

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم التسيير

الموضوع:

علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي - الميلية -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير.

تخصص: إدارة مالية.

إشراف الأستاذ:

جمال الدين كعواش

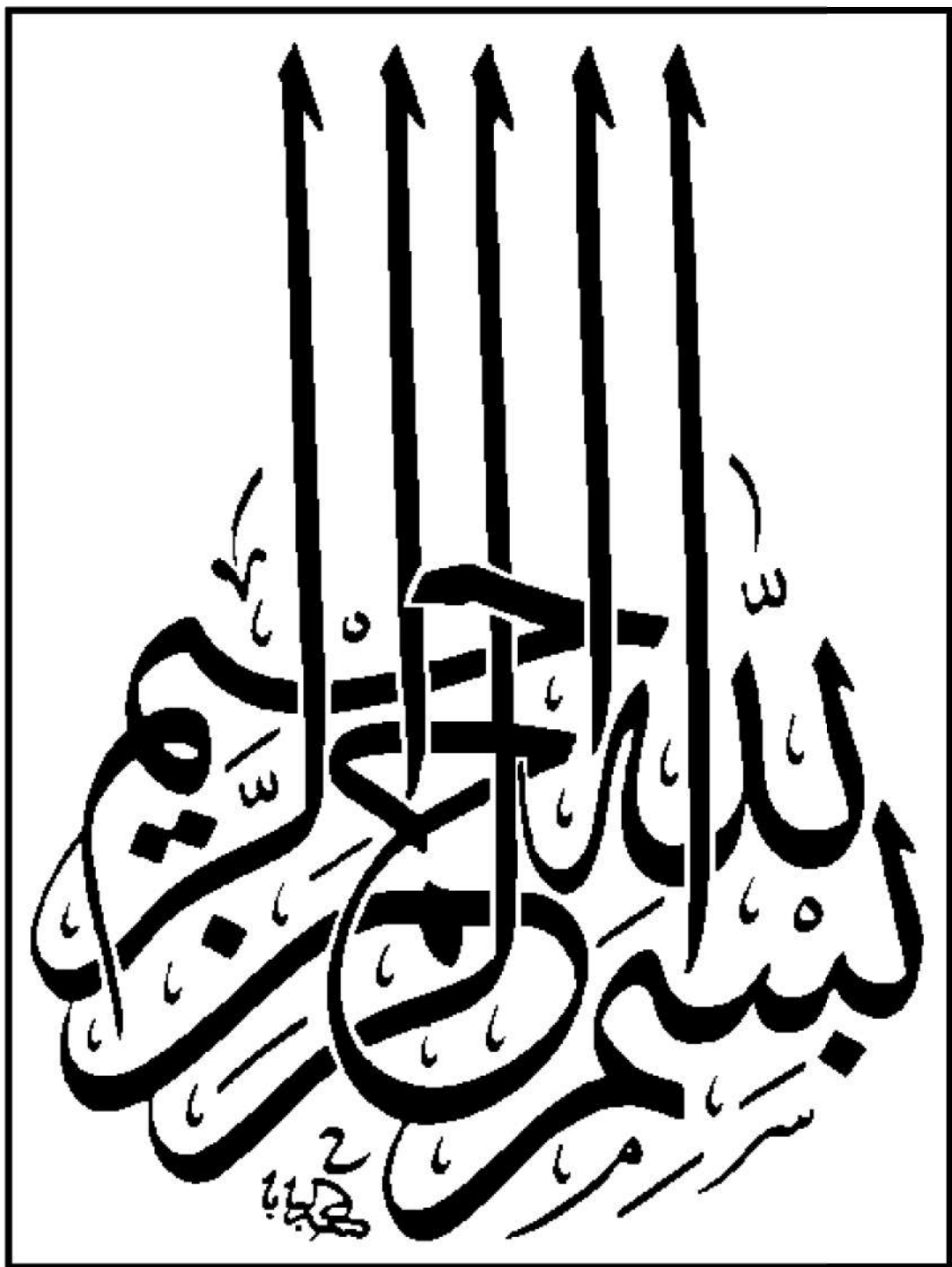
إعداد الطالبتين:

- فاطمة الزهراء العلمي

- سعاد بوبخة

رئيسا	جامعة جيجل	بوتسطة لامية
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	جمال الدين كعواش
ممتحنا	جامعة جيجل	جمال قدام

السنة الجامعية: 2019-2020



شكر وتقدير

الشكر لله والحمد لله أولاً وأخيراً، فله الحمد والمنة، ألا بفضلته تتم الصالحات وبعد:

نتقدم بأسمى عبارات الشكر والتقدير والاحترام للأستاذ الفاضل جمال الدين كعواش

على إشرافه على هذا العمل لتوجيهاته وتوصياته

إلى كل من وقف معنا ودعمنا من بعيد أو قريب على إتمام هذا العمل بجهد

ووقته ودعائه.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	المحتويات
	شكر وتقدير
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة المشاكل
أ-ز	المقدمة
الفصل الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال	
09	تمهيد
21-09	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال
10-09	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال
20-10	المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال
21-20	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تركيبية هيكل رأس المال
28-22	المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة هيكل رأس المال
22	المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
27-22	المطلب الثاني: طرق حساب تكلفة رأس المال
28-27	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال
39-29	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال
32-29	المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية المفسرة لهيكل رأس المال
36-33	المطلب الثاني: نظرية مدكلياني وميلر
39-37	المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال
40	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي	
42	تمهيد
45-42	المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي
43-42	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
44-43	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
45-44	المطلب الثالث: ماهية تقييم الأداء المالي
60-46	المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي
52-46	المطلب الأول: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي

57-53	المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي
60-57	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي
65-60	المبحث الثالث: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
62-60	المطلب الأول: علاقة هيكل رأس المال بالرفع المالي
65-62	المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بمؤشرات الأداء المالي
66	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لشركة الخزف الصحي	
68	تمهيد
78-69	المبحث الأول: تقديم شركة الخزف الصحي
70-69	المطلب الأول: نبذة عن شركة الخزف الصحي بالميلية
71-70	المطلب الثاني: أهداف شركة الخزف الصحي بالميلية
78-71	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لشركة الخزف الصحي بالميلية ونشاطها
91-79	المبحث الثاني: دراسة الأداء المالي لشركة الخزف الصحي بالميلية
85-79	المطلب الأول: عرض القوائم المالية لشركة الخزف الصحي بالميلية
90-86	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي لشركة الخزف الصحي بالميلية باستخدام المؤشرات الكلاسيكية.
91-90	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي
102-92	المبحث الثالث: دراسة علاقة هيكل رأس مال شركة الخزف الصحي بأدائها المالي
97-92	المطلب الأول: علاقة هيكل رأس مال الشركة بنسب السيولة والنشاط
102-97	المطلب الثاني: تحليل علاقة هيكل رأس مال الشركة بنسب المديونية
103	خلاصة الفصل
106-105	خاتمة
111-108	قائمة المراجع
124-113	الملاحق
126	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
79	الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2015	01
81-80	الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2016	02
82-81	الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2017	03
83-82	الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2018	04
84-83	جدول حسابات النتائج لمؤسسة الخزف الصحي لسنتي 2016-2015	05
85-84	جدول حسابات النتائج لمؤسسة الخزف الصحي لسنتي 2018-2017	06
86	نسبة السيولة للشركة خلال فترة 2018-2015	07
87	نسبة النشاط للشركة خلال الفترة 2018-2015	08
88	حساب المردودية الاقتصادية للشركة خلال الفترة 2018-2015	09
89	حساب المردودية المالية للشركة خلال الفترة 2018-2015	10
89	حساب نسب الهيكل لمؤسسة الخزف الصحي 2016-2015	11
91	مؤشرات التوازن المالي لسنوات 2016-2015	12
92	متغيرات نسبة السيولة العامة	13
93	متغيرات نسبة السيولة المنخفضة خلال الفترة 2018-2015	14
94	متغيرات نسبة السيولة الجاهزة للفترة 2018-2015	15
95	متغيرات معدل دوران الأصول الثابتة	16
96	متغيرات نسبة تسديد الموردين للشركة	17
97	متغيرات نسب التمويل الدائم	18
98	متغيرات نسبة التمويل الذاتي	19
99	متغيرات نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل	20
101	متغيرات نسبة الاستقلالية المالية	21
102	متغيرات نسبة المديونية الآجلة	22

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
29	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة	01
31	العلاقة بين الرفع المالي وفق المدخل التقليدي	02
33	الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب)	03
35	الهيكل المالي للمؤسسة في وجود الضرائب نموذج MM	04
72	الهيكل التنظيمي لشركة الخزف الصحي	05

المقدمة

حظيت دراسة المؤسسة الاقتصادية في السنوات الأخيرة باهتمام كبير ومتزايد من قبل الباحثين، خاصة الوظائف والأنشطة التي تمارسها، ويرجع سبب تعاظم أهمية دراسة المؤسسة إلى الأدوار الأساسية التي تلعبها في الاقتصاد فهي بمثابة خلية للإنتاج كما أنها تمثل مركز للقرارات الاقتصادية.

وفي ظل المحيط الاقتصادي المتسم بشدة التقلب، تسعى المؤسسة الاقتصادية لتحقيق أهدافها وغاياتها بوضع خطط وسياسات وبرامج توضح وترسم الطريق الكفيل بتحديد كيفية إدارة مواردها، خاصة الموارد المالية وذلك عن طريق طرق التسيير المستخدمة والتحكم فيها، بمعنى أن بقاء أي مؤسسة واستمرارها يقاس بكفاءة أدائها عامة وأدائها المالي بصفة خاصة، إذ يحظى هذا الأخير باهتمام بالغ من طرف المحللين الماليين وأصحاب المؤسسات، وذلك لكونه يساهم في إبراز العناصر التي حققت مستوى معين من ربحية المؤسسة، وعليه تتجلى أهمية الأداء المالي للمؤسسة في إبراز نقاط القوة والضعف، والعمل على الإبقاء على نقاط القوة وتجنب نقاط الضعف.

تعتبر العلاقة بين هيكل رأس مال المؤسسة وأدائها المالي، من بين أهم المواضيع التي اهتم بها علماء الإدارة المالية؛ حيث اختلفوا حول إيجاد هيكل مالي أمثل من عدمه.

أولاً: الإشكالية:

مما تقدم تتبلور معالم إشكالية هذا البحث في السؤال الجوهرى الآتى:

ما العلاقة القائمة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟

وتتفرع من الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية ندرجها فيما يلي:

- ما المقصود بالهيكل المالي وهيكل رأس المال؟ وما الفرق بينهما؟
- فيما تتمثل مكونات هيكل رأس المال؟
- ماذا يقصد بالأداء المالي وكيف تتم عملية تقييمه؟
- كيف تؤثر الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة على الأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي؟



ثانيا: فرضيات الدراسة:

على ضوء الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية للبحث، قمنا بصياغة فرضيات تعتبر كإجابات أولية لها، والتي سوف يتم اختبارها من خلال الدراسة، هذه الفرضيات هي:

- توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي.
- التغيرات التي تحصل لهيكل رأس المال تؤثر على الأداء المالي لشركة الخزف الصحي.
- المؤشرات الكلاسيكية والحديثة دور في تقييم الأداء المالي.

ثالثا: أهمية الدراسة:

هذا الموضوع ذو أهمية بالغة، وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية:

- إشكالية تحديد هيكل رأس مال أمثل التي مازالت محل جدل وبحث.
- مساعدة الإدارة في اتخاذ قرارات التمويل.
- تساعد في التعرف على أهم العوامل المؤثرة على قرار تركيبية لرأس المال وتأثير هذه الأخيرة على الأداء المالي.

رابعا: أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والمتمثلة في:

يتمحور هدف الدراسة الأساسي حول الإجابة عن الإشكالية المطروحة إضافة إلى ذلك:

- التعرف على مفهوم هيكل رأس المال.
- الإلمام بمختلف مصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال.
- التعرف على كيفية تقدير تكلفة هيكل رأس المال.
- الاضطلاع على مضمون النظرات المفسرة لهيكل رأس المال.
- التعرف على أداء المؤسسة الاقتصادية ومعرفة أهم الخطوات التي تمر بها عملية تقييم الأداء المالي.
- التعرف على أهم المؤشرات والأدوات المستخدمة في تقييم الأداء المالي.



خامسا: حدود الدراسة:

1. الحدود المكانية:

اقتصرت هذه الدراسة على مؤسسة واحدة، ألا وهي مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، كونها مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بقدرات مادية وبشرية ومالية كبيرة.

2. الحدود الزمنية:

تم إجراء هذه الدراسة في الفترة الممتدة من 10 أبريل إلى 30 سبتمبر، واقتصرت الدراسة على دراسة القوائم المالية للمؤسسة للفترة الممتدة (2015-2018) للشركة محل الدراسة.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيارنا للموضوع محل الدراسة فيما يلي:

- الموضوع يتماشى مع تخصصنا.
- الأهمية البالغة التي يكتسبها الموضوع بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية.
- الميول والرغبة في معالجة هذا الموضوع.
- القيمة العلمية والعملية التي يحظى بها هذا الموضوع.

سابعا: منهج الدراسة:

للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، اعتمدنا في هذا البحث على المنهج الوصفي التحليلي القائم على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالموضوع محل الدراسة، مع القيام بتحليل وتفسير المعلومات المتعلقة بالشركة لاستنباط النتائج منها.

ثامنا: هيكل الدراسة:

لدراسة الموضوع دراسة وافية، قسمت الدراسة بداية بمقدمة تتضمن مختلف المحاور الأساسية للموضوع وإشكاليته، وينتهي بخاتمة تتضمن النتائج النظرية والتطبيقية للبحث، وجملة من التوصيات المستمدة من نتائج البحث. كما تناول الموضوع ثلاث فصول كالآتي:

- الفصل الأول جاء تحت عنوان "أساسيات حول هيكل رأس المال"، حيث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث؛ الأول تم به عرض مفاهيم لهيكل رأس المال، ومكوناته والعوامل المؤثرة على قرار تركيبية هيكل رأس المال. أما المبحث الثاني فتم فيه التعريف بتكلفة رأس المال، ومختلف طرق حسابها بالإضافة للعوامل المؤثرة عليها. المبحث الثالث خصص للنظريات الكلاسيكية والحديثة لهيكل رأس المال.
- أما الفصل الثاني بعنوان "علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي"؛ حيث جُزأ إلى ثلاث مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى مفهوم الأداء المالي والعوامل المؤثرة عليه، وفي المبحث الثاني يتم عرض مؤشرات تقييم الأداء المالي، والمبحث الثالث جاء فيه توضيح علاقة هيكل رأس المال للمؤسسة.
- الفصل الثالث والذي خصص للدراسة التطبيقية تحت عنوان "علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي"، والذي قسم إلى ثلاث مباحث، في المبحث الأول نتناول تقديم مؤسسة الخزف الصحي من خلال إعطاء نبذة عن الشركة، وأهدافها، وعرض هيكلها المالي.

تاسعا: الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث تناولته من زوايا مختلفة، وسوف نستعرض جملة من الدراسات التي تمت الاستفادة منها مع الإشارة إلى أبرز ملامحها، مع تقديم تعليق عليها يتضمن جوانب الاتفاق والاختلاف.

1. استعراض الدراسات السابقة:

1.1. الدراسة العربية التي تناولت محور الهيكل المالي:

- دراسة "شرابي باية كنزة" سنة 2014م بعنوان "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 الجزائر3؛ حيث هدفت هذه الدراسة إلى البحث والتعرف على أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وبناء نموذج تجريبي يسمح بتفسير السلوك المالي لهذه المؤسسة، وهذا على ضوء الأسس النظرية للهيكل التمويلية.

وذلك بإجراء دراسة ميدانية لعينة مكونة من 35 مؤسسة متركزة في الجزائر خلال الفترة الممتدة من سنة 2009م إلى غاية 2011م، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل دراسة تأثير هذه

العوامل على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي، واختبار مدى قدرة هذه النظريات على تفسير السلوك المالي للمؤسسات في البيئة الجزائرية. واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي، والمنهج التحليلي في تحليل واستنباط المتغيرات المحددة لمفهوم الهيكل المالي. ومن أبرز نتائجها أن كل المتغيرات المتعلقة بمعدل النمو، وحجم المخاطر العملية، ومعدل الربحية تعتبر من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية.

- دراسة " أشرف عادل" محمود إسماعيل سنة 2016، بعنوان "محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، وهي رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية -جامعة الأزهر-غزة، والتي هدفت إلى اختبار أثر محددات الهيكل المالي في تركيبة هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، واعتمدت المنهج الوصفي التحليلي في تحليل البيانات المالية لاثنتي عشرة شركة صناعية والمصرح بها خلال الفترة 2005م إلى 2014م. وكان من أبرز نتائجها وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على هيكل رأس المال، وأن هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على هيكل رأس المال، كما أوجدت الدراسة أن التأثير لم يكن إلا إحصائيا لكل من ربحية ومعدل نمو الشركات، ومعدل الفائدة ومعدل الضريبة على هيكل رأس المال.

2.1. الدراسات العربية التي تناولت محور الأداء المالي:

- "عادل عشي" سنة 2002م بعنوان "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم-دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل ببسكرة(من 2000م إلى 2002م)-"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص تسيير المؤسسات الصناعية -جامعة محمد خيضر بسكرة-؛ حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أداء المؤسسة الاقتصادية والعوامل المتحكمة فيها، ومحاولة تحديد معايير تقييم الأداء المالي والمؤشرات المستخدمة في ذلك؛ حيث اعتمد على المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة النظرية، ومنهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي. وتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من بينها تحقيق المؤسسة مردودية مالية كافية للسنوات الثلاث مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق، أثر الرفع المالي موجب؛ أي هناك دور إيجابي للمديونية على مردودية المؤسسة، تحسن معدن دوران الأصول من عام لآخر؛ أي تحسن كفاءة الأصول في تحقيق المبيعات.



- "سماح عفيف عاشور الفار" سنة 2018م بعنوان "العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobin's q"، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال من كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة الأزهر - غزة؛ حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين والتعرف إلى أثر المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، معدل نمو التدفقات النقدية، معد دوران المخزون...) كلا على حدة على الأداء المالي لهذه الشركات. اعتمدت الباحثة المنهج القياسي التحليلي في تحليل البيانات المالية، كما استخدمت أساليب الإحصاء الوصفي، وتحليل الانحدار المتعدد. توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج من بينها وجود أثرا ايجابيا وذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة (إنتاجية الشركة، نسبة توزيعات الأرباح النقدية، معد نمو التدفقات النقدية) على الأداء المالي للشركة، ووجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأداء المالي وكل المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الربحية).

2. أوجه الاتفاق والاختلاف بين الدراسات السابقة:

- اتفقت الدراسات السابقة على هدف مشترك، وهو التعرف على توليفة هيكل رأس المال، باستثناء دراسة "عادل عشي" و"سماح عفيف عاشور الفار"، التي هدفت إلى العوامل المؤثرة على الأداء المالي.
- اتفقت الدراسات السابقة في عينتها حيث تطبيق الدراسة على عينة مكونة من عدة شركات، باستثناء دراسة "عادل عشي" التي طبقت على مؤسسة واحدة.
- استخدمت الدراسات السابقة أداة المقابلة.
- وظفت الدراسة السابقة المنهج الوصفي التحليلي، باستثناء دراسة "سماح عفيف عاشور الفار" التي استخدمت المنهج القياسي التحليلي، ودراسة "عادل عشي" التي استخدمت المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة حالة.
- اختلفت دراسة "سماح عفيف عاشور الفار" عن بقية الدراسات في احتوائها على نموذج Tobin's q.
- اختلفت دراسة "سماح عفيف عاشور الفار" عن باقي الدراسات في أنها تناولت الدراسة من جانب نظري مستخدمة منهج تحليل المحتوى.

عاشرا: صعوبات الدراسة:

من خلال الدراسة التي تم تقديمها يمكن ذكر الصعوبات التي واجهناها والتي منها:

- جائحة كورونا وما ترتب عنها من قيود وصعوبات.
- نقص المراجع كأثر ناتج عن القيود الوقائية المتخذة في مواجهة جائحة كورونا.
- صعوبة الحصول على المعلومات الميدانية الكاملة (الميزانيات).

الفصل الأول

أساسيات هيكل رأس المال

المبحث الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة المال

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

تمهيد:

يتحدد هيكل رأس المال للمؤسسات في ضوء العديد من المحددات والاعتبارات في البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، وعند تغيير هذه المحددات والاعتبارات يتغير هيكل رأس المال لها؛ حيث يعتبر قرار التمويل الدائم من القرارات التي يتوجب على إدارة المؤسسة اتخاذها، وترشيد هذا النوع من القرارات يتوقف إلى حد كبير على طبيعة ونوعية المعلومات من داخل وخارج المؤسسة، والمتوفرة لدى المدراء الماليين، ومن تم على مدى كفاءتهم في استخدام هذه المعلومات لتحديد هيكل رأس مال أمثل، الذي يؤدي لتعظيم القيمة السوقية وزيادة الربحية للمؤسسة وتقليل تكاليف التمويل.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال:

يعتبر هيكل رأس المال من المواضيع التي كثيرا ما تأخذ حيزا من تفكير ووقت المدراء الماليين في البحث عن خليط التمويل المرغوب بين حقوق الملكية و الديون، وتأثير هذا المزيج على سعر السهم، وسنتناول من خلال هذا المبحث تعريف هيكل رأس المال، مكونات هيكل رأس المال و العوامل المحددة لهيكل رأس المال.

المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال:

قبل التطرق إلى مفهوم هيكل رأس المال تجب الإشارة إلى مفهوم الهيكل المالي؛ حيث تعددت وتتوعدت مفاهيم الهيكل المالي من قبل المفكرين والمهتمين بالإدارة المالية، فيرى البعض أنه¹: "التمويل الذي يتم عن طريق تمويل أصول المؤسسة، وأن يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية، الذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة)، المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل) وحقوق الملكية".

ويمكن تعريفه أيضا بأنه: "توليفة من مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل استثماراتها ويتكون من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الالتزامات في قائمة المركز المالي أي سواء كان مصدرها دينا خارجيا من الدائنين أو داخليا من الملاك"².

¹ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009م، ص:349.

² - أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر غزة، 2016، ص:11.

تعريف هيكل رأس المال:

تعددت وتتنوعت تعريف هيكل رأس المال حيث يرى البعض أنه عبارة عن تركيبة الخصوم في ميزانية الشركة، والذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية، إنَّ هذه التركيبة المستهدفة تختلف باختلاف الوقت وتغير الظروف إلا أنه يجب أن يكون لدى الإدارة تركيبة معينة، يتم الالتزام بها عند اتخاذ قرار التمويل¹.

وعرف أيضا بأنه " التمويل طويل الأجل أو الدائم، المتجسد بكل من المديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل)، الأسهم الممتازة إن وجدت، وحقوق الملكية المكونة من كل الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل"².

ومما سبق يمكن استخلاص تعريف لهيكل رأس المال على أنه المزيج التمويلي المكون من الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية التي تمول بها المؤسسة أصولها.

بعد توضيح كل من مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال يمكننا التفرقة بين هذين المصطلحين: الأول الهيكل المالي، والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال الذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية، يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وعلى هذا الأساس فإنَّ هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.

المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال:

يتكون هيكل رأس المال أساسا من مصادر التمويل طويلة الأجل. والتي تنقسم بدورها إلى مصادر التمويل الخارجية، ومصادر التمويل الداخلية، والتي نذكر منها:

أولا: مصادر التمويل الخارجية:

والتي تنقسم بدورها إلى مصادر التمويل الممتلك، ومصادر التمويل المقترض، ونذكر أولا مصادر التمويل الممتلك.

¹ - عدنان تايه النعيمي و آخرون: الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 437.

² - أشرف عادل محمود إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص: 32.

1. مصادر التمويل الممتك:

تتمثل أساسا في الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.

أ- الأسهم العادية:

يتكون رأس مال المؤسسة من عدد من الحصص المتساوية لا تقل قيمة الواحدة منها عن دينار واحد، ولا تزيد عن عشرة دنانير، ويطلق على الحصة الواحدة "سهم"، وتمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة، وسيلة التمويل الرئيسية؛ لذا كان الاعتماد شبه رئيسي على هذا النوع من الأسهم للتمويل الدائم للمؤسسات، خصوصا عند بدء التأسيس؛ لأن هذا النوع من الأسهم لا يحمل المؤسسة أية أعباء أو كلفة للغير، كما هو الحال بالنسبة للأسهم الممتازة والسندات. والمؤسسة غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت، أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم. ولكن إذا حققت المؤسسة أرباحا، واتخذت قرارا بتوزيعها، عندئذ يحصل حملة الأسهم على حصة من ذلك الربح، وطبعا لا يحصل حملة الأسهم العادية على أي عائد في حالة عدم توزيع "أرباح" أو في حالة الخسارة.¹

- القيم المختلفة للسهم:

يجب التمييز بين عدة قيم للسهم والتي سنذكرها فيما يلي²:

- **القيمة الاسمية للسهم:** وهي القيمة المذكورة على الصك، وحسب رأس المال المصرح به وفقا للقيمة الاسمية لمجموع الأسهم.
- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، إلا أنه يجوز إصدار الأسهم بأكثر من قيمتها الاسمية على أن تضاف هذه الزيادة إلى حساب الاحتياطي في الشركة، وأن يكون هناك نص في النظام الأساسي للمؤسسة يسمح بذلك.
- **القيمة الدفترية للسهم:** ويقصد بالقيمة الدفترية للسهم، حصة السهم من صافي موجودات المؤسسة، والقيمة الدفترية للسهم قد تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية، ويتوقف ذلك على نتيجة أعمال الشركة إذا كانت أعمال المؤسسة غير ناجحة، وتحقق خسائر،

¹ - مفلح محمد عقل، مقدمة الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة العربي، دار أجنابن، الأردن، 2006م، ص ص: 106-108.

² - مصطفى يوسف كافي وآخرون، الأصول العلمية والعملية في محاسبة الشركات - الأشخاص والأموال، الطبعة العربية الأولى، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2012، ص ص: 255-257.

فإن صافي موجوداتها في هذه الحالة يقل بمقدار الخسارة؛ وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تكون أقل من القيمة الاسمية.

- **القيمة الحقيقية للسهم:** يقصد بالقيمة الحقيقية للسهم صافي موجودات المؤسسة بعد إعادة تقدير الموجودات حسب الأسعار الجارية؛ أي وضع تقلبات الأسعار في الحسبان، وكذلك بعد تقدير المطالب لإظهار الالتزامات الحقيقية على المؤسسة بقسمة صافي موجودات المؤسسة بعد إعادة تقديرها على عدد الأسهم نحصل على القيمة الحقيقية للسهم

$$\frac{\text{صافي موجودات الشركة بعد إعادة التقدير}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الحقيقية للأسهم}$$

- **القيمة السوقية للسهم:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في البورصة (سوق الأوراق المالية). ومن المفروض في حالة التوازن أن تتساوى القيمة السوقية للسهم مع قيمتها الحقيقية، ولكن هناك العديد من العوامل التي تؤثر في سوق الأوراق المالية، بالتالي تؤثر على القيمة السوقية؛ بحيث تصبح أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية. ومن هذه العوامل:
- قانون العرض والطلب.
- الظروف السياسية والمالية والاقتصادية للدولة.
- قيمة الأرباح التي توزعها المؤسسة سنويا و مدى ثباتها أو تغييرها من عام إلى آخر.
- **مزايا وعيوب الأسهم العادية:**

تتمتع الأسهم العادية بمجموعة من المزايا، كما أنها لا تخلو من العيوب، وسيتم ذكر البعض من مزايا وعيوب الأسهم العادية¹:

- **المزايا:**
- ليس لها تكاليف ثابتة بالمقارنة بالسندات والأسهم الممتازة؛ حيث تستطيع الشركة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المؤسسة، وفي حالة عدم تحقيق أرباح فليس لحاملي أسهمها الحق بمطالبتها.

¹ - عيد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي - أسس مفاهيم تطبيقات -، الطبعة الثانية، دار صفاء، الأردن، 2006م، ص ص: 88-

- ليس لها تاريخ استحقاق
 - زيادة الأسهم العادية تزيد من الثقة الائتمانية بالمؤسسة وزيادة قدرتها على الاقتراض.
 - سهولة تسويق الأسهم العادية بالمقارنة مع أدوات الدين.
 - تتمتع بمرونة عالية أكثر من الإسناد و الأسهم الممتازة.
 - العيوب:
 - زيادة عدد المالكين في المنشأة، وبالتالي التأثير على سلطة بعض المالكين (كبار المساهمين).
 - انخفاض العائد على السهم مع زيادة عدد الأسهم.
 - ارتفاع كلفة الإصدار.
 - خضوع أرباحها الموزعة للضريبة.
- ب- الأسهم الممتازة:

هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل، وتعد من عناصر حقوق الملكية، ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها. وللسهم الممتاز قيمة اسمية، وقيمة سوقية، وقيمة دفترية؛ فالقيمة الاسمية: هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار، أما القيمة السوقية: فهي القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في السوق المالي بمشاركة أطرافه، أما القيمة الدفترية: فتتمثل بقيمة هذه الأسهم في السجلات، مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة؛ إذ لا يتم إضافة الاحتياطات والأرباح المحتجزة؛ لأنها لا تعد حقوقاً لحملة الأسهم الممتازة. ويحصل حامل هذا السهم الممتاز على أرباح نتيجة لمنحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقدار الربح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، وله الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية، وهو بذلك يجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات. وعادة يحدد حد أعلى للعائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت عند اجتماعات الجمعية العمومية، وتحدد نسبة الأرباح التي يحصل عليها حامل الأسهم الممتازة في شروط إصدار هذه الأسهم¹.

¹ - دريد كامل آل الشبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج، الأردن، 2006، ص : 107.

- أسباب إصدار الأسهم الممتازة:

ومن أهم هذه الأسباب نذكر¹:

- زيادة الموارد المالية المتاحة للمؤسسة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من المستثمرين و المحافظين.
- المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفارق الايجابي بين كلفة الأسهم الممتازة وعائد الاستثمار في المؤسسة.
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة؛ إذ أن معظم الأسهم الممتازة لا تحمل من التصويت، ولا تشترك في الإدارة، لذا يكون بمستطاع المؤسسة الحصول على ما تحتاجه دون تدخل الإدارة.

- مميزات و عيوب الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من المميزات، تميزها عن الأسهم العادية، كما أنها لا تخلو من بعض العيوب²:

- مميزات الأسهم الممتازة:
 - ✓ لها الأولوية في السداد عند التصفية.
 - ✓ يحق لحاملها الحصول على قدر معين من الأرباح العادية إذا كانت الأرباح المحققة تسمح بذلك.
 - ✓ تتناسب مع أدوات بعض المستثمرين الذين يحبذون دخلا شبه ثابت وبدون خطورة تذكر.
 - ✓ لحملة هذه الأسهم الحق في الحصول على الأرباح قبل أي توزيعات على الأسهم العادية.

¹ - مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص: 61 .

² - عليان الرشيد وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة ،الأردن ،صص: 97-98 .

• عيوب الأسهم الممتازة:

تتمثل أهم عيوبها في:

- ✓ لا تعتبر أرباحها مصاريف لغايات الضرائب؛ أي أن أرباحها لا تخفض من الوعاء الضريبي.
- ✓ تعهد الشركة بتوزيع نسبة شبه ثابتة من الأرباح على حملة هذه الأسهم، يمثل عبئا على الشركة تماما مثل السندات.

2. مصادر التمويل المقترض:

وتتمثل مصادر التمويل المقترض في السندات، والقروض طويلة الأجل.

أ- السندات:

السندات هي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة لها والمستثمر الذي يشتريها. ويقضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا معيناً لمدة محددة، وبسعر فائدة معينة، ويختلف السند عن القرض التجاري بأن السند له قيمة سوقية قد تساوي أو تختلف عن القيمة الاسمية، وهو قابل للتداول بالبيع أو الشراء في الأسواق المالية، ولذلك تعتبر أدوات مالية عالية السيولة.

يمنح السند لحامله الحق في استرداد قيمته الاسمية عندما يحين تاريخ الاستحقاق، وخلال تلك الفترة يحصل على فائدة دورية وفقاً لمعدل الكوبون المثبت على وثيقة السند، وفي حالة تعرض المؤسسة التي أصدرت السند لحالة من الإفلاس، فإن حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، والأسهم العادية، أما من حيث العائد فإن حملة السندات يحصلون على قدر ثابت منه في تواريخ محددة.¹

- خصائص السندات:

يتميز السند بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأدوات المالية وهي:²

- ✓ يعتبر السند ديناً في ذمة المؤسسة يمكن استفاؤه عند أجل استحقاقه، أو بالتنازل عنه، أو في حالة إفلاس المؤسسة، وعندها ينضم حامل السند إلى جماعة الدائنين.
- ✓ يستفيد حامل السند من الأولوية في استفاء حقوقه قبل حامل السهم.

¹- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2012، ص: 230-231.

²- الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2006، ص: 436.

✓ مجموع السندات يعتبر ديناً جماعياً؛ حيث أن المؤسسة تتعاقد مع مجموعة دائنين.

- أنواع السندات:

يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع¹:

- **السندات المضمونة:** وهي السندات التي تكون مضمونة بأصول حقيقية كالمباني والآلات، أو أصول مالية كالأسهم والسندات، وفي هذه الحالة يجب أن تكون قيمة الضمان أكبر من مجموع القيمة الاسمية للسندات، لأن ذلك يوفر هامش أمان لحملة السندات إذا انخفضت القيمة السوقية للضمان.
- **السندات غير المضمونة:** هي ليست مضمونة بأي نوع من الأصول، ولذلك فإن المركز المالي للمؤسسة يصبح ذو أهمية قصوى لحملة السندات، وتعتبر هذه السندات أعلى مخاطرة من السندات المضمونة، ولذا فإن معامل الفائدة عليها أعلى.
- **السندات القابلة للاستدعاء:** هي سندات يمكن للجهة التي أصدرتها تسديد قيمتها الاسمية قبل تاريخ استحقاقها، في حين أن السندات غير قابلة للاستدعاء تسدد في تاريخ استحقاقها فقط.
- **السندات القابلة للتحويل:** وهي سندات تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى عدد معين من الأسهم لنفس المؤسسة، التي أصدرتها وخلال فترة زمنية معينة.
- **سندات الدخل:** وبموجب هذا النوع من السندات، تتعهد المؤسسة التي أصدرتها بدفع الفوائد عليها في فترات محددة، ولكن دفع الفوائد لا يتم إلا إذا حققت المؤسسة ربحاً يمكنها من دفع الفوائد.
- **السندات الصفيرية:** وبموجب هذا النوع من السندات لا تدفع المؤسسة المصدرة أية فوائد على السندات؛ أي أن حامل السندات لا يحصل على فوائد سنوية، أو نصف سنوية من الاستثمار في هذه السندات.

ب- القروض طويلة الأجل:

القرض هو عبارة عن اتفاق مكتوب بين المقرض والمقرض، يقدم بموجبه المقرض مبلغاً من المال للمقرض مقابل التزام المقرض بدفع الفوائد عليها، وإعادة المبلغ المقرض مع فوائده بموجب دفعات متفق عليها في مواعيد محددة. قد يكون التسديد بموجب عدة دفعات متساوية، أو بموجب دفعة واحدة تستحق في نهاية فترة القرض، وفي كل الأحوال ينبغي أن يتزامن التسديد مع التدفقات النقدية

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثناء مكتبة الجامعة، الرياض، 2013، ص ص: 113-114.

الداخلة من الأصل. وتتفاوت وجهات نظر المقرضين عموماً بخصوص الشروط، التي تتضمنها اتفاقيات القروض المبرمة مع المقترضين¹.

إن الدافع الرئيسي للقيام بالاقتراض المتوسط أو الطويل الأجل، يتمثل بمثابة تأمين المؤسسة من التمويل اللازم للاستثمار. وتلجأ المؤسسات إلى الاقتراض نتيجة للأسباب التالية منها²:

- ✓ عدم إمكانية زيادة رأس المال، أو الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطات.
- ✓ ضعف الطلب على السندات في بورصة الأوراق المالية.
- ✓ عدم تأثير المقرضين النسبي على قرارات المقترضين.
- ✓ عدم قدرة حقوق المساهمين على تمويل الاستثمارات طويلة الأجل.
- ✓ يوفر للمؤسسة مرونة في الاقتراض قصير الأجل.
- ✓ قد يشكل مصدراً محتملاً للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- ✓ انخفاض تكلفته مقارنة مع تكلفة الفرصة البديلة للأموال المملوكة.

- مزايا وعيوب التمويل بالقروض:

للتمول بالقروض العديد من المزايا كما أنه لا يخلو من العيوب وتتمثل في³:

• المزايا:

- ✓ يمكن من تخفيض التمويل قصير الأجل مما يذني من المخاطر التي تنجم عن عدم تجديد القروض.
- ✓ يجنب التكاليف الخاصة بإصدار القروض.
- ✓ أنه من السهل إجراء أي تعديلات مع القرض الفردي.

• العيوب:

- ✓ إذا لم يعاد النظر في شروط القروض بصفة دورية قد يترتب على ذلك اتجاه معدل الفائدة إلى الارتفاع مقارنة بما هو سائد في السوق.
- ✓ عادة ما توجد قيود أكثر على استخدام القروض طويلة الأجل مقارنة بالقروض قصيرة الأجل.

¹ - فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية - إطار نظري ومحتوى عملي -، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2013م، ص ص: 118-119.

² - المرجع نفسه، ص: 119.

³ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002م، ص: 439.

ثانياً: مصادر التمويل الداخلية:

والتي تنقسم إلى الأرباح المحتجزة، الإهلاك والاحتياطيات.

1. الأرباح المحتجزة:

يعتبر التمويل من الأرباح غير الموزعة مصدراً ذاتياً ذا أهمية كبيرة خاصة في المؤسسات الناجحة، إذا ما اتبعت سياسة حكيمة في التوزيع توازن بين عائدات مناسبة لأصحاب المشروع، وفي نفس الوقت توفر موارد ذاتية للمؤسسة تساعد على النمو والتطور، هذا وتعتبر الأرباح المحتفظ بها استثماراً إضافياً إجبارياً من المساهمين، يساعد في تحقيق المؤسسة لأهدافها وتحسين موقفها المالي.

ويعزز أهمية هذا العنصر كمصدر لتمويل القيود القانونية المفروضة على المؤسسات؛ إذ أنها تحد من قيامها بالتوسع في توزيع الأرباح، وتجبرها على تكوين الاحتياطيات المختلفة. وإذا نجحت المؤسسة وحققت أرباحاً، تقوم عادة بتوزيع جزء من الأرباح والاحتفاظ بجزء آخر، ليكون مصدراً لتمويل نمو المؤسسة. وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى السنوات أهم رأس المال المقدم من المساهمين¹، وهناك عدة مميزات للأرباح المحتجزة كمصدر للأموال أهمها²:

- ✓ مصدر متاح لكل المؤسسات الربحية.
- ✓ توافرها بسهولة دون جهد الدخول في مفاوضات أو وضع شروط.
- ✓ لا تؤثر على عدد الأصوات.

2. الاحتياطيات:

تمثل الاحتياطيات مبالغ يتم تجنبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع ويتوقف تكوين الاحتياطيات على نتيجة أعمال المؤسسة وتحقيقها للأرباح ذلك أن الاحتياطي يشكل جزءاً من الأرباح القابلة للتوزيع تقابله زيادة في الأصول يدخل ضمن حقوق ملاك المؤسسة ويتم حجز الاحتياطيات إما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للمؤسسة كاحتياط قانوني والاحتياطي النظامي واحتياطي شراء سندات حكومية أو قد يكون تكوين الاحتياطيات بقرارات

¹ -مفاح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2008، ص:461.

² - المرجع نفسه، ص، 461.

صادرة من مجلس الإدارة و بموافقة الجمعية العمومية للمؤسسة كاحتياطات التوسعات والتجديدات وبصفة عامة تتمتع الاحتياطات بذات المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة¹.

3. الإهلاك:

تبادر معظم المؤسسات في اقتناء تثبيتات ذات عمر إنتاجي طويل وهي تحوزها لاستعمالها في أغراض صناعية و تجارية للمشروع.

غير أن هذه الأصول الثابتة لا تظل في حالتها الإنتاجية مدى الحياة، بل لها عمر محدود حسب طبيعتها ومقدار استخدامها. ولذلك نقول أن حياة التثبيتات محدودة وإن كانت في بعض الأحيان طويلة، وفي النهاية تفقد قدراتها الإنتاجية وتصبح قيمتها تؤول إلى الصفر؛ أي أن أغلب التثبيتات تتآكل ويصبح من الصعب تصليحها من جديد، ولا تستطيع أن تستجيب لمتطلبات الاستغلال والإنتاج؛ وذلك نتيجة للتقادم الملاحظ في الاستعمال الزمني، أو التقادم التكنولوجي الملاحظ على إثر ظهور أدوات إنتاج حديثة أكثر إنتاجية ومردودية، أو لأسباب أخرى، وهنا يقتضي الأمر تجديد هذه التثبيتات².

أ- العوامل المؤثرة على الإهلاك:

هناك ثلاث عوامل رئيسية تؤثر في احتساب الإهلاك³:

- **الكلفة:** الأمور المؤثرة على كلفة الأصول القابلة للإهلاك؛ حيث أن الأصول الثابتة تسجل بالكلفة وفقا لمبدأ الكلفة.

✓ **العمر الإنتاجي أو الخدمي:** يتم تخمين توقعات العمر الإنتاجي كذلك يدعى العمر الخدمي للأصل، التعبير عن العمر الإنتاجي قد يكون بالزمن، وحدات نشاط، أو وحدات إنتاج، وفي عملية تخمين العمر الإنتاجي، تأخذ الإدارة بعين الاعتبار عوامل متعددة مثل: الاستخدام المتوقع للأصل، التصليحات، والصياغة المتوقعة وقابليتها للتقادم، خبرة المؤسسة السابقة مع أصول مماثلة تساعد في تحديد العمر المتوقع.

¹ - عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007م، ص: 380.

² - كتوش عاشور، المحاسبة العامة أصول ومبادئ وآليات سير الحسابات وفقا للنظام المحاسبي المالي (SCF)، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، ص: 111.

³ - هادي رضا الصفار، مبادئ المحاسبة المالية: القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية، الطبعة 1، دار الثقافة، الأردن، 2009 م، ص ص: 366-367.

✓ **قيمة النفاية:** تمثل قيمة النفاية تخمينات قيمة الأصل في نهاية عمره الإنتاجي، قد تزيد هذه القيمة على قيمة بقايا الأصل، أو القيمة المتوقعة لمبادلتها.

وكما هو الحال للعمر الإنتاجي، فإن قيمة النفاية يكون تخمينا عند تحديد التخمينات، تنتظر المؤسسة إلى خطتها في التخلص من الأصل حسب خبرتها مع أصول متشابهة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تركيبية هيكل رأس المال:

يختلف هيكل رأس المال من مؤسسة إلى أخرى حيث تعتمد بعض المؤسسات على الأموال الخاصة يعتمد البعض الآخر على استخدام الديون بمختلف أنواعه، وهذه الاختلافات نتيجة لعدة عوامل والمتمثلة فيما يلي¹:

1. **المخاطر التشغيلية:** وهي المخاطر المتعلقة بمخاطر المؤسسة أو عملياتها الرئيسية في وقت لا تتحمل المؤسسة أي دين، مثل: مخاطر تغير أذواق المستهلكين وغيرها.
2. **الموقف الضريبي:** من الأمور التي تشجع المنشأة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد؛ حيث أن الكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية الحصول على وفر ضريبي كلما زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل.
3. **المرونة التمويلية:** قدرة الشركة على الحصول على القروض، وذلك بشروط ملائمة وأسعار معقولة تحت الظروف المختلفة، لأنه من المعروف أن المقرض دائما يبحث عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه وخاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة.
4. **درجة تحفظ أو جرأة الإدارة:** إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية فالبشر منهم من يتصرف بالجرأة والإقدام على الخطر، ومنهم من يتصرف بالتحفظ والخوف من الخطر، والدين كما هو معروف يعمل على زيادة المخاطر، وهنا قد تميل تركيبية رأس المال إلى استخدام دين أقل برغم ملائمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة.

¹ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 437-438.

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة هيكل رأس المال.

قبل تحديد مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة يجب أولاً معرفة تكلفة كل مصدر تمويلي من أجل المفاضلة بينها واختيار المصدر التمويلي الذي يحقق أقل تكلفة.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال:

تعريف تكلفة رأس المال:

تعتبر تكلفة رأس المال عنصراً مهماً وأساسياً للحصول على التمويل، وإجراء المقارنة بين البدائل التمويلية المتاحة للوصول إلى اتخاذ القرارات المالية السليمة والملائمة. سنعرض من خلال هذا العنصر إلى تعريف تكلفة رأس المال؛ حيث تعددت التعاريف ولكن كلها ارتبطت بالعائد، ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة، وعليه نأخذ بعض أهم هذه التعاريف:

تعرف تكلفة رأس المال بأنها: "الأعباء المالية التي تضعها المؤسسة على عاتقها وتتحملها من أجل تغطية احتياجات المؤسسة المالية"¹.

وتعرف أيضاً: "معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري، والذي يسمح في الأخير بتغطية معدل المردودية المفروض من طرف ممولي المؤسسة (المساهمين) والدائنين (تكلفة الاستدانة). تعتبر تكلفة رأس المال عنصر ذو أهمية بالغة في المجال المالي فهي تعتبر المعيار الفاصل في قرار اختيار الاستثمار والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة"²، ويمكن تعريفها بأنها: "المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل التمويلي لها"³.

المطلب الثاني: طرق حساب تكلفة رأس المال

حساب تكلفة رأس المال هو بمثابة خطة تعتمد عليها المؤسسات من أجل وضع تصور مسبق عن الوضع المالي، وتحديد المصادر التي تحصل من خلالها المؤسسة على المال، والتي يتم الاعتماد عليها لتغطية الاحتياجات التمويلية من جهة إدارة المؤسسة.

¹ - غسان تومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك - دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، مذكرة ماجيستر، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، م 2017، ص: 19.

² - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجيستر، علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008/2009، ص: 97.

³ - khemici chiha, finance d'entreprise, homa edition, alger, 2009, p: 151.

وفيما يلي سيتم شرح كيفية حساب تكلفة كل مصدر من المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة:

أولاً: تكلفة الأسهم العادية:

تكلفة الأسهم العادية هي عبارة عن معدل العائد، الذي يطلبه المساهمون لخصم التوزيعات المتوقعة على السهم من أجل تحديد سعره في السوق، وبالتالي الإقبال على شراءه، إن معدل الخصم يعتمد على تكلفة الأموال عديمة المخاطرة بعد تعديلها، لكي تأخذ في الحسبان مخاطر الأعمال والمخاطر المالية. يوجد مدخلان لقياس تكلفة الأسهم العادية، الأول هو نموذج النمو الثابت في الأرباح الموزعة أو نموذج قوردن، أما المدخل الثاني فهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية¹. ويمكن توضيح هذين النموذجين فيما يلي:

✓ يشير نموذج قوردن إلى أنّ القيمة السوقية للسهم العادي عبارة عن الأرباح الموزعة، مقسومة على معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، وأنّ الأرباح الموزعة تنمو بمعدل ثابت. وبالتالي فإن تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية وفقاً لنموذج قوردن²، يمكن حسابها بالمعادلة التالية³:

$$K_e = \frac{D}{P_0(1-Z)} + g :$$

حيث:

K_e : تكلفة السهم العادي.

D : الربح الموزع للسهم.

g : معدل النمو المتوقع في الأرباح الموزعة.

P_0 : السعر الحالي لبيع السهم العادي.

Z : نسبة تكلفة الإصدار.

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، مطابع الترواق، 2017، ص 422.

² - المرجع نفسه ، ص: 422.

³ - المرجع نفسه ، ص: 422.

✓ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هو نموذج لتسعير الأوراق النقدية. وكثيرا ما يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتقدير معدل العائد المطلوب من المستثمرين على ورقة مالية أو محفظة الأوراق المالية¹، حيث يعبر عن قيمة معدل العائد المطلوب وفقا للمعادلة²:

$E(Rs)$: معدل العائد المطلوب.

Rf : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β : معامل بيتا وهو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية لحقوق الملكية.

Rm : معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.

ثانيا: تكلفة الأسهم الممتازة:

إنّ الهدف من حساب تكلفة الأسهم الممتازة، هو إيجاد معدل العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة على استثمارات الأسهم الممتازة، حتى تتمكن من الحصول على معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب هذه الأسهم. والأسهم الممتازة لا تحمل تاريخ استحقاق ولكنها تحمل توزيعات ثابتة توزع على أصحابها³، وبالتالي يمكن تعريف القيمة السوقية للسهم الممتاز كما يلي⁴: $P_0 = \frac{D}{K_p}$ حيث P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز.

D : الربح الموزع للسهم.

K_p : معدل العائد الذي يطلبه المستثمر.

وبما أننا نبحث عن K فيمكن حسابها من المعادلة السابقة كما يلي: $K_p = \frac{D}{P_0}$.

وبما أنّ إصدار الأسهم الممتازة عن طريق بنوك الاستثمار، يترتب عليه بعض نفقات الإصدار والعمولات، فيجب تعديل المعادلة (2) لكي تأخذ في الاعتبار هذه التكاليف، وهنا يصبح معدل العائد على السهم الممتاز (تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة) كما يلي:

¹ - bashier.org, 22:49, 11/6/2020.

² - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سبق ذكره. ص 419.

³ - المرجع نفسه، ص: 419.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 419.

$$K_p = \frac{D}{P_0(1-Z)} \text{ حيث:}$$

Z : هي نسبة نفقات أو تكاليف الإصدار.

ثالثاً: تكلفة الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدراً تمويلياً داخلياً للمؤسسة، وهي عبارة عن أرباح من المفترض توزيعها على المساهمين، ولكن نظراً لحاجة المؤسسة إلى إعادة استثمارها، فقد عملت على احتجازها، وبالطبع لن تستطيع المؤسسة احتجاز هذه الأرباح دون موافقة المساهمين، و أن المساهم لن يوافق على احتجازها، إلا إذا كان معدل العائد على الأموال المحتجزة مساوياً على الأقل للعائد، الذي يحصل عليه هؤلاء المساهمون في حالة أخذ أرباحهم، واستثمارها في مشروعات خارج المؤسسة، كما أنه يمكن النظر إلى تكلفة الأرباح المحتجزة على أنها مساوية لتكلفة الفرصة الناتجة من عدم توزيع الأرباح على المساهمين، وإذا لم يكن في استطاعته تحقيق عائد يساوي ذلك العائد الذي تحققه المؤسسات الأخرى في درجة المخاطرة نفسها، فإن المساهمين في هذه الحالة سوف يطالبون بتوزيع الأرباح بدلاً من احتجازها، ومن ثم استثمارها خارج المؤسسة.

من جهة أخرى إذا تم النظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها إصدار أو اكتتاب بالكامل لأسهم عادية إضافية، ففي هذه الحالة يمكن اعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة مساوية لتكلفة السهم العادي، ولكن بنظرة علمية يمكن القول بأن: تكلفة الأرباح المحتجزة قد تكون أقل من تكلفة التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية، خاصة إذا كانت الأرباح الموزعة تخضع لضريبة الدخل الشخصي، وأن السهم العادي قد يباع بأقل من سعره. إن احتجاز الأرباح في هذه الحالات يوفر على المنشأة نفقات الإصدار¹، ويمكن أن نعبر عن تكلفة الأرباح المحتجزة بهذه المعادلة²: $Kre = Ke(1 - T)(1 - Z)$ حيث:

Kre : التكلفة الفعلية للتمويل بالأرباح المحتجزة.

Ke : تكلفة الأموال بالسهم العادي.

T : معدل ضريبة دخل الأفراد.

Z : نسبة نفقات الإصدار أو عمولة الوساطة.

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 423-424.

² - المرجع نفسه، ص: 424.

رابعاً: تكلفة التمويل المقترض (القروض والسندات):

يمكن تعريف تكلفة الدين على أنها معدل العائد الذي تحققه المؤسسة على استثماراتها من أجل تحقيق معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين، ويتم حسابه عن طريق المحاولة والخطأ، وبنفس الطريقة التي تتبع في حساب معدل العائد الداخلي، المستخدم في تقييم المشروعات الاستثمارية، ففي حالة تكلفة الدين، فإننا نبحث عن معدل العائد الذي يساوي بين القيمة الحالية للمبالغ التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين، والقيمة الحالية للمبالغ التي تدفعها المؤسسة لهم في شكل فوائد سنوية زائد أصل الدين عند الاستحقاق¹، ويمكن التعبير عن تكلفة الدين بهذه المعادلة²:

$$P_0 = \frac{I_1}{(1+r)^n} + \frac{I_2}{(1+r)^n} + \dots + \frac{I_n}{(1+r)^n} + \frac{\beta_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة السوقية للدين التي تحصل عليه المنشأة.

I : قيمة الفائدة السنوية.

r : معدل الفائدة المطلوب من قبل المقرض (التكلفة الفعلية للقروض).

β : قيمة أصل القرض عند الاستحقاق.

n : عدد سنوات الاستحقاق (عمر الدين).

خامساً: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

بعد أن يتم تحديد تكلفة كل مصادر التمويل التي يتكون منها رأس المال، فإن المنشأة ستكون في وضع يسمح لها بحساب التكلفة الكلية للتمويل، وفي حقيقة الأمر فإن تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة، هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة بنسبة أو بوزن كل مصدر من مصادر التمويل، ويمكن الحصول على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، من خلال ترجيح تكلفة كل مصدر من مصادر رأس المال

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 413.

² - المرجع نفسه، ص: 413-414.

بنسبة ذلك المصدر من القيمة الإجمالية لهيكل رأس المال¹، ويمكن التعبير عن متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بالمعادلة التالية²:

$$K_e = \sum_s^n W_s \cdot K_s$$

حيث:

K_e : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

n : عدد مصادر التمويل ضمن هيكل رأس المال.

W_s : وزن أو نسبة مصدر التمويل (s) من مجموع قيمة رأس المال.

K_s : تكلفة مصدر التمويل (s).

تشير المعادلة إلى أنه بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، وبعد تحديد وزن كل مصدر أو نسبته، فإنه يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال عن طريق ضرب تكلفة كل مصدر في وزنه، ومن ثم جمع القيم المرجحة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال منها عوامل عامة وعوامل خاصة بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي، إضافة إلى بعض العوامل غير النظامية.

أولاً: العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزيدون المؤسسة بالأموال (ملاك دائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق اشباعات حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم، حيث يعتبر الجزء الأول من العائد تعويضاً للمستثمر عن عنصر الزمن؛ إذ أنه عائد يحصل

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 425.

² - المرجع نفسه، ص: 425.

عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر. أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، ويطلق عليه بدل المخاطرة¹.

ثانياً: العوامل الخاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل رضا للمخاطر من حملة الأسهم إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أنه لهم الأولوية في الحصول على استحقاقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة إفلاس يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر².

ثالثاً: العوامل غير النظامية:

تتمثل العوامل غير النظامية المؤثرة على تكلفة رأس المال فيما يلي³:

1. **هيكل التكاليف:** كلما كانت التكاليف الثابتة مرتفعة كلما كانت المؤسسة حساسة للظروف الاقتصادية ومن ثمة تكلفة رأسمالها مرتفعة
2. **الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية:** توجد هناك بعض القطاعات جد حساسة للظروف الاقتصادية، مثل قطاع النقل أين تكون تكلفة رأس المال مرتفعة على خلاف بعض القطاعات ذات الحساسية الضعيفة مثل قطاع صناعة الجبن الذي تكون به تكلفة رأس المال جد منخفضة.
3. **خصوصية النشاط:** نضرب هنا مثالا لقطاعين مختلفين؛ القطاع العقاري، وقطاع صناعة الطائرات؛ هذا الأخير يعتبر ذو مخاطر نظامية جد مرتفعة مقارنة بسابقه مما يدل على اختلاف تكلفة رأس المال.
4. **معدل نمو النتائج:** تعني زيادة النمو زيادة المخاطر من خلال زيادة الحساسية لمتغيرات السوق.

¹ - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، غنابة، 2008، ص ص: 84-85.

² - المرجع نفسه، ص: 86.

³ - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال:

يعد تحديد مكونات هيكل رأس المال وتأثير ذلك الهيكل على أداء وقيمة المؤسسة الاقتصادية، من بين الموضوعات التي لاقت اهتمام الباحثين والمفكرين الاقتصاديين. مما أدى إلى ظهور عدة نظريات لتفسير هيكل رأس المال، ومن خلال هذا العنصر سوف نذكر البعض من هذه النظريات.

المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية المفسرة لهيكل رأس المال:

تتمثل النظريات الكلاسيكية المفسرة لهيكل رأس المال في نظرية صافي الربح نظرية، صافي ربح العمليات، والنظرية التقليدية¹:

أولاً: نظرية صافي الربح:

يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير نسبة الاقتراض. فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية²، وتقوم هذه النظرية على الفروض التالية:

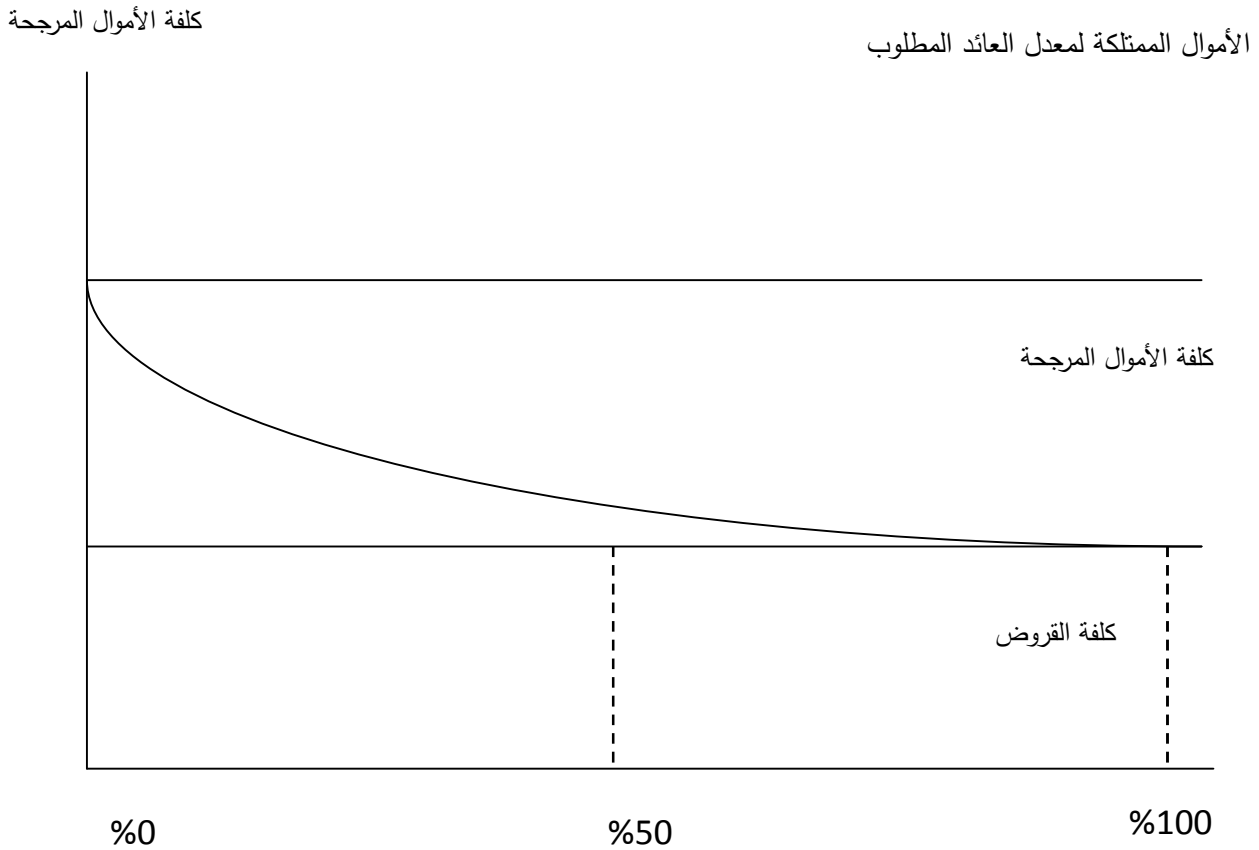
- إن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين (الملاك للمخاطر) ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك، ومعدل العائد على السندات والقروض، معدل الفائدة تظل ثابتة، ولا تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.
- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط؛ أي صافي الربح بعد الفائدة، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها، أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك، يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض؛ وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.
- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، 2004، ص: 761.

² - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000، ص: 635.

والشكل التالي يوضح العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح

الشكل رقم (1): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 786.

ثانياً: نظرية صافي ربح العمليات:

يؤكد مؤيدو هذه النظرية إلى أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في كلفة الأموال المرجحة، ولا في القيمة السوقية للمؤسسة، والتي تتحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للقروض. إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، ما يؤدي إلى طلبهم معدل عائد على استثماراتهم تعويضاً عن هذه المخاطرة. وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل كلفة التمويل الممتمك، لذلك فإن تكلفة التمويل الممتمك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، إن هذا الارتفاع في كلفة التمويل الممتمك يعوضه الانخفاض في كلفة التمويل المقترض، الأمر الذي يجعل كلفة الأموال المرجحة

ثابتة لا تتغير، والقيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير، تقوم هذه النظرية على مجموعة من الفروض وهي كالتالي:

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية.
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يضل ثابت لا يتغير أيضا.
- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات، يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية، التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، لأن معدل الفائدة على القروض ثابتة.
- لا توجد ضريبة على دخل للمؤسسة.

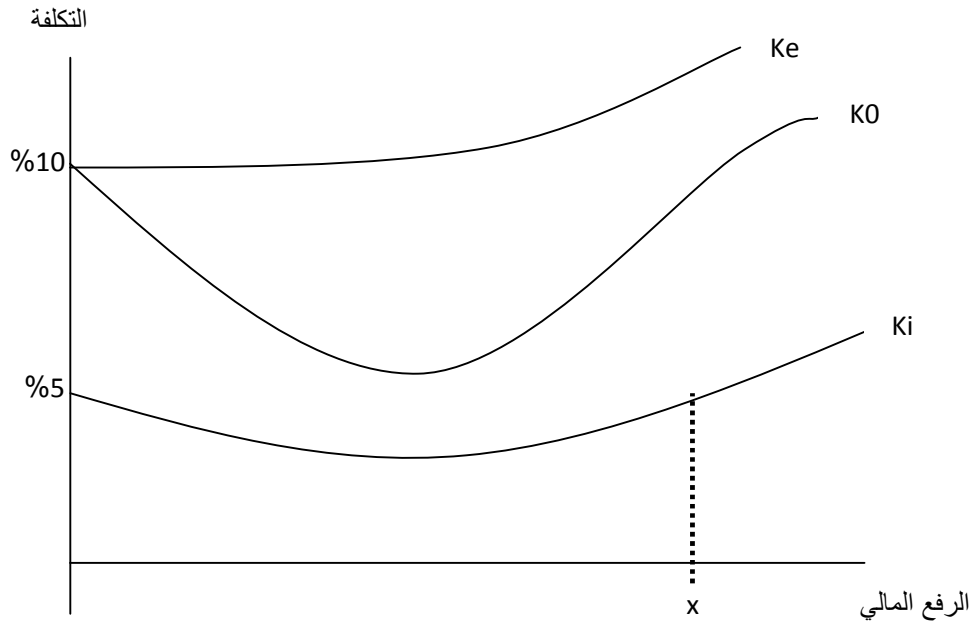
ثالثا: المدخل التقليدي:

يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسيطة بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح، وأسلوب صافي ربح العمليات. ووفقا لوجهة النظر التقليدية، فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض¹. تبعا لهذا المدخل فإنه يوجد هيكل أمثل لرأس المال، ويمكن للمؤسسة زيادة قيمتها من خلال زيادة الديون بصورة حكيمة²، ويمكن توضيح وجهة نظر هذا المدخل بمعاينة الشكل الآتي:

¹ - محمد صالح الحنوي، نهال فريد مصطفى جلال العبد، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003، ص: 355.

² - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ص: 451.

الشكل رقم (2): العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال وفق المدخل التقليدي.



المصدر: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 451.

في البداية ومع استخدام الديون تبدأ تكلفة حقوق الملكية في الارتفاع، ولكن هذا الارتفاع لا يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال، خاصة وأن تكلفة الديون لم ترتفع بعد، مما يعني أن الزيادة في تكلفة حقوق الملكية لم تعادل بعد المزايا التي تتمتع بها الديون، وهي انخفاض تكلفتها الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة رأس المال. ولكن بعد نقطة معينة تقضي الزيادة في تكلفة حقوق الملكية على الميزة الرئيسية لتكلفة الديون، وبالتالي يرتفع متوسط تكلفة رأس المال، ومما يساعد على ارتفاع تكلفة متوسط تكلفة رأس المال هو الارتفاع في تكلفة الديون بعد نقطة معينة. ويكون هيكل رأس المال الأمثل عند النقطة التي يكون متوسط تكلفة رأس المال عند الحد الأدنى x ، وعليه وفقا للمدخل التقليدي فإن تكلفة رأس المال غير مستقلة عن هيكل رأس المال، وأن هناك هيكل أمثل لرأس المال¹.

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 452.

المطلب الثاني: نظرية مدكلياني وميلر:

تعتبر هذه النظرية من أهم الانجازات التي قدمها كل من مدكلياني وميلر، وقد ظهرت نتيجة لعدم موافقتها على نتائج التحليل التقليدي، ما أنتج مجموعة من الأفكار والافتراضات والتي سنذكرها فيما يلي¹:

أولاً: في عدم وجود الضريبة:

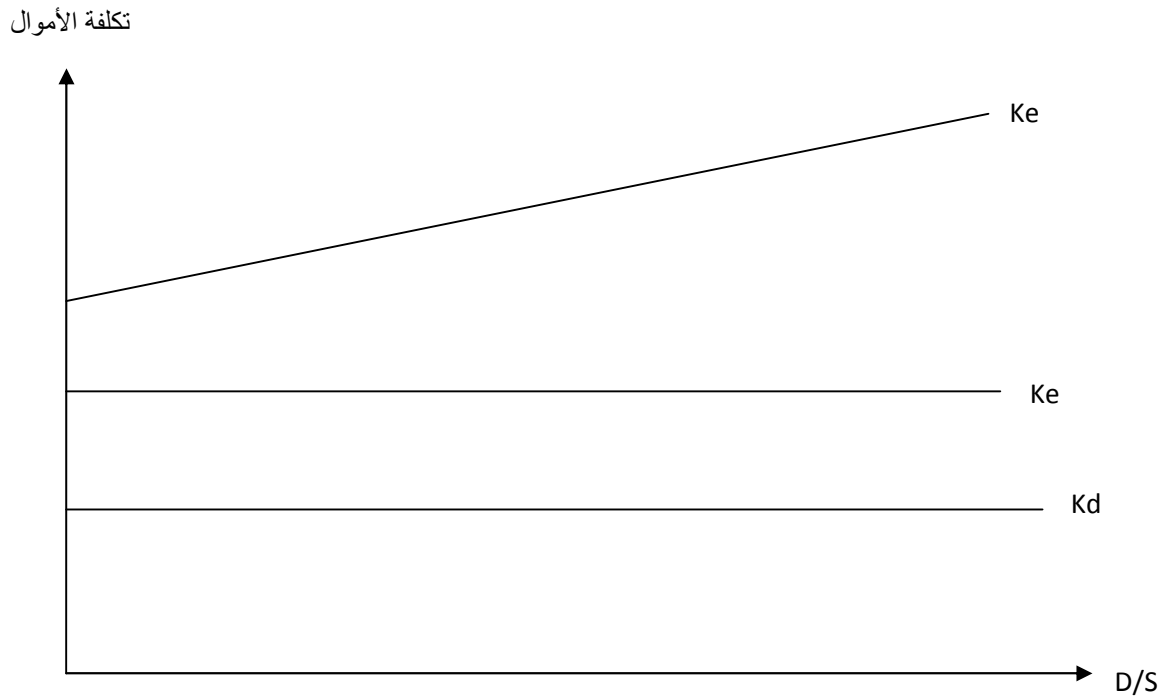
لقد قام مدكلياني وميلر بتقديم نموذجهما الأولي حول تفسير الهيكل المالي، وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958م، في محيط يتميز بغياب الضرائب على أرباح الشركات، وقد قام هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات أهمها:

- ✓ إتاحة المعلومات حول المؤسسات في السوق بشكل مجاني.
- ✓ حرية شراء المستثمر للأوراق المالية حسب رغبته.
- ✓ رشادة وعقلانية المستثمر.
- ✓ تصنيف المؤسسات على شكل مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها؛ بحيث كل مؤسسة في نفس المجموعة معرضة لنفس درجة المخاطر.
- ✓ ليس للديون مخاطر كما أنّ تكلفتها متماثلة لكل المساهمين.
- ✓ ثبات النتيجة قبل الضرائب والفوائد المقدرة في كل الفترات.

يقوم النموذج الأول الذي تم إعداده سنة 1958م على مجموعة من الافتراضات الأساسية، حيث أنّ المؤسسة تنشط في محيط يتميز بانعدام الضرائب، كما أن تتاح الحرية للمؤسسات من أجل اختيار مصدر التمويل؛ حيث يمكنها اللجوء إلى التمويل بالديون أو بواسطة الأموال الخاصة، وبدون وجود تكاليف الإصدار، كما لا توجد أي تكاليف مباشرة أو غير مباشرة للإفلاس؛ حيث تنشط المؤسسات في محيط يتميز بانعدام تكاليف للوكالة، حيث يعمل المسكرون على هدف أساسي يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين، والدائنون لا يقلقون من قيام المساهمين بتحديد المؤسسة من الثروة عند قرارات الاستثمار، التمويل.

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016م، ص:190.

الشكل رقم (3): الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب).



المصدر: محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، 190.

من خلال الشكل يمكن ملاحظة أن التكلفة الكلية لا تتجه نحو الانخفاض بلجوء المؤسسة إلى الإقراض وإحلالها محل حقوق الملكية، وإن بدت تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة، ويرجع ذلك إلى أنّ الاستدانة ذات تكلفة منخفضة من شأنه أن يزيد من مخاطر الأموال الخاصة، ويرجع ذلك إلى أن مقدار النقص في التكلفة بسبب الاستدانة؛ بحيث يبقى متوسط تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة كما هو دون تغيير.

نقد النظرية:

تعرض نموذج مدكلياني في ظل عدم وجود الضريبة إلى عدة انتقادات من بينها¹:

✓ انتقاد فرضية مجانية الأسواق المالية وكفاءتها، لأنه من غير الواقعي تحقيق عدم وجود أي تكاليف للتحويل، وتكاليف إصدار الأوراق المالية.

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 195.

✓ انتقاد فرضية أن المستثمر بإمكانه القيام بالرافعة المالية بدلا من المؤسسة، لأنه عندما تقترض المؤسسة وعلى افتراض عدم قدرتها على السداد، فإن ذلك يؤدي إلى إعلان إفلاسها، وفي هذه الحالة لا تمتد آثار الإفلاس إلى ثروة المساهمين. أما إذا قام المستثمر بنفسه بعملية الرافعة، ولم يتمكن من تسديد إلتزاماته يؤدي ذلك إلى إعلان عسره المالي؛ حيث تمتد آثاره إلى أمواله وممتلكاته.

✓ من الصعب قبول افتراض أن كل من المؤسسة والمستثمرين يكون لهما نفس القدرة على الاقتراض بنفس معدل الفائدة.

✓ من جهة أخرى تم انتقاده من خلال فرضية عدم وجود أي نوع من الضرائب، وهو افتراض غير واقعي.

ثانيا: في ظل وجود الضرائب:

في مقال نشره مدكلياني وميلر سنة 1963م، اعترفا بالدور المهم للمديونية في التمويل، نظرا لما تحققه من تخفيض في الضرائب، مستنتجين بذلك بأن الهيكل المالي الأمثل يتمثل في تعظيم الاستدانة، وبما أن التكاليف المالية هي تكاليف تدرج في جدول حساب النتائج، التي تخفض من المبلغ الخاضع للضريبة، ومن تم تحقق اقتصادا في الضرائب، الشيء الذي يحدث اختلافا في النتائج الجبائية لمؤسستين، إحداهما تعتمد فقط على الأموال الخاصة والأخرى تضيف إلى ذلك الأموال المفترضة¹.

1) محتوى نموذج MM بوجود الضرائب:

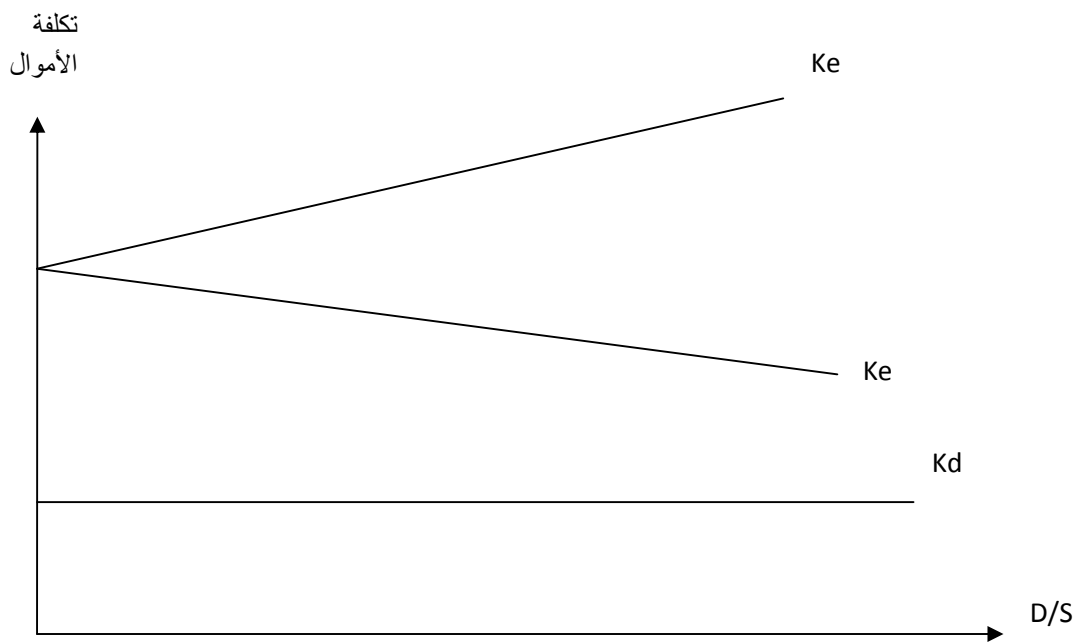
لقد انطلق مدكلياني وميلر في نموذجهما الثاني سنة 1963م في مقال تصحيحي بعنوان in *come taxes and the cost of capitale: a correction corporate*، حيث قام تحليلهما من أن فوائد الديون تعتبر من التكاليف التي يمكن خصمها من الربح الخاضع للضريبة، وبالتالي فإن قبول افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الأرباح، يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يشمل هيكلها المالي على قروض أن تحقق وفورات ضريبية، تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، ومن هنا يبينان على أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من ديون وأموال خاصة، سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد فقط على الأموال الخاصة في هيكلها المالي؛ حيث أن الفرق بينهما يتمثل أساس في قيمة

¹ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 195-196.

الفصل الأول: أساسيات هيكل رأس المال

الوفورات الضريبية. وبالتالي فإن النتيجة الأساسية التي توصل إليها مدكلياني وميلر، وهي أنّ القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة تتمثل في قيمة مؤسسة مشابهة كما، ولكنها لا تستخدم الديون مضافا إليها القيمة الحالية لاقتصاد الضريبة، الناتج عن إدراج التكاليف المالية في الأساس الخاضع للضريبة، وبالتالي فيجب على المؤسسة اللجوء إلى الاستدانة إلى أكبر قدر ممكن، ومن هذا المنطلق لا يرفض مدكلياني وميلر بأنه في حالة وجود ضريبة على أرباح المؤسسات، فإنّ القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة، لكنها لا تستعمل الديون في هيكلها بل تكتفي فقط على الأموال الخاصة، إلا أنّها يؤكدان على أنّ هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للموفورات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين¹.

الشكل رقم(4): الهيكل المالي في وجود الضريبة نموذج (MM).



المصدر: محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 198.

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 197.

المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال:

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال، حاولت تفسير سلوك هيكل رأس المال للشركة، ومن بين هذه النظريات نذكر: نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية التبادل، ومن الأسباب التي أدت إلى ظهور هذه النظريات نذكر¹:

- تكاليف الوكالة؛ حيث يقوم المقرض برقابة أنشطة الشركة.
- زيادة احتمالية الإفلاس نتيجة الالتزامات بالقروض.
- الكلفة المتعلقة بحصول المسيرين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة.

أولاً: نظرية الوكالة:

نتيجة تعارض المصالح بين الإدارة والمالكين من جانب، ومن جانب مع أصحاب المصالح في الشركة وفق مبدأ الاختيار العقلاني، الذي بموجبه يحاول كل طرف تعظيم منفعه الخاصة. فمن المتوقع أن تأتي عملية اختيار السياسة المالية للمؤسسة متأثرة بالأهداف الذاتية للإدارة، بغض النظر عما إذا كانت تلك الأهداف متوافقة أو غير متوافقة مع أهداف أصحاب مصالح آخرين، حتى لو كان ذلك على حساب التمثيل الصادق للأحداث، والعمليات من ناحية تقديم المعلومات.

لقد نشأت نظرية الوكالة كمحاولة لحل مشكلة تعارض المصالح؛ وذلك من خلال عد المؤسسة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة في المؤسسة، من شأنها الحد من سلوك الإدارة بتفضيل مصالح الشخصية على مصالح الأطراف الأخرى.

تعتمد نظرية الوكالة على العلاقات القانونية التعاقدية، التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الموكل/ الوكيل)؛ إذ يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل، وعلى ذلك فإنه يمكن النظر إلى المؤسسة على أنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة مثل: علاقة الإدارة بالمالكين، وعلاقة الإدارة بالعاملين، وعلاقة المساهمين بالمدقق الخارجي، وبذلك فإن علاقة الوكالة، هي بمثابة عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر لإنجاز أعمال معينة، يتضمن ذلك تحويل صلاحية اتخاذ بعض القرارات².

¹- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة - بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 38، ص: 68.

²- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

ثانياً: نظرية الإشارة:

قام بوضع هذه النظرية Ross عام 1977م، وضمت هذه النظرية بالأساس على ما يسمى عدم تماثل المعلومات (Asymmetric Information) ما بين المديرين الداخليين والمساهمين الخارجيين حول ظروف المؤسسة الحالية، وتحدث هذه النظرية عن ارتفاع حجم الرفع المالي للمؤسسة يستخدم من المديرين كإشارة إيجابية للمستثمرين الخارجيين، بأن المؤسسة ستحقق تدفقات نقدية وريحية عالية في المستقبل قابلة للوفاء بالالتزامات المالية¹.

ومن خلال نظرية الإشارة، وعلاقتها بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، والتي تعتبر أن القيمة الحقيقية للمؤسسة بمثابة معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين فقط، لهذا تعتبر هذه النظرية أن الهيكل التمويلي عبارة عن مرآة عاكسة لوضعيتها الحقيقية اتجاه المستثمرين؛ حيث أن المؤسسة التي تقدم على الاقتراض رغم الخطر المالي الناتج عنه، دليل واضح على أن هذه الأخيرة تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية وبدرجة ثقة مرتفعة².

ومن خلال ذلك نستنتج أن الإشارات المالية تلعب دور كبير في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات.

ثالثاً: نظرية التبادل:

يعود الأساس النظري لهذه النظرية إلى سنة 1963 عندما قدم Modigliani and Miller الإعفاء الضريبي للدين، والذي يجعل الدين أقل كلفة من التمويل بالأسهم، وهو ما يجعل قيمة المؤسسة تزداد بازدياد حجم الدين المستخدم في التمويل، ويعود السبب إلى ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخصم من أرباح المؤسسة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة هذه المؤسسة المقترضة تعظم عندما تعتمد كلياً على التمويل بالديون. وتعتمد نظرية التبادل على: نظرية الدرع الضريبي، ونظرية تكاليف الإفلاس، ونظرية تكاليف الوكالة في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة المؤسسة، وتهدف إلى

¹- أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار -دراسة لعينة من المؤسسات-، مذكرة دكتوراه، شعبة علوم مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1 الحاج لخضر، 2018/2019، ص: 91.

²- دعاء خلقي خنفي، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، جامعة الخليل، 2017، ص ص: 17-18.

الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه باستخدام أموال الافتراض. وحسب النظرية فإن المؤسسة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بتمويل المؤسسة¹.

رابعاً: فرضية عدم تماثل المعلومات:

يرى كل من Majluf و Mayers أن المؤسسات تصمم هيكل رأس مالها للتعويض عن القصور في قراراتها الاستثمارية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات؛ حيث يعد عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والسوق، هو أساس بناء هذه الفرضية، فإذا كان للإدارة معلومات غير متوفرة في السوق والمستثمرون، فيشغل المديرون هذه المعلومات لمصلحتهم، وبذلك تتخلى المؤسسة عن إصدار الأسهم لارتفاع تكاليف التمويل، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة في السوق، فتلجأ المؤسسة للدين لما يحققه من منافع ضريبية تزيد من قيمة المؤسسة². وبذلك فإن عدم تماثل المعلومات للمستثمرين يؤدي إلى عدم تجانس التوقعات لدى البائعين والمستثمرين.

¹ - دعاء خلقي خنفي، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

² - عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل رأس مال الشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016)، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 4، العدد 2، جامعة فلسطين الأهلية، بيت لحم، 2018، ص: 217.

خلاصة الفصل:

يتطلب نشاط المؤسسة الاقتصادية استخدام تشكيلة من مصادر التمويل، والتي تدعى هيكل رأس المال أو الهيكل المالي؛ حيث وضحنا الاختلاف بين هذين الأخيرين، كما تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مكونات هيكل رأس المال، والذي يتكون من مصادر تمويل خارجية متمثلة في: مصادر التمويل الممتلك، ومصادر التمويل المقترض، بالإضافة إلى مصادر تمويل داخلية والمتمثلة في: الأرباح المحتجزة، الاحتياطات، الإهلاكات.

ولكل مصدر تمويلي من هذه المصادر تكلفة تختلف عن مصدر التمويل الآخر ولذلك فإن تكلفة التمويل تعد من المعايير المهمة للحكم على فاعلية مصادر التمويل كما أنها تعد الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمارات فكلما انخفضت هذه التكلفة كلما أثر ذلك على قيمة المؤسسة بالإيجاب هذا واختلف الباحثون الماليون حول التشكيلة المثلى لهيكل رأس المال مما أدى إلى ظهور عدة نظريات وفرضيات لتفسير هيكل رأس المال منها النظريات الكلاسيكية ونظرية صافي الربح ونظرية صافي ربح العمليات والانتقادات التي وجهت لهذه الأخيرة ظهرت نظرية مدكلياني وميلر كما ظهرت النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال المتكونة من العديد من النظريات مثل نظرية الوكالة نظرية الإشارة التبادل وفرضية عدم تماثل المعلومات وكل هذه النظريات جاءت لتقترح هيكل رأس المال أمثل.

الفصل الثاني

علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي.

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي.

المبحث الثالث: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

تمهيد:

يحتل الأداء المالي مكانة هامة داخل المؤسسات؛ حيث يلعب دورا مهما في قياس أداء المؤسسات وكفاءتها في استخدام مواردها، وذلك من خلال المؤشرات التي تدل على صحة المركز المالي لتلك الشركة.

سنقوم في هذا الفصل بالاطلاع على الجانب النظري لمجموعة من المؤشرات المالية، والنسب المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي كأداة تستند عليها الإدارة المالية في اتخاذ قرارات مناسبة بشأن مدى فاعلية تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وكذلك وضع الخطط المستقبلية.

المبحث الأول: الإطار النظري للأداء المالي:

يمكن النظر إلى الأداء المالي على أنه صورة حية تعكس نتيجة ومستوى قدرة المؤسسة على استغلال مواردها وقابليتها على تحقيق أهدافها الموضوعية من خلال أنشطتها المختلفة، ويعتبر الأداء المالي نوع من أنواع الأداء، وهو المعيار الذي يقيس نجاح أو فشل المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي:

قبل التطرق إلى مفهوم الأداء المالي نتناول بداية تعريف الأداء بصفة عامة. يعرف الأداء بأنه: "مخرجات الأنشطة والأحداث التي تشكل داخل المؤسسة"¹.

كما يمكن تعريفه بأنه: "الكيفية التي يؤدي بها العاملون مهامهم أثناء العمليات الإنتاجية، والعمليات المرافقة لها باستخدام وسائل الإنتاج المتاحة، لتوفير مستلزمات الإنتاج، وإجراء التحويلات الكمية والكيفية المناسبة لطبيعة العملية الإنتاجية عليها، ولتخزينها وتسويقها طبقا للبرنامج المسطر، والأهداف الإنتاجية خلال الفترة الزمنية المدروسة"². ويعرف أيضا بأنه: "الأداء مركز ذو مسؤولية ما يعني الفعالية والإنتاجية التي يبلغ بهما هذا المركز الأهداف التي قبلها، الفعالية تحدد في أن مستوى تتحقق فيها الأهداف، الإنتاجية تقارن النتائج المتحصل عليها بالوسائل المستخدمة في ذلك"³.

بعد توضيحنا لمفهوم الأداء الشامل، سننتقل إلى مفهوم الأداء المالي؛ يمكن تعريفه بأنه: "مدى نجاح المؤسسة في استغلالها كل الموارد المتاحة لديها موارد مادية ومعنوية أفضل استغلال، وتحقيق الأهداف المسطرة من طرف الإدارة"⁴. ويتعريف آخر: "الأداء المالي يعتبر إستراتيجية مهمة، يمكن للمدراء

¹ - محي الدين القطب، الخيار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار حامد، الأردن، 2012م، ص: 44.

² - عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية (مفهوم وتقييم)، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الأول، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001م، ص: 86.

³ - adbelatif khemakhem, la dynamique de contrôle de gestion, domod, 2ed, paris, 1976, p: 10.

⁴ - وهيبة رمضان محمد حسين، إبراهيم فضل المولى البشير، أثر استراتيجيه التمييز في الأداء المالي للمصارف التجارية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 16، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2014م، ص: 112.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي في المؤسسة، فضلا عن ما يؤشره من نقاط قوة وضعف داخلية¹.

أما أهمية دراسة الأداء المالي، فإنها تتبع من خلال الآتي²:

- متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته.
- متابعة ومعرفة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة.
- المساعدة في إجراء عملية التحليل، و المقارنة، وتقييم البيانات المالية.
- المساعدة في فهم التفاعل بين البيانات المالية.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي:

هناك عدة عوامل مؤثرة على الأداء المالي من الناحية المالية وتتلخص هذه العوامل في³:

- 1- **الهيكل التنظيمي:** هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالمؤسسات وأعمالها، ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء المؤسسات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال، والنشاطات التي ينبغي القيام بها، ومن ثمة تخصيص الموارد لها، بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في المؤسسات، والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات، التي تسهل لإدارة المؤسسات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية.
- 2- **المناخ التنظيمي:** هو وضوح التنظيم وكيفية اتخاذ القرارات، وأسلوب الإدارة، وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، ويقصد بوضوح التنظيم إدراك العاملين لمهام المؤسسة وأهدافها، وعملياتها ونشاطاتها، مع ارتباطها بالأداء، وأما اتخاذ القرار، هو أخذ بطريقة عقلانية وتقييمها، ومدى ملائمة المعلومات لاتخاذها، وأسلوب الإدارة في تشجيع العاملين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، أما توجيه الأداء من مدى تأكد العامل من أدائه، وتحقيق مستويات عليا من الأداء؛ حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة ايجابية، وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة للأداء، والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال المؤسسات.
- 3- **التكنولوجيا:** على المؤسسات تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها، والمنسجمة مع أهدافها؛ وذلك بسبب أنّ التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات، والتي لا بد لهذه

¹ وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2009م، ص: 43.

² فلاح حسن عداي الحسين، مؤيد عبد الرحمن عبد الله الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2006م، ص: 248.

³ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الأردن، 2010، ص: 51-84.

المؤسسات من التكيف على شمولية الأداء، لأنها تعطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية، وخفض التكاليف، والمخاطرة، والتوزيع، بالإضافة إلى زيادة الأرباح، والحصة السوقية.

4- **حجم المؤسسة:** يعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات، فقد يشكل الحجم عائقاً لأدائها؛ حيث أن زيادة الحجم فإن عملية إدارة المؤسسة تصبح أكثر تعقيداً، ومنه يصبح أداءها أقل فاعلية، كما أثبتت دراسات أخرى، أنه كلما زاد حجم المؤسسة، فهذا دليل على أدائها المالي الجيد، وقدرتها على التوسع والتطور.

المطلب الثالث: ماهية تقييم الأداء المالي:

يحتل تقييم الأداء المالي مكانة بالغة الأهمية في غالبية الاقتصاديات؛ حيث ركزت عليه الكثير من الدراسات، والأبحاث المحاسبية والإدارية؛ حيث يعد تقييم الأداء المالي أحد العناصر الأساسية للعملية الإدارية؛ حيث يوفر للإدارة معلومات وبيانات، تستخدم في قياس مدى تحقيق أهداف المؤسسة، والتعرف على اتجاهات الأداء فيها.

1. تعريف تقييم الأداء المالي:

يعرف تقييم الأداء المالي على أنه: "تحليل نتائج أعمال المؤسسة بهدف كشف مواطن الخلل والانحراف، وبيان أسبابها تمهيداً لاتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيحها"¹. ويعرف أيضاً أنه: "دراسات وبحوث تستهدف الوقوف على العلاقات التي تربط بين الموارد المتاحة وبين كفاءة استخدامها من قبل الوحدة الاقتصادية، وكيفية تطوير هذه العلاقات خلال مدة زمنية معينة عن طريق مقارنة ما تحقق فعلاً مع معايير محددة مسبقاً"².

ولتقييم الأداء المالي عدة أهداف نذكر من بينها³:

- معرفة مستوى انجاز المؤسسة للوظائف المكلفة بأدائها مقارنة بتلك الوظائف المدرجة في خطتها.
- الكشف عن أماكن الخلل والضعف في نشاط الشركة، وإجراء تحليل شامل لها، وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها، وإرشاد المنفذين إلى وسائل مجابتهها مستقبلاً.
- تحديد مسؤولية كل مركز، أو قسم في المؤسسة عن مواطن الخلل، والضعف في النشاط الذي يضطلع به، وذلك من خلال قياس إنتاجية كل قسم من أقسام العملية الإنتاجية، وتحديد إنجازاتها سلباً أو إيجاباً، الأمر الذي من شأنه خلق منافسة بين الأقسام العملية اتجاه رفع مستوى أداء المؤسسة.

¹ معوج بلال، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2017، ص: 62.

² - فلاح حسن عراي الحسيني، مؤيد عبد الرحمن عبد الله الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 232.

³ - معوج بلال، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 64-65.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة، تحقق عائداً أكبر بتكاليف أقل وبنوعية أجود.

2. خطوات تقييم الأداء المالي:

تمر عملية تقييم الأداء المالي بعدة خطوات والمتمثلة فيما يلي¹:

- الحصول على مجموعة من القوائم والتقارير المالية السنوية، المتعلقة بأداء المؤسسات خلال فترة زمنية معينة.
- احتساب مقاييس مختلفة، لتقييم الأداء مثل: نسب الربحية، والسيولة، والنشاط، وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية، التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحراف والفروق، ومواطن ضعف الأداء المتوقع، أو مقارنته بأداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع.
- وضع التوصيات الملائمة، معتمدين بذلك على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق، وأثرها على المؤسسات للتعامل معها ومعالجتها.

¹ - بن عمر عبد العلي، دور نظام المعلومات المحاسبية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، 2017، ص ص: 71-72.

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي:

تعد المؤشرات المالية من أهم الأسس التي تقوم عليها عملية تقييم الأداء المالي، فنجاح عملية التقييم يعتمد بدرجة كبيرة على دقة وملائمة المؤشرات المالية؛ حيث تسمح هذه المؤشرات بإعطاء قراءة صحيحة للوضع المالية، وبالتالي تمنح مجالاً واسعاً للأطراف المعنية باتخاذ القرارات المناسبة للمؤسسة.

المطلب الأول: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي:

تتمثل المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي في النسب المالية؛ حيث تتاح أمام الإدارة المالية أعداد كبيرة من النسب المالية تختلف باختلاف أغراض المحللين الماليين للمؤسسة، لذلك يجب على المحلل المالي اختبار النسب المالية التي تخدم أهدافه.

أولاً: النسب المالية:

تعتبر النسب المالية إحدى طرق قياس الأداء المالي الأكثر شيوعاً بسبب سهولة تطبيقها، وتعدد الأغراض التي تحققها.

1. تعريف النسب المالية:

تعرف النسب المالية بأنها: "المعامل الناتج بين تغييرين رياضيين، أو أنها العلاقة بين متغيرين أحدهما البسط والآخر المقام، وهي تستخدم كمؤشر لتقييم الموقف المالي وكفاءة أداء المؤسسة، وتسير النسب المالية إلى العلاقة بين بندين أو رقمين من البنود المالية المرجوة في الحسابات الختامية أو غيرها، وقد تكون هذه العلاقة بين أكثر بند بحيث يجب أن تكون هذه العلاقة ذات معنى ودلالة ومعقولة"¹.

وتعرف أيضاً بأنها: "أدوات تزود مستخدميها بمشاهدات أولية للأوضاع القائمة، وبالتالي تعتبر النسب المالية إحدى نقاط البدء للتحليل وليس النهاية"².

2. أهمية النسب المالية:

تتمثل أهمية النسب المالية فيما يلي³:

- تحديد مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات الجارية.
- قياس درجة نمو المؤسسة والكشف عن مواطن الضعف والقوة.
- توفير البيانات والمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإعداد الموازنات التقديرية.

¹ - عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن، 2013، ص: 169.
² - توفيق سميح محمد الأغوات، دور المؤشرات المالية في تقديم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، كلية العلوم الإدارية والمالية، قسم المحاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2015/2014، ص: 18.
³ - المرجع نفسه، ص: 19.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

- قياس الفعالية الكلية للمؤسسة ومستوى أدائها.
- قياس الفعالية التي تحصل عليها المنشأة باستغلالها لمختلف موجوداتها لتحقيق الربحية.

3. أنواع النسب المالية:

إن عدد النسب المالية التي يمكن استنباطها لا نهائي، ولكن هناك عدد من النسب الأساسية التي تستخدم عادة وتقع في عدة فئات:

1.3. نسب السيولة:

تلجأ الإدارة المالية إلى نسب السيولة للحكم على مدى قدرتها في تسديد ما عليها من التزامات مستحقة في تواريخ استحقاقها، ومن أهم هذه النسب¹:

• نسبة السيولة العامة:

تبين هذه النسبة مدى تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل ومن المفروض أن تكون سيولة المؤسسة كبيرة كلما ارتفعت هذه النسب، وتكتب النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} = \text{نسبة السيولة العامة}$$

• نسبة السيولة المنخفضة:

والتي تحسب كما يلي:

$$\frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} = \text{نسبة السيولة المنخفضة}$$

نسبة السيولة المنخفضة تأخذ بعين الاعتبار مختلف الأصول المتداولة واستحقاق الديون قصيرة الأجل؛ حيث تم استبعاد المخزن في هذه النسبة باعتباره العنصر الأقل سيولة بالإضافة إلى كونه يمثل أكبر حصة من الأصول المتداولة، وبالتالي فهو يحتاج لمدة أكبر ليتحول إلى نقدية.

¹ - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، ص ص: 37-39.

• نسبة السيولة الجاهزة:

توضح هذه النسبة مقدار النقدية المتاحة لدى المؤسسة في وقت معين لمقابلة الالتزامات قصيرة الأجل، ونقيس السيولة دون اعتبار الذمم أو المخزن وتكتب كما يلي:

$$\frac{\text{النقدية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}} = \text{نسبة السيولة الجاهزة}$$

• نسبة المخزون إلى رأس المال العامل:

وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\frac{\text{المخزون}}{\text{الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل}} = \text{نسبة المخزون إلى رأس المال العامل}$$

تظهر هذه النسبة الجزء من صافي الأصول المتداولة الذي يتمثل في المخزون السلعي، والغرض من إيجاد هذه العلاقة هو الإشارة إلى الخسارة المحتملة للمؤسسة نتيجة الانخفاض في قيمة المخزون ومن هنا فإن انخفاض هذه النسبة يعتبر في صالح المؤسسة.

2.3. نسب النشاط:

ويطلق عليها أحيانا (نسب الدوران أو الحركة) أو (نسب إدارة الموجودات)؛ لأنها توضح السرعة التي تخول بها الموجودات إلى مبيعات، ولذلك فهي توضح العلاقة بين المبيعات وبنود الموجودات المختلفة بغرض وجود توازن بها. والهدف من استخدام هذه النسب هو معرفة ما إذا كان المبلغ الإجمالي لكل نوع من أنواع الموجودات منخفضا أو عاليا أو مقبولا من حيث المستويات التشغيلية الحالية والمتوقعة¹.

• معدل دوران المخزون: يتمثل في العلاقة التالي²:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{متوسط المخزون}}{\text{المشتريات السنوية}} * 360 \text{ يوم}$$

¹ - عيد الله عيد الله السنفي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

² - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص ص: 49-50.

- تمثل المدة المتوسطة التي يمكنها مخزون الموارد واللوازم في المخزن، وهي المدة المتوسطة التي تفصل تاريخ الدخول إلى المخزن عن تاريخ الدخول إلى ورشة التحويل.
- **معدل دوران الأصول الثابتة:** تتمثل العلاقة فيما يلي¹:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تقيس نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة معدل دوران الأصول الرأسمالية.

- **معدل دوران الأصول المتداولة:** يتمثل في العلاقة التالية²:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{مجموع الأصول المتداولة}}$$

تعكس هذه النسبة كفاءة المؤسسة في إدارة الأصول المتداولة والحصول على المبيعات.

- **مدة التحصيل من الزبائن:** تتمثل العلاقة فيما يلي³:

$$\text{مدة التحصيل من الزبائن} = \frac{(\text{الزبائن} + \text{أوراق القبض})}{\text{رقم الأعمال السنوي}} * 360 \text{ يوم}$$

تمثل المدة المتوسطة لبيع الأجل، أو متوسط مدة تحصيل الزبائن القبض.

- **مدة التسديد من الموردين:** تتمثل في العلاقة التالية⁴:

$$\text{مدة التسديد من الموردين} = \frac{(\text{الموردون} + \text{أوراق القبض})}{\text{المشتريات السنوية}} * 360 \text{ يوم}$$

تمثل المدة المتوسطة لشراء الأجل، أو المدة المتوسطة التي تملكها المؤسسة للوفاء بالتزاماتها اتجاه الموردين.

¹ - جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، ص ص: 117-118.

² - عيد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

³ - مبارك لسوس، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 51.

3.3. نسب المردودية:

المردودية تعرف بالعلاقة بين النتيجة المحصلة والإمكانات المتاحة للمؤسسة، إن الهدف من وراء إنشاء أي مؤسسة هو تحقيق أرباح صافية عن طريق الأموال المستثمرة عند تأسيس هذه المؤسسة، الأمر الذي يسمح بتطويرها ورفاهية الأطراف المستثمرة بها، المردودية عامل أساسي لتسيير أي مؤسسة، وتقاس عن طريق مجموعة من المؤشرات الاقتصادية وهي مؤشر المردودية الاقتصادية ومؤشر المردودية المالية¹.

- **المردودية الاقتصادية:** وتحسب المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية²:

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

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

- **المردودية المالية:** وتسمى أيضا مردودية الأموال الخاصة وتكتب كما يلي³:

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

حيث تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتيجة صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، يمكن بقراءة معمقة، تعريف المردودية المالية بأنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معدوم.

¹ - بوظغان حنان، تحليل المردودية المالية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة للشركة الوطنية للبيبتوكمياء E.M.I.P، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص: 62
² - إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص: 267.
³ - المرجع نفسه، ص: 268.

4.3. نسب المديونية:

نسب المديونية تعتبر مؤشرا هاما يعتمد عليه المقرضون في الأجل الطويل في تقييم قدرة المؤسسة على تسديد القروض والفوائد المترتبة عليها، وفي تقرير سعر الفائدة على القروض الذي يتناسب مع مستