

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



الرقم التسلسلي:

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم التسيير

عنوان المذكرة

محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة الشركة الإفريقية للزجاج - الطاهير -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

• د/ رشيد علاب

إعداد الطالبتين:

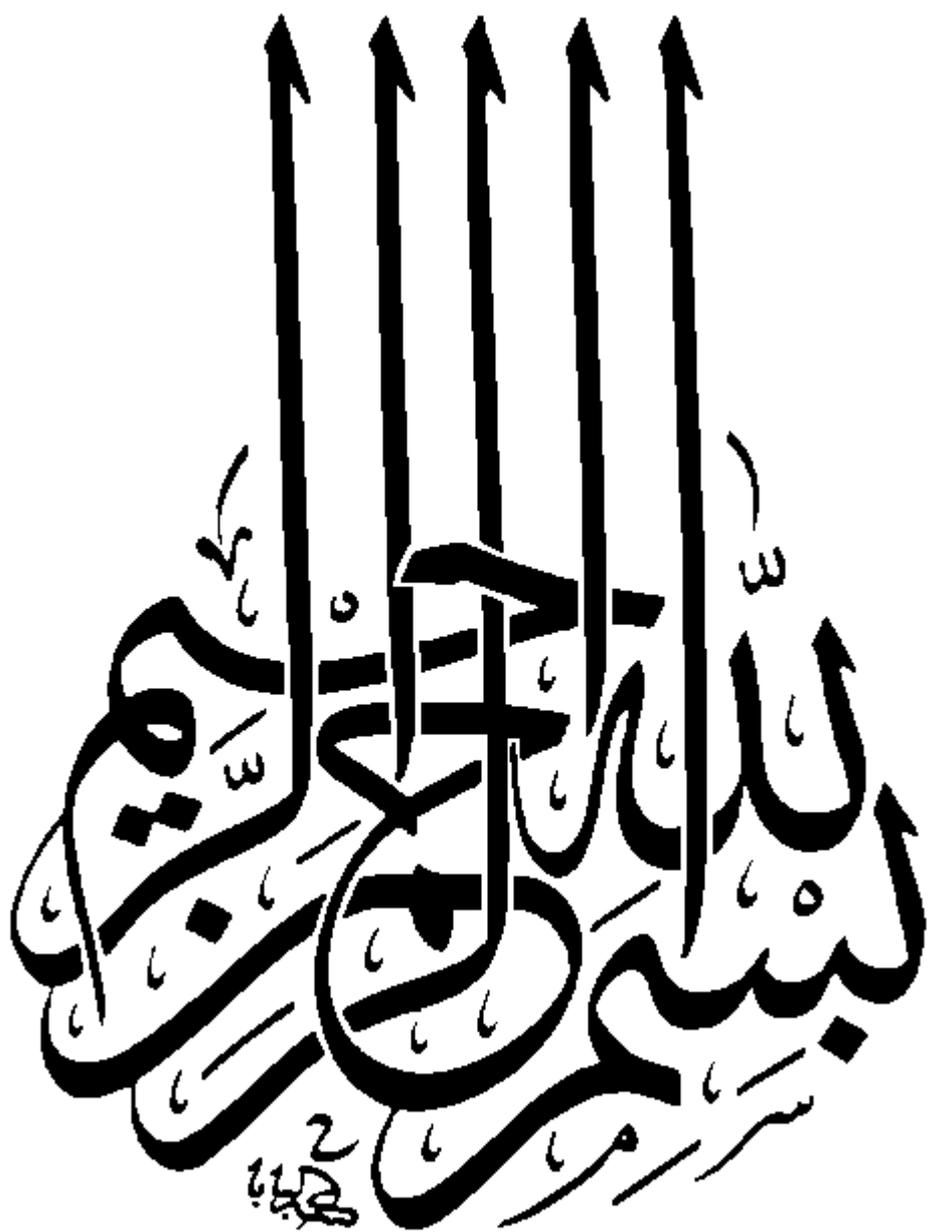
• سلمى محروق

• فريال زعبيك

أعضاء اللجنة

رئيسا	جامعة جيجل	د/عمر قيرة
مشرفا ومقرا	جامعة جيجل	د/ رشيد علاب
عضوا مناقشا	جامعة جيجل	أ/ محمد مين لزعر

السنة الجامعية: 2020/2019



شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، نحمده ونشكره على نعمه وجزيل عطائه، ونصلي على خاتم الأنبياء والمرسلين صلى الله عليه وسلم.

نشكر الله ونحمده سبحانه وتعالى أن وفقنا لإتمام بحثنا هذا وبطيب لنا أن نتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى أستاذنا الفاضل " الدكتور رشيد علاب " على كل ما بذله وقدمه من نصح وإرشاد لنا لكي يصل هذا البحث إلى هذا الإنجاز الذي نراه، كما نشكر لجنة تقييم هذا العمل.

كما نتقدم بالشكر إلى عمال الشركة الإفريقية للزجاج وبالأخص مسؤول مصلحة المحاسبة والمالية " السيد أحسن سلولة ".

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

عليه وجزيل

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله و المؤمنين)

صدق الله العظيم

الحمد لله الذي وفقني في إنجاز هذا العمل المتواضع نحمده ونشكره على نعمه، الى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة
ونصح الأمة إلى بني الرحمة ونور العالمين سيدنا مُحَمَّد ﷺ.

إلى " أمي وأبي " رحمهما الله...

إلى "إخوتي وأخواتي" ... أولاد "أخي وأختي" ... "زوجة أخي" ...

إلى " زوجي " ...

إلى "صديقتي وأختي وشريكتي" في هذا البحث...

إلى كل العائلة والأقارب وكل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بكلمة مشجعة في
إنجاز هذا العمل

إلى هؤلاء جميعا

أهدي هذا العمل المتواضع

سلمى

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل اعملوا فسيري الله عملكم ورسوله و المؤمنين)

صدق الله العظيم

الهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك ولا تطيب الجنة إلا برويتك.

الى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة إلى بني الرحمة ونور العالمين سيدنا مُحَمَّد ﷺ.

إلى " أمي وأبي " أطال الله في عمرهما...

إلى " إخوتي وأخواتي "...

إلى " خطيبي " ...

إلى " صديقتي وأختي وشريكتي " في هذا البحث...

إلى كل العائلة والأقارب وكل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بكلمة مشجعة في

إنجاز هذا العمل

إلى هؤلاء جميعا

أهدي هذا العمل المتواضع

فريال

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	الشكر
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول: تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.	
7	تمهيد:
8	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
8	المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
9	المطلب الثاني: مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
17	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة علي الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
19	المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.
19	المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال.
19	المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل.
23	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل.
30	المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.
31	المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
31	المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
32	المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
34	المطلب الثالث: إختيار الهيكل التمويلي المناسب.
35	المطلب الرابع: ماهية الرفع المالي.
37	خلاصة.
الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية.	
39	تمهيد

	المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة.
40	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة.
40	المطلب الثاني: أشكال قيمة المؤسسة.
43	المطلب الثالث: آليات تحديد قيمة المؤسسة.
44	المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها.
44	المطلب الأول: التقييم وخطوات عمل المقيم.
45	المطلب الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية.
53	المطلب الثالث: المفاضلة بين طرق التقييم.
56	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
56	المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي.
62	المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي.
68	خلاصة
الفصل الثالث: دراسة أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة الإفريقية للزجاج	
70	تمهيد
71	المبحث الأول: تقديم الشركة الإفريقية للزجاج -ENAVA-
71	المطلب الأول: نشأة وتطور الشركة الإفريقية للزجاج.
75	المطلب الثاني: أهمية وأهداف الشركة الإفريقية للزجاج.
76	المطلب الثالث: دراسة الهيكل التنظيمي للشركة الإفريقية للزجاج.
86	المبحث الثاني: متغيرات الدراسة.
86	المطلب الأول: عرض وتحليل الميزانية المالية للشركة الإفريقية للزجاج خلال فترة الدراسة وإعداد الميزانية الوظيفية.
94	المطلب الثاني: المتغيرات المستقلة.
100	المطلب الثالث: المتغيرات التابعة.
102	المبحث الثالث: قياس أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة.
102	المطلب الأول: تجميع المعطيات.
103	المطلب الثاني: تقدير النموذج.
105	المطلب الثالث: تفسير النتائج.
107	خلاصة.

109	خاتمة.
113	قائمة المصادر والمراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم
86	جانب الأصول الميزانيات المالية المختصرة للشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2019)	01
89	جانب الخصوم الميزانيات المالية المختصرة للشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2019)	02
92	إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2017	03
93	إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2018	04
94	إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2019	05
98	النسبة المالية لفترة الدراسة (2017-2019)	06
101	قيمة المؤسسة للشركة الإفريقية للزجاج خلال فترة الدراسة (2017-2019)	07
102	النسب المالية وقيمة المؤسسة لفترة الدراسة (2017-2019)	08
102	تحويل البيانات السنوية إلى بيانات ثلاثية باستعمال برنامج EVIEVS10	09
104	تقدير معاملات النموذج	10

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
15	أنواع مصادر التمويل	01
45	خطوات عمل المقيم	02
57	العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (المدخل صافي الأرباح)	1-03
58	العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المنشأة (مدخل صافي العمليات)	2-03
59	العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المنشأة (المدخل التقليدي)	3-03
61	قيمة المؤسسة في حالة وجود الضرائب	4-03
63	العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	04
65	العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	05
77	الهيكل التنظيمي العام للشركة الإفريقية للزجاج	06
83	الهيكل التنظيمي الخاص للشركة الإفريقية للزجاج	07
88	تطور جانب الأصول للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017-2019)	08
92	تطور جانب الخصوم للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017-2019)	09
99	النسب المالية خلال فترة الدراسة (2017-2019)	10
103	العلاقة بين متغيرات الدراسة	11

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	جانب أصول الميزانية (من الجريدة الرسمية)
02	جانب خصوم الميزانية (من الجريدة الرسمية)
03	ميزانية 2017 جانب الأصول
04	ميزانية 2017 جانب الخصوم
05	ميزانية 2018 جانب الأصول
06	ميزانية 2018 جانب الخصوم
07	ميزانية 2019 جانب الأصول
08	ميزانية 2019 جانب الخصوم
09	جدول حساب النتائج 2017
10	جدول حساب النتائج 2018
11	جدول حساب النتائج 2019

مقدمة

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العامل الرئيسي والمحرك الأساسي الذي يقوم عليه الإقتصاد في أي دولة، حيث أن تطور هذا الأخير مرتبط بقدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو اقتصادية مرتفعة، غير أن ممارسة المؤسسة المالية للأنشطة الاقتصادية يتطلب إحتياجات تمويلية تلجأ إليها المؤسسة لتحقيق الأهداف المرجوة والتي تتمثل أبرزها في تعظيم قيمة المؤسسة الاجتماعية وذلك بالبحث عن مصادر التمويل الملائمة، سواء كانت مصادر التمويل قصيرة الأجل، متوسطة أو طويلة الأجل، والتي تستدعي المفاضلة فيها بأفضل الشروط وفي حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة، بحيث يترتب على هذا المزيج أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة بغرض الوصول إلى هيكل مالي مثالي يحقق للمؤسسة أعلى قيمة لها، ولقد اختلفت الآراء والنظريات في تفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة الاقتصادية.

1- إشكالية الدراسة

مما سبق يمكن صياغة وطرح التساؤل الرئيسي التالي:

- إلى أي مدى تؤثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة الاقتصادية في الشركة الإفريقية للزجاج؟

2- تساؤلات فرعية

ويندرج تحت التساؤل الرئيسي المذكور سابقا مجموعة التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بالهيكل التمويلي؟ وما هو أهم مكوناته وأسس المفاضلة بينها؟
- ما هو العوامل المحددة والمفسرة للهيكل التمويلي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف تؤثر العوامل المحددة للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة في الشركة الإفريقية للزجاج؟

3- فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات التي نرى أنها مناسبة، والمتمثلة أساسا فيما يلي:

- الفرضية الرئيسية: تعتبر العوامل الكمية هو المحدد للهيكل التمويلي في الشركة الإفريقية للزجاج.
- الفرضية الفرعية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمردودية المالية على قيمة المؤسسة.

- الفرضية الفرعية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة احصائية للمردودية الاقتصادية على قيمة المؤسسة.
- الفرضية الفرعية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة احصائية لهيكل الأصول على قيمة المؤسسة.
- الفرضية الفرعية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة احصائية للربحية على قيمة المؤسسة.
- الفرضية الفرعية الخامسة: يوجد أثر ذو دلالة احصائية للسيولة على قيمة المؤسسة.

4- أهمية الدراسة

- تحديد المزيج التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الذي يعتمد على مجموعة من المحددات التي يختلف تأثيرها من مؤسسة إلى أخرى.
- تحديد محددات المزيج التمويلي في الشركة الإفريقية من خلال نموذج قياسي .

5- أهداف الدراسة

تسعى الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
- إبراز أهمية محددات الهيكل التمويلي ومدى مساهمتها في تحديد قيمة المؤسسة.
- التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
- محاولة بناء نموذج قياسي يفسر السلوك التمويلي للشركة الإفريقية للزجاج من خلال ابراز أهم المحددات التي يؤثر على هيكلها المالي، وذلك باستخدام نموذج انحدار خطي متعدد.

6- أسباب إختيار الموضوع

إن اختيارنا لهذا الموضوع كان لعدة أسباب منها:

6-1 الأسباب الذاتية

- الرغبة الشخصية والميول الذاتي في معالجة ودراسة هذا الموضوع ومحاولة توسيع معارفنا في هذا المجال.

6-2 الأسباب الموضوعية

- ارتباط موضوع الدراسة بالتخصص (إدارة مالية).
- التعرف عن قرب لأهمية الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية.

- قلة الدراسات القياسية التي اهتمت بتقدير تأثير محددات الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة.

7- حدود الدراسة

7-1 الحدود المكانية

- أجريت الدراسة التطبيقية في الشركة الإفريقية للزجاج التي تقع بالطاهير منطقة أولاد صالح.

7-2 الحدود الزمانية

- تم إجراء الدراسة التطبيقية خلال السداسي الثاني من السنة الجامعية 2019-2020 وتحديدًا من بداية شهر أوت 2020 إلى نهاية شهر سبتمبر 2020.

8- صعوبات الدراسة

كل باحث تواجهه صعوبات أثناء قيامه بأي دراسة، ومن أبرز الصعوبات التي واجهتنا أثناء قيامنا بإعداد هذه الدراسة نذكر:

- قلة الدراسات السابقة
- الظروف الصحية الصعبة " وباء كورونا" (Covid-19) مما صعب مهمة الانتقال الى مكان التبرص ومكتبة الجامعة ولقاء المشرف على البحث.

9- منهج الدراسة

قصد الإجابة على التساؤل الرئيسي المطروح سابقا والتساؤلات الفرعية، قمنا بالإعتماد على منهجين هما المنهج التحليلي، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري للتعريف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بموضوع الدراسة والمتعلقة بالشركة الإفريقية للزجاج، أما المنهج التحليلي فقد تم الاعتماد عليه أساسا في الجانب التطبيقي.

10- الدراسات السابقة

- دراسة عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة: " دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم"- مع دراسة حالة-، مذكرة ماجستير جامعة منتوري قسنطينة، 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي من أجل محاولة الرفع من كفاءة استغلال الموارد المالية، المتوفرة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، كما تم التركيز على الأرباح المحتجزة وسياسة توزيعات الأرباح وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم.

كما توصلت هذه الدراسة إلى أن الهيكل التمويلي عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة، وأن المؤسسة تقوم ببناء الهيكل المالي الأمثل بحيث تكون عنده تكلفة التمويل عند أدنى مستوياتها الأمر الذي يعود بالأثر الإيجابي على قيمتها ويمكنها من تحقيق أعلى قيمة لها.

• دراسة عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، أصروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أثر القرارات المالية على ثروة المساهمين وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة وإظهار العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وبالتالي قيمة المؤسسة تتأثر بنسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (نسبة الرفع المالي)، كما خلصت إلى أن العلاقة بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات المدروسة علاقة في مجملها متوسطة ضعيفة.

• دراسة حظطاش عبد السلام، محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة، دراسة تشخيص الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008.

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على عناصر الهيكل التمويلي ومعرفة إذا كان اعتماد مزيج تمويلي بدلا من آخر من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤسسة من خلال معرفة مدى تأثير تكلفة المزيج التمويلي وكذا بعض المحددات الأخرى وذلك في كل من النظام التقليدي والمشاركة وإجراء مقارنات بين الأسس والمحددات التي تحكم عملية التمويل بين النظامين السابقين.

• دراسة علي بن الضب، تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-، شهادة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، وخلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقا كفوفا عند المستوى

الضعيف، وإلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نال حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لوجدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهم حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية والمعبر عنها ب β

11- هيكل الدراسة

قصد الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والتوصل إلى الإجابة على التساؤل الرئيسي إرتأينا لتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول، فصلان نظريان، وآخر تطبيقي.

الفصل الأول بعنوان تحليل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، والذي قسمناه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لتكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية، في حين تم التطرق إلى المبحث الثالث في هذا الفصل إلى محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية أما الفصل الثاني فجاء بعنوان الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية، حيث أشرنا في المبحث الأول إلى أساسيات حول قيمة المؤسسة، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لطرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها، في حين تم التطرق في المبحث الثالث من هذا الفصل إلى النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

وأخيرا خصصنا الفصل الثالث للدراسة التطبيقية حيث يتم إسقاط الدراسة النظرية على واقع الشركة الإفريقية للزجاج وذلك بغرض معرفة الوضعية المالية للشركة والتركيز على محددات الهيكل التمويلي والتي عبرنا عنها بنسب مالية، وحساب قيمة المؤسسة، المبحث الأول بعنوان تقديم الشركة الإفريقية للزجاج ، والمبحث الثاني فتم تخصيصه لمتغيرات الدراسة أما المبحث الثالث فخصصناه لقياس أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة الإفريقية للزجاج.

الفصل الأول: تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

تمهيد:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي للمؤسسة

الاقتصادية.

المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

خلاصة.

تمهيد

يحظى الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية على أهمية كبيرة من قبل الباحثين في مجال الإدارة المالية، وباعتبار المؤسسة مركز للقرارات فإنها تسعى للحصول على الأموال لضمان استقرارها ولسير عملياتها، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المصادر التمويلية والتي تستدعي المفاضلة بينها باختيار مصادر التمويل المناسبة التي تحقق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة، للحصول على هيكل تمويلي مناسب.

حيث يتكون الهيكل التمويلي من مصادر قصيرة الأجل، وأخرى متوسطة وطويلة الأجل، وإن اختيار إحدى هذه المصادر من قبل المؤسسة يركز على التكلفة وعلى مجموعة من المحددات.

وبغرض الإلمام بجوانب هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية وفق ما يلي:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

استأثر الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية بجزء مهم من الدراسات المالية، لما له من أهمية كبيرة وله تأثير على المؤسسة، وبناء الهيكل التمويلي الأمثل من بين المشاكل التي تواجه المؤسسة، نظر للصعوبات التي تواجهها في اختيار المصادر التمويلية الصحيحة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية".¹

ويعرف أيضا بأنه "كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، وهو ما يعرف محاسبيا بالخصوم أو المطلوبات بالميزانية العامة، والتي تمثل مجموع الالتزامات التي تترتب على المنشأة مقابل الحصول على مجموع الأصول".²

ويمكن تعريفه بأنه "اللجوء إلى الدين كمصدر للتمويل إلى جانب حقوق المساهمين ومن ثم يرى البعض أن هيكل التمويل يشير إلى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول حيث أن الأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة، رأس المال، الفائض الحجم القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل (ائتمان مصرفي/ أو إئتمان تجاري...)"³.

أيضا يمكن تعريف الهيكل التمويلي (أو البنية المالية) للمؤسسة بأنها الصور التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها وتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاقتراض فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، لأنها ملزمة بدفع تكاليف الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال، عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة، بينما إذا كان مصدر التمويل هو التمويل الذاتي فإن المؤسسة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس المال المؤسسة وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين، وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم. ومن ثم تتحمل المؤسسة نوعين من التكلفة تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال أو تكلفة الأموال الخاصة.

¹ - عدنان نادية النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 349.

² - خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 17.

³ - جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 244.

المطلب الثاني: مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

الهيكل التمويلي للمؤسسة مرآة عاكسة لمصادر التمويل لمختلف أصولها، وتختلف تصنيفات مصادر التمويل من كاتب لآخر، ومن الناحية الزمنية تقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل.

أولاً: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل short-term financig تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام. وهناك مسألتين هامتين تشغلان بال الإدارة بشأن التمويل قصيرة الأجل: المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في الاعتماد على هذا النوع من التمويل، أم المسألة الثانية فتتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة منه.

وبالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المنشأة، كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر، أما بالنسبة للمسألة الثانية والخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل، فإنه يمكن القول بأن هناك اعتبارين رئيسيين في هذا الصدد هما: التكلفة أي الأعباء التي تتحملها المنشأة، ودرجة إتاحة المصدر أي مدى إمكانية الاعتماد على المصدر في تزويد المنشأة بالاحتياجات المطلوبة في الوقت الذي تظهر فيه هذه الاحتياجات. وفي هذا القسم سوف نعرض لأكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل استخداماً وهما: الإئتمان التجاري والإئتمان المصرفي، نوضحهما فيما يلي.¹

أ- الإئتمان التجاري

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فإن الإئتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الإئتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة لمنح الإئتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل، والهدف من الإئتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفير الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو انخفاض كلفة هذا الإئتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الإئتمان التجاري وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ.²

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 546، 545.

² دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 124.

ب- الائتمان المصرفي

تعتبر البنوك التجارية بطبيعتها مؤسسات مالية مانحة للقروض قصيرة الأجل التي يحتاجها المستثمرون لتمويل عملياتهم التشغيلية، وبما أن البنوك التجارية يقتصر دورها غالبا على تقديم الأموال للعمليات التجارية فهي بالمقابل تبتعد ما أمكنها ذلك عن منح القروض طويلة الأجل، إلا أن هناك بنوكا أخرى متخصصة في هذا المجال مثل البنوك الصناعية، والعقارية، والزراعية، ومؤسسات أخرى قادرة على تقديم القروض طويلة الأجل مثل مؤسسان الضمان الاجتماعي، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد... إلخ.¹

ثانيا: مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل

1- أموال الملكية

1-1 الأسهم العادية

وهو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فقرات استحقاقها.²

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع حيث يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى الأسهم. وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة الشركات التي تكون في أول مراحل التشغيل. ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم.³

ومن بين مزايا إصدار الأسهم العادية ما يلي:

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها؛
- إن الشركة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمشروع بعدم الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة الخطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى؛

¹ علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 263.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص 201.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 247.

- إن التمويل بإصدار الأسهم بعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية، ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للشركة في السوق المالي.¹
- من بين عيوب إصدار الأسهم العادية ما يلي:
- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال؛
- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدامى، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقا (الأرباح المحتجزة)، إن المساهم الجديد يحصل على جزء من أرباح المساهمين القدامى سواء التي تتحقق في السنة الحالية أو المجمعة في الفترات السابقة؛
- إن إصدار الأسهم والاكتتاب بها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.²

2-1 الأسهم الممتازة

هذه الأسهم تحمل جزء من صفات الأسهم العادية وجزء من صفات السندات فهي تشبه السندات في أن نصيبها من أرباح الشركة غالبا ما يكون محددًا بحد أعلى أو أدنى وتشبه الأسهم في أنها تمثل جزء من الملكية يحق لحامها المشاركة في الأرباح المتخصصة وبالتالي نستطيع أن نقول أن هذه الأسهم هي وثائق ذات قيم اسمية يصدرها المشروع ويحق لحاملها ملكية جزء من المشروع يعادل قيمة أسهمه.³

تعد الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية في الشركات المساهمة والشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت على هذه الأوراق المالية، فالعائد يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح وعلى رغبتها في التوزيع.

ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة وتمنح الأسهم الممتازة أرباح تحدد في كويون الإصدار ولا يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت وانتخاب مجلس الإدارة.⁴

ومن بين مزايا وعيوب الأسهم الممتازة نميز وجهتي نظر، من وجهة نظر المصدر ومن وجهة نظر المستثمر سنعرضها فيما يلي:

¹- دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع السابق، 205،

²- نفس المرجع السابق، ص ص 205، 206.

³- رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 97.

⁴- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 180.

أولاً: من وجهة نظر المصدر

أ- المزايا

- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة، كما هي الحال في فوائد الأسناد؛
- عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية؛
- ليست لها أصوات (إلا في حالة معينة)، لذا لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة القائمة؛
- بالرغم من عدم وجود تاريخ محدد لإلغاء الأسهم الممتازة، إلا أن حق استدعائها يعطي الشركة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد؛
- تزيد هامش الأمان للمقترضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للشركة المصدرة؛
- تقلل احتمالات تأثر الشركة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.

ب- العيوب

- أعلى كلفة من الدين، لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة كالأسناد؛
- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة؛
- قد تفرض بعض القيود على الشركة.

ثانياً: من وجهة نظر المستثمر

أ- المزايا:

- تحقق عائد ثابت؛
- يكون لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.¹

3-1 الأرباح المحتجزة

تعتبر مصدراً ذاتياً ذا أهمية كبيرة خاصة في الشركات الناجحة إذا ما اتبعت سياسة توزيع متوازنة بين عائدات مناسبة لأصحاب المشروع وفي نفس الوقت توفر موارد ذاتية للشركة تساعدها على النمو والتطور وتحسين وضعها المالي.

ويعزز أهمية هذا العنصر كمصدر للتمويل القيود القانونية المفروضة على الشركات إذ أنها تحد من قيامها بالتوسع في توزيع الأرباح وتجبرها على تكوين الاحتياطات المختلفة وفي المؤسسات الناجحة يعد هذا المصدر على مدى السنوات أهم من رأس المال المقدم من المساهمين.²

¹ - ملحق محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع لعربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 117.

² - أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2007، ص 77.

2- الأموال المقترضة

1-2 السندات

إن السندات هي عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل التي تنقسم إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها "سند". وتلتزم المنشأة بسداد الفائدة وأصل القرض في تواريخ معينة لحملة السندات، ويرجع ذلك إلى أن السندات تمثل نوعاً من أنواع الاقتراض طويلة الأجل الذي تحصل عليه المنشأة بموجب عقد معين ما بين أصحاب السندات والمنشأة وذلك بضمان طرف ثالث عادة أحد البنوك الذي يراقب عملية الاتفاق ويمثل المقترضين (حملة السندات) ويعمل على التأكد من التزام المنشأة بالاتفاق المبرم. وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة، وتطرح السندات للاكتتاب العام وبالتالي يتم تسويقها بين مجموعة المستثمرين في سوق المال.¹

يعتبر "السند" قرض طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى التزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه. وقد كانت السندات سابقاً تصدر باستحقاقات من 10 إلى 20 سنة، إلا أنه أصبح مألوفاً لأن الإصدار تمويل طويل الأجل يشبه القروض محددة المدة، ولكن إصدار السندات يتم الاعلان عنه والدعاية له ويعرض على الجمهور، وبيع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراداً وشركات.²

2-2 القروض طويلة الأجل

تعتبر القروض مصدراً من أهم مصادر التمويل للمؤسسات، ولا سيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والنقد المتوقع تحقيقه من الأصل الذي سيتم تمويله والصورة الأفضل للحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل هي القروض الآجلة التي يمكن تعريفها بأنها عبارة عن الاتفاق بين المقترض والمقرض يقدم بموجبه المقترض مبلغاً من المال، ويلتزم المقترض بإعادة المبلغ المقترض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها بالإضافة إلى الفوائد.³

وهي قروض تحصل عليها المنشأة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاماً. ومن أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الاتفاق على شروطه (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات،...) بالتفاوض المقرض والمقترض.⁴

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سمية ذكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجاعية طبع - نشر - توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص 350،351.

² على عباس، الإدارة المالية - في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، الأردن، 2002، ص 277.

³ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 118.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 561.

2-3 الاستئجار (التمويل التأجيري)

تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين منشأتين بحيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في مقابل التزامها بدفع مبلغ معين. ووفقا لهذا الأسلوب تستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة إلى شرائه.¹

الاستئجار هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة يتفق عليها. ويمكن استئجار الأصول المختلفة والحصول على خدماتها دون امتلاك هذه الأصول ويشمل ذلك العديد من الأصول ومنها استئجار الأراضي، الأبنية، السفن، أجهزة التنقيب معاملة توليد الطاقة والتعدين، الرافعات العملاقة، أنظمة الكمبيوتر، وفي ضوء طبيعة هذه الأصول يعد الاستئجار واحد من مصادر التمويل طويلة الأجل.

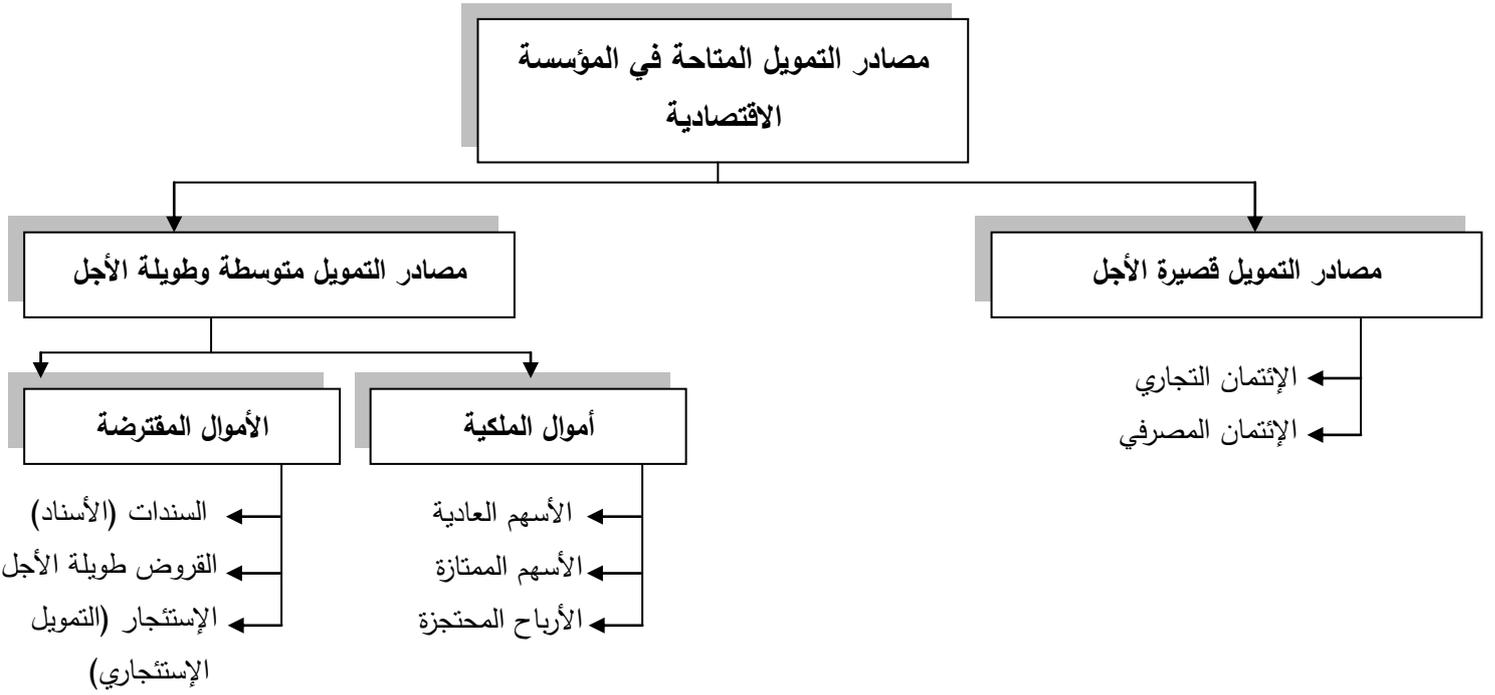
وهناك تشابه بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض لأن دفعات الاستئجار عبارة عن التزامات تعاقدية دورية ثابتة طويلة الأجل وبذلك يؤدي الاستئجار إلى ارتفاع مديونية المشروع المستأجر وزيادة خطر الرافعة المالية.²

مما سبق يمكن تلخيص مختلف مصادر التمويل في المخطط التالي:

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سمية ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 335.

² دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 410.

الشكل رقم (01): أنواع مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الطلبة وبالإعتماد على المرجع "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة" للدكتور "دريد كامل آل شبيب"، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.

ثانياً: العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل¹

الحديث عن تكلفة التمويل يدور حول تشكيلة مصادر أموال المؤسسة ونظراً للاختلاف مصادر أموال المؤسسة من حيث طبيعتها، أموال مقترضة وأسهم عادية وأرباح محتجزة فمن المؤكد أن يكون هناك اختلاف من ناحية تكلفتها، الذي يرجع إلى عدة عوامل مؤثرة ومحددة لتكلفة التمويل في المؤسسة أهمها: الظروف الاقتصادية العامة، القوة التسويقية للأوراق المالية للمؤسسة (ظروف السوق)، والظروف التشغيلية والمالية، وأخيراً حجم الأموال المطلوبة للاستثمارات الجديدة.

يحدد العامل الأول حجم الطلب والعرض على الأموال داخل السوق بالإضافة إلى مستوى التضخم داخل الاقتصاد، والمؤكد أن الظروف الاقتصادية لها تأثيرها المباشر وانعكاسها على معدل العائد الخالي من المخاطر الذي يتوقعه المستثمرون ويمثل هذا العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطر مثل حوالات الخزينة، ومن المؤكد اقتصادياً أن كلما زاد الطلب على الأموال داخل السوق بدون زيادة في مقدار العرض المتاح من الأموال

¹ - شرابي باية كندة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة - حالة عينة من المؤسسات الجزائرية -، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2014، ص 54-55.

كلما زاد العائد المطلوب ومن ناحية أخرى فإنه يتوقع للتضخم أن يخفض من القدرة الشرائية للعملة وبالتالي فإن المستثمرين سوف يطلبون معدلا مرتفعا من العائد.

وينعكس العامل الثاني والثالث على درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون بقيمة إيداع أموالهم في المؤسسة وبرز ذلك في شكل علاوة المخاطر وهي مقدار العائد الإضافي، فمن جهة يسعى المستثمرون لتحقيق عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة وهو يعبر عن ذلك بمعدل العائد الخالي من المخاطر حيث يعتبر هذا العائد تعويض عن عنصر الزمن من جهة ثانية ونظرا لتعرض المستثمرين إلى جملة من المخاطر الأخرى المرتبطة بالقوة التسويقية للأوراق المالية في السوق وللظروف التشغيلية والمالية للمؤسسة والتي تنعكس بمخاطر النشاط التشغيلي، أي مخاطر الأعمال والمخاطر المالية ومخاطر التضخم ومخاطر تغير أسعار الفائدة، فإنهم يسعون للحصول على عائد إضافي يكفي من وجهة نظرهم تعويض هذه المخاطر المتوقعة، هذا العائد هو ما يعرف بعلاوة الخطر، ومن المؤكد أن ارتفاع درجة المخاطرة لا بد أن ينعكس على رغبة المستثمر في الحصول على أكبر عائد ممكن الذي يؤثر بالزيادة على تكلفة الأموال.

كما تتأثر تكلفة الأموال بعوامل أخرى ناتجة من الاختلاف في حجم الأموال اللازمة للتمويل من جهة واختلاف مكونات العناصر التي تشكل هذه الأموال كالقروض والأسهم الممتازة وحقوق الملكية من جهة ثانية فمن المعروف أنه كلما زاد حجم الأموال المطلوبة كلما زادت المخاطرة خصوصا إذا حصل ارتفاع في نسبة الرافعة المالية هذا من جانب ومن جانب آخر فإن أصحاب القروض أقل تعرضا للمخاطر قياسا بأصحاب الملكية من حملة الأسهم فالقانون يمنح أصحاب القروض حقا أوليا في الحصول على مستحقاتهم في حالة الإفلاس، بموجب هذه الحقوق تتقدم القروض على غيرها من مصادر الأموال بانخفاض المخاطر قياسا بالمخاطر التي يتعرض لها أصحاب الأسهم الممتازة والعادية، كما أن أصحاب الأسهم الممتازة أقل عرضة للمخاطر قياسا بأصحاب الأسهم العادية ولذلك فإن الاعتماد على القروض الممتازة إنما يعني في النتيجة النهائية تقليل في تكلفة الأموال.

ثالثا: فوائد حساب تكلفة التمويل¹

إن حساب تكلفة التمويل سواء كان لكل عنصر من عناصر التمويل أو للهيكل المالي ككل، سوف يحقق للإدارة المؤسسة والإدارة المالية فيها عدد من الفوائد أهمها:

- حساب تكلفة كل عنصر سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختصار أنسب تلك المصادر من خلال التكلفة؛

¹ - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مذكرة

مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، الجزائر، 2012، ص40.

- تستخدم تكلفة التمويل للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال؛
- يفيد أيضا حساب تكلفة الأموال في تقييم المشروعات التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة الأموال تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبأ على عاتق المؤسسة؛
- يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها، إضافة إلى دورها في قرارات التسعير؛
- إن العديد من القرارات المالية وسياسة رأس المال التي تستلزم القيام بحساب دقيق لتكلفة الأموال.
- إن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات للمؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك يستوجب حسابها.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي

يتأثر الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية بعدة عوامل تتمثل فيما يلي:

أ- معدل نمو المبيعات

يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع، فمثلا إذا كان معدل نمو المبيعات والإيرادات يتراوح بين 08% و 20% في العام الواحد، فإن التمويل بالقروض ذات الفائدة المحدودة والثابتة يؤدي إلى تحقيق أرباح مضاعفة لحملة الأسهم العادية.¹

ب- درجة استقرار المبيعات

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.²

ج- المنافسة

إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم المبيعات وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وكذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمنشأتنا، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، ولكن من ناحية أخرى

¹ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 279.

² - عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية: دراسة الجدوى مصادر التمويل، التخطيط المالي، التحليل المالي، الأسهم والسندات المالية، تحليل

الربحية الإسلامية، الناشر مكتبة العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 413.

ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت الصناعة تتدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها.¹

د - هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة، ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.²

هـ - اتجاهات رجال التجارة

إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد الأمرين: الأول التحكم والسيطرة على إدارة المنشأة، والثاني: الخطر، فالمنشآت الضخمة التي تنشأت فيها ملكية الأسهم العادية وتتنوع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة وفي حالة الحاجة إلى أموال إضافية بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيعتبر عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة.

ومن ناحية أخرى فإن ملاك المنشآت الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة.³

و - اتجاهات المقرض

بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المنشأة بدراستها وتحليلها، فإن اتجاهات وآراء المقرضين تلعب دوراً في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزناً كبيراً لرأيه، وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المنشأة أو ظروفها الداخلية بل أن طرفاً خارجياً وهو المقرض يلعب دوراً هاماً في تحديد هذا الهيكل.⁴

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999، ص341.

² نفس المرجع السابق، ص341.

³ محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للطباعة و النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص340.

⁴ نفس المرجع السابق، ص341.

المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

سنتهم في هذا المبحث بتقدير تكاليف مصادر التمويل قصير الأجل المتمثلة في تكلفة الائتمان التجاري والمصرفي، وبتقدير تكاليف الأموال المملوكة من خلال إبراز أهم النماذج والطرق التي اهتمت بتقدير تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأرباح المحتجزة وكيفية تحديد تكلفة الأسهم الممتازة، كما سنعرض كيفية تحديد تكاليف الأموال المقترضة والتي تضم تكلفة السندات، تكلفة القروض البنكية، تكلفة التمويل التأجيري بالإضافة إلى التطرق لمفهوم تكلفة الأموال.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال

أولاً: تعريف تكلفة الأموال

يمكن تعريف تكلفة الأموال بصفة عامة بأنها الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير. لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل (تكلفة الأموال) يؤدي إلى أن يصبح الوضع المالي لأصحاب المشروع أسوأ مما كان عليه من قبل انخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة. بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل أي يزيد عن تكلفة الأموال إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع مع ارتفاع إجمال القيمة السوقية لأسهم الشركة.¹

ويمكن تعريف تكلفة الأموال أيضاً بأنها "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة". وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل وما يترتب على ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.²

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل قصير الأجل

أ- تكلفة الائتمان التجاري

تتوقف قيمة تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر.³

¹ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات: الاستثمار، التمويل، التحليل، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006،

ص166

² محمد صالح الحناوي نهال فريد مصطفى، رسمية ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 392.

³ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص ص 391، 392.

غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلية من السوق. وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة تكاد معدومة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي.

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

ب- تكلفة الائتمان المصرفي

نستطيع أن نحدد تكلفة الائتمان المصرفي من خلال مناقشة الملاحظات التالية:

1- **سعر الفائدة الحقيقي أو الاسمي:** من المعروف أن البنوك قد تحتسب الفائدة في البداية ويتم اقتطاعها أو قد تحسبها في النهاية وتضاف للمبلغ الواجب سداها و تبعا لذلك فإن معدل الفائدة الحقيقي يختلف حسب طريقة دفع الفائدة.

2- الحد الأدنى الذي يحجزه البنك من حساب الشركة.

3- كلفة الضمانات المقدمة وإجراءات الضمانات وعدم إمكانية استغلالها والاستفادة منها فلو كانت أوراق مالية لا يستطيع العميل بيعها إلا بعد تسديد القرض.¹

إن الائتمان المصرفي قصير الأجل له تكلفة تحدد بثلاث عوامل هي:²

- معدل الفائدة الاسمي، وهو معدل الفائدة المثبت في اتفاقية القرض والذي يعكس الشروط الائتمانية السائدة في الإقتصاد، والمركز الائتمانية في المؤسسة المقترضة؛
- أسلوب حساب الفائدة وتحصيلها؛

¹ - رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2001، ص86.

² - بوتوسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة " شركة الخرف الصحي بالميلية- جيجل"، مذكرة مقدمة

ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل-، الجزائر، 2009، 2008، ص ص87- 88.

- معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.

و بالتالي لا تقتصر تكلفة الائتمان على سعر الفائدة المصرفي والذي يمثل نسبة معينة من قيمة القرض بل تتعداه لتشمل تكلفة اضافية ناتجة عن شروط الاقتراض ذاتها، وتصبح التكلفة الحقيقية للائتمان متمثلة في الفائدة المصرفية مضافا إليها التكلفة الإضافية أي:

التكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي = سعر الفائدة + تكلفة شروط الائتمان (كنسبة)

$$\text{السعر الفاعل الفاعل} = \frac{\text{قيمة الفائدة المدفوعة}}{\text{القيمة الحقيقية للقرض}}$$

وذلك على اعتبار أن قيمة الفوائد تدفع في الواقع على المبلغ الفاعل الذي تحصل عليه المؤسسة بعد تطبيق الشروط التي يفرضها البنك.

وسنوضح أكثر كيفية حساب سعر الفائدة الفاعل حسب الشروط التي يفرضها البنك وسنوضح أكثر كيفية حساب سعر الفائدة الفاعل حسب الشروط التي يفرضها البنك فيما يلي:

أ- سعر الفائدة النظامية (دفع الفائدة لاحقا)

تتسلم المؤسسة مبلغ القرض كاملا من البنك، تم تسديد القرض لاحقا مع الفائدة المترتبة عنه وعليه يكون سعري الفائدة الاسمية المتعاقد عليها والفعلية متساويان، وذلك في حالة عدم وجود أرصدة معوضة، غير أن سعر الفائدة الفعلية يزيد قليلا عن سعر الفائدة الاسمية لو تم الاقتراض لمدة تقل عن سنة، وتم تحديد القرض خلال السنة، ويتم حساب سعر الفائدة الفعلية في هذه الحالة كما يلي:

$$i' \% = \left(1 + \frac{i \%}{m}\right)^m - 1$$

حيث:

i' : سعر الفائدة الفاعل.

i : سعر الفائدة الاسمي.

m : عدد مرات دفع الفائدة خلال السنة.

أما في حاله وجود أرصدة معوضة، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة الفعلية والتي تحسب كما يلي:

$$i' = \frac{i}{(1 - p\%)}$$

حيث:

P: نسبة الأرصدة المعوضة.

ب- سعر الفائدة المستخدم في الخصم (دفع الفوائد سابقا)¹

إذا كان منح القرض على أساس الخصم، فإن المؤسسة لا تتسلم كامل مبلغ القرض، و ذلك لأن الفائدة تخصم مقدما من مبلغ القرض، ونميز بين حالتين هما:

ب-1 حالة عدم وجود أرصدة معنوية

يعتبر سداد الفائدة مقدما تخفيضات للقيمة الفعلية للمبالغة المحصل عليه من طرف المؤسسة، حيث يساوي في الواقع قيمة الائتمان D مطروحا منه قيمة الفائدة المسددة مسبقا (D-Di) وبالتالي يحسب سعر الفائدة الفعلي وفق العلاقة :

$$i'\% = \frac{D \cdot i\%}{D - Di\%}$$

$$i'\% = \frac{i\%}{(1 - i\%)}$$

أو:

في حين لو كان القرض لمدة أقل من سنة، ويتجدد خلالها m مرة، وتخصم الفائدة من القرض في كل مرة مسبقا، فإن سعر الفائدة الفعلية يحسب كما يلي:

$$i'\% = 1 + \left(\frac{i\%}{1 - i\%}\right)^m$$

وينتج هنا أن أثر الخصم في سعر الفائدة الفعلية هو أقل مما لو كان الخصم لمدة سنة واحدة بكاملها. لأن الفائدة تدفع مقدما بما يقترب من متوسط استخدام القرض.

⁻¹ بوتسطة لامية، مرجع سبق ذكره، ص90.

ب-2 حالة وجزد أرصدة معوضة

إذا كان البنك يستقطع نسبة معينة كأرصدة، فإن المؤسسة التي تحتاج إلى القرض معين عليها أن تقترض قيمة القرض إضافة إلى قيمة الفوائد المدفوعة مسبقاً وقيمة الرصيد المعوض. وسيكون سعر الفائدة الفعلية حسب الصيغة التالية:

$$i' \% = \frac{i \%}{1 - (i \% + p \%)}$$

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل طويلة والمتوسطة الأجل

أولاً: تكلفة أموال الملكية

1- **تكلفة الأسهم العادية:** "يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم"¹.

يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

أ- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

ب- طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم

ونظراً لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية لذا يفضل استخدام الطريقة الأولى وبموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقاً للمعادلة الآتية:²

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية (1 - كلفة إصدار السهم)}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

¹ - محمد صالح المناوي، نهاد فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص298.

² - عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جابد مشكور العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية، حالات علمية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن،

2007، ص227.

2- تكلفة الأسهم الممتازة

تعبر تكلفة الأسهم الممتازة عن العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل الاستثمار في المشروع وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة التوزيعات التي يحصل عليها حملة هذه الأسهم إلى السعر السوقي للسهم بعد استبعاد تكاليف الإصدار¹

$$م = \frac{ت}{س - ص}$$

حيث:

م: تكلفة الأسهم الممتازة.

ت: التوزيعات.

س: السعر السوقي للسهم.

ص = مصاريف الإصدار للسهم الواحد

3- تكلفة الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية.²

تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عن التمويل الممتلك الذي تحصل عليه المؤسسة عن طريق احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها على حملة الأسهم العادية كمقسوم أرباح³.

ففي الوقت الذي تعد فيه كل من المديونية والأسهم الممتازة التزامات تعاقدية وإن من السهل تحديد لكلفتها، إلا أنه ليس من السهولة تحديد كلفة الأرباح المحتجزة، وبالرغم من ذلك فإنه يمكن لنا استخدام بعض المبادئ التي تسهل عملية كلفة التمويل الممتلك ويكفي القول بأن هناك ثلاثة طرق ينتشر استخدامها لإيجاد كلفة الأرباح المحتجزة وهي:

¹ - نهال فريد مصطفى، مبادئ وأسسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 279.

² - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، ص 90.

³ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالي: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة الأولى، الأردن، 2007، ص ص 417، 416.

- أسلوب نموذج تسعير الموجود الرأسمالية.
- أسلوب عائد السند زائد علاوة المخاطرة.
- أسلوب التدفق النقدي المخصوم.

أ- أسلوب نموذج تسعير الموجود الرأسمالي

تظهر المعادلة أدناه نموذج تسعير الموجود الرأسمالي كأسلوب لتقدير كلفة الأرباح المحتجزة:

$$ك = ح + ع \times م - س - ع \times م \text{ بيتا}$$

حيث:

ك ح : كلفة الأرباح المحجوزة.

ع خ م : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

ع س : عائد السوق.

بيتا : علاوة مخاطرة السوق.

ب- أسلوب عائد السند زائد علاوة المخاطرة

ويعد هذا الأسلوب الذي نطلق عليه أسلوب العلاوة من الأساليب التي تعتمد على التقديرات الذاتية، حيث ان المحلل يقوم بتقدير كلفة الأسهم العادية بالغالب عن طريق إضافة علاوة المخاطرة تنحصر بين (3%) إلى (5%) الى معدل الفائدة على المديونية المؤسسة طويلة الأجل ويتم استخدام المعادلة التالية:

$$ك = ح + عائد السند + علاوة المخاطرة$$

ج- أسلوب التدفق النقدي الخصوم¹

كما هو معروف بأن كل من سعر السهم العادي ومعدل العائد المتوقع يعتمدان، بشكل أساسي على مقسوم الربح على السهم العادي المتوقع، وأن قيمة السهم العادي الواحد يمكن ان تكتب كما يلي:

¹ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 417 - 418.

$$ق ع = \frac{1مق}{(1 + م ع)^1} + \frac{2مق}{(1 + م ع)^2} + \dots + \frac{\infty مق}{(1 + م ع)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{مق}{(1 + م ع)^t}$$

حيث:

ق ع صفر : السعر الحالي للسهم.

مق : المقسوم المتوقع دفعه إلى حامل السهم في نهاية السنة (ن).

ع م : معدل العائد المطلوب.

فإذا كان من المتوقع أن يكون مقسوم الربح للسهم العادي ينمو بمعدل ثابت، فإن المعادلة أعلاه يمكن

كتابتها كما يلي:

$$ق صفر = \frac{1مق}{ع م - ج}$$

حيث:

ج : معدل النمو في العوائد وفي المقسوم

ويمكن حل المعادلة أعلاه ل (ع م) لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم العادي الذي يساوي بالنسبة

للمستثمر الحدي معدل العائد المتوقع، ويمكن التعبير عن كيفية حساب كلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$ك ح = \widehat{ك ح} = \frac{1مق}{ق صفر} + ج$$

↔

$$كلفة الأرباح المحتجزة = \left(\frac{\text{المقسوم المتوقع}}{\text{قيمة السهم العادة}} \right) + \text{معدل النمو}$$

بناء عليه، فإن المستثمرون يتوقعون استلام معدل مقسوم (ق صفر)، مضافة إليه عائد رأسمالي (ج)، الذي يتحقق عندما يقوم المستثمر ببيع السهم، وبالنسبة لمجموع العائد المتوقع (ك ح) وفي حالة التوازن فإن العائد المذكور يكون مساوٍ أيضاً للعائد المطلوب (ك ح)، ومن هذه النقطة فإننا سنفترض بأن حالة التوازن موجودة وأنها سنقوم باستخدام الرموز (ك ح) و (ك ح) بشكل تبادلي.

ثانياً: تكلفة الأموال المقترضة

1- كلفة إصدار السندات¹

يترتب على إصدار السندات كلفة يتحملها المشروع، وهذه الكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات. ويمكن استخدام المعادلة التالية لحساب تكلفة التمويل بالسندات:

$$\text{تكلفة السندات} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر بيع السند الصافي} - \text{قيمة السند عند إنتهاء المدة}}{\text{المدة}}}{\frac{\text{السعر الصافي لبيع السند} + \text{قيمة السند عند إنتهاء المدة}}{2}}$$

$$\text{ك س} = \frac{\text{ن} + \frac{\text{س ب} - \text{س ع}}{\text{ف}}}{\frac{\text{س ب} + \text{س ع}}{2}}$$

$$kd = \frac{I + \frac{(M - Nd)}{n}}{\frac{(M - Nd)}{2}}$$

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 332.

حيث:

ك س: كلفة التمويل بالسندات.

ف : الفوائد السنوية.

س ع : قيمة السند عند تاريخ الإطفاء.

س ب : سعر بيع السند الصافي (القيمة الاسمية- نفقات الإصدار).

ن : فترة الدين.

مع العلم أن سعر بيع السند الصافي = سعر بيع السند - نفقات الإصدار.

2- تكلفة الإقتراض طويل الأجل

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقترض، حيث أن فوائد القروض من الأعباء تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة، بعبارة أخرى يتمثل معدل الفائدة الفعلي والنهائي في معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية ولكن كيف يتم تقدير هذه التكلفة.¹

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه يترتب عليها من جانب تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة بيع السند أو قيمة التعاقد على القروض، وأيضا يترتب عليها من جانب آخر تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنويا بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق ولذا لحساب تكلفة الاقتراض يمكننا الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة أو معدل الخصم الذي يمكنه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية (أي الفوائد) وأيضا الدفعة النهائية المتمثلة في سداد قيمة القرض عند الاستحقاق تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة.

ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية:

$$A = \sum_{s=1}^n \frac{F}{(1+E)^s} + \frac{K}{(1+E)^n}$$

$$A = \frac{1Q}{(1+E)^1} + \frac{2Q}{(1+E)^2} + \dots + \frac{CQ}{(1+E)^n} + \frac{K}{(1+E)^n}$$

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 394.

حيث:

أ : صافي المتحصلات من قيمة الأموال المقترضة أو السندات.

ف: التدفقات النقدية الخارجة أي فوائد الدورية خلال فترة القرض.¹

3- تكلفة التمويل التأجيري

تعرف تكلفة التمويل التأجيري بأنها "المعدل الذي يحقق المساواة بين قيمة الأصل المستعمل عن طريق الإيجار ومجموع القيم الحالية لأقساط التأجير المدفوعة"

إن حساب تكلفة التأجيري تتطلب تحليل التدفقات النقدية التالية:

- الوفر النقدي المساوي لتكلفة الأصل المؤجر (I_0) والتي لا تريد المؤسسة أن تتكبدها إذا قررت استئجار الأصل بدلا من شرائه؛
- التدفق النقدي المساوي للقيمة الحالية لأقساط الاستئجار بعد الضرائب $L_t (1-T)$ التي يجب أن تدفعها المؤسسة عند الاستئجار؛
- القيمة الحالية للتكلفة البديلة المساوية للوفر الضريبي من استهلاك الأصل والتي ستفقدتها المؤسسة إذا قامت باستئجار الأصل بدلا من شرائه.²

كما يجدر أن نشير في هذا الصدد إلى أن القيمة المتبقية للأصل تؤدي إلى انخفاض تكلفة استئجاره، وعليه تعطى معادلة حساب تكلفة التمويل التأجيري على النحو التالي:³

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1 - T) + A_t \cdot T}{(1 + K_L)^t} + \frac{Z_n}{(1 + K_L)^n}$$

حيث:

I_0 : تمثل قيمة الأصل المتأجر.

L_t : تمثل قسط الإيجار السنوي.

A_t : تمثل قسط الإستهلاك السنوي.

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 395.

² - بوشطة لامية، مرجع سبق ذكره، ص ص 86، 87.

³ - نفس المرجع السابق، ص 87.

T : تمثل معدل الضريبة.

Z_n : تمثل القيمة المتبقية للأصل في نهاية السنة.

K_L : تمثل معدل تكلفة التأجير.

المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

تناولنا في ما سبق كيفية تقدير كل مصدر من مصادر التمويل (قصيدة الأجل، متوسطة وطويلة الأجل)، و سنتناول فيما يلي التكلفة الوسطية المرجحة التي تستخدمها المؤسسة.

أولاً: مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

نقصد بالكلفة المرجحة للأموال "كلفة المزيج الأمثل من مصادر الأموال المتاحة للشركة والتي تشكل هيكلها المالي"، أي كلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في هيكل رأس المال الشركة للوصول الى تكوين الهيكل الأمثل لرأس المال الشركة. التكلفة الوسطية المرجحة للأموال (WACC) هي المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للشركة، وذلك بعد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمته في الهيكل رأس المال ونجمع النتيجة لنحصل على الكلفة المرجحة للأموال.¹

ثانياً: العوامل التي تؤثر على كلفة الأموال في الشركات

تنقسم العوامل التي تؤثر على كلفة الأموال في الشركات إلى نوعين هما:

- 1- العوامل الخارجية وهي التي لا تخضع لسيطرة الشركة مثل أسعار الفائدة التي تؤثر على كلفة التمويل بالسندات والقروض المصرفية، ومعدلات الضرائب التي تؤثر على كلفة مصادر الأموال بالدين، وكذلك الحال على الأسهم العادية في حالة انخفاض الضريبة على الأرباح.
- 2- العوامل الداخلية وهي التي تخضع لسيطرة الشركة وأهمها سياسات الشركة في تحديد مكونات الهيكل المالي والأوزان النسبية لمصادر التمويل.²

ثالثاً: تقدير التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

تستخدم التكلفة الوسطية المرجحة للأموال للمقارنة بين البدائل المطروحة من مصادر التمويل المتاحة للمشروع ويتم مقارنتها مع العائد لنستطيع بعدها أن نقرر اعتماد هيكل التمويل المثالي والذي يمكن استخراجها بالمعدات التالية: (ومن خلال المعدات أدناه نستطيع استخراج كلفة رأس المال).³

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 195.

² - نفس المرجح السابق، ص 195-196.

³ - نفس المرجح السابق، ص 195.

التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (WACC) = weighted average cost of capital

$$WACC = \sum_{j=1}^n nW_j K_j = W_B K_B + W_{C.S} K_{C.S} + W_{R.E} K_{R.E}$$

المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

إن اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية يخضع لمحددات، وهذه المحددات تنقسم إلى نوعين محددات كمية ومحددات كيفية، إضافة إلى محددات أخرى وسنستعرض هذه المحددات فيما يلي:¹

المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من المحددات الكمية تتمثل في العناصر التالية:

أولاً: الربحية

إن الربحية هدف أساسي للإدارة المالية لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضاً أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها لذا نجد أن جهداً كبيراً من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.²

لا بد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، فالربح يعني صافي الدخل التي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة وبين مصاريفها، أما الربحية فهي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل.³

ثانياً: السيولة

تعتبر السيولة عن القدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصل ذممها بالدرجة الأولى ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.⁴

¹ - سليم مجلخ، وليد بشيشي، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019، ص 121.

² - عبد الحليم كراجه، علي ربابعة، ياسر الكران، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 26.

³ - عدنان التايه النعيمي، أساسيات الإدارة المالية، دار الميسرة، الطبعة الأولى، مصر، 2007، ص 36.

⁴ - حمد سعيد عبد المادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008 ص 158.

حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنه من الوفاء بتسديد التزاماته ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها...¹

ثالثاً: المردودية

تعرف المردودية على أنها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال و استثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرة هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة الى الوسائل الموظفة.²

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل التمويلي لمؤسسة اقتصادية³

أولاً: الملائمة

المقصود بهذا العامل هو الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتحويلها، أي من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة و متماشية مع طبيعتها،⁴ حيث يتم تحويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كالأموال الخاصة والقروض طويلة الأجل، أما القروض قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة ضرورية للإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.⁵

إن من بين الأهداف التي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقها من عملية التمويل، هو الحصول على الأموال المستخدمة الملائمة لطبيعة الموجودات (الأصول)، التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها.⁶

ثانياً: المرونة

يقصد بالمرونة قدرة المنشأة على تعديل مصادر الأموال وفقاً للتغيير في حاجاتها للأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر التمويل.⁷

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الأردن، 2001 ص 86

² سليم مجلخ، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

³ نفس المرجع السابق، ص 124.

⁴ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 109.

⁵ خالد الراوي و آخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 22.

⁶ عدنان هشام السامرائي، الإدارة المالية، المدخل الكمي، 1997، ص 217.

⁷ رشاد العصار وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 113.

محددات أخرى للهيكل التمويلي

أولاً- التوقيت

يعد التوقيت من العوامل ذات الصلة الوثيقة بعامل المرونة، عند تصميم الهيكل التمويلي للمؤسسة، أي استخدام المصدر المناسب في الوقت المناسب، وهذا العامل يجعل من المؤسسة على استعداد دائم لاستغلال الظروف المناسبة وذلك من خلال متابعة الظروف السائدة في الاقتصاد.¹

ثانياً- المركز الضريبي

أحد الأسباب التي تدفع الشركة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولاً للدخل الخاضع للضريبة، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه كلما زادت امكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت الى انخفاض ربحيتها.²

ثالثاً- حجم البنوك وسوق رأس المال

يرتكز على مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال من عدمه في الأسواق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية أو سندات) التي يناسبها تمويل معين ويمتد تأثيرها الى درجة امكانية تغير الهيكل التمويلي.³

رابعاً- طبيعة المؤسسة القانونية

يتأثر الهيكل التمويلي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، تميل المؤسسات الفردية وشركات الأشخاص للاعتماد على القروض، خوفاً من مخاطر عدم السداد التي قد تصل الى الممتلكات الخاصة للملاك وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الاعتماد على قروض طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقائها بقاء المالك.⁴

خامساً- مخاطر الإفلاس

يحدث الإفلاس نتيجة تدهور أداء العمليات بالشركة وينعكس ذلك في موقف سداد التزاماتها التابعة المستحقة وزيادة مبالغ القروض طويلة الأجل مقارنة بحقوق ملكية الشركة عند مستوى محدد من أداء التشغيل، مما يترتب عليه تدهور الشركة ووصولها الى مرحلة الإفلاس.⁵

¹ - عدنان التايه، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص

204.

² - سليم مجلخ، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص 124.

³ - نفس المرجع السابق، ص 124.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 124.

⁵ - نفس المرجع السابق، ص 124.

سادسا- التحكم والسيطرة

يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض الى الإفلاس الأمر الذي قد يعرض المؤسسة الى مخاطر الاستحواذ والإستلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثير على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.¹

المطلب الثالث: اختيار الهيكل التمويلي المناسب

تؤثر طريقة التمويل في الشركة على ربحيتها، وبالتالي لابد من اختيار هيكل التمويل المناسب، أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الادارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق لهدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد. ولابد من الاشارة الى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل الشركة كلفة المخاطرة المالية وترتبط هذه المخاطرة بنمط التمويل الذي تختاره المؤسسة.²

الهيكل التمويلي الأمثل هو: "تلك التوليفة من الأموال الخاصة والديون والتي سوف تعظم ثروة المؤسسة، ففي هذا الهيكل تكون القيمة السوقية للسهم عظمى وتكلفة التمويل تكون في قيمتها الدنيا". إن الهدف الأساسي للمسير المالي هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، ومن أجل تحقيق هذا الهدف يجب على المديرين للمؤسسة اتخاذ قراراتين هامتين:

- القرار الأول مرتبط بمحفظة الأصول التي يسيرونها والمتمثل في حيازة الاستثمارات وإدارتها؛
- القرار الثاني مرتبط بحجم وأشكال التمويل التي يمكن استخدامها لتمويل هذه الأصول.
- ولاتخاذ هذين القرارين يجب على متخذ القرار الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:
- معدل المردودية المطلوب الأدنى الواجب تحقيقه للاستثمار؛
- طريقة التمويل المعتمدة من طرف المؤسسة هل ستؤثر أو لا على هذا المعدل والقيمة السوقية للمؤسسة؛

وبالتالي فإن تحقيق الهيكل المالي (التمويلي) الأمثل يجب أن يحقق العناصر التالية:

- تكون القيمة السوقية للسهم أعلى ما يمكن، بما يحقق تعظيم قيمة المؤسسة؛
- تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أقل ما يمكن؛
- الاستخدام الأمثل لموارد التمويل، ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي؛

¹ - سليم مجلح، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص 124

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره ص 305.

- زيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.¹

المطلب الرابع: ماهية الرفع المالي

عندما تقرر الإدارة تمويل أي توسع في الأصول الثابتة بالدين تقول أنها أدخلت الرفع المالي في الهيكل التمويلي للمؤسسة ومن خلال هذا المطلب سنستعرض مفهوم الرفع المالي وعلاقته بالهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

1- تعرف الرفع المالي

يعرف الرفع المالي بأنه "استخدام المؤسسة للأموال ذات التكاليف الثابتة على أمل زيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمين".²

كما يمكن تعريف الرفع المالي على أنه: "نسبة أو درجة استخدام المؤسسة للأموال الغير في سد احتياجاتها المالية، بهدف الرفع من أرباحها التشغيلية قبل الفوائد والضرائب".

يحدث الرفع المالي كنتيجة لوجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، حيث يقيس مدى التغيير في الربح الصافي أو العائد المتاح للملاك جراء التغيير الحاصل في النتيجة الاقتصادية، وهذا في ظل بقاء العوامل الأخرى الثابتة وبذلك فالرفع المالي يقيس العلاقة بين المردودية والهيكل المالي للمؤسسة وكيفية رفع موردين الأموال الخاصة نتيجة استخدام الديون في الهيكل المالي، أي أنها تقيس حساسية اعتماد المؤسسة على عوامل الإنتاج ذات التكاليف الثابتة على صافي الربح، حيث نجد أن ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف الثابتة.³

2- أهمية الرفع المالي⁴

- تقيس درجة الرفع المالي مدى تعرض النشأة للمخاطر المالية؛
- تعكس درجة الرفع المالي التغيير في عائد السهم الواحد من أرباح التشغيل الناتجة عن التغيير في نسبة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب؛
- يسمح الرفع المالي بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر مما كان متاحا.

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 171-172.

² - عبد المجيد تيماموي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر، سكيكدة، الجزائر، 2014، ص 11

³ - سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-1، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14/العدد(19) 2018، ص 192.

⁴ - نشأت حكمت علوي، أثر الرفع المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2019، ص 32.

3_ العلاقة بين الهيكل التمويلي والرفع المالي

إن من القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية ما يتعلق بتحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة للنشأة (المقترضة والمملوكة) بشكل يحقق أفضل استخدام لها، ويعظم العوائد والأرباح التي يتطلع المستثمرون لتحقيقها، وتلجأ بعض المنشآت عندما يكون مصادر تمويلها الداخلية (الملكية) غير كافية إلى التمويل الخارجي (الاقتراض)، وهنا على المنشآت أن تراعي درجة الخطورة في هذا التمويل. إن المنشآت التي لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية سوف يهتز مركزها المالي في السوق، لهذا يجب أن توازن في درجة الرفع المالي المستعمل في عملياتها الاستثمارية، فهذا السبب يعد إحدى سياسات هيكل رأسمالها وهذا ما يعرف بإعادة هيكلة رأس المال وتحدث هذه الإعادة عندما تستبدل المنشأة رأس مال واحد بآخر، وتترك موجودات المنشأة بدون تغيير.¹

¹ - نشأت حكمت علوي، مرجع سبق ذكره، ص 33.

خلاصة

من خلال دراستنا لهذا الفصل تعرفنا على مختلف مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيه بالإضافة الى أثر الرافعة المالية، كما تطرقنا الى تقدير تكلفة الأموال لكل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قصيرة الأجل كانت أو متوسطة وطويلة الأجل لأنها عملية بالغة الأهمية تؤخذ كمعيار رفض أو قبول لبدائل الاستثمار المتاحة.

كما يجب على المؤسسة مراعاة محددات اختيار الهيكل التمويلي لبناء هيكل مالي مناسب، وتكلفة الأموال تمثل الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فكلما انخفضت هذه التكلفة كلما أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالإيجاب. كما تبين لنا أنه توجد علاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة الاقتصادية وهذا ما سيتم التطرق اليه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية.

تمهيد

المبحث الأول: الإطار أساسيات حول قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

الخلاصة

تمهيد

إن موضوع قيمة المؤسسة الاقتصادية يندرج ضمن الميادين الأساسية لمالية المؤسسة، وهو محل اهتمام أطراف عديدة تربطها مصالح مشتركة بالرجوع للعلاقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وقيمة المؤسسة الاقتصادية نجدها من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية حيث يدور الجدل بين الباحثين في مجال الإدارة المالية، في ما إذا كان هناك هيكل تمويلي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل التمويلي يؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية أم لا وبخصوص الإلمام بعناصر الفصل قسمناه إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة.
- المبحث الثاني: طرق تقسيم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها.
- المبحث الثالث: النظريات المميزة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة

إن مفهوم قيمة المؤسسة ليس واضحاً ومباشراً كما يعتمد كثير من الناس فهو معقد، حيث أن قيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل أهمها الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

تعرف القيمة لغة كما يلي: قيمة الشيء قدره، وقيمة المتاع، أي المقابل الذي يقوم مقامه سواء اتخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلتها بها.¹

أما اصطلاحاً عرفتها لجنة معايير التقييم الدولية* (IVSC) في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها كما يلي: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية وله مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة".²

أما عن قيمة المؤسسة فتتمثل في: "المبلغ النقدي العادل الذي توصل إليه خبير متخصص، حيث أن المبلغ يحظى بالقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".³

المطلب الثاني: أشكال قيمة المؤسسة

توجد مفاهيم مختلفة للقيمة ذات تعريفات واستخدامات وتغييرات مختلفة وتتمثل هذه التعاريف المختلفة فيما يلي:

1 - القيمة العادلة: هي السعر الذي يتم الحصول عليه لبيع أصل أو الذي سيتم دفعه لنقل التزام في معاملة منظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس " فالقيمة العادلة هي السعر الذي سيتم استلامه لبيع الأصل

* - (IVSC) لجنة معيير التقييم الدولية: هي عبارة عن منظمة من منظمات القطاع الخاص تتسم بالاستقلالية ولا تهدف إلى الربح تم تأسيسها في الولايات المتحدة ومقرها الرئيسي في لندن.

¹ - عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية تخصص علوم تجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2019، ص3.

² - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2008، ص28.

³ - هوري سويبي، تقييم المؤسسة في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008، ص37.

أو الذي سيتم دفعه لنقل الالتزام ووفق معاملة منظمة بين أطراف مستقلين وواسعي الإطلاع بكل ما يخص الأصل أو الالتزام وقادرون وراغبون بإبرام هذه المعاملة في تاريخ قياس وفقا لظروف السوق.¹

2- القيمة الإستثمارية: هي قيمة المنافع المستقبلية الناتجة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الإستثمارية يمكن أن تختلف إختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الإستثمارية، وتتلخص في النقاط التالية:²

• فرض خلق القيمة المتصورة؛

• رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛

• مدى إدراك المخاطرة وتقلب القدرة الإرادية للأصل؛

• الوضع الضريبي للمشتري؛

• تفاعل المشتري.

3- القيمة الدفترية: وتسمى أيضا بقيمة الحياة وببساطة هي التكلفة التاريخية لذلك الأصل ناقص الإهلاك المتراكم، وعند محاولة حساب القيمة الكلية للمؤسسة بهذه الطريقة يتم بطرح القيمة الدفترية للخصوم الفردية من مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية.³

4- قيمة شهرة المحل: هي عبارة عن مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة والتي تجذب الزبائن إلى مؤسسة معينة.⁴

5- قيمة التصفية: تعتبر قيمة التصفية ظرفا يتم من خلاله تحديد أو تقييم المؤسسة التي تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه إذا ما تم إنهاء أعمال المؤسسة، وهذا ببيع كل أصولها وأداء كل التزاماتها، وقد تفرض الظروف التي يتم فيها التصفية نوعين من التصفية هما:⁵

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

¹ - علة قوادريا، أثر استخدام القيمة العادلة على جودة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، دراسة استقصائية، مجلة دراسات وأبحاث

ISSN: 1113-9751 "المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 29 ديسمبر 2017، السنة التاسعة، جامعة سطيف، الجزائر، ص331.

² - طارق حامد عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص14.

³ - بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة -دراسة حالة- مؤسستي

صيدالو الأوراسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص04.

⁴ - غدير محمود المهنتي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيم الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم -دراسة حالة بنك

فلسطين، بحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014، ص42.

⁵ - عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة،

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012، ص66.

• **التصفية المنظمة:** وهو المبلغ الصافي المحصل في حال إتاحة مدة معقولة لإيجاد المشتري، ويكون خلالها البائع مضطر للبيع لكن المشتري غير مجبر مع رغبته في الشراء.

6- **القيمة المتبقية:** هي قيمة الأصل بعد إهلاكه كلياً أو محاسبياً ولكن لا يزال ذو فائدة أي أنه يمكن الإستفادة منه، والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه.¹

7- **القيمة الإستعلامية والقيمة التبادلية:** تشير القيمة الاستعمالية إلى أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة للمستهلك وفقاً للمنفعة المتوقعة منها، وبالتالي تقيس حجم الإشباع الذي يمكن تحقيقه من السلعة أو الخدمة، وتعتبر عن الأهمية الاقتصادية للسلعة بالنسبة للمستهلك تبعاً لظروفه ورغباته وتوقعاته، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الذاتي للقيمة، فالمنفعة تختلف من شخص لآخر لاختلاف درجة الإشباع المتوقعة، أما مفهوم القيمة التبادلية فيشير ما للسلعة أو الخدمة من قدرة على شراء سلع أو خدمات أخرى أو السعر الذي يربط بين سلعتين، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تأخذ بوجهة نظر العديد من الأطراف.

وبالنسبة للأصل تعتبر القيمة الاستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدامه في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، الذي يصطلح عليه بصافي القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك.²

8- **قيمة الإستعمال أو الإستغلال:** وهي عبارة عن التكاليف الممكن دفعها لشراء أصول تعطي نفس النتائج، فحتى الأصول المهتلكة كلية يمكن أن تحتفظ بقيمة لها من خلال منفعتها الحالية، فمثلاً سيارة تهتك في ثلاث سنوات، قد يكون لها قيمة بعد انتهاء تلك الفترة وتتمثل تلك القيمة في قيمة الإستعمال التي تظهر على الأقل في أسعار سيارات مماثلة في سوق السيارات المستعملة.³

9- **القيمة القابلة للتأمين:** فهي القيمة بالجنيهات للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة.⁴

¹ - محمود رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة بـ برج بوعريـج، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008، ص 41.

² - بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمو المؤسسة في ظل المحاسبي المالي - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأجهزة القياس والمراقبة (AMC) (العلمة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جمعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011، ص 41، 42.

³ - علاء بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات - العدد الاقتصادي -، المجلد 5، العدد 1 جانفي 2014، جامعة عمار نليجي، الأغواط، الجزائر، ص 27.

⁴ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

10- القيمة النفعية: القيمة النفعية لأي أصل هي القيمة المحينة لتقدير سيولة الأموال المستقبلية المنتظرة من استعمال الأصل بشكل متواصل أو التنازل عنه في نهاية مدة الانتفاع به.¹

المطلب الثالث: آليات تحديد قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تحديد أو إيجار قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبني على مجموعة من الأداء والافتراضات المبنية أساسا على كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:²

1- الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار للاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

2- يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفا، وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة (CAHT)، كأن نقول أن مؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو قيمة المؤسسة هي 100% من ربحها الصافي خارج الضرائب.

3- وقد تستعمل التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها، وهي ما تعرف بالتدفقات النقدية المخصومة وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي الذي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه يحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل التالية:

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

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

¹ - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، المادة 112-6، 25 مارس 2009، ص 7 .

² - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 68،69.

المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بينها

في هذا المبحث سيتم التطرق إلى طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية والمفاضلة بين طرق التقييم وتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب كما يلي:

المطلب الأول: التقييم وخطوات عمل المقيم

في هذا الجزء سنحاول التطرق إلى مفهوم التقييم وخطوات عمل المقيم كما يلي:

أولاً: مفهوم التقييم

يمكن تعريف التقييم بصفة عامة على أنه الجهد المبذول لأجل قياس النتائج لسهم أو لتحديد قيمة سلعة، أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين، كما يمكن تعريفه أيضاً على أنه الوصول إلى تحديد السعر أو بكل بساطة إلى تقدير منطقة التفاوض بين المشتري والبائع.

تقييم المؤسسة هو تقييم أموالها الخاصة والتي تساوي إلى الفرق بين الأصل الاقتصادي وقيمة المديونية الصافية، وبذلك فإن تقييم المؤسسة هو حصر وتقدير قيمة أصول وخصوم مؤسسة بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن إتباعها لتقدير تلك القيمة.¹

ومن خلال ما سبق نستطيع القول بأن التقييم هو عملية، الغاية من خلالها الوصول إلى قيمة ممتلكات مؤسسة ما.

ثانياً: خطوات عمل المقيم²

لتحقيق الهدف المنشود المتمثل في الوصول إلى قيمة المؤسسة يتم المرور بمجموعة من المراحل وهي:

1- **تحديد الهدف:** يعتبر تحديد الهدف أول عمل تسييري والذي يمثل حجر الأساس لكل المراحل اللاحقة وذلك لتحديد الوسائل والمعطيات انطلاقاً من الأهداف، وكذلك اختيار الطريق المناسب.

¹ - بكاري بلخير، أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص14.

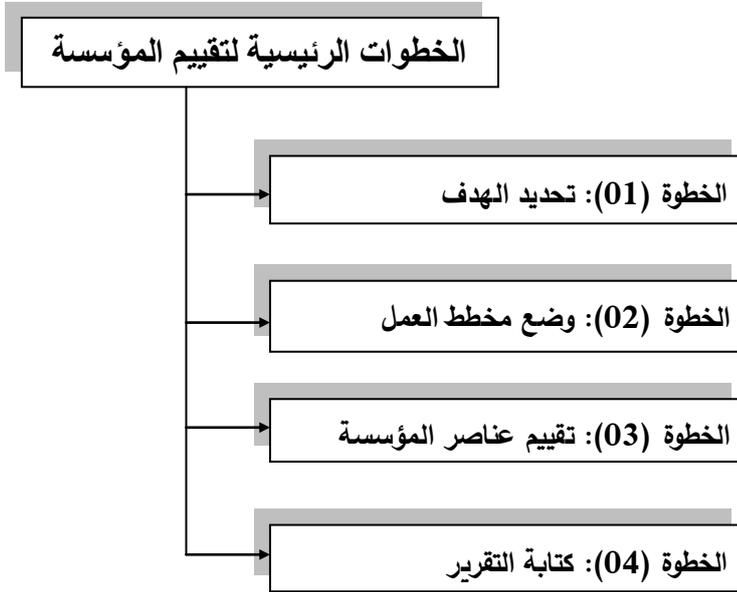
² - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة حالة عينية من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأرقام المالية، مذكرة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009، ص21.

2- وضع مخطط العمل: بالتركيز على الوقت المتاح للتقييم، فترة التقييم، جمع المعلومات ثم تحليلها، إختيار المرافقين... إلخ.

3- تقييم عناصر المؤسسة: يتضمن اختيار الطريقة المناسبة بالاعتماد على الأهداف والمعلومات المتاحة وخطة العمل.

4- كتابة التقرير: والذي يحتوي على قيمة المؤسسة التي تم تحديدها، وهي مجرد رأي فقط بعد وضع الهدف من عملية التقييم، وضبط الخطة التي يسير عليها عمل المقيّم، بقي أمامه اختيار الطريقة الصحيحة والمناسبة والتي تكون استنادا إلى نتائج المراحل التي سبق ذكرها.

الشكل رقم 02: خطوات عمل المقيّم.



المصدر: إعداد الطلبة بالاعتماد على : راجي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC)، المجلد 6، العدد 10، 2018، ص372.

المطلب الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية.

بصفة عامة يمكن تحديد ثلاث طرق أساسية تعتمد في عملية تقييم المؤسسة الاقتصادية وهي:

- طرق التقييم التي تركز على مدخل الزمة المالية؛
- طرق التقييم التي تركز على مدخل التدفقات؛
- طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة GOOD WILL.

أولاً: طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية

تعتبر هذه الطريقة من أبسط الطرق، حيث أنها عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة.¹ وتهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها مع طرح الديون.

مقاربة الذمة المالية تشمل كل طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، حيث أنها تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة فهي مقاربة تتصف بالسكون وهذا عكس المقاربات التقديرية التي تعتمد على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح.²

وتوجد عدة طرق للتقييم تركز على مدخل الذمة المالية وتتمثل في:³

- طريقة الأصول الصافية المحاسبية (ANC)؛
- طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC)؛
- الطريقة الجوهرية (USB)؛
- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE).

1- طريقة الأصل الصافية المحاسبية (ANC)

حسب هذه الطريقة يتم تقييم أصول المؤسسة أو الشركة على أساس التكلفة التاريخية، وتحديد قيمة أصولها من واقع دفاتها وسجلاتها، ومع افتراض أن جميع عمليات المؤسسة أثبتت في الدفاتر والسجلات طبقاً للأسس المحاسبية الصحيحة، والبعض يذهب إلى القيمة الدفترية المعدلة، وذلك حسب العمليات التالية:⁴

- جرد كل ما تملكه المؤسسة أو الشركة من موجودات وما لها من حقوق على الغير؛
- جرد الالتزامات المترتبة على المؤسسة للغير؛
- فحص فني محايد لدفاتر ومستندات المؤسسة.

نحصل على قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة على النحو التالي:⁵

¹ - Jean-claudetournier, Jean Baptiste tournier, «**Evaluation d'entreprise ; que vaut une entreprise ?** », paris, 2007,p177.

² - Emmanuel tchemeni, «**l'évaluation des entreprises** » 3^{ème} édition, economica , paris,2003, P 08.

³ - بن حمو عصمت مجد، مرجع سبق ذكره، ص33.

⁴ - محمود على الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة، حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، عدد01، 2012 عمان، الأردن، ص255.

⁵ - سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، مصر، 1996، ص71.

$$\text{VE+ total actif - Debits}$$

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{مجموع الأصول} - \text{مجموع الديون}$$

وهي الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون.

2- طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة:¹

تقوم هذه الطريقة على إعادة تصحيح وإعادة تقييم مختلف عناصر الأصول والخصوم في المؤسسة، ليتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة. ولا اعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن "القيمة الحقيقية" مما يستدعي إعادة تقييم، فهي طريقة مماثلة لسابقتها إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

وهناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في

في السوق.

$$\text{ANC=ANCC} \text{ انخفاض القيمة - الضرائب المؤجلة على الخصوم} +$$

$$\text{الضرائب المؤجلة على الخصوم}$$

والهدف من إعادة التقييم المطبقة هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة.

مع الضرائب المؤجلة على الخصوم = ضرائب على مؤونات الخسائر غير المبررة + ضرائب على إعانات الاستثمار غير المسجلة في النتيجة + ضرائب على الاهتلاكات المترجعة + ضرائب على فوائض القيمة.

الضرائب المؤجلة على الأصول = الحقوق الضريبية المتعلقة بالأصول الوهمية وانخفاض القيمة.

3- الطريقي الجوهرية

تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تمويل هذه الأصول.²

وتحسب القيمة الجوهرية للمؤسسة وفق العلاقة التالية:³

¹ - علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص ص 30-31.

² - Patrice vizzavona , "Exercices corrigés de gestion financière et dévaluation des entreprises", Berti, éditions, paris, 2004, p 15.

³ - أشواق بن قدور، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الرأية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، 138

القيمة الجوهرية الاجمالية = الأصول الاجمالية المصححة + مصاريف
الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة
(بقيمتها الاستعمالية) - العناصر خارج الاستغلال.

هذه الطريقة قد قامت بحساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية، أي أن الديون متضمنة لكن المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين بلجيكا قد أوجدت مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية وهما القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية، حيث يكتبان بالعلاقة التالية:¹

القيمة الجوهرية المنخفضة = القيمة الجوهرية الاجمالية - الديون بدون فوائد
القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الجمالية - مجموع الديون

4- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف Barnay و Calba حيث يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل العناصر الضرورية للاستغلال وتتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال وتكتب على الشكل التالي:²

الاموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة
لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة + الاحتياج في رأس المال
العامل للاستغلال.

ثانيا: طرق التقييم التي تركز على مدخل التدفقات³

يعتمد هذا التصور على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم عناصر ممتلكاتها وإنما عن توقع الأرباح المستقبلية: فالمشتري لمؤسسة يهتم أولا بالمداخيل المستقبلية المتوقعة ومن ثم فهذا المدخل يركز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول في هذه الحالة تمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المنتظرة.

¹ - أشواق بن قدور، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² - بكاري بلخير، مرجع سبق ذكره، ص 04.

³ - بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 33-34.

هذا النوع من المقاربات والتي نعتد فيها على جملة المداخل المستقبلية للمؤسسة في عملية التقييم يحدد الاعتماد على الأساسيات التالية:

- ✓ ماهي النتيجة التي يجب اختيارها في عملية التقييم (الربح الصافي، إمكانية التمويل الذاتي،...)
- ✓ هل يجب الاهتمام بالمرودية الحالية للمؤسسة أو المردودية المستقبلية.

1- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح:¹ تحسب قيمة المؤسسة تبعا لأرباحها وفقا للعناصر:

1-1 - التقييم على أساس قيمة المردودية: فحسب مدخل المردودية ولقياس قيمة المؤسسة لابد من رسملة (خضم) الربح المتوقع تحقيقه من طرف المؤسسة بمعدل خصم وهذا بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$$

حيث: v : قيمة المؤسسة.

i : معدل الخصم.

t : عدد السنوات.

B : يمثل متوسط الربح المتوقع.

ما يلاحظ على طريقة المردودية في تحديد قيمة المؤسسة التي تعتمد على الربح المستقبلي أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة كونها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية.

1-2 التقييم بواسطة نسبة سعر السهم / الربح (PER): تلعب نسبة سعر السهم / الربح دورا مهما في تقييم

المؤسسات الاقتصادية، حيث تشير هذه العلاقة إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{P}{E} \cdot A$$

¹دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص ص 198-199.

* **PER** : جاء اختصار كترجمة للمصطلح الأنجلوساكسوني (Price Earning Ration)

حيث: V : قيمة المؤسسة.

E/P : سعر السهم/الربح (مضاعف PER).

A : العائد السنوي الصافي.

فبالرغم من أن المعامل للأرباح المضاعف للأرباح PER مؤشراً هاماً في تقييم المؤسسات، إلا أنه لا يأخذ في الاعتبار متغيرات معدلات الفائدة ووتيرة نمو الأرباح، أضف إلى أن اختلاف الاجراءات المحاسبية يؤدي إلى تفرع طرق حساب قيمة الربح (ممثلة بالمتغير B).

2- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي:¹ تعتمد مقارنة التدفق النقدي في حسابها للقيمة على القدرة على التمويل الذاتي، التدفق النقدي المتاح، كما يلي:

1-2 التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: يستخدم مفهوم القدرة على التمويل الذاتي في تحديد مردودية المؤسسة، ومن ثم فهو مؤشر هام لقياس قيمتها والتي تحدد من خلالها بالعلاقة:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CAF_t}{(1+i)^t}$$

حيث:

v : قيمة المؤسسة.

CAF : القدرة على التمويل الذاتي.

$(1+i)/1$: المعامل المضاعف.

تبين العلاقة السابقة القدرة المحتملة للنمو الداخلي للمؤسسة بعد رسمة قدرتها على التمويل الذاتي.

1-2. التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح: يعتمد هذا النوع من الطرق التقسيمية على خصم التدفقات، على اعتبار أن المؤسسة مولد للتدفقات النقدية، كما يعتمد في تحديد قيمة التدفق النقدي المتاح على المبدأ النقدي* بدلاً من مبدأ الاستحقاق**، كما يلي:

$$\text{التدفق النقدي المتاح} = \text{صافي التدفق النقدي} - \text{الأرباح الموزعة} - \text{تكلفة شراء الأصول الثابتة} + \text{المقبوضات من البيع.}$$

¹ دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص ص 198 - 199.

ويمكن إيجاد قيمة المؤسسة عن طريق خصم التدفقات النقدية المتاحة بمعامل خصم المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (WACC)، بدلا من سعر الخصم K كما هو موضح في العلاقة:

$$V = \sum_{t=1}^{n-1} \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CF_n}{(WACC-g)}$$

$$WACC = \frac{E \cdot K_e + D \cdot K \cdot D \cdot (1-T)}{E + D}$$

3- الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح:

لقد ارتبط مفهوم التوزيعات في مالية الأسواق بالمساهمين وذوي الحقوق في الأوراق المالية، فهي تمثل حصة العوائد القابلة للتوزيع على المساهمين، يمكن حساب قيمة المؤسسة في الحالتين كما يلي:

$$V = \frac{D_{ps}}{K_E}$$

❖ في حالة ثبات توزيعات الأرباح: تسحب قيمة حقوق المساهمين، كما يلي:

حيث: D_{ps} : قيمة توزيعات الأرباح لكل سهم

K_E حقوق على المطلوب العائد :

أما في حالة توقع نمو توزيعات الأرباح: بمعدل سنوي ثابت فإن النموذج السابق يكون:

$$V = \frac{D_{PS}}{(E_E - g)}$$

حيث: D_{ps} : قيمة توزيعات الأرباح لكل سهم في السنة المقبلة

g : معدل نمو التوزيعات.

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

❖ الطرق المرتكزة على مقارنة الربح

• قيمة المردودية.

• نسبة سعر السهم/ الربح.

❖ الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

• التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي.

• طريقة التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح.

❖ الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح

• في حالة ثبات توزيعات الأرباح.

• في حالة توقع نمو توزيعات الأرباح.

ثالثا: طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة ¹GOOD WILL

تعتبر طريقة فائض القيمة ديناميكية بخلاف الطرق السابقة الساكنة حيث يعرف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الاجمالية المعطاة للمؤسسة عن القيمة الحقيقية لأصولها في تاريخ معين. هذا الفائض يتمثل في الأصول غير المالية فهو بذلك يقيس المزايا المعنوية للمؤسسة. يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة

:GOOD WILL

❖ الطريقة المباشرة: وتتمثل في طريقة المردودية المباشرة أو الطريقة الأنجلوسكسونية حيث قيمة المؤسسة

تساوي:

$$GW = \frac{\text{Rente de Good Will}}{I}$$

$$\text{Rente de GW} = \text{RPE} - \text{RPT}$$

علما أن:

ا: معدل التحسين

RPE : Résultat prévisionnel d'exploitation

RPT : Résultat prévisionnel théorique

¹ راجعي رانية كوثر، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادية (CHEEC) المجلد 6، العدد 10، 2018، ص 377.

❖ الطريقة غير المباشرة: وتدعى أيضا طريقة الممارسين، حيث يتم حساب قيمة المؤسسة وفق العلاقة

التالية:

$$V = ANCC + GW$$

علما أن :

$$GW = \frac{1}{2}(B/I - ANCC)$$

ANCC: الأصل الصافي في المصحح.

B: متوسط الربح المتوقع.

I : معامل التحسين.

المطلب الثالث: المفاضلة بين طرق التقييم

لكل مؤسسة خصائص معينة، هذه الأخيرة تساهم في عملية الاختيار أو المفاضلة بين مختلف طرق التقييم المذكورة سابقا ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

- الاندماج من عدمه في الأسواق المالية؛
- قطاع النشاط الاقتصادي؛
- حجم المؤسسة (رقم الأعمال، عدد العمال...)
- نوع الأصول المستغلة (مالية، معنوية، مالية)؛
- مستوى المردودية والهامش التشغيلي؛
- معدل نمو رقم الأعمال؛
- سياسة توزيع الأرباح.

يضاف إلى هذه الخصائص المذكورة سابقا مدى تأثيرها على عملية الاختيار ومدى نجاعة عملية التشخيص بنوعيه المالي والاستراتيجي للمؤسسة حيث أنه من نتائج هذه العملية يمكن تعريف المنشأة على أنها:

- مجموعة من الفروع المالكة للحصص؛
- محفظة من الأنشطة أو الأصول المادية أو المعنوية؛

¹- بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 35-37.

- وحدة أوكيان يقوم بعملية تقسيم الأرباح؛
- وحدة أو كيان يولد تدفقات نقدية؛
- مجموعة من المشاريع.

كل تعريف يفرض على المقيم استعمال طريقة تقييم خاصة تتناسب مع نتائجه، فمثلا الحالة الأولى يتم تطبيق طريقة التقييم التي تعتمد على الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) وذلك بغرض تحديد القيمة العادلة لمجموع الأصول الخاصة بالمؤسسة والتي تكون عبارة عن منطقتي تحديد القيمة. أما في حالة تعريف المؤسسة على أنها عبارة عن مجموعة من الأصول المادية والمعنوية ففي هذه الحالة يتم استعمال طريقة فائض القيمة GW الذي يهدف إلى تقييم جملة الأصول المعنوية تماشيا مع تقييم الأصول المادية باعتبارها طرفا مهما في عملية تحديد القيمة. وفي حالة تعريف المؤسسة على أنها كيان يولد تدفقات نقدية، ففي هذه الحالة يمكن تطبيق طرق التقييم التي تعتمد على قيم المردودية بكل أنواعها (الربح، تدفقات الخزينة، التدفق النقدي...).

إضافة إلى نتائج التشخيص وخصائص المؤسسة الراغبين في تحديد قيمتها فإن خصائص طرق التقييم يمكن أن يكون لها تأثير كبير على عملية المفاضلة حيث أن طريقة التقييم المرتكزة على الزمة المالية والتي ترفق قيمة المؤسسة بقيمة ممتلكاتها (الأصول والخصوم) أو طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) والذي يتم حسابه بعد إعادة تقييم أصول وخصوم المؤسسة وتحديد السعر الحقيقي لها، فهذه الطريقة يمكن استخدامها في حالة تقييم المؤسسات التي تنشط في القطاعات التي تتطلب استثمارات ضخمة مثل العقارات أو الصناعات التحويلية التي تتطلب أصولا ضخمة. ومن افتراضات هذه الطريقة:

- قيمة المؤسسة مساوية لقيمة ممتلكاتها؛
 - المداخيل المتحصل عليها نتيجة استغلال هذه الأصول ضعيفة مقارنة بقيمة هذه الأصول؛
- أما طريقة فائض القيمة (GW) فتستعمل عادة في المؤسسات الضخمة التي تحتوي على أصول غير مادية (معنوية) ضخمة يكون لها تأثير مباشر في تحديد القيمة مثل: الماركات، الكفاءات، التكنولوجيا... إلخ ففي هذه الحالة قيمة المؤسسة (VE) تساوي:

$$VE = ANCC + GW$$

حيث :

VE: قيمة المؤسسة.

ANCC: الأصل الصافي في المصحح.

GW : قيمة فائض القيمة الخاصة بالأصول المعنوية.

ومن فرضيات هذه الطريقة أن:

- قيمة الأصول المعنوية أكبر مقارنة بالأصول المادية الأخرى؛
- مردودية المؤسسة أكبر مما هو متوقع من أصول مادية.

أما طريقة التقييم على أساس المردودية، ففي هذه الحالة فيتم اعتبار المؤسسة على أنها وحدة أو كيان يولد تدفقات نقدية ويقوم بتوزيع أو تقسيم الأرباح، ففي هذه الحالة قيمة المؤسسة مساوية لمجموع التدفقات النقدية المستقبلية المحيطة.

ومما سبق نلاحظ أن عملية المفاضلة بين طرق التقييم المختلفة هي عملية جد معقدة تأخذ بعين الاعتبار خصائص المؤسسة وكذلك خصائص طرق التقييم المختلفة (الزمة المالية، GW، المردودية) من أجل المطابقة والاستنتاج.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل التمويل للمؤسسة الاقتصادية

مما سبق استخلصنا أن الهيكل التمويلي يعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها، ومن الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي، مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية. وفي هذا المطلب سيتم تحليل المقاربات النظرية الأساسية لهيكل المالي، وقد ظهرت عدة نظريات، منها نظريات تقليدية ونظريات حديثة.

المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل التمويل

سنحاول عرض أهم المداخل في ما يلي:

1- مدخل دافيد دوران David Durand*

في سنة 1952 اقترح "دافيد دوران" وجهتا نظر على طرفي النقيض فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية على قيمة المؤسسة وهما: أسلوب صافي الربح، وأسلوب صافي ربح العمليات كما يلي:¹

أ- مدخل صافي الربح²

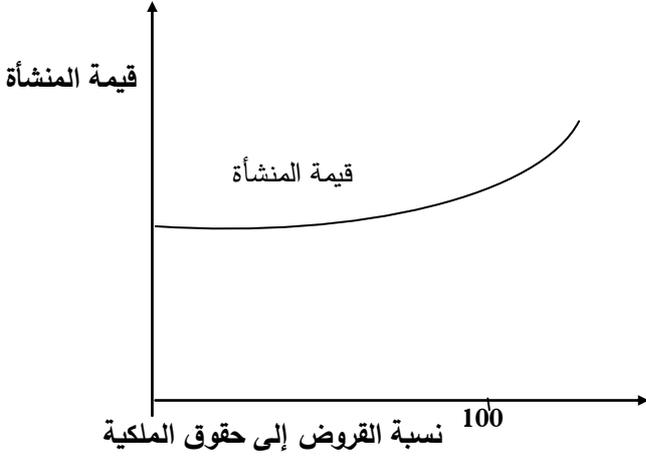
يفرض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الإقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الإقتراض. فارتفاع أو انخفاض نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الإستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك. وطالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الإقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المنشأة بالتبعية.

¹ - رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيف وحقوق الطباعة بـ برج بوعريـج، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع إقتصاد وتسيير المؤسسة، بـرج بوعريـج، الجزائر، ص 36.

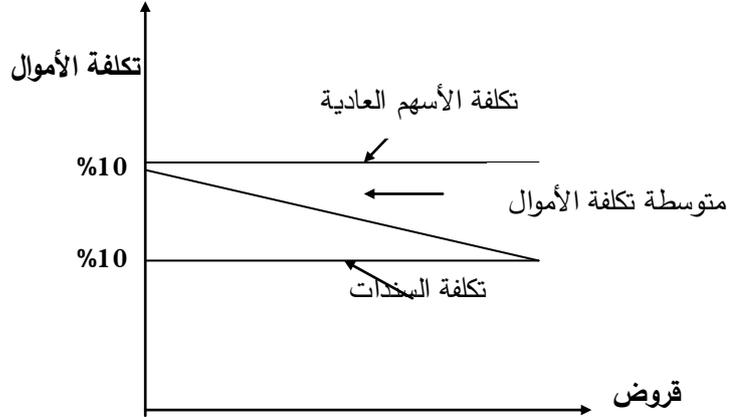
² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 642، 643.

*دافيد دوران David Duran: هو مؤرخ فرنسي ولد في 1680 في هيرولت في فرنسا وتوفي في 16 جانفي 1763 في بريطانيا.

الشكل رقم 03-1: العلاقة بين تكلفة الأموال وبين قيمة المنشأة



الشكل رقم 03-1: العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص 99.

المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 645.

وكما يبدو من الشكل رقم 02-1 فإن تكلفة الأموال تتخفض كلما زادت قيمة الأموال المقترضة وانخفضت قيمة الأموال المملوكة، أي كلما زادت نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، على الرغم من أن تكلفة الأسهم العادية وتكلفة السندات ثابتة عند المستويات المختلفة من الاقتراض. ولما كان انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة، فإن أفضل هيكل رأسمال للمؤسسة - في ظل هذا المدخل - هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100%).¹

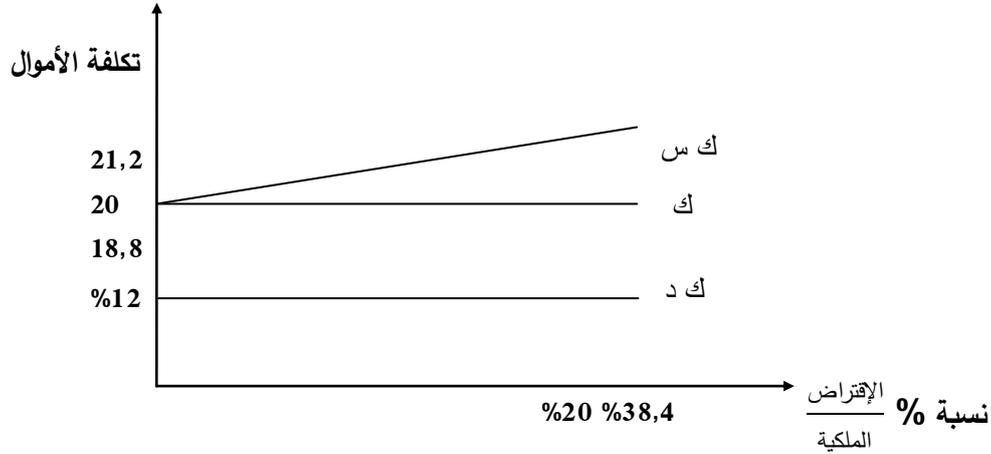
ب- مدخل صافي ربح العمليات²

يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة. وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض. ويبرز هذا المدخل على صحة افتراضه الأساسي بأن زيادة تكلفة الأموال التي قد تحدث نتيجة زيادة تكلفة الملكية التي تنجم عن زيادة الاقتراض وما تسببه من مخاطر مالية، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذات التكلفة المنخفضة نسبيا ولهذا من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 646.

² - محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 393.

الشكل رقم 03-2: العلاقة بين نسبة الإقتراض وتكلفة الأموال (مدخل صافي ربح العمليات)



المصدر: محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 396.

وواضح من الشكل رقم 03-2 أن كل من تكلفة الأموال والتكلفة المتوسطة الكلية للأموال ثابتة بينما نجد أن تكلفة أموال الملكية يتزايد بزيادة نسبة الإقتراض هذا ويمكننا التحقق من أن تكلفة أموال الملكية تزداد خطياً مع نسبة الإقتراض.¹

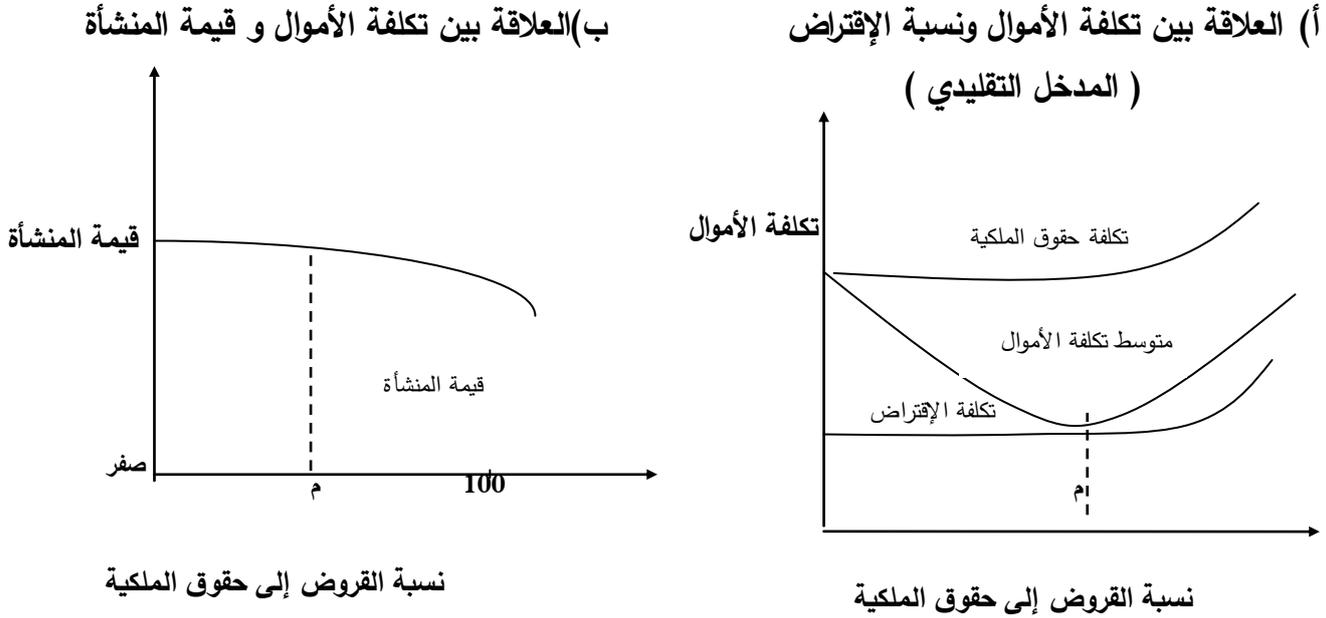
2- المدخل التقليدي

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمال مثالي أي وجود نسبة إقتراض مثالية تتخفف عندما تكون الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون وملاك) يزداد مع ازدياد نسبة الإقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. ونؤكد هنا أن هذا المدخل لم يربط بين ارتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الإقتراض والتكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس.²

¹-محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 396.

²-منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 103.

الشكل رقم 3-03



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص 106.

3- مدخل مود كلياني* وميلر** Modigliani and Miller¹

- ظل الفكر التقليدي سائدا حتى سنة 1958 حيث تعرض التقليديون إلى انتقاد من طرف كل من العالمين "مود كلياني وميلر" حيث استبعدا فكرة الهيكل التمويلي المثالي وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال ومن ثم على قيمة المؤسسة، ويقوم تحليلهما على الافتراضات التالية:
- عدم وجود ضرائب سواء على الأفراد أو الشركات؛
 - يمكن تغيير نسبة الديون إلى أموال الملكية دون تغيير حجم الأموال المستثمرة؛
 - ثبات معدلات النمو، وبالتالي تأخذ التدفقات النقدية على شكل دفعات؛
 - إمكانية الإقتراض سواء للأفراد أو الشركات وفق معدل فائدة خالي من المخاطر أي كان حجم الأموال المقترضة؛
 - تماثل التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين، سواء بالنسبة لإيرادات أو مخاطر المشروع؛
 - يمكن تصنيف المؤسسات في مجموعات متماثلة من حيث العائد والمخاطر؛

¹ -رزقي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 66-68.

* فرانكو مود كلياني Franco Modigliani: عالم اقتصاد إيطالي ولد في إيطاليا سنة 1918 وتوفي في سنة 2003 في الوم، أ، حاز على جائزة نوبل في العلوم الاقتصادية.

** ميرتون ميلر Merton Miller: خبير إقتصادي ولد في بوسطن في الوم، أ في سنة 1923 وتوفي في شيكاغو بالوم، أ سنة 2000.

- سوق رأسمال هو سوق كامل تتوافر فيه كافة المعلومات من ناحية، وتسود فيه الأسعار العادلة.

أ- حالة غياب الضرائب

حسب العالمين فإنه في محيط خالي من الضرائب لا يوجد هيكل أمثل، بحيث لا يؤدي تغيير هذا الأخير إلى تغيير مردودية الأصول، بل يؤثر على توزيع النتيجة بين المساهمين والدائنين، كما ليس له تأثير على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة.

فثبات تكلفة الأموال بالمؤسسة يعني أن هذه التكلفة مستقلة تماما عن الهيكل التمويلي، والسبب أن هذا المدخل يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتوقف على استثماراتها (قرار الإستثمار) والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الإستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على قيمة المؤسسة، والتي يمكن تحديدها وفق العلاقة التالية:

$$V_i = \frac{Y_i}{K_{ai}} \dots \dots \dots (1)$$

حيث: Y_i : معدل العائد على الاستثمار

K_{ai} : تكلفة الأموال الثابتة

V_i : قيمة المؤسسة

وبالتالي إذا كان هناك مؤسستين متماثلتين في كل شيء ماعدا تركيبة الهيكل التمويلي لهما، فالمؤسسة الأولى ممولة كلياً بواسطة الأموال الخاصة، بينما الثانية ممولة بواسطة الديون والأموال الخاصة، وأن كلا المؤسستين تنتمي لنفس فئة قيمتهما متساويتان وإذا حدث أن ارتفعت قيمة أحدهما فإن عملية المراجعة * كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

- إن من بين الإنتقادات الموجهة لنظرية مود كليانيوميلر (M&M) انصبت بالأساس حول الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية خاصة منها افتراضات السوق الكامل وآلية المراجعة في السوق.

- كما أنها أهملت نهائياً الرافعة المالية والمخاطر الناتجة عن الإفراط في الديون كمصدر تمويل المؤسسة.

إن التحليل لعلاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل افتراضات السوق الكامل لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل حول وجود هذه العلاقة من عدمها، الأمر الذي تطلب من الجهود في ظل افتراضات واقعية أهمها وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات.

ب- حالة وجود الضرائب

في ظل الأسواق غير الكاملة لرأس المال ** قدم " مود كلياني وميلر " (M&M) تحليلاً أثبتنا فيه أنه

*المراجعة: هي الآلية التي تسمح للمستثمر في السوق المالي بتحقيق أرباح فورية دون تغيير المخاطر الكلية لتوظيفاته، وذلك بالاستفادة من الإختلال غير المبرر للأسعار، كما يستعمل في هذا الصدد مصطلحي التحكم أو الموازنة كترجمة للمصطلح الفرنسي Arbitrage.

**الأسواق غير الكاملة لرأس المال: هي التي يتم فيها إدخال بعض المتغيرات كالضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، كذلك دحض الفرض القائم على التأكد التام المرتبط بتوقعات المستثمرين في السوق.

في حالة خضوع المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على الأموال الخاصة بالإضافة إلى الوفرات الضريبية الناتجة عن الإقتراض وفقا للمعادلة التالية:

$$V_t = V_u + TD \dots \dots \dots (2)$$

حيث: V_t : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة

TD : القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الإقتراض

وبما أن الوفرات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة المضروبة في معدل الضريبة على دخل المؤسسة، فإنه

يمكن حساب القيمة الحالية للوفرات الضريبية وفقا للمعادلة التالية:

$$TD = \frac{K_d \times D \times t}{K_d} \dots \dots \dots (3)$$

حيث: t : معدل الضريبة على دخل المؤسسة

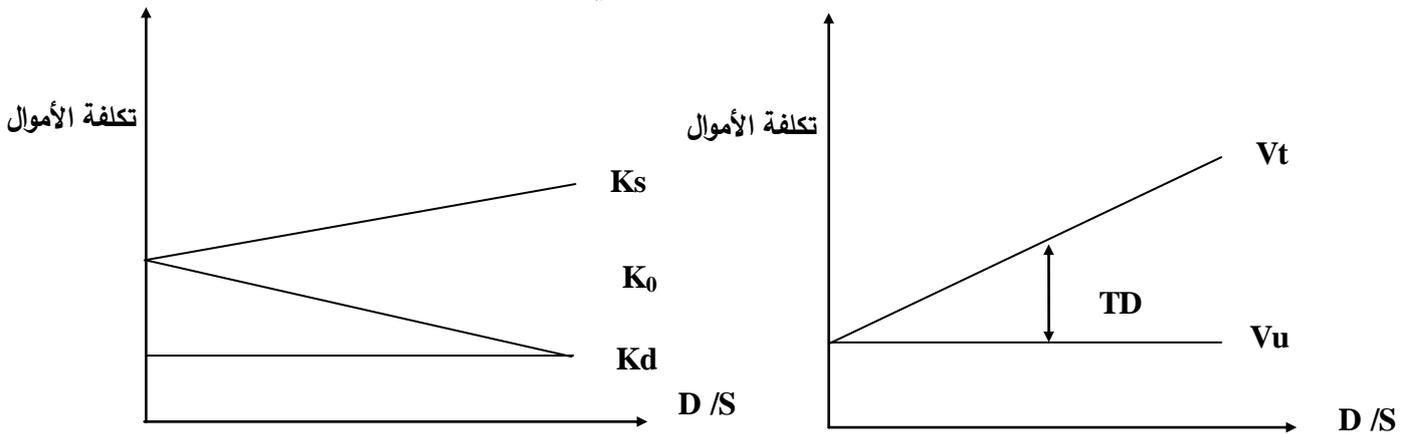
K_d : تكلفة الإقتراض

D : القيمة السوقية للقروض

وعليه فإن الهيكل التمويلي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة، وفي هذه الحالة

سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن.

الشكل رقم 03-4 : قيمة المؤسسة في حالة وجود ضرائب



المصدر: رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيف وحقوق الطباعة ببرج بوعريش، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع اقتصاد وتسيير المؤسسة، ص36.

والمؤسسة الغير مقترضة عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

- مما سبق يمكن تقديم العديد من الانتقادات لنموذج (M & M) كما يلي:
- بساطة النموذج لدرجة عدم أخذه في الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي تحد من قدرة المستثمر على تنفيذ المراجعة.
- افتراض عدم وجود تكلفة للإفلاس لا أساس له، ففي حالة احتمال حدوث إفلاس فإن المؤسسة الممولة بالقروض تكون أقل جاذبية للمستثمر.
- عدم واقعية افتراض أن الرافعة المالية هي المؤثر الوحيد في تكلفة الأموال نظرا لوجود متغيرات أخرى أهمها هيكل الاستثمارات.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي¹

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال حاولت تفسير سلوك الهيكل التمويلي للشركة وهيكل رأس المال والأسباب التي دعت إلى ظهور هذه النظريات: تكاليف الوكالة حيث يقوم المقرض برقابة أنشطة الشركة، زيادة احتمالية الإفلاس، نتيجة الالتزامات بالقروض، التكلفة المتعلقة بحصول الإداريين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة، ومن أهم هذه النظريات الحديثة نجد:

1- نظرية تكاليف الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما، فعند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الإستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمرا واردا لا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس على الجانب القانوني وما يصاحبه من تكاليف مباشرة للعملية، بل يشمل في معناه الواسع على كل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة لفترة طويلة، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات الشركة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

تتطوي تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فأما التكاليف المباشرة فهي المصاريف الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناتجة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية. أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح الشركة لعدة أسباب كارتفاع جمالفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرض وضمن ثقة الدائنين والموردين. يمكن صياغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس على النحو التالي:

$$V_L = V_U + TD - V_a(F)$$

حيث: V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة.

¹ - عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 92، ص 93.

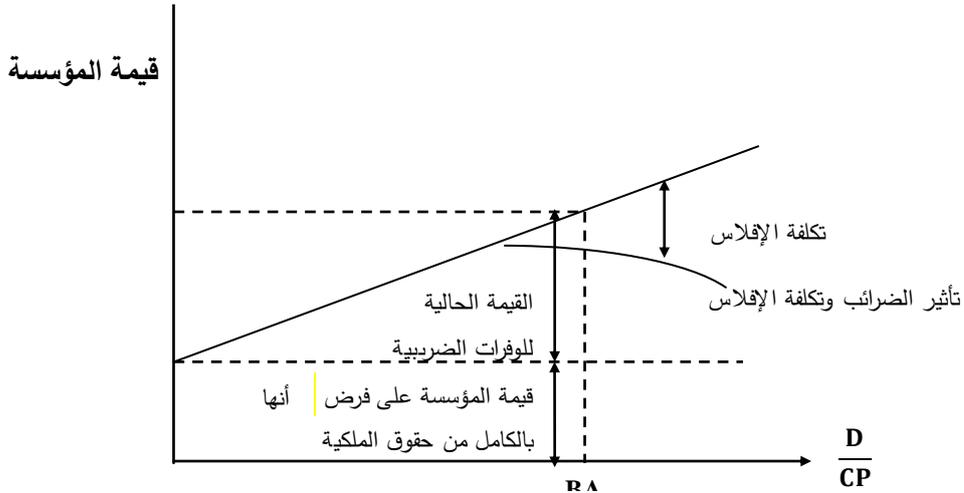
V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة.

TD : القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

$V_a(F)$: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، وهذا يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (04):العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليل معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 670.

من خلال الشكل رقم (04) يمكن القول أنه عندما كانت نسبة الإستدانة أقل من (A) لم تكن هناك تكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة رأس المال خضعت فقط لتأثير الضريبة على الربح (الوفرات الضريبية) مما ترتب عليه انخفاضا مضطرد في تلك اللحظة، ولقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة (A) إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت الزيادة في نسبة الإستدانة، الأمر الذي أدى إلياستمرار انخفاض تكلفة رأس المال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الإستدانة إلى النقطة (B) في هذه النقطة فقد ازدادت حدة تكلفة رأس المال نحو الإرتفاع، وعليه يمكن القول بأن النسبة المثلى للرافعة المالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس تتحدد بالنقطة (B) التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى، ولما كانت العلاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وبين القيمة السوقية للمؤسسة فإن الشكل رقم (04) يعتبر تمثيلا صادقا للعلاقة بين الرفع المالي وبين قيمة المؤسسة وذلك في ظل تأثير الضرائب على الأرباح وتكلفة رأس المال.

2- نظرية الوكالة

تعود نظرية الوكالة لكل من "جونسن وماكلينغ" " Michel Jonsen and William Mackling" * حيث تعرف بأنها: " إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني، تنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الموكل أو الأصيل شخصاً آخر (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة ".²

" الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه باسمه ".³

ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات التالية:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية؛
 - دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما؛
 - بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو بقاء المؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى؛
 - هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
 - يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل لكي يمكن من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل؛
 - للأصيل الرغبة في تعميم عقود الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويحول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.
- يمكن صياغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على النحو التالي:

$$V_L = V_u + TD - V_a(F) - V_a(A)$$

حيث: V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة

TD : القيمة الحالية للوفرات الضريبية

$V_a(F)$: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس

* مايكل جونسن Michel Jonsen: إقتصادي أمريكي متخصص في الإقتصاد المالي وأستاذ في جامعة هارفارد ولد في 30 نوفمبر 1939.

* وليام ماكلينغ William Mackling: إقتصادي أمريكي ولد في 1922 وتوفي في 1998، أستاذ للإدارة وسياسة الحكومة وكان عميد في كلية Simon

Business School، في جامعة روتشستر .

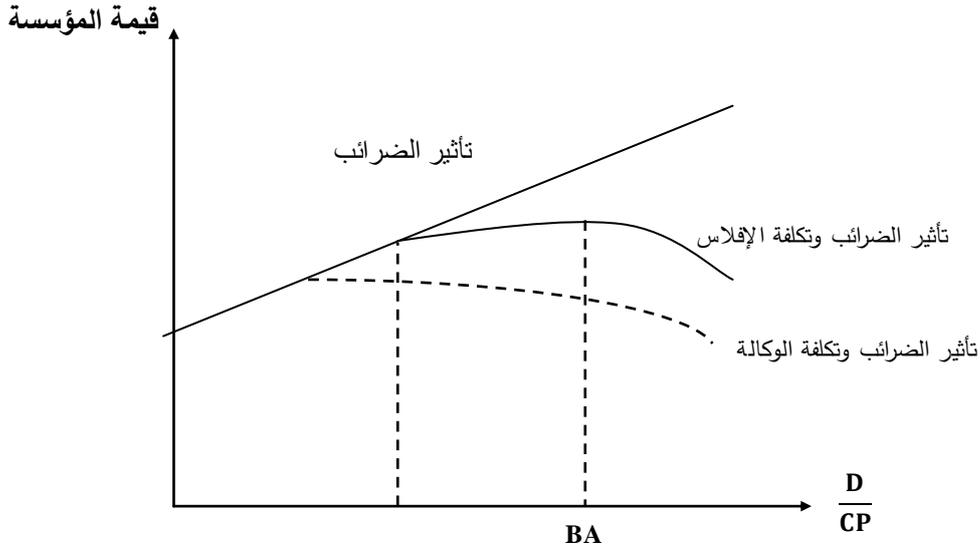
⁻² عبد الكريم خيرى، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁻³ نشأت حكمت علوي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

$V_a(A)$: القيمة الحالية لتكاليف الوكالة

أي أن زيادة نسبة الإقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على قيمة المؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، وهذا كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (05):العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 673.

من خلال الشكل رقم (05) يتبين لنا أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية، أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل التمويلي المثالي، وبعبارة أخرى سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل التمويلي، فالشكل رقم (05) يبين لنا أن النسبة المثالية للرافعة المالية قد انخفضت من النقطة (A) إلى النقطة (B)، على أن يراعى أن هذه النقطة (النقطة B) تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع تكلفة كل من الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الإقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.

3- نظرية الإشارة

تقوم هذه النظرية والذي يعود الفضل في ظهورها إلى الباحث "ستيفين روس" Stephen

Ross* علقاعدة أساسية هي عدم تماثل المعلومات، الذي تتصف به الأسواق، والواقع أن المعلومات التي تثبتتها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنص على انه بإمكان المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة².

تستند نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين هما:³

- تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساو: إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرون؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تترك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

حسب هذه النظرية فإن المعلومات حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة وكذا الظروف الحالية تكون أفضل عند المسيرين مقارنة بالمستثمرين، مما يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالي للمؤسسة، فتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، بينما تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة كمنط تمويلي لما تتوقع ظروف مستقبلية سيئة، وبذلك فالهيكل المالية للمؤسسة تتوقف على الإشارات الصادرة عنها والتي تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي تواجهها.

4- نظرية الالتقاط التدريجي

تسمى أيضا نظرية أولوية مصادر التمويل والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد هيكل رأس المال الجديد من خلال الاختيار بين إصدار السندات وإصدار الأسهم حيث تعتبر نظرية الالتقاط التدريجي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية.

من أهم النماذج المستحدثة لنظرية الالتقاط التدريجي نموذج مايرز، حيث يعالج الرهانات والقرارات التي تتخذها المؤسسة في الأجل البعيد تحت فرضية تعظيم قيمة المؤسسة كهدف أساسي يسعى المسيرون إلى تحقيقه، تتلخص نظرية الالتقاط التدريجي التي قدمها مايرز في أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي، كما أنها تفضل ضمن التمويل الخارجي التمويل بالقروض على التمويل بالأسهم، ويقدم المدخل المقترح من طرف مايرز الترتيب التالي الأفضل المصادر:⁴

*ستيفين روس Stephen Ross: هو اقتصادي أمريكي وأستاذ جامعي أمريكي، ولد في بوسطن في 1944، كان عضو في الأكاديمية الأمريكية للفنون والعلوم توفي في 3 مارس 2017.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص95.

³ صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، كلية الإدارة والإقتصاد، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، العراق، 2015، ص70.

⁴ عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص97.

- تفضل المؤسسات في المقام الأول التمويل الذاتي، وهي تكيف بذلك معدل توزيع الأرباح مع الفوص الاستثمارية؛
- إذ لم يكف التمويل الداخلي واضطرت المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي فإنها تفضل أولاً الإستدانة، ثم الأوراق المالية الهجينة ليأتي في النهاية دور إصدار الأسهم.

خلاصة

إن تقييم المؤسسة الاقتصادية عملية مهمة من أجل تحديد وضعيتها المالية، هناك العديد من طرق التقييم للمؤسسات الاقتصادية وتحرص كل مؤسسة على اختيار طريقة التقييم الأفضل التي تكون الأساس لمعرفة وضعيتها الاقتصادية.

وقد اختلفت النظريات والمداخل حول تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة الاقتصادية حيث تباينت وجهات نظر الدارسين لموضوع التمويل بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل بالنسبة للمؤسسة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، وذلك حسب النظريات التقليدية والنظريات الحديثة. وحسب دراستنا لهذا الموضوع فنحن نرى أن تحقيق هيكل مالي أمثل هو أمر ممكن ومطلوب حاضر في ظل التطورات الأخيرة في طرق التمويل.

الفصل الثالث: دراسة أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة الإفريقية للزجاج

تمهيد

المبحث الأول: تقديم الشركة الإفريقية للزجاج -ENAVA-

المبحث الثاني: متغيرات الدراسة.

المبحث الثالث: قياس أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة.

خلاصة.

تمهيد

في إطار تدعيم الجانب النظري والذي تطرقنا من خلاله إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهيكل التمويلي، كما أحطنا بالإطار العام لقيمة المؤسسة وبيننا نظريا أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة الاقتصادية، وتحقيقا لأهداف الدراسة لمعرفة هذا الأثر تم تطبيق الدراسة على واقع الشركة الإفريقية للزجاج وهي من المؤسسات العمومية تقوم بتحديد قيمة الشركة باستخدام محددات.

وللتمكن من توضيح الفكرة أكثر عن موضوع الدراسة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية

كما يلي:

- المبحث الأول: تقديم للشركة الإفريقية للزجاج - ENAVA - .
- المبحث الثاني: متغيرات الدراسة.
- المبحث الثالث: قياس أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة.

المبحث الأول: الإطار النظري للشركة محل الدراسة

في هذا المبحث تم تقديم الإطار النظري للشركة محل الدراسة، من خلال إبراز مراحل تطورها و نشأتها و عرض مختلف أهدافها المسطرة مع إعطاء شرح مفصل عن الهيكل التنظيمي للشركة الإفريقية للزجاج.

المطلب الأول: نشأة و تطور الشركة

أولاً: النشأة

أنشأت الشركة الإفريقية للزجاج AFRICAVER سنة 1982 بالمنطقة المسماة أولاد صالح بالطاهير ولاية جيجل هي شركة اقتصادية عمومية ذات أسهم (EPE- SPA) نشأت بصفتها الحالية و تسميتها المعروفة سنة 1997 ENAVA برأس مال قدره 5.000.000.00 دج، في إطار إعادة هيكلة القطاع الصناعي الذي سرى تطبيقه سنة 1996، و قبل ذلك عبارة عن مركب صناعي تابع للتسيير المركزي بالمديرية العامة للمؤسسة الوطنية للزجاج، والمواد الكاشطة التي يوجد مقرها الاجتماعي بوهران. تعد الشركة فرع تابع لمجمع ENAVA أو الشركة الوطنية للزجاج والمواد الكاشطة التي يوجد مقرها الاجتماعي بوهران، وهي مجمع تابع للشركة القابضة كيمياء صيدلية، ويتشكل من:

- الشركة الجزائرية للزجاج ALVER وهران: و هي فرع مختص في صناعة الزجاج المقعر.
- الشركة الإفريقية للزجاج AFRICAVER جيجل: وهي فرع مختص في صناعة الزجاج المطبوع، زجاج السيارات، الزجاج الأمني، سيليكات الصودا.
- الشركة الجديدة للزجاج NOVER الشلف: وهي فرع مختص في صناعة الأواني الزجاجية المنزلية، وقارورات الأدوية والمشروبات.
- شركة الزجاج والمرايا SOMIVER بومرداس: وهي فرع مختص في صناعة زجاج المخاب والمرايا

ثانياً: مراحل تطور الشركة الإفريقية للزجاج

ويمكن تلخيص أهم مراحل تطور الشركة زمنياً في ثلاث مراحل هي:

المرحلة الأولى: مرحلة النشأة 1982-1987: في إطار دراسة قام بها مكتب انجليزي مختص

(PELKINGTON) في عقد السبعينات وبناء على استنتاجه، إبرام عقد انجاز بين الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية (SNIG) و الشركة الفرنسية (TECHNIP) سنة 1982 وذلك لانجاز وحدة الزجاج السيارات الأمامي

20.000 ط/س من زجاج البناء الشفاف و 44000 وحدة من زجاج السيارات الأمامي ثم انجاز المشروع بين سنتي 1982 و 1986 وقد عرف بعض التأخر لأسباب تقنية ومالية وانطلق عمليا في الإنتاج في 01 أوت 1987، خلال مدة الانجاز تواكبت ثلاث مؤسسات وطنية على متابعة أشغال الانجاز وهي:

- شركة SNIC: 82-84 انجاز
- شركة EDIC: 84-68 متابعة الأشغال.
- شركة ENAVA: استلمت المشروع في ماي 1986 الاستغلال.

المرحلة الثانية: مرحلة التوسع 87-96 : بعد انطلاق وحدة الزجاج المسطح في النشاط ووفقا لسياسة تنمية وتطوير معتمدة أنذاك تم تسطير برنامج توسيع الوحدة إلى وحدات جديدة تشمل انجاز مشاريع أخرى لصناعة أنواع متعددة من الزجاج بمختلف استعمالاته و أنواع، تمثلت هذه المشاريع في انجاز:

1- **وحدة جديدة للزجاج الأمني:** زجاج سيارات أمامي، جانبي و خلفي، زجاج مصفف-feuillete- زجاج مقاوم -trempe- زجاج مصقع -blinde- انطلقت في الإنتاج سنة 1992 و أنجزت من طرف شركة فنلندية تدعى TAMGLASS.

الطاقة النظرية للإنتاج

- زجاج السيارات (زجاج أمامي، خلفي، جانبي) 00, 2000 وحدة سنويا.
- زجاج مصفف 80.000 م/س

أ/ الزجاج الأمني

- مجال استعمال المنتج: منتج الزجاج الأمني و بسبب خاصته الأمنية.
- واسع الاستعمال في مجالات الصناعة، البناء، و الأمن مثل :
- الزجاج الأمني الخاص بالسيارات، الشاحنات، وآلات الأشغال العمومية .
- الزجاج الأمني المصفف - FEUILLETE- الخاص بحماية الأفراد و الممتلكات في البنوك، الوكالات التأمينية، المتاحف، السجون.... الخ.
- الزجاج الأمني المقاوم للحرارة و الصدمات -TREMPE- و تستعمل في قطاع البناء، الصناعات الكهرو منزلية.....الخ.

ب/الزجاج المصنف -FEUILLETE- و الزجاج المقاوم - TREMPE

شركات البناء مثل ECM سيدي موسى، ACUOR الجزائر

EPLA الجزائر، ENIE تيزي وزو

2 /وحدة جديدة للزجاج السائل

وتنظم هذه الوحدة ثلاث خطوط للإنتاج الزجاج المطبوع. الأجر الزجاج و الأكواب أنجزت هذه الوحدة من طرف شركة BASSE SAMBRE البلجيكية، وانطلق خط إنتاج الزجاج المطبوع سنة 1994 في حين انطلق مشروع

الأجر الزجاجي في نهاية نفس السنة ليتوقف هذا الخط عن الإنتاج 1996 لأسباب تجارية بحتة مرتبطة بعدم استبعاد السوق الكمية المعروضة و تكلفة الإنتاج الكبيرة، أما الخط الثالث فلم ينطلق لنفس الأسباب رغم توفر التجهيزات و اكتمال المشروع و لمواجهة إشكالية استغلال هذان الخطان لجأت الشركة إلى تحويل الأفران الإنتاج مادة سلكيات الصودا التي تستعمل عادة كمادة أولية لصناعة المنظفات.

أهم زبائن الشركة

• شركة ENAD صناعة المنظفات.

• شركة هنكل (HENKEL)

• شركة خاصة مثل النسر GSPIH و VOR

زجاج السيارات:

• شركة صناعة السيارات و الشاحنات بروبية - SNVE -

• شركة صناعة عتاد الأشغال العمومية بقسنطينة-ENMTP-

• الوكلاء المعتمدون و تجار الجملة الخواص.

الطاقة النظرية للإنتاج

• الزجاج المطبوع 15000 طن/ سنويا.

• سلكيات الصودا 12000 طن/ سنويا.

3/ وحدة إنتاج و معالجة المواد الأولية

إضافة إلى الورشة تم انجاز وحدة جديدة لمعالجة المواد الأولية مثل: رمل السيليس، اندولومي ... الخ و نشاط الوحدة المذكورة يمثل أهم ورشة مدعمة بالمادة الأولية لوحدة الزجاج السائل، أنجزت هذه الوحدة المذكورة أيضا من طرف شركة BASSAMBR و انطلقت سنة 1994.

طاقة الإنتاج النظري

- رمل سيليس 30.000 طن /س .
- معالجة الدولومي.
- معالجة الفلدسباط.
- معالجة الكالكير.

إضافة إلى هذه المشاريع التي أنجزت وانطلقت في الإنتاج كما هو مبين هنالك مشاريع أخرى تغيرت و توقفت الأسباب مالية مرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة باعتبار تمويل انجازها مصدره خزينة الدولة فان عملية التمويل توقفت مع مطلع سنة 1994 كما توقفت هذه المشاريع بدورها و هي:

1- مشروع تجديد فرن الزجاج المسطح

كون أفران الزجاج تشتغل بدورات حياة محددة عادة بين خمسة و تسع سنوات فان فرن الزجاج المسطح توقف عن الإنتاج في فيفري 1994 و بعد سبع سنوات تقريبا من النشاط و نظرا لعدم توفر غلاف مالي لتجديده حينه و نظرا للتطور التكنولوجي الحاصل في مجال صناعة الزجاج ثم التخلي نهائيا عن عملية تجديده أملا في الحصول على شراكة تمكن من انجاز مشروع زجاج الفلوت --FLOAT الأكثر ملائمة تكنولوجيا.

2- مشروع الزجاج المقعر H 28m

رغم اكتمال انجاز خط هذا المشروع التابع لوحدة الزجاج السائل، ورغم وجود كل التجهيزات فان عملية انطلاقه تغيرت لأسباب مرتبطة أساسا بالنجاعة باعتبار طاقة إنتاجه تفوق طاقة استيعاب السوق المحلي إضافة إلى وجود منافسة شديدة في هذا المجال تجعل عملية تسويق منتجاته في غاية الصعود بسبب النوعية و سعر التكلفة.

3- مشروع الزجاج الحراري - BOROSILICATE-

نسبة انجاز هذا المشروع وصلت إلى حدود 80% مع وجود التجهيزات و الآلات المصنع لم ينطلق لأسباب مالية و تجارية أيضا، هذا المشروع كان موجه لإنتاج الأواني المنزلية، مصابيح السيارات و الزجاج المضغوط.

ثالثا- مرحلة الاستقلال مند 1997

أخذت الشركة الإفريقية للزجاج استقلاليتها عن الشركة الأم في جانفي 1997، حيث أصبح لدينا نمة مالية و شخصية معنوية. و من أهم ما تهدف إليه هذه الشركة نجد: تلبية حاجيات و طلبات الاقتصاد الوطني من مواد الزجاج في قطاع البناء، قطاع تركيب و صناعة السيارات، قطاع الصناعة الكهرومنزلية.

- السهر على إعطاء الوجه الحضاري للشركة من خلال استعمال تقنيات حديثة تتلاءم مع متغيراتالعصر.
- العمل على تصدير المنتجات و إدخالها في منافسة السوق الدولية.
- تحسين و تطوير منتوجات الشركة و توسيع شبكة التوفي.

المحال البشري داخل الشركة الإفريقية للزجاج لسنة 2015: فيما يلي جدول يوضح توزيع العمال:

إطارات	48
عمال مؤهلين	59
عمال التنفيذ	200
المجموع	307

المصدر: مديرية الموارد البشرية.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف التدريب في الشركة الإفريقية للزجاج

أولا: أهمية الشركة

تلعب صناعة الزجاج الدور الفعال في تطور اقتصاديات الدول بسبب الاستعمالات المتعددة لهذه المادة التي تدخل في عدة نشاطات صناعية و تجارية منها كقطاع البناء، صناعة الزجاج السيارات، الصناعات الكهرومنزلية و تبرز أهمية الشركة بصفة عامة و صناعة الزجاج بصفة خاصة. تلعب دورا اجتماعيا واقتصاديا هاما لما لها من أثر فعال في بعض النشاطات التجارية والصناعية، إذ تعتبر مجالا خصبا للتشغيل خاصة في

القطاع الجغرافي. لها نفس الأهمية، في المجال الصناعي حيث أن مادة الزجاج بمختلف أنواعه تدخل كمادة أولية مكملة لبعض الصناعات الأخرى. تشكيلة منتجات الشركة الإفريقية للزجاج، تبرز أهمية الشركة في المجال الاقتصادي الوطني وذلك باعتبارها الممول الرئيسي لعدة شركات أخرى ذات أهمية بالغة مثل: الشركة الوطنية للسيارات الصناعية (روبية)، المؤسسة الوطنية لعتاد الأشغال العمومية (قسنطينة)، شركات التنظيف (هنكل).

ثانيا: أهداف الشركة

تهدف الشركة الإفريقية للزجاج إلى تحقيق مايلي :

- تنمية صناعة الزجاج في الجزائر .
- تلبية حاجيات و طلبات الاقتصاد الوطني في مواد الزجاج في قطاع البناء
- قطاع صناعة و تركيب السيارات، قطاع الصناعة الكهرومنزلية.
- مواكبة التطور التكنولوجي.
- العمل على تصدير المنتجات و إدخالها في السوق الدولية
- تحسين رأس مال الشركة
- وضع سياسة تجارية فعالة الاقتحام في السوق الوطني و الدولي على حد سواء
- المساهمة في ترقية السوق الوطني
- تدعيم منتج الزجاج و فتح ورشات في مختلف أنحاء الوطن

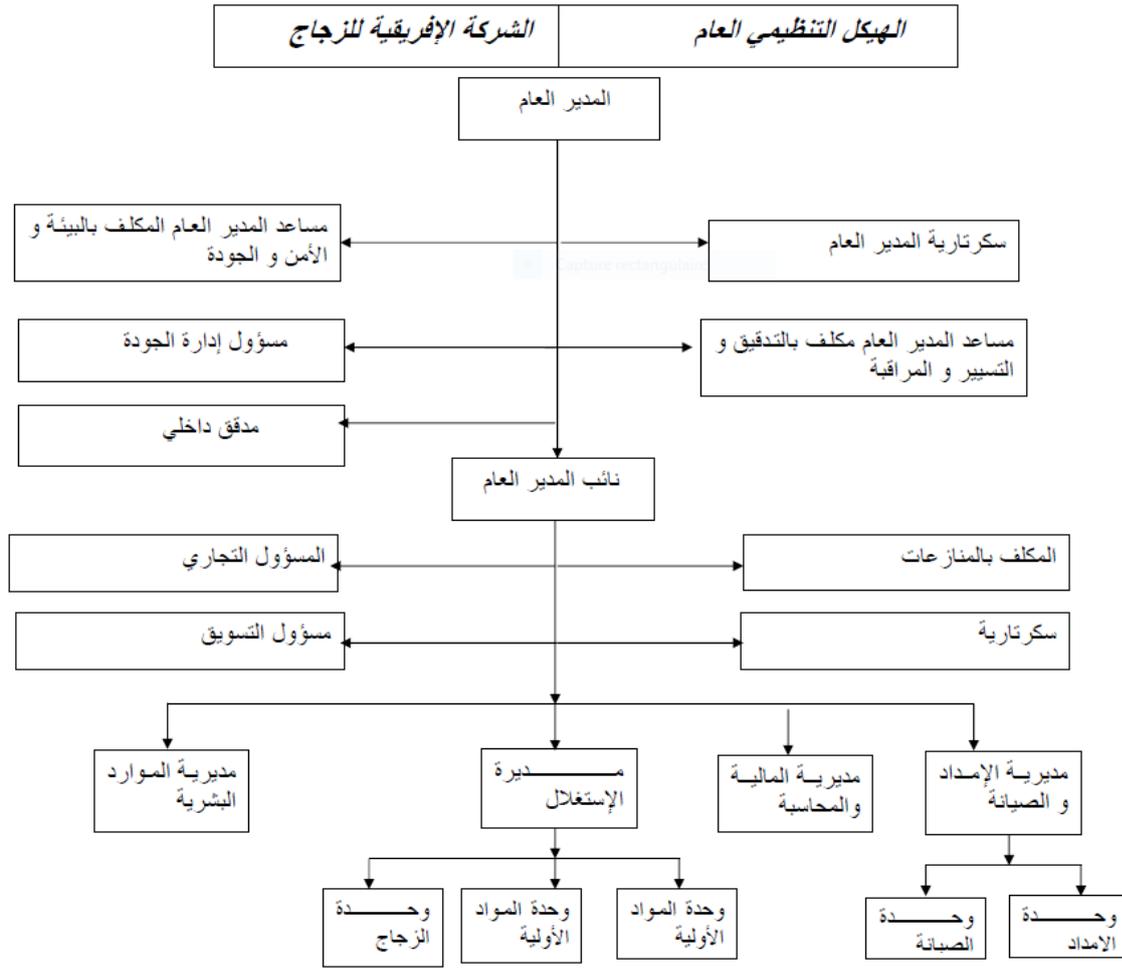
المطلب الثالث: دراسة الهيكل التنظيمي للشركة الإفريقية

إذا نظرنا إلى الهيكل التنظيمي للشركة الإفريقية للزجاج نجده هيكلياً مصفوفياً، و ذلك راجع إلى تعدد المشاريع و دور كل وحدة و مصلحة في تنفيذ المشاريع، وذلك تحت إشراف المدير العام للوحدة، إذ أن الوحدة مقسمة إلى عدد المديريات وهي: مديرية التجارة مديرية الإمداد والصيانة، مديرية المالية والمحاسبة، مديرية الاستغلال ومديرية ومديرية الموارد البشرية.

تقديم الهيكل التنظيمي العام

والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي للشركة الإفريقية للزجاج:

الشكل رقم (06): الهيكل التنظيمي العام للشركة الإفريقية للزجاج



الشرح المفصل للهيكل

أولاً- المدير العام:

هو الذي يشرف على جميع المصالح المشكلة للمؤسسة و يتزأسها في المجالس الإدارية, كما يقوم بوضع الأهداف و السياسات التي تسعى المؤسسة لتحقيقها مستقبلا و تتجلى مهامه في:

- إبرام الصفقات مع الموردين المحليين والأجانب.
- تمثيل الشركة في المحافل و المناسبات الدولية.
- إصدار القرارات و الأوامر الضرورية التي تخدم مصالح الشركة.
- إمضاء جميع الوثائق الخاصة بالشركة.
- تطبيق استراتيجية الشركة و سياستها.

1- السكرتارية

هي المسؤولية عن ضمان خدمات إدارة المديرية وتتولى المهام التالية:

- استقبال البريد الخاص بالمدير العام.
- ترتيب الوثائق في خزائن الأرشيف.
- تحرير المراسلات.
- استقبال و إرسال الفاكس.
- استقبال و تحويل المكالمات الهاتفية الخاصة بالمدير العام.

2- مساعد المدير العام مكلف بالتدقيق و التسيير و المراقبة

تشارك و تساعد في تحسين تسيير مختلف الأعمال داخل المؤسسة وتتولى المهام التالية :

- مساعدة مسؤولي الوحدات في طرق التسيير و التنظيم.
- الحضور مع المدير العام في مختلف اللقاءات الدورية بين المديرية.
- الحرص على اللقاءات المبرمجة بين المدير العام و مختلف الهيئات الأخرى.
- القيام بعمليات المراقبة عند طلب من الإدارة العامة.
- إنجاز مختلف التقارير : تحضير مخططات المالية.
- إنجاز تقارير النشاطات اليومية، الشهرية، الثلاثية، والسنوية.
- تسطير السياسة العامة للشركة مع المدير العام

3- مساعد المدير العام مكلف بالبيئة و الأمن و الجودة

تهتم بالدراسات المتعلقة بالمنتوج و النمر و تتمثل مهامها في:

- تطبيق سياسة الجودة بالشركة.
- تسهيل عمل مختلف الأقسام من خلال تقديم المعلومات التقنية الخاصة ببرنامج تأهيل
- الشركة للحصول على شهادة ISO.
- تطبيق مقاييس المطابقة الدولية لمنتجات الزجاج الأمني المتمثلة في معيار R43.

إعداد الدراسات و الوضعيات المتعلقة بالتخطيط لمشاريع جديدة. و تشرف على المكاتب التالية:

- البحث و التطوير .
- التخطيط و المشاريع .
- الأمن الصناعي .
- التحاليل و المراقبة .
- المقاييس و الدراسات التقنية .

4- مسؤول إدارة الجودة

هو المسؤول عن تطبيق نظام الجودة و النوعية يتولى المهام التالية:
إيجاد الوسائل لضمان المراقبة التقنية للجودة.

- التعريف بالمشاكل المتعلقة بالإنتاج و طرق نظام الجودة .
- العلم بجميع التغييرات و تطبيقها في مجال ضمان الجودة .
- برمجة و توجيه و مراقبة كل الأعمال في إطار مخطط الجودة .
- السهر على الإجراءات المتعلقة بالشهادة و التجديد الدوري .

5- مدقق داخلي

هو المسؤول عن تعليمات التسيير و مدى تطبيقها باستمرار يتولنا المهام التالية:
مراقبة و تطبيق طرق و قواعد التسيير .
تقديم تقرير للمسؤول المعني عن كل الأخطاء و العيوب الموجودة .
إنشاء برامج التدقيق لنظام المراقبة الداخلية .
تنفيذ كل التحقيقات المطلوبة من طرف المدير العام .

6- نائب المدير العام

هو المسؤول عن تسيير شؤون الشركة بالتنسيق مع المدير العام. يتولى المهام التالية:
إمضاء الوثائق الخاصة بالموظفين .
العمل بالتنسيق مع جميع المديریات .

- السهر على ضمان الانضباط العام داخل الشركة.
- إصدار القرارات المتعلقة بمصالح الشركة.

7- المكلف بالمنازعات

هو المسؤول عن تسيير ملفات المنازعات، يتولى المهام التالية :

- تحويل الملفات إلى المحامي المستشار للشركة .
- متابعة مختلف القضايا الخاصة بالمنازعات .
- تكوين ملف المنازعات و تحرير عريضة من أجل الدفاع عن المؤسسة.
- تمثيل المؤسسة أمام مختلف الجهات الإدارية.
- تكوين ملفات خاصة بديون المؤسسة من أجل استرجاعها مثل: إرسال إعدارات .

8- مسؤول التجاري

وهو يعمل تحت الإشراف المباشر للمديرية العامة بحيث يضع مخططات البيع و التسويق و يضع الاستراتيجية الخاصة بهما وذلك بالتنسيق مع باقي المديرية، كما يمثل الشركة مع باقي المتعاملين التجاريين والزبائن، ويتفاوض معهم بخصوص الاتفاقيات التجارية ويحرص على تنفيذها من خلال مجموعة من الأعوان الذين يشرف عليهم .

9- مسؤول التسويق

هذا الأخير يقوم بإعداد المخططات التسويقية بحيث يقوم بدراسة السوق، المنافسة والأسعار الجودة طرق التوزيع وهنا يقوم برفع تقارير في ذلك إلى المديرية العامة ، كما يحضر مختلف التظاهرات التجارية و المعرض والملتقيات و ذلك من أجل التعريف بمنتجات الشركة و كسب زبائن جدد ، ويقوم بإعداد تحقيقات عن المنتجات المشابهة و الزبائن .

ثانيا - مديرية الإمداد و الصيانة

مشكلة من قسم الإسناد و المشتريات و قسم الصيانة :

1- بالنسبة للقسم الأول: تقوم بشراء المواد الأولية وقطع الغيار الصناعية من السوق المحلية أو الدولية وضمان الخدمات المرتبطة بها كالتأمين و الجمركة و النقل .

2- بالنسبة للقسم الثاني: فهو ينقسم إلى فرعين هما: فرع الصيانة الميكانيكية و فرع الصيانة الكهربائية و هذان الفرعان يتداخلان لإصلاح الإعطاب المختلفة في المصنع زيادة على ذلك الصيانة العادية للتجهيزات و العتاد. إضافة إلى تسيير المخزونات قطع الغيار و المواد الأولية المختلفة.

ثالثا- مديرية المالية و المحاسبة: تهتم بمتابعة نشاط المحاسبين, الميزانية المالية وأيضا مراقبة التسيير وتمثل مهامها في:

- الإشراف على تطبيق السياسة المالية للشركة.
- توفير اللوازم المالية و الإدارية كالورق.
- الإشراف على عمليات المحاسبة و إعداد التقارير الشهرية و تحليلها.
- تسيير مختلف مدا خيل الشركة و تكاليف الإنتاج. و تشرف على:
- مصلحة المالية والمحاسبة.
- مصلحة المحاسبة التحليلية.

رابعا- مديرية الاستغلال

وهي مديرية تنقسم إلى ثلاث وحدات رئيسية كما يلي :

1- وحدة الزجاج السائل: وينتج بها الزجاج المطبوع الموجه للبناء ووكلاء معتمدين خواص بطاقة

نظرية سنوية تقدر ب: 15000 طن.

سيليكات الصودا الصلب بطاقة إنتاج 12000 طن سنويا .

سيليكات الصودا السائل بطاقة إنتاج 12000 طن سنويا .

2- وحدة الزجاج الأمني : تتشكل من فرعين :

فرع الزجاج المورق: بطاقة إنتاج 80.000 م² سنويا و 45000 وحدة من الزجاج الأمامي للسيارات. فرع

الزجاج المنقوع: بطاقة إنتاج 15000 م² سنويا و 200.000 وحدة من زجاج السيارات الجانبي و الخلفي .

3- وحدة معالجة و إنتاج المواد الأولية

وهي وحدة تقوم باستغلال الرمل ومعالجته بالغسل والتصفية و كذا باقي المواد التي تدخل في صناعة الزجاج و السيليكات الكالكير ، الفلدسباط و الدولومي إلخ بطاقة إنتاج 60.000 طن سنويا من مختلف المواد .

خامسا- مديرية الموارد البشرية

تهتم بإنجاز سياسة الشركة بخصوص شؤون الموظفين والعمال وتتمثل مهامها في

- الإشراف على تطبيق سياسة الشركة الخاصة بالموارد البشرية و المتمثلة في التوظيف، التكوين، الأجور، تسيير المستخدمين.

مديرية الموارد البشرية: تتمثل وظيفتها في :

- متابعة و تسيير كل ماله صلة بالجانب البشري و المهني للشركة هذه الجوانب تتمثل أساسا في تسيير
- المستخدمين وتسيير وضعيتهم المهنية من التوظيف الترقية إلى التسريح من جهة ومن جهة أخرى
- إعداد الأجور وتصنيف مناصب العمل وفقا للاتفاقية الداخلية و التشريعات المعمول بها .
- إعداد مخططات التكوين ومتابعتها و هناك وظائف أخرى مرتبطة بالوسائل العامة كتموين الشركة
- بالوسائل المكتبية الضرورية و صيانة المقر والحفاظ على محيطه وتشكل مديرية الموارد البشرية

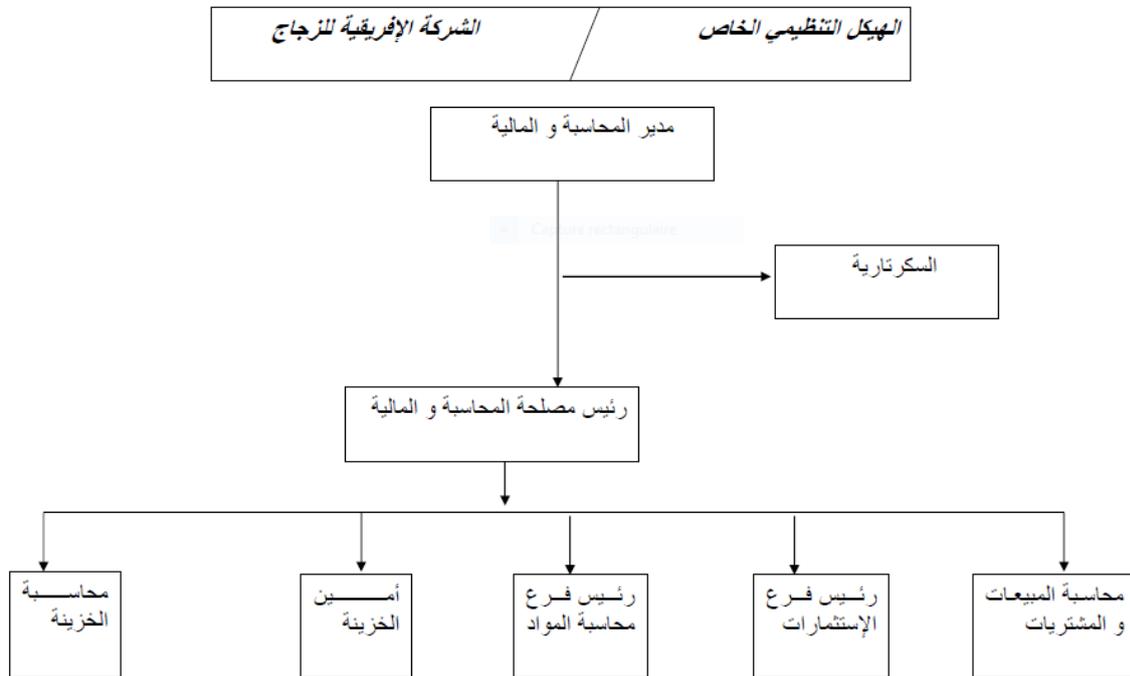
بالشركة الإفريقية للزجاج من:

- رئيس مصلحة الموارد البشرية.
- مسؤول الإدارة والمستخدمين.
- مسير المستخدمين.
- مسؤول الأجور و الخدمات الاجتماعية.

تقديم الهيكل التنظيمي الخاص

الشكل الموالي الهيكل التنظيمي الخاص للشركة الإفريقية للزجاج:

الشكل رقم (07): الهيكل التنظيمي الخاص للشركة للإفريقية للزجاج



شرح الهيكل

مصلحة المحاسبة والمالية

تعتبر هذه المصلحة العصب الحركي و العمود الفقري للشركة بصفقتها وظيفية حساسة. وهذا نظرا لأهميتها البالغة في تقييم دورات نشاطها.

وهي عبارة أحداث التقنيات التي تهدف إلى إعطاء مجموعة من المعلومات مكثفة ومختصرة ذات الطابع القانوني و الاقتصادي على العمليات التي تتم بين الشركات و المتعاملين الاقتصاديين في إطار مصلحة

المحاسبة و المالية التي تنقسم إلى فروع وكل فرع له مهامه الخاصة به و المبينة على النحو التالي:

1) مدير المحاسبة والمالية: هو الشخص الذي يصدر القرارات و يملئ القوانين و يضع الطرق المنهجية بناء على التخطيط والتنظيم و يقوم بتوجيه و توزيع العمل السير الأمور بصورة منظمة، مع تفويض بعض الصلاحيات

و إعطاء صلاحية البث في القرارات لمختلف الموظفين أي المحاسبين الذين يعملون معه وفقا لمستوياتهم وكل حسب نشاطه.

(2) **السكرتارية:** هي المسؤولة عن تقديم الخدمات للمدير حيث تتلقى المكالمات الهاتفية الخاصة بالمدير و تحويلها، و كذلك استقبال المستندات الداخلية والخارجية الخاصة بالشركة.

(3) رئيس مصلحة المالية و المحاسبة:

- يقوم رئيس مصلحة المالية والمحاسبة بالتنسيق مع مدير المالية بالإشراف على السير الحسن لجميع الموظفين في المصلحة
 - التأشير على جميع الوثائق المحاسبية قبل تحصيلها داخل برامج أجهزة الإعلام الآلي.
 - إعداد التقارير المالية الأسبوعية و الشهرية.
 - كما يقوم بمراقبة الحسابات البنكية للشركة (مداخيل و مصاريف) ويعتبر مسؤولا أمام مدير المالية عن كل ما يحدث داخل المصلحة.
 - وفي آخر كل سنة يقوم بإعداد جداول الميزانية المحاسبية و الميزانية المالية.
- (4) **محاسبة المبيعات و المشتريات:** يقوم بالمعالجة المحاسبية للمبيعات والمشتريات التي تقوم بها المؤسسة خلال اليوم.

(5) رئيس فرع محاسبة الاستثمارات:

- يقوم بمراقبة التسجيل المحاسبي لعمليات شراء و بيع الاستثمارات.
- ترميز الاستثمارات (في حالة شراء) و تسجيل الاستثمارات (شراء بيع) في السجلات الخاصة بها.
- إعداد مخصصات الإهلاك في نهاية السنة.
- الإشراف على عملية الجرد المادي و تحليل أرصدة الحسابات.
- المشاركة في إعداد الميزانية الختامية.

(6) رئيس فرع محاسبة المواد :

- يقوم بالمعالجة المحاسبية لمختلف المخزونات من استلام البضاعة أو خروجها أو استهلاكها.
- مراقبة الجرد السنوي.

- المشاركة في الميزانية الختامية.

(7) محاسبة الخزينة:

- تقوم بالتسجيلات المحاسبية و معالجتها الخاصة بالعمليات البنكية (بنك، صندوق).
- القيام بحالات التقارب البنكية الشهرية.
- القيام بالجرد السنوي.
- المشاركة في الميزانية الختامية.

(8) أمين الخزينة: يقوم بتسجيل جميع العمليات الخاصة بالبنك و الصندوق في سجلات خاصة بها، و تكون مرقمة من 1 إلى 50 صفحة و مؤشرة (ممنوع الشطب أو التمزيق) و لديه علاقة مباشرة مع البنوك من أجل تحصيل الشيكات من الزبائن.

المبحث الثاني: متغيرات الدراسة

سنقوم في هذه المبحث بعرض وتحليل (تقييم) الوضعية المالية للشركة الإفريقية للزجاج خلال فترة الدراسة 2017-2019 كمطلب أول، ثم سوف نستعرض المتغيرات المستقلة للدراسة كمطلب ثاني والمتغيرات التابعة للدراسة كمطلب ثالث.

المطلب الأول: عرض وتحليل الميزانية المالية للشركة الإفريقية للزجاج للفترة للدراسة (2017-2019) وإعداد الميزانية الوظيفية.

أولاً: عرض جانب الأصول للشركة الإفريقية للزجاج للفترة 2017-2019.

الجدول رقم (01): جانب الأصول للميزانيات المالية المختصرة للشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2019)

الأصول		2017	2018	2019
أصول غير جارية	المبلغ	2568026657.70	2684665996.34	2654199869.15
	النسبة الهيكلية	%83.74	%84.90	%85.10
أصول جارية	المبلغ	498453387.37	477134145.54	464579858.42
	النسبة الهيكلية	%16.25	%15.09	%14.82
أصول جارية الاستغلال	المبلغ	484349245	469578826	456562321.5
	النسبة الهيكلية	%15.79	%14.85	%14.63
أصول جارية خارج الاستغلال	المبلغ	8872284.10	6619358.04	5666647.22
	النسبة الهيكلية	%0.28	%0.20	%0.18
الخزينة	المبلغ	5231858.17	7555319.51	8017536.88
	النسبة الهيكلية	%0.17	%0.23	%0.25
مجموع الأصول	المبلغ	3066480045.07	3161800141.88	3118779727.57
	النسبة الهيكلية	%100	%100	%100

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم (03، 05، 07)

أصول غير جارية= من الجدول (مجموع أصول غير جارية)= 2568026657.70

أصول جارية= من الجدول (3 أصول جارية)= 498453387.37

$$\begin{aligned}
& \left. \begin{aligned}
& \text{ضرائب يشتبهها وما + يلحقها الزبائن بهم + المخزونات} = \text{للاستغالية أصول} \\
& = 182840313.74 + 83171694.97 + 218337236.39 \\
& = 266012008.7 + 218337236.39 \\
& = 484349245 \\
& \text{المدينون الآخرون} = \text{أصول جارية خارج الاستغلال} \\
& \text{الجدول من} \rightarrow 5231858.17 = \text{الخزينة}
\end{aligned} \right\} \text{أصول 2017}
\end{aligned}$$

ونكمل بنفس الطريقة بنسبة لسنة 2018 وسنة 2019

من خلال الجدول السابق الذي يوضح تطور جانب الأصول من الميزانية المالية للشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2018) ألاحظ ما يلي:

1- الأصول غير الجارية

بالنسبة لجانب الأصول لسنة 2017 قدرت قيمة الأصول غير الجارية بأكثر من 2مليار و568 مليون دج وشكلت نسبة الهيكلية 83.74% من إجمالي أصول الشركة لنفس السنة، أما سنة 2018 فقد عرفت ارتفاعا طفيفا حيث قدرت بأكثر من 2 مليار و684 مليون دج إلا أنه خلال هذه السنة ارتفعت نسبة الأصول الثابتة في هيكل جانب الأصول مقارنة بسنة 2017 حيث بلغت 84.90% من إجمالي أصول الشركة وذلك بسبب انخفاض قيمة الأصول الجارية، أما في سنة 2019 فقد عرف جانب الأصول تراجع طفيف حيث قدرت بأكثر من 2 مليار و654 مليون دج إلا أنه في هذه السنة ارتفعت نسبة الأصول الثابتة في جانب الأصول لنفس السنة وذلك بسبب الانخفاض الذي عرفته الأصول الجارية خلال فترة الدراسة، وهذه التغيرات كانت بسبب زيادة التثبيتات الجارية إنجازها وهناك أيضا انخفاض طفيف للتثبيتات العينة.

2- الأصول الجارية

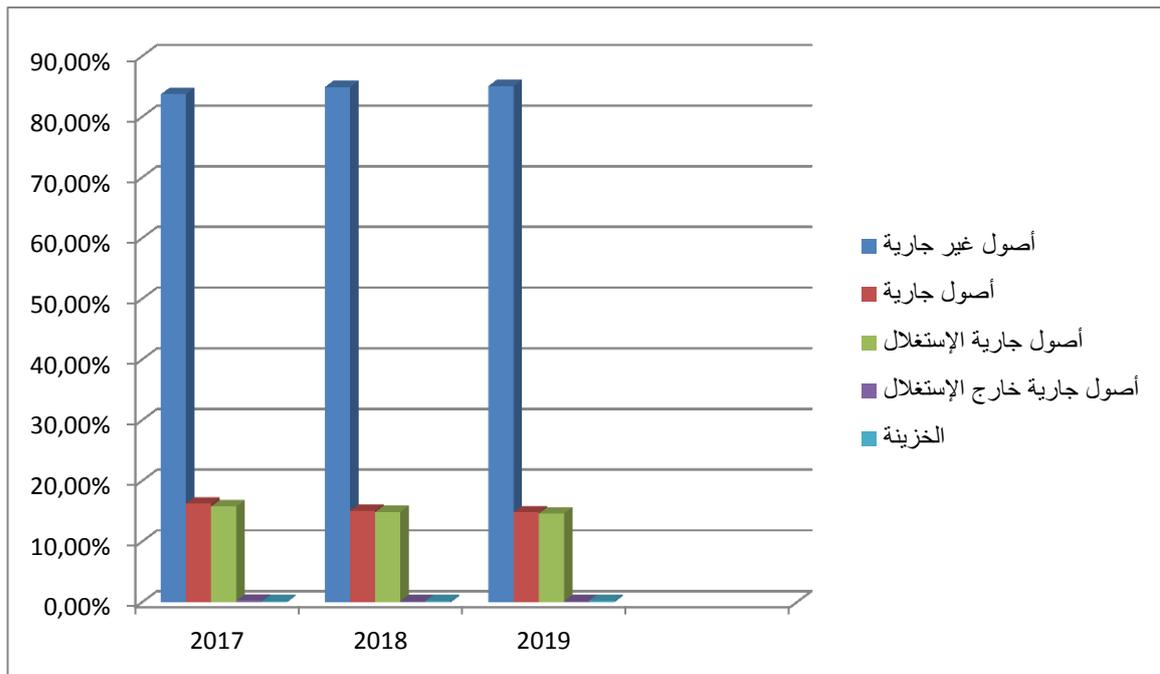
قدرت قيمة الأصول الجارية لسنة 2017 بأكثر من 498 مليون و453 ألف دينار جزائري وشكلت نسبة الهيكلية 16.25% من إجمالي أصول الشركة، لكنها انخفضت في سنة 2018 حيث قدرت ب477 مليون و134 ألف دج من إجمالي أصول الشركة، وهذا راجع لارتفاع في المخزونات حيث بلغت نسبة الهيكلية 15.09%، أما في سنة 2019 فقد عرفت الأصول الثابتة تراجعا ملحوظا لتتجاوز قيمة 46 مليون و457 ألف دج ونسبة الهيكلية 14.82% من إجمالي أصول الشركة لنفس السنة، وبسبب هذا الانخفاض الوزن النسبي

للمخزونات والمنتجات قيد التنفيذ، وكذلك الوضع النسبي للزبائن والمدينون الآخرون قد عرفوا انخفاضا سنة 2019 مقارنة ب2018، وهناك انخفاض ملحوظ للضرائب خلال سنوات الدراسة.

3- خزينة الأصول

قدرت خزينة الأصول سنة 2017 بأكثر من 5 مليون و231 ألف دج لتشكل نسبة هيكلية ضئيلة 0.17% من مجموع الأصول لنفس السنة، في حين ارتفعت سنة 2018 بمعدل 0.23% مقارنة بسنة 2017، لتسجل بذلك خزينة أصول مقدرة بأكثر من 7 مليون و555 ألف دج بنسبة هيكلية 0.23% لنفس السنة، وعرفت ارتفاعا ملحوظا سنة 2019 مقارنة بسنة 2018 لتسجل بذلك خزينة أصول مقدرة بأكثر من 8 مليون و17 ألف دج هيكلية 0.05% لنفس السنة.

الشكل رقم(08): التمثيل البياني لتطور جانب الأصول للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017 - 2019).



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول رقم (01)

ثانيا: عرض جانب الخصوم

عرض جانب الخصوم للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017 - 2018).

الجدول رقم (02): جانب الخصوم للميزانيات المالية المختصرة للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017-2019)

2019	2018	2017	الخصوم	
1024771165.94	1134420637.12	1235662075.85	المبلغ	الأموال الخاصة
%32.85	%35.87	%40.29	النسبة الهيكلية	
1399242094.29	1198779643.22	1181657329.38	المبلغ	خصوم غير جارية
%44.86	%37.91	%38.53	النسبة الهيكلية	
694766467.34	828599861.54	649160639.84	المبلغ	خصوم جارية
%22.27	%26.20	%21.16	النسبة الهيكلية	
1732335485.17	1694414797.13	1567898073.29	المبلغ	خصوم جارية
%55.54	%53.59	%51.13	النسبة الهيكلية	الاستغلال
249567909.60	234572493.95	201382969.02	المبلغ	خصوم جارية خارج
%8	%7.41	%6.56	النسبة الهيكلية	الاستغلال
112105166.86	98392213.68	61536926.90	المبلغ	خزينة الخصوم
%3.59	%3.11	%2	النسبة الهيكلية	
3118779727.57	3161800141.88	3066480045.07	المبلغ	مجموع الخصوم
%100	%100	%100	النسبة الهيكلية	

المصدر: من إعداد الطالبتان المتربصتان بالاعتماد على الملحق (04، 06، 08)

[مجموع الخصوم الجارية خارج الاستغلال - الخصوم الجارية الاستغلال] - مجموع الأصول = الأموال الخاصة

$$\begin{aligned} \text{الأموال الخاصة} &= 3066480045.07 - [1181657329.38 + 649160639.84] \\ &= 1235662075.85 \end{aligned}$$

الخصوم الجارية لسنة 2017 = من الميزانية المالية لسنة 2017 (مجموع الخصوم غير الجارية) = 1181657329.38

الخصوم الجارية لسنة 2017 = من الميزانية المالية لسنة 2017 (مجموع الخصوم الجارية) = 649160639.84

$$\begin{aligned}
& \text{مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا} + \text{مؤونات وحسابات ملحقة} + \text{الضرائب} = \text{للإستغلال الجارية الخصوم} \\
& \text{قروض وديون أخرى} \\
& = 140858.33 + 386099885.58 + 1163351769.86 + 18305559.52 \\
& = 1567898073.29 \\
& \text{الخصوم الجارية خارج الاستغلال (للسنة 2017)} \\
& = (\text{الضرائب على النتائج ، موردو التثبيتات}) \\
& = 201382969.02 \\
& = 61536926.90 = \text{من الميزانية المالية لسنة 2017 = خزينة الخصوم (للسنة 2017)}
\end{aligned}$$

ونكمل بنفس الطريقة ونستخدم نفس القوانين بالنسبة لسنة 2018 وسنة 2019 اعتمادا على ميزانية كل سنة.

من خلال الجدول السابق الذي يوضح هيكل وتطور جانب الخصوم من الميزانية المالية للشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2019) ألاحظ ما يلي:

1- الأموال الخاصة

بلغت الأموال الخاصة في سنة 2017 أكثر من 1 مليار و 235 مليون دج لتشكل حوالي 40.29% من إجمالي خصوم الشركة، وهو يدل على أن الشركة تعتمد في تمويلها بشكل كبير على أموالها الخاصة في حين قدرت بنسبة انخفاض سنة 2018 ب 4.62% لتبلغ حوالي 1 مليار و 134 مليون دج وهذا يعني أن الأموال الخاصة في سنة 2018 انخفضت حيث قدرت النسبة الهيكلية ب 35.87% والشئ الملاحظ أيضا في سنة 2019 أن قيمة الأموال الخاصة عرفت انخفاضا لتبلغ حوالي 1 مليار و 24 مليون دج، ويعود سبب الانخفاض في سنتي 2018 و 2019 في الأموال الخاصة خلال فترة الدراسة إلى انخفاض المرحل من جديد والنتيجة الصافية كذلك السياسة التمويلية من طرف الشركة في التوسيع في استخدام الديون طويلة الأجل والتقليل من نسبة الاعتماد على الأموال الخاصة.

2- الخصوم غير الجارية

ألاحظ أن الخصوم غير الجارية في ارتفاع متواصل خلال فترة الدراسة حيث بلغت أكثر من 1 مليار و 181 مليون دج سنة 2017، وارتفعت لتصل إلى أكثر من 1 مليار و 198 مليون دج في سنة 2018، وفي سنة 2019 وصلت إلى 1 مليار و 399 مليون دج، كما ألاحظ أن نسبة الخصوم غير الجارية أنها ترفع خلال فترة

الدراسة حيث قدرت بـ 38.53% خلال سنة 2017 في حين بلغت 44.86% سنة 2017، وهذا يدل على توسع الشركة في استخدام الأصول غير الجارية.

3- الخصوم الجارية

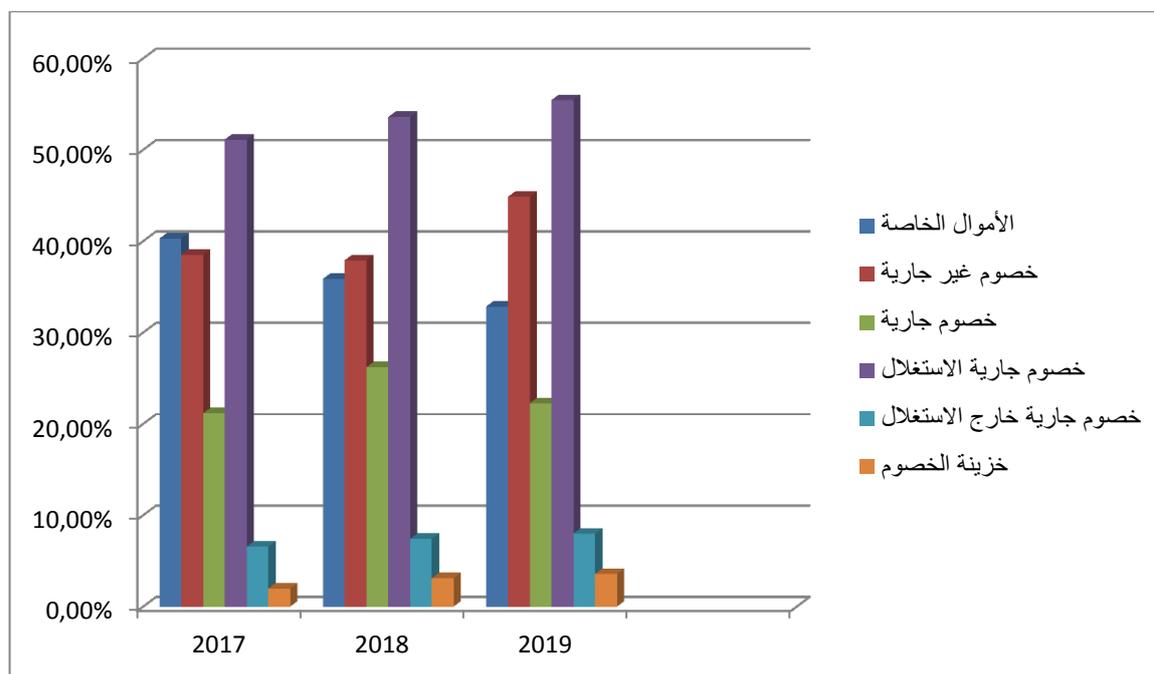
بالنسبة للخصوم الجارية فألاحظ أنها في ارتفاع متواصل خلال سنة 2017 و 2018 حيث بلغت أكثر من 649 مليون و 160 ألف دج خلال سنة 2017 و 828 مليون و 599 ألف دج في سنة 2018 كما ألاحظ أن نسبة الخصوم الجارية ترتفع خلال سنة 2017 و 2018 حيث قدرت خلال سنة 2017 بـ 21.16% من مجموع الخصوم الجارية، لترتفع خلال سنة 2019 إلى 26.20% من مجموع الخصوم الجارية ويعود السبب إلى الارتفاع في حساب الموردين بشكل أساسي والديون الأخرى.

أما في سنة 2019 فألاحظ أنه هناك انخفاض في الخصوم الجارية من سنة 2018 إلى سنة 2019 حيث بلغت سنة 2018 حوالي 694 مليون و 766 ألف دج فهي بذلك قد انخفضت 3.93% عن سنة 2018 ويعود سبب هذا الانخفاض إلى الانخفاض في حساب الموردين والديون الأخرى.

4- خزينة الخصوم

ألاحظ أن خزينة الخصوم في ارتفاع مستمر فترة الدراسة حيث بلغت في سنة 2017 بـ 61 مليون و 536 ألف دج وفي سنة 2018 ارتفعت حيث قدرت بـ 98 مليون و 392 ألف دج وفي سنة 2015 ارتفعت إلى 112 مليون و 105 ألف دج، كما ألاحظ أن النسبة الهيكلة لخبزينة الخصوم في ارتفاع مستمر من سنة إلى أخرى على طول فترة الدراسة حيث قدرت بـ 2% في سنة 2017 في حين بلغت 3.11% في سنة 2018 و 3.59% في سنة 2019 ويدل هذا على توسيع الشركة في استخدام الديون والاعتماد عليها.

الشكل رقم (09): التمثيل البياني لتطور جانب الخصوم للشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017 - 2019).



المصدر: من إعداد الطالبان المتربصتان بالاعتماد على الجدول رقم (02)

ثالثا: إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2017 و 2018 و 2019

الجدول رقم (03): إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2017

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
7348914987.83	الموارد الدائمة	7475783096.44	الاستخدامات الثابتة
1046440000	رأس مال تم إصدارها	18444966.51	• استثمارات مالية
-158696753.55	النتيجة الصافية	6798192298.39	• استثمارات عينية
347918829.40	المرحل من جديد	753526000	أراضي
1163351769.86	قروض وديون مالية	833332673.22	مباني
18305559.52	ديون أخرى غير جارية	5211333625.17	تثبيثات عينية أخرى
4931595582.60	مجموع الاهتلاكات والمؤنات	653964016.27	• تثبيثات جاري إنجازها
		5811815.27	• تثبيثات مالية
		5811815.27	قروض وأصول مالية غ جارية
386240743.92	موارد الاستغلال	289221152.57	الاستخدامات للاستغلال
386099885.59	الموردون والحسابات الملحقة	198233477.04	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
140858.33	ضرائب	90987675.53	الزبائن
201382969.02	موارد خارج الاستغلال	227209490.47	الاستخدامات خارج الاستغلال

201382969.02	ديون أخرى	8872284.10	مدينون آخرون
		218337236.39	ضرائب
61536926.90	موارد الخزينة	5231858.17	استخدامات الخزينة
61536926.90	الخزينة السالبة	5231858.17	الخزينة الموجبة
7998075627.67	مجموع الموارد	7998075627.67	مجموع الاستخدامات

المصدر: من إعداد الطالبان المتربستان.

الجدول رقم(04):إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2018

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
7319732847.81	الموارد الدائمة	7647989419.97	الاستخدامات الثابتة
1046440000	رأس مال تم إصدارها	18444966.51	• استثمارات مالية
-98084669.33	النتيجة الصافية	6808556682.03	• استثمارات عينية
186065306.45	المرحل من جديد	753526000	أراضي
1180657917.62	قروض وديون مالية	83333267322	مباني
18121725.60	ديون أخرى غير جارية	5221698008.79	تثبيتات عينية أخرى
4986532567.47	مجموع الاهتلاكاتوالمؤونات	815175956.16	• تثبيتات جاري إنجازها
		5811815.27	• تثبيتات مالية
		5811815.27	قروض وأصول مالية غ جارية
495635153.91	موارد الاستغلال	284111625.28	الاستخدامات للاستغلال
493341760.58	الموردون والحسابات الملحقه	200679064.51	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
	ضرائب	83432560.77	الزبائن
2293393.33			
234572493.95	موارد خارج الاستغلال	205676344.61	الاستخدامات خارج الاستغلال
234572493.95	ديون أخرى	6619358.04	مدينون آخرون
		202056986.57	ضرائب
98392213.68	موارد الخزينة	7555319.51	استخدامات الخزينة
98392213.68	الخزينة السالبة	7555319.51	الخزينة الموجبة
8148332709.37	مجموع الموارد	8148332709.37	مجموع الاستخدامات

المصدر: من إعداد الطالبان المتربستان.

الجدول رقم(05):إعداد الميزانية الوظيفية لسنة 2019

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
7450886023	الموارد الدائمة	7657863488	الاستخدامات الثابتة
1046440000	رأس مال تم إصدارها	18444966.51	• استثمارات مالية
-109582361.48	النتيجة الصافية	6816182894.81	• استثمارات عينية
87913527.42	المرحل من جديد	753526000	أراضي
1384247489.18	قروض وديون مالية	837909036.02	مباني
14994605.11	ديون أخرى غير جارية	5224747858.79	تثبيثات عينية أخرى
5026872763.31	مجموع الاهتلاكاتوالمؤونات	817423812.01	• تثبيثات جاري إنجازها
		5811815.27	• تثبيثات مالية
		5811815.27	قروض وأصول مالية غ جارية
333093390.8	موارد الاستغلال	283313530.2	الاستخدامات للاستغلال
333.73048.88	الموردون والحسابات الملحقه	198626133.67	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
20342.00	ضرائب	84687396.60	الزبائن
249567909.60	موارد خارج الاستغلال	196457935.1	الاستخدامات خارج الاستغلال
249567909.60	ديون أخرى	5666647.22	مدينون آخرون
		190791287.91	ضرائب
112105166.86	موارد الخزينة	8017536.88	استخدامات الخزينة
112105166.86	الخزينة السالبة	8017536.88	الخزينة الموجبة
8145652490	مجموع الموارد	8145652490	مجموع الاستخدامات

المصدر: من إعداد الطالبان المتربصتان.

المطلب الثاني: المتغيرات المستقلة

في هذا المطلب سوف نقوم بدراسة المتغيرات المستقلة والتي هي عبارة عن محددات الهيكل التمويلي والذي يعبر عنها بالسبب المالية (نسبة السيولة، نسبة الربحية، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية)

أولاً: حساب النسبة المالية للشركة الإفريقية للزجاج خلال فترة الدراسة (2017-2019)

حساب النسب المالية للشركة الإفريقية للزجاج لسنة 2017.

$$\text{نسبة السيولة 2017} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة (الجارية)}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة (الجارية)}} \times 100\%$$

$$= \frac{498453387.37}{649160639.84} \times 100\% = 0.76\%$$

$$\text{نسبة الربحية 2017} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}} \times 100\%$$

$$= \frac{-158679592.04}{266292042.23} \times 100\% = -0.59\%$$

$$\text{هيكل الأصول 2017} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{7475783096.44}{7998075627.67} \times 100\% = 0.93\%$$

$$\text{المردودية الاقتصادية 2017} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{-153939258.22}{3066480045.07} \times 100\% = -0.05\%$$

$$\text{المردودية المالية 2017} = \frac{\text{نتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100\%$$

$$= \frac{-158679592.04}{1235662075.85} \times 100\% = -0.11\%$$

حساب النسبة المالية للشركة الإفريقية للزجاج لسنة 2018

$$\text{نسبة السيولة 2018} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة (الجارية)}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة (الجارية)}} \times 100\%$$

$$= \frac{477134145.54}{828599861.54} \times 100\% = 0.57\%$$

$$\text{نسبة الربحية 2018} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}} \times 100\%$$

$$= \frac{-98084669.33}{231407743.68} \times 100\% = -0.42\%$$

$$\text{هيكل الأصول 2018} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{7647989419.97}{8148332709.37} \times 100\% = 0.93\%$$

$$\text{المردودية الاقتصادية 2018} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{-97809821.79}{3161800141.88} \times 100\% = -0.03\%$$

$$\text{المردودية المالية 2018} = \frac{\text{نتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100\%$$

$$= \frac{-98084669.33}{1134420637.12} \times 100\% = -0.08\%$$

حساب النسبة المالية للشركة الإفريقية للزجاج لسنة 2019

$$\text{نسبة السيولة 2019} = \frac{\text{مجموع الأصول المتداولة (الجارية)}}{\text{مجموع الخصوم المتداولة (الجارية)}} \times 100\%$$

$$= \frac{464579858.42}{694766447.34} \times 100\% = 0.66\%$$

$$\text{نسبة الربحية 2019} = \frac{\text{صافي الأرباح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}} \times 100\%$$

$$= \frac{-109582361.48}{195303357.58} \times 100\% = -0.56\%$$

$$\text{هيكل الأصول 2019} = \frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{7657863488}{8145652490} \times 100\% = 0.94\%$$

$$\text{المردودية الاقتصادية 2019} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100\%$$

$$= \frac{-109572361.48}{3118779727.57} \times 100\% = -0.03\%$$

$$\text{المردودية المالية 2019} = \frac{\text{نتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100\%$$

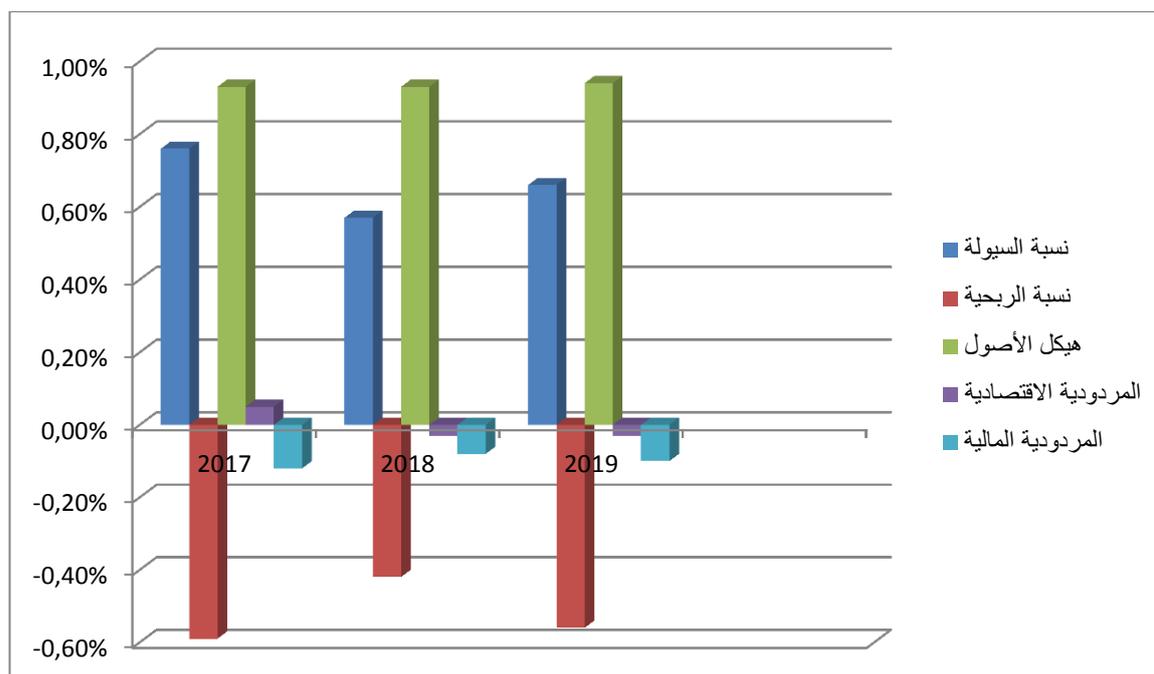
$$= \frac{-109582361.46}{1024771165.94} \times 100\% = -0.10\%$$

الجدول رقم (06): عرض النسب المالية لفترة الدراسة (2017-2019)

2019	2018	2017	
0.66%	0.57%	0.76%	نسبة السيولة
-0.56%	-0.42%	-0.59%	نسبة الربحية
0.94%	0.93%	0.93%	هيكل الأصول
-0.03%	-0.03%	0.05%	المردودية الاقتصادية
-0.10%	-0.08%	-0.12%	المردودية المالية

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الملاحق (09، 10، 11)

الشكل رقم (10): التمثيل البياني لعرض النسب المالية لفترة الدراسة (2017-2019)



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول (06)

من خلال النتائج المتوصل إليها في الجدول أعلاه ألاحظ ما يلي:

- ألاحظ أن نسبة السيولة أقل من الواحد في السنوات الثلاث 2017 و 2018 و 2019 حيث قدرت ب 0.76% و 0.57% و 0.66% على الترتيب حيث انخفضت تم ارتفعت 2019، مما يعني أن الشركة غير قادرة على تسديد الخصوم الجارية بالأصول الجارية دون اللجوء إلى المخزون السلعي.
- ألاحظ أن نسبة الربحية في السنوات الثلاث 2017 و 2018 و 2019 قدرت ب -0.59% و -0.42% و -0.56% على الترتيب.
- تعد الربحية السلبية إشارة مهمة لإدارة الشركة، وهي توضح النسبة المئوية لخسارة الإنتاج أو المبيعات لكل دينار مستمر في الإنتاج، ويبين أن تكلفة الإنتاج أعلى من الأرباح الناتجة عن تنفيذها، وأن السعر ليس مرتفعا بما يكفي لتغطية جميع التكاليف.
- ألاحظ أن هيكل الأصول نسبة ثابتة خلال فترة الدراسة (2017-2019) حيث قدرت ب 0.93%، 0.93%، 0.94% على الترتيب.

- بالنسبة المردودية الاقتصادية نقيس لنا فعالية الشركة في استخدام الأصول الموضوعية تحت تصرفها، وألاحظ أن هذه السنة خلال السنوات الثلاثة ضعيفة جدا وسالبة، حيث حققت خسارة حوالي 0.05% بنسبة 2017 و0.03% سنة 2018 و2019 عن استخدام كل واحد دينار من مجموع أصول الشركة، وهذا يدل على ضعف النشاط الاستثماري للشركة.
- نسبة المردودية المالية تعبر عن معدل العائد الذي يحققه الملاك وراء استثمار أموالهم في الشركة، وألاحظ أن المردودية المالية للشركة سابقة، حيث قدرت سنة 2017 بـ 0.12% وهو ما يعني أن العائد وراء الاستثمار واحد دينار حقق 0.12- دينار، ثم انخفض سنة 2018 وقدر بـ 0.08% كما عاود الارتفاع سنة 2019 إلى 0.10% ويعود الارتفاع معدل دوران الأصول والإشارة السالبة في الهامش الصافي للربح والارتفاع الحاصل في معدل الاستدانة الكاملة.

المطلب الثالث: المتغير التابع

في هذا المطلب سوف نقوم بدراسة المتغير التابع والذي يعبر عن قيمة المؤسسة الاقتصادية، وقد قمنا باختيار طريقة الأصل المحاسبي الصافي لتحديد هذه القيمة وهي الفرق بين مجموع الأصول والديون

$$\text{مجموع الديون} - \text{مجموع الأصول} = \text{قيمة المؤسسة}$$

حساب قيمة المؤسسة للشركة الإفريقية للزجاج خلال فترات الدراسة (2017-2019)

لدينا:

$$\text{الخصوم المتداولة (الجارية)} + \text{الديون البنكية} = \text{مجموع الديون}$$

عند إطلاعنا على الميزانيات المالية لم نجد " الديون البنكية" وسوف نعوضها ب قروض وديون مالية " لأنها الأقرب للحصول على مجموع الديون"

$$\begin{aligned} \text{قيمة المؤسسة 2017} &= 3066480045.07 - (1163351769.86 + 649166039.84) \\ &= 1253962236 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{قيمة المؤسسة 2018} &= 3161800141.88 - (1180657917.62 + 828599861.54) \\ &= 1152542362 \end{aligned}$$

$$2019 \text{ قيمة المؤسسة} = 3118779727.57 - (1384247489.18 + 6947664667.34) \\ = 1039765771$$

الجدول رقم (07): قيمة الشركة الإفريقية للزجاج للفترة (2017-2019)

السنوات	قيمة المؤسسة
2017	125396236
2018	1152542362
2019	1039765771

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعلومات السابقة

المبحث الثالث: قياس أثر محددات الهيكل التمويل على قيمة الشركة

سنقوم في هذا المبحث بتجميع المعطيات، وتقدير النموذج تم تفسير النتائج كالآتي:

المطلب الأول: تجميع المعطيات

الجدول (08): عرض النسب المالية وقيمة المؤسسة لفترة الدراسة (2017-2019)

النسبة	قيمة المؤسسة	المردودية المالية	المردودية الاقتصادية	الربحية	السيولة	هيكل الأصول
2017	1253962236	-0.12%	-0.05%	-0.59%	%0.76	%0.93
2018	1152542362	-0.07%	-0.03%	-0.42%	%0.57	%0.93
2019	1039765771	-0.10%	-0.03%	-0.56%	%0.66	%0.94

المصدر: في إعداد الطالبات بالاعتماد على المعلومات السابقة.

قمنا بتحويل البيانات السابقة من بيانات سوية إلى بيانات ثلاثة باستعمال برنامج EViews10

فحصلنا على البيانات التالية:

الجدول رقم (09): تحويل البيانات السنوية إلى بيانات ثلاثية باستعمال برنامج EViews10

التاريخ	قيمة المؤسسة	المردودية مالية	المردودية اقتصادية	الربحية	السيولة	الأصول
2017-01-01	322603227	-0,03415834	-0,01455872	-0,16621738	0,20968847	0,23280781
2017-04-01	316552252	-0,03182348	-0,01330859	-0,1558518	0,19860799	0,23260808
2017-07-01	310474648	-0,02876335	-0,01185005	-0,14197174	0,1841353	0,23238902
2017-10-01	304332109	-0,02525483	-0,01028264	-0,12595908	0,16756824	0,23219509
2018-01-01	298067185	-0,02187439	-0,00878276	-0,1107632	0,15159608	0,23209883
2018-04-01	291603278	-0,01958394	-0,00761139	-0,1014387	0,14068792	0,23220409
2018-07-01	284903120	-0,01884649	-0,00690819	-0,10032504	0,13700471	0,23255569
2018-10-01	277968778	-0,01969518	-0,00669766	-0,10747306	0,14071129	0,23314138
2019-01-01	270841649	-0,02173814	-0,00689017	-0,12065429	0,15000026	0,23389132
2019-04-01	263602461	-0,02410016	-0,00727804	-0,13495461	0,1608309	0,23467502
2019-07-01	256311759	-0,02624845	-0,00771616	-0,1474933	0,17073068	0,23540429
2019-10-01	249009902	-0,02791325	-0,00811563	-0,1568978	0,17843815	0,23602936

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EViews10

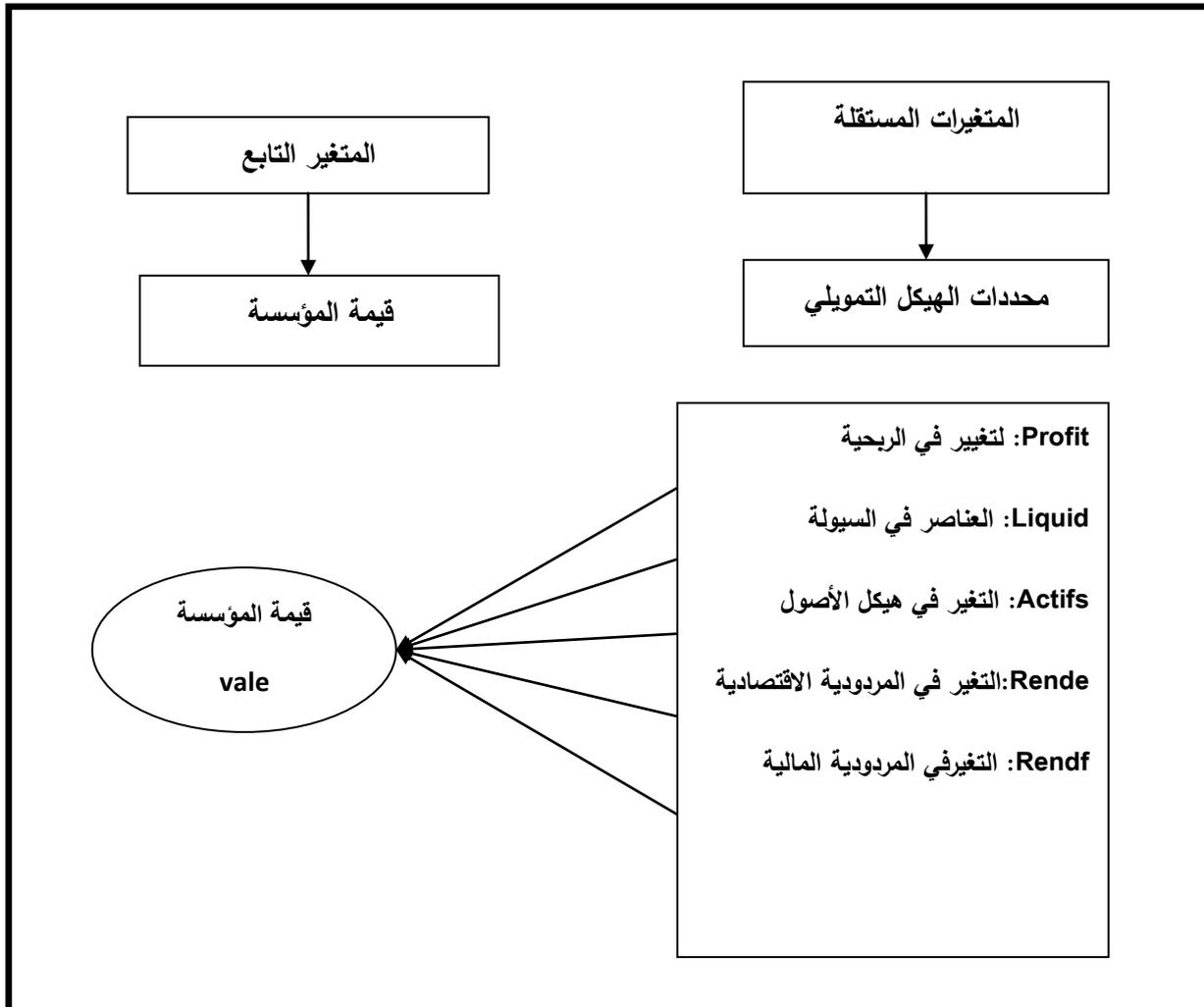
المطلب الثاني: تقدير النموذج

سنقوم بتقدير النموذج باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1- نموذج الإنحدار الخطي المتعدد

نقوم باقتراح نموذج انحدار خطي متعدد للتعبير عن أثر المتغيرات (الربحية، السيولة، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية) كمتغيرات مستقلة من جهة، وأداء قيمة المؤسسة كمغير تابع من جهة آخر، حيث يحتوي النموذج على المتغيرات التالية:

الشكل رقم (11): العلاقة بين متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبتان.

ويكتب النموذج كما يلي:

$$vale = C + \beta_1 rendf + \beta_2 rende + \beta_3 profit + \beta_4 liquid + \beta_5 actifs + \varepsilon$$

حيث يعبر ε_i عن ما يسمى الخطأ ويضم جميع المتغيرات والعوامل التي لم تدرج في النموذج.

1-1- تقدير معاملات النموذج

في هذه المرحلة نقوم بتقدير معاملات النموذج المبين سابقا وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية

(MCO)

الجدول رقم(10):تقدير معاملات النموذج

Dependent Variable: VALE
Method: Least Squares
Date: 09/23/20 Time: 00:16
Sample: 2017Q1 2019Q4
Included observations: 12

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RENDF	6.96E+11	2.66E+11	2.614097	0.0399
RENDE	-6.21E+09	7.38E+09	-0.840285	0.4330
PROFIT	-1.56E+10	4.12E+09	-3.785388	0.0091
LIQUID	1.32E+11	5.31E+10	2.492245	0.0470
ACTIFS	-2.98E+10	3.50E+09	-8.501808	0.0001
C	5.79E+08	1.81E+09	0.319886	0.7599
R-squared	0.999998	Meandependent var		2.87E+08
Adjusted R-squared	0.999997	S.D. dependent var		24149426
S.E. of regression	41481.54	Akaike info criterion		24.41074
Sumsquaredresid	1.03E+10	Schwarz criterion		24.65319
Log likelihood	-140.4644	Hannan-Quinn criter.		24.32097
F-statistic	745634.2	Durbin-Watson stat		2.065885
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبان بإعتماد على مخرجات نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بواسطة على برنامج EViews10

ومنه نكتب النموذج كما يلي:

$$vale = 5.79 \times 10^8 + 6.96 \times 10^{11}rendf - 6.21 \times 10^9 rende - 1.56 \times 10^{10}rofit + 1.32 \times 10^{11}liquid - 2.98 \times 10^{10}actifs + \varepsilon$$

يمكن ملاحظة أن جميع معاملات متغير التغير في المردودية المالية، والتغير في المردودية الاقتصادية، والتغير

في الربحية، والتغير في السيولة، والتغير في هيكل الأصول ذات دلالة إحصائية وهذا يدل على وجود أثر لكل

منهم على قيمة الشركة.

المطلب الثالث: تفسير النتائج

1- تحليل المعنوية prob

لدينا: $\text{probrendf}=0.0399$ (معنوية المردودية المالية = 0.0399) \leftarrow وبالتالي يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمردودية المالية على قيمة الشركة.

لدينا: $\text{prob rende}= 0.4330$ (معنوية المردودية الاقتصادية = 0.4330) \leftarrow وبالتالي لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمردودية الاقتصادية على قيمة الشركة.

لدينا: $\text{prob profit}=0.0091$ (معنوية الربحية = 0.0091) \leftarrow وبالتالي يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للربحية على قيمة الشركة.

لدينا: $\text{probliquid}=0.047$ (معنوية السيولة = 0.047) \leftarrow وبالتالي يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة على قيمة المؤسسة.

لدينا: $\text{prob actifs}=0.0001$ (معنوية هيكل الأصول = 0.001) \leftarrow وبالتالي يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على قيمة الشركة.

لدينا: $\text{pobc}=0.7599$ (معنوية الثابت $c=0.07559$) \leftarrow وبالتالي لا يوجد أثر ذو معنوية، إحصائية للثابت c على قيمة الشركة.

2- تحليل المعامل β

لدينا: $\beta_1 = 6.96 \times 10^{11} > 0$ وهو أكبر من الصفر (موجب) \leftarrow وجود علاقة طردية (تأثير طردي) بين المردودية المالية وقيمة الشركة أي كلما زاد المتغير المستقل (المردودية المالية) زاد المتغير التابع (قيمة الشركة).

لدينا: $\beta_3 = -1.56 \times 10^{10} < 0$ وهو أقل من الصفر (سالب) \leftarrow وجود علاقة عكسية (أثر عكسي) بين الربحية وقيمة الشركة أي كلما زاد المتغير المستقل (الربحية) انخفضت المتغير التابع (قيمة الشركة) والعكس صحيح.

لدينا: $\beta_4 = 1.32 \times 10^{11} > 0$ وهو أكبر من الصفر (موجب) ← وجود علاقة طردية (أثر طردي) بين السيولة وقيمة الشركة أي كلما زاد المتغير المستقل (السيولة) زاد المتغير التابع (قيمة الشركة).

لدينا: $\beta_5 = -2.98 \times 10 < 0$ وهو أقل من الصفر (سالب) ← ومنه وجود العلاقة العكسية (أثر عكسي) بين هيكل الأصول وقيم الشركة أي كلما زاد المتغير المستقل (هيكل الأصول) انخفضت المتغير التابع (قيمة الشركة) والعكس صحيح.

3- تحليل معامل التحديد R.Squared

لدينا القدرة التفسيرية للنموذج $R^2 = 0.99$ وهي نسبة جيدة أي أن 99% من تغيرات *vale* تعود إلى تغيير المتغيرات الخمس و 10% تعود إلى تغيير الثابت و *rende*

نلاحظ أن جميع معاملات النموذج ذات دلالة احصائية ما عدا الثابت ومعامل *rende* (المردودية الاقتصادية) ($0.05 < prob$) ومنه نستبعد أثر المردودية الاقتصادية على قيمة المؤسسة.

خلاصة

من خلال الدراسة التطبيقية التي قمنا بها على الشركة الإفريقية للزجاج خلال الفترة (2017-2019) وبالاعتماد على وثائقها المحاسبية المتمثلة في الميزانيات المالية، وذلك لمعرفة أثر محددات الهيكل التمويلي على قيمة الشركة الإفريقية الزجاج خلال فترة الدراسة، وكانت النتائج المتوصل إليها أن كل من المردودية المالية والسيولة لديها أثر إيجابي على قيمة الشركة وذلك يعود إلى تعدد استثمارات الشركة وتنوعها وتوسعها، أما بالنسبة للربحية وهيكل الأصول فليديها أثر سلبي على هذه الأخيرة، في حين أن المردودية الاقتصادية لا تؤثر وذلك يعود إلى أن الشركة لديها أصول كثيرة لا تقوم باستغلالها في استثماراتها.

خاتمة

يعتبر الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها والمتاحة أمامها لتمويل حاجاتها الاستثمارية، وهو مزيج من مصادر التمويل طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل التي يتم المفاضلة بينها عن طريق تكلفة التمويل للوصول إلى هيكل تمويلي أمثل (مناسب) والذي من خلاله تتمكن المؤسسة من تعظيم قيمتها.

تسعى كل مؤسسة لتعظيم قيمتها من خلال مجموعة من المحددات التي تؤثر على الهيكل التمويلي للمؤسسة وبورها تؤثر في قيمتها وتختلف طرق تقييم المؤسسة باختلاف الهدف من حسابها وتوجد عدة طرق لحساب القيمة (طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية، طرق التقييم التي تركز على مدخل التدفقات، طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة goodwill) تعرضت النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية (نظريات تقليدية نظريات حديثة) للعديد من الآراء بين الباحثين بين مؤيدين ومعارضين، فكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى ومن أهم هذه النظريات نذكر مدخل موديكلايني وميلر، نظرية تكاليف الإفلاس.

من خلال دراستنا لهذا الموضوع استخلصنا العديد من النتائج وأهمها:

- الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هو مزيج من مجموعة مصادر التمويل قصيرة الأجل والتي تتمثل في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل فتتمثل في أموال الملكية (الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة) الأموال المقترضة (السندات، القروض طويلة الأجل، الاستئجار)
- تعتبر تكلفة التمويل المعيار الأساسي للمفاضلة بين مصادر التمويل.
- هناك محددات كمية ومحددات كيفية للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، الأولى تتمثل في الربحية، السيولة والمردودية أما الثانية تتمثل في الملائمة والمردودية بالإضافة إلى محددات أخرى (التوقيت، المركز الضريبي، حجم البنوك وسوق رأس المال، طبيعة المؤسسة القانونية، مخاطر الإفلاس، التحكم والسيطرة)

- توجد ثلاث طرق تعتمد في عملية تقييم المؤسسة الاقتصادية تتمثل في طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية، طرق التقييم التي تركز على مدخل التدفقات وطرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة goodwill.
- هناك العديد من النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية منها التقليدية (مدخل دافيد دوران، المدخل التقليدي ومدخل مود كلياني ميلر) ومنها الحديثة (نظرية تكاليف الإفلاس، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة ونظرية الإلتقاط التدريجي) والتي تختلف في تفسيرها لكل نظرية نتائج تختلف عن نتائج النظريات الأخرى.
- إلى جانب العوامل الكمية هناك عوامل كيفية محددة للهيكل التمويلي في الشركة الإفريقية للزجاج وهو ما ينفي صحة الفرضية الرئيسية.
- هناك أثر موجب للمردودية المالية على قيمة المؤسسة وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.
- لا يوجد أثر للمردودية الاقتصادية على قيمة المؤسسة وهو ما ينفي صحة الفرضية الفرعية الثانية.
- هناك أثر سالب لهيكل الأصول على قيمة المؤسسة وهو ما ينفي صحة الفرضية الفرعية الثالثة.
- هناك أثر سالب للربحية على قيمة المؤسسة وهو ما ينفي صحة الفرضية الفرعية الرابعة.
- هناك أثر موجب للسيولة على قيمة المؤسسة وهو ما يؤكد صحة الفرضية الفرعية الخامسة.

التوصيات

- من خلال دراستنا التطبيقية للشركة الإفريقية للزجاج والتواصل إلى مختلف النتائج نقترح عليها ما يلي:
- على الشركة دراسة الهيكل التمويلي المناسب من خلال الاستقادة من أثر الرفع المالي الموجب، والوفورات الضريبية المرتبطة بالإستدانة.

- التوجه نحو مصادر تمويلية أخرى كالبورصة والاستفادة من القروض البنكية والصيغ الإستثمارية المختلفة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل الصيغ التي يوفرها البنك الوطني الجزائري.
- توسيع مجال الإستثمار عموديا وأفقيا خاصة في ظل تعذر الإستيراد وتوجه الدولة نحو ترقية المنتج المحلي.
- ضرورة التوجه نحو التصدير للإستفادة من الإعفاءات الجمركية والضريبية، ونوصي من أجل ذلك بالسعي للحصول على شهادات ISO للجودة، حيث تعتبر من أهم مفاتيح الدخول إلى السوق العالمية.
- صادفنا خلال بحثنا نقص كبير في المعطيات والبيانات، أو توفرها على شكل "خام"، لهذا نوصي بالعمل على توفير إحصائيات سنوية لجميع المؤشرات المالية وغير المالية للمؤسسة قصد الإستفادة منها في المساعدة على اتخاذ القرار، وتوفير المادة الخام للباحثين والأكاديميين.

آفاق البحث

- لا ندعي أننا أحطنا بجميع جوانب الموضوع بل أن هناك جوانب أخرى تستدعي البحث والتفصيل، لهذا نوجه كل من أراء البحث في هذا الموضوع إلى المواضيع التالية:
- أثر المحددات الكمية للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة الاقتصادية.
 - دور المحددات الكيفية للهيكل التمويلي في تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية.
 - محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المؤسسة في ظل نظام المشاركة.

قائمة المصادر

والمراجع

قائمة المصادر والمراجع:

المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، بدون طبعة، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 2) أشواق بن قدور، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير مادري، الطبعة الأولى، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 3) أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2007.
- 4) أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2007.
- 5) جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 6) خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 7) دريد كامل آل شيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 8) دريد كامل آل شيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 9) دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
- 10) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 11) سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات: الإستثمار، التمويل، التحليل، مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
- 12) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2008.
- 13) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 14) عبد الحليم كراجة، علي ربابعة، ياسر الكرمان، موسى مطر، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

- 15) عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية، حالات علمية، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 16) عبد العزيز النحر، أساسيات الإدارة المالية: دراسة الجدوى مصادر التمويل، التخطيط المالي، التحليل المالي، الأسهم والسندات المالية، تحليل الربحية الإسلامية، الناشر مكتبة العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 17) عدنان التايه، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطباعة، عمان، الأردن، 2007.
- 18) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالي: النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة الأولى، الأردن، 2007.
- 19) عدنان نادية النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 20) على عباس، الإارة المالية-في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، الأردن، 2002.
- 21) علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 22) محمد سعيد عبد الهادي، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية، دار حامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2008 .
- 23) محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 24) محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، الإدارة المالية و التمويل ، الدار الجامعية للطباعة و النشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 25) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 26) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سمية نكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجاعية طبع -نشر-توزيع، الإسكندرية، مصر، 2001.
- 27) مقلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع لعربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 28) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 29) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.

- (30) نهال فريد مصطفى، مبادئ وأسس الإدارة المالية، دار الجامعية الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2003.
- ثانيا: المقالات والمجلات
- (1) رابحي رانية كوثر، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادية (CHEEC) المجلد 6، العدد 10، 2018.
- (2) سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف-1، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14/العدد(19) 2018.
- (3) سليم مجلخ، وليد بشيشي، محدد الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الإنحدار الذاتي VER، جامعة 8 ماي 1945، قالمة، الجزائر، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019.
- (4) صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الإنتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة بغداد، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، 2015.
- (5) عبلة قوادريا، أثر استخدام القيمة العادلة على جودة المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية، دراسة استقصائية، جامعة سطيف، مجلة دراسات وأبحاث ISSN: 1113-9751 "المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 29 ديسمبر 2017، السنة التاسعة.
- (6) علاء بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات -العدد الاقتصادي-، المجلد 5، العدد 1 جانفي 2014، جامعة عمار نليجي، الأغواط، الجزائر.
- (7) محمود على الجبائلي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة، حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، عدد 01، 2012.

ثالثا: الرسائل الجامعية

- (1) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر -بسكرة-، 2012.
- (2) بكاري بلخير، أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010..
- (3) بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل المحاسبي المالي- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأجهزة القياس والمراقبة AMC (العلمة)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جمعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2011.
- (4) بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة-دراسة حالة-مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016.
- (5) بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة " شركة الخرف الصحي بالميلية- جيجل"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، 2009، 2008.
- (6) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، بدون طبعة، عمان، الأردن، 2001 .
- (7) خالد الراوي و آخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- (8) رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيف وحقوق الطباعة ببرج بوعريج، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية فرع إقتصاد وتسيير المؤسسة.
- (9) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- (10) سالم عبد الله، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، القاهرة، 1996.
- (11) شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة-حالة عينة من المؤسسات الجزائرية- ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2014.

- 12) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012.
- 13) عبد الكريم خيري، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية تخصص علوم تجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.
- 14) عبد المجيد تيموي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر، سكيكدة، الجزائر، 2014.
- 15) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة حالة عينية من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأرقام المالية، مذكرة الماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009
- 16) غدير محمود المهدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيم الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم - دراسة حالة بنك فلسطين، بحث استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014.
- 17) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
- 18) محمود رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعربريج، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008.
- 19) نشأت حكمت علوي، أثر الرفع المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2019.
- 20) هواري سويسي، تقييم المؤسسة في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008.
- رابعاً: الجريدة الرسمية للجمهور الجزائرية، العدد 19، المادة 112-6، 25 مارس 2009.

المراجع باللغة الفرنسية:

- 1) Emmanuel tchemeni, «l'évaluation des entreprises » 3^{ème} édition, economica ,2003.
- 2) Jeam-claude tournier, Jean Baptiste tournier, «Evaluation d'entreprise ; que vaut une entreprise ? », 2007.
- 3) Patrice vizzavona , "Exercices corrigés de gestion financière et dévaluation des entrprises", Berti, éditions, 2004.

الملاحق

الملحق رقم (01): بيان أصول الميزانية

28 ربيع الأول عام 1430 هـ
25 مارس سنة 2009 م

الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19

28

ميزانية

السنة المالية المغلقة في

N - 1 صافي	N صافي	N اهتلاك رهيب	N إجمالي	ملاحظة	الأصل
					أصول غير جارية فارق بين الاقتناء - المنتوج الإيجابي أو السلبي تشبيكات معنوية تشبيكات عينية أراض مبان تشبيكات عينية أخرى تشبيكات ممنوح امتيازها تشبيكات يجري إنجازها تشبيكات مالية سندات موضوعة موضع معادلة مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها سندات أخرى مثبتة قروض و أصول مالية أخرى غير جارية ضرائب مؤجلة على الأصل
					مجموع الأصول غير الجاري
					أصول جارية مخزونات و منتجات قيد التنفيذ حسابات دائنة و استخدامات معادلة الزيائن المديون الآخرون الضرائب و ما شابهها حسابات دائنة أخرى و استخدامات معادلة الوجودات و ما شابهها الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة
					مجموع الأصول الجارية
					المجموع العام للأصول

ميزانية

السنة المالية المغلقة في

N-I	N	ملاحظة	الخصوم
			رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان به علاوات و احتياطات - احتياطات مدمجة (1) فوارق إعادة التقييم فارق المعادلة (1) نتيجة صافية / (نتيجة صافية حصة المجمع (1)) رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد حصة الشركة المدمجة (1) حصة ذوي الأقلية (1) المجموع 1
			الخصوم غير الجارية قروض و ديون مالية ضرائب (مؤجلة و مرصود لها) ديون أخرى غير جارية مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا مجموع الخصوم غير الجارية (2)
			الخصوم الجارية موردون و حسابات ملحقة ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية مجموع الخصوم الجارية (3) مجموع عام للخصوم

2017
إجمالي الأصول = 03 89 331
إجمالي الخصم

ACTIF DU BILAN EX2017

U=DA

ACTIF	N Brut	Amort-Prov	N Net	N-1 Net	EVOL %
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)	0,00	0,00	0,00	0,00	
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00	
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations incorporelles	18 444 966,51	3 316 889,61	15 128 076,90	15 336 932,36	-1,36%
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations corporelles	6 798 192 298,39	4 905 069 549,13	1 893 122 749,26	1 963 268 601,97	-3,57%
Terrains	753 526 000,00	0,00	753 526 000,00	753 526 000,00	0,00%
Bâtiments	833 332 673,22	419 063 854,36	414 268 818,86	430 469 987,48	-3,76%
Autres Immobilisations corporelles	5 211 333 625,17	4 486 005 694,77	725 327 930,40	779 272 614,49	-6,92%
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00	
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations en cours	653 964 016,27	0,00	653 964 016,27	635 247 885,13	2,95%
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Immobilisations financières	5 811 815,27	0,00	5 811 815,27	5 811 815,27	0,00%
Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00	
Autres participations et créances rattachées	0,00	0,00	0,00	0,00	
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants	5 811 815,27	0,00	5 811 815,27	5 811 815,27	0,00%
Impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00	
TOTAL ACTIF NON COURANT	7 476 413 096,44	4 908 386 438,74	2 568 026 657,70	2 619 665 234,73	-1,97%
	0,00	0,00	0,00	0,00	
ACTIF COURANT	0,00	0,00	0,00	0,00	
Stocks et en cours	1 98 233 477,04	15 393 163,30	182 840 313,74	193 168 566,20	-5,35%
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Créances et emplois assimilés	318 193 973,52	7 815 980,56	310 377 992,96	320 767 966,25	-3,24%
Clients	90 987 675,53	7 815 980,56	83 171 694,97	93 483 503,68	-11,03%
Autres débiteurs	8 872 284,10	0,00	8 872 284,10	5 784 961,74	53,37%
Impôts	218 334 013,89	0,00	218 334 013,89	221 499 500,83	-1,43%
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00	
	0,00	0,00	0,00	0,00	
Disponibilités et assimilés	5 231 858,17	0,00	5 231 858,17	79 910 044,93	-93,45%
Placements et autres actifs financiers courants	0,00	0,00	0,00	0,00	
Trésorerie	5 231 858,17	0,00	5 231 858,17	79 910 044,93	-93,45%
TOTAL ACTIF COURANT	521 659 308,73	23 209 143,86	498 450 164,87	593 846 577,38	-16,06%
TOTAL GENERAL ACTIF	7 998 072 405,17	4 931 595 582,60	3 066 476 822,57	3 213 511 812,11	-4,58%

الملاحق رقم 04 - جانب الخسائر المحيطة لسنة 2017

PASSIF DU BILAN EX.2017

U=DA

PASSIF	N Net	N-1 Net	EVOL %
CAPITAUX PROPRES	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
Capital émis (ou comptes de l'exploitant)	1 046 440 000,00	1 046 440 000,00	0,00%
Capital non appelé	0,00	0,00	
Primes et réserves - (Réserves consolidées (1))	0,00	0,00	
Ecart de réévaluation	0,00	0,00	
Ecart d'équivalence (1)	0,00	0,00	
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	-158 679 592,04	-221 654 648,25	-28,41%
Autres capitaux propres - Report à nouveau	347 918 829,40	572 158 518,92	-39,19%
Comptes de liaisons des établi. et sociétés en particip.	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
Part de la société consolidante (1)	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
Part des minoritaires (1)	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
TOTAL I	1 235 679 237,36	1 396 943 870,67	-11,54%
	0,00	0,00	
PASSIFS NON COURANTS	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
Emprunts et dettes financières	1 163 351 769,86	1 204 457 273,33	-3,41%
Impôts (différés et provisionnés)	0,00	0,00	
Autres dettes non courantes	0,00	0,00	
Provisions et produits constatés d'avance	18 305 559,52	30 505 170,32	-39,99%
	0,00	0,00	
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	1 181 657 329,38	1 234 962 443,65	-4,32%
	0,00	0,00	
PASSIFS COURANTS	0,00	0,00	
	0,00	0,00	
* Fournisseurs et comptes rattachés	386 079 501,58	370 297 494,95	4,26%
Impôts	140 858,33	319 636,21	-55,93%
Autres dettes	201 382 969,02	207 738 366,63	-3,06%
Trésorerie Passif	61 536 926,90	3 250 000,00	1793,44%
	0,00	0,00	
TOTAL PASSIFS COURANTS III	649 140 255,83	581 605 497,79	11,61%
	0,00	0,00	
TOTAL GENERAL PASSIF	3 066 476 822,57	3 213 511 812,11	-4,58%

المحلل رقم 09: جدول حسابات الناتج لسنة 2017

T C R AU 31/12/2017

U=DA

LIBELLES	N Net	N-1 Net	ECART	EVOL
Chiffre d'Affaires	266 292 042,23	282 690 075,01	-16 398 032,78	5,80%
Variation stocks produits finis et en-cours	950 458,62	-30 789 546,76	31 740 005,38	103,09%
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	
Subventions d'exploitation	0,00	0,00	0,00	
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	267 242 500,85	251 900 528,25	15 341 972,60	-6,09%
Achats consommés	-175 055 847,51	-162 165 252,81	-12 890 594,70	-7,95%
Services extérieurs et autres consommations	-46 014 624,14	-42 054 505,82	-3 960 118,32	-9,42%
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-221 070 471,65	-204 219 758,63	-16 850 713,02	-8,25%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	46 172 029,20	47 680 769,62	-1 508 740,42	3,16%
Charges du personnel	-121 857 330,22	-164 422 442,96	42 565 112,74	25,89%
Impôts, taxes et versements assimilés	-3 121 461,44	-3 438 859,52	317 398,08	9,23%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	-78 806 762,46	-120 180 532,86	41 373 770,40	34,43%
Autres produits opérationnels	1 454 969,47	2 729 543,33	-1 274 573,86	46,70%
Autres charges opérationnelles	-4 165 531,08	-2 511 680,86	-1 653 850,22	-65,85%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-77 898 986,83	-102 531 048,97	24 632 062,14	24,02%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	5 477 052,68	8 621 398,48	-3 144 345,80	36,47%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	-153 939 258,22	-213 872 320,88	59 933 062,66	28,02%
Produits financiers	0,00	3 341 474,89	-3 341 474,89	100,00%
Charges financières	-4 740 333,82	-11 123 802,26	6 383 468,44	57,39%
VI-RESULTAT FINANCIER	-4 740 333,82	-7 782 327,37	3 041 993,55	39,09%
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V-VI)	-158 679 592,04	-221 654 648,25	62 975 056,21	28,41%
Impôts exigibles sur résultat ordinaires	0,00	0,00	0,00	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	274 174 523,00	266 592 944,95	7 581 578,05	-2,84%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-432 854 115,04	-488 247 593,20	55 393 478,16	11,35%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-158 679 592,04	-221 654 648,25	62 975 056,21	28,41%
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	0,00	
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-158 679 592,04	-221 654 648,25	62 975 056,21	28,41%

المحلل رقم 05 = جانب الأصول المالية لسنة 2018

ACTIF DU BILAN EXERCICE 2018

A C T I F	Note	N Brut	Amort-Prov	N Net
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)		0,00	0,00	0,00
Ecart d'acquisition (ou goodwill)		0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		18 444 966,51	3 498 379,39	14 946 587,12
Immobilisations corporelles		6 808 556 682,01	4 959 825 044,22	1 848 731 637,79
Terrains		753 526 000,00	0,00	753 526 000,00
Bâtiments		833 332 673,22	428 888 618,46	404 444 054,76
Autres Immobilisations corporelles		5 221 698 008,79	4 530 936 425,76	690 761 583,03
Immobilisations en concession		0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours		815 175 956,16	0,00	815 175 956,16
Immobilisations financières		5 811 815,27	0,00	5 811 815,27
Titres mis en équivalence - entreprises associées		0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		0,00	0,00	0,00
Autres titres immobilisés		0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 811 815,27	0,00	5 811 815,27
Impôts différés actif		0,00	0,00	0,00
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 647 989 419,95	4 963 323 423,61	2 684 665 996,34
ACTIF COURANT		0,00	0,00	0,00
Stocks et en cours		200 679 064,51	15 393 163,30	185 285 901,21
Créances et emplois assimilés		292 108 905,38	7 815 980,56	284 292 924,82
Clients		83 432 560,77	7 815 980,56	75 616 580,21
Autres débiteurs		6 619 358,04	0,00	6 619 358,04
Impôts		202 056 986,57	0,00	202 056 986,57
Autres actifs courants		0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés		7 555 319,51	0,00	7 555 319,51
Placements et autres actifs financiers courants		0,00	0,00	0,00
Trésorerie		7 555 319,51	0,00	7 555 319,51
TOTAL ACTIF COURANT		500 343 289,40	23 209 143,86	477 134 145,54
TOTAL GENERAL ACTIF		8 148 332 709,35	4 986 532 567,47	3 161 800 141,88

N-1 Net
0,00
0,00
15 128 076,90
1 893 122 749,26
753 526 000,00
414 268 818,86
725 327 930,40
0,00
653 964 016,27
5 811 815,27
0,00
0,00
0,00
5 811 815,27
0,00
2 568 026 657,70
0,00
182 840 313,74
310 377 992,96
83 171 694,97
8 872 284,10
218 334 013,89
0,00
5 231 858,17
0,00
5 231 858,17
498 450 164,87
3 066 476 822,57

GRUPE ENAVA

SOCIETE AFRICAINE DU VERRE

AFRICAVER

المحضر رقم 06 لسنة 2018
الحساب الميزانية المجموع

PASSIF DU BILAN EXERCICE 2018

PASSIF	Note	N Net	N-1 Net
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes de l'exploitant)		1 046 440 000,00	1 046 440 000,00
Capital non appelé		0,00	0,00
Primes et réserves - (Réserves consolidées (1))		0,00	0,00
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)		0,00	0,00
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-98 084 669,33	-158 679 592,04
Autres capitaux propres - Report à nouveau		186 065 306,45	347 918 829,40
Comptes de liaisons des établissements et sociétés en participation		0,00	0,00
Part de la société consolidante (1)		0,00	0,00
Part des minoritaires (1)		0,00	0,00
TOTAL I		1 134 420 637,12	1 235 679 237,36
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		1 180 657 917,62	1 163 351 769,86
Impôts (différés et provisionnés)		0,00	0,00
Autres dettes non courantes		0,00	0,00
Provisions et produits constatés d'avance		18 121 725,60	18 305 559,52
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		1 198 779 643,22	1 181 657 329,38
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		493 341 760,58	386 079 501,58
Impôts		2 293 393,33	140 858,33

Autres dettes	234 572 493,95	201 382 969,02
Trésorerie Passif	98 392 213,68	61 536 926,90
TOTAL PASSIFS COURANTS III	828 599 861,54	649 140 255,83
TOTAL GENERAL PASSIF	3 161 800 141,88	3 066 476 822,57

T C R EXERCICE 2018

LIBELLES	Note	N Net	N-1 Net
Chiffre d'affaire		231 407 743,68	266 292 042,23
Variation stocks produits finis et en-cours		5 929 732,79	950 458,62
Production immobilisée		0,00	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		237 337 476,47	267 242 500,85
Achats consommés		-123 143 718,69	-175 055 847,51
Services extérieurs et autres consommations		-33 715 107,52	-46 014 624,14
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-156 858 826,21	-221 070 471,65
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		80 478 650,26	46 172 029,20
Charges de personnel		-115 877 535,20	-121 857 330,22
Impôts, taxes et versements assimilés		-2 872 999,49	-3 121 461,44
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		-38 271 884,43	-78 806 762,46
Autres produits opérationnels		8 105,04	1 454 969,47
Autres charges opérationnelles		-2 466 925,45	-4 165 531,08
Dotations aux amortissements et aux provisions		-64 045 085,95	-77 898 986,83
Reprise sur pertes de valeur et provisions		6 965 969,00	5 477 052,68
V - RESULTAT OPERATIONNEL		-97 809 821,79	-153 939 258,22
Produits financiers		0,00	0,00
Charges financières		-274 847,54	-4 740 333,82
VI - RESULTAT FINANCIER		-274 847,54	-4 740 333,82
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V - VI)		-98 084 669,33	-158 679 592,04
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		0,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		0,00	0,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		244 311 550,51	274 174 523,00
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-342 396 219,84	-432 854 115,04
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-98 084 669,33	-158 679 592,04
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-98 084 669,33	-158 679 592,04
Part dans les résultats nets des sociétés mise en équivalences (1)		0,00	0,00
XI - RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)		0,00	0,00
Dont part des minoritaires (1)		0,00	0,00
Part du groupe (1)		0,00	0,00

BILAN ACTIF EXERCICE 2019

U=DA

A C T I F	Note	N Brut	Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)		0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		18 444 966,51	3 679 869,17	14 765 097,34	14 946 587,12
Immobilisations corporelles		7 633 606 706,82	4 999 983 750,28	2 633 622 956,54	1 848 731 637,79
Terrains		753 526 000,00	0,00	753 526 000,00	753 526 000,00
Bâtiments		837 909 036,02	432 345 578,20	405 563 457,82	404 444 054,76
Autres Immobilisations corporelles		5 224 747 858,79	4 567 638 172,08	657 109 686,71	690 761 583,03
Immobilisations en concession		0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours		817 423 812,01	0,00	817 423 812,01	815 175 956,16
Immobilisations financières		5 811 815,27	0,00	5 811 815,27	5 811 815,27
Titres mis en équivalence - entreprises associées		0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		0,00	0,00	0,00	0,00
Autres titres immobilisés		0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 811 815,27	0,00	5 811 815,27	5 811 815,27
Impôts différés actif		0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 657 863 488,60	5 003 663 619,45	2 654 199 869,15	2 684 665 996,34
ACTIF COURANT					
Stocks et en cours		198 626 133,67	15 393 163,30	183 232 970,37	185 285 901,21
Créances et emplois assimilés		281 145 331,73	7 815 980,56	273 329 351,17	284 292 924,82
Clients		84 687 396,60	7 815 980,56	76 871 416,04	75 616 580,21
Autres débiteurs		5 666 647,22	0,00	5 666 647,22	6 619 358,04
Impôts		190 791 287,91	0,00	190 791 287,91	202 056 986,57
Autres actifs courants		0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés		8 017 536,88	0,00	8 017 536,88	7 555 319,51
Placements et autres actifs financiers courants		0,00	0,00	0,00	0,00
Trésorerie		8 017 536,88	0,00	8 017 536,88	7 555 319,51
TOTAL ACTIF COURANT		487 789 002,28	23 209 143,86	464 579 858,42	477 134 145,54
TOTAL GENERAL ACTIF		8 145 652 490,88	5 026 872 763,31	3 118 779 727,57	3 161 800 141,88

BILAN PASSIF EXERCICE 2019

U=DA

PASSIF	Note	NNet	N-1Net
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes de l'exploitant)		1 046 440 000,00	1 046 440 000,00
Capital non appelé		0,00	0,00
Primes et réserves - (Réserves consolidées (1))		0,00	0,00
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)		0,00	0,00
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-109 582 361,48	-98 084 669,33
Autres capitaux propres - Report à nouveau		87 913 527,42	186 065 306,45
Comptes de liaisons des établissements et sociétés en participation		0,00	0,00
Part de la société consolidante (1)		0,00	0,00
Part des minoritaires (1)		0,00	0,00
TOTAL I		1 024 771 165,94	1 134 420 637,12
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		1 384 247 489,18	1 180 657 917,62
Impôts (différés et provisionnés)		0,00	0,00
Autres dettes non courantes		0,00	0,00
Provisions et produits constatés d'avance		14 994 605,11	18 121 725,60
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		1 399 242 094,29	1 198 779 643,22
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		333 073 048,88	493 341 760,58
Impôts		20 342,00	2 293 393,33
Autres dettes		249 567 909,60	234 572 493,95
Trésorerie Passif		112 105 166,86	98 392 213,68
TOTAL PASSIFS COURANTS III		694 766 467,34	828 599 861,54
TOTAL GENERAL PASSIF		3 118 779 727,57	3 161 800 141,88

المحور رقم 11 - جدول حسابات النتائج
سنة 2019

COMPTÉ DE RESULTAT EXERCICE 2019

U=DA

LIBELLES	Note	N Net	N-1 Net
Chiffre d'affaire		195 303 357,58	231 407 743,68
Variation stocks produits finis et en-cours		1 173 917,45	5 929 732,79
Production immobilisée		3 455 882,80	0,00
Subventions d'exploitation		0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		199 933 157,83	237 337 476,47
Achats consommés		-109 689 505,53	-123 143 718,69
Services extérieurs et autres consommations		-34 456 529,07	-33 715 107,52
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-144 146 034,60	-156 858 826,21
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		55 787 123,23	80 478 650,26
Charges de personnel		-116 305 836,01	-115 877 535,20
Impôts, taxes et versements assimilés		-3 238 837,45	-2 872 999,49
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		-63 757 550,23	-38 271 884,43
Autres produits opérationnels		401 092,74	8 105,04
Autres charges opérationnelles		-3 623 445,03	-2 466 925,45
Dotations aux amortissements et aux provisions		-42 592 458,96	-64 045 085,95
Reprise sur pertes de valeur et provisions		0,00	6 965 969,00
V - RESULTAT OPERATIONNEL		-109 572 361,48	-97 809 821,79
Produits financiers		0,00	0,00
Charges financières		0,00	-274 847,54
VI - RESULTAT FINANCIER		0,00	-274 847,54
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V - VI)		-109 572 361,48	-98 084 669,33
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		-10 000,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		0,00	0,00
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		200 334 250,57	244 311 550,51
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-309 916 612,05	-342 396 219,84
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		-109 582 361,48	-98 084 669,33
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		0,00	0,00
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-109 582 361,48	-98 084 669,33

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي (محددات الهيكل التمويلي) في الشركة الافريقية للزجاج للفترة (2017-2019) باستخدام نموذج قياسي، وتوصلت الدراسة إلى أن محددات الهيكل التمويلي تنقسم إلى محددات كمية (الربحية، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، السيولة) ومحددات نوعية (هيكل الأصول، الملائمة، المرونة) وبالإضافة إلى محددات أخرى، وأن كل من المردودية المالية الربحية، السيولة و هيكل الأصول تؤثر على قيمة الشركة ، بينما المردودية الاقتصادية لا تؤثر على قيمة الشركة .

كما تبين احصائيا أن هذه العوامل تؤثر بنسبة 99% على قيمة الشركة الافريقية للزجاج.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، قيمة المؤسسة، محددات الهيكل التمويلي

summary

This study aims to identify the determinants of the financing structure and their impact on the value of the economic institution and determine the factors affecting the financing structure (units of the financing structure) in the African Glass Company for the period (2017-2019) using a standard model, and the study concluded that the units of the financing structure are divided into quantitative determinants (Profitability, economic return, financial return, liquidity) and qualitative determinants (asset structure, suitability, flexibility) in addition to other determinants, and that all of the financial return, profitability, liquidity and the structure of assets affect the value of the company, while the economic return does not affect the value of the company. .

It is also found statistically that these factors affect 99% of the value of the Afriqiyah Glass company.

The key words : financy structure , the value of the ou company institution , the determinants of the financing structure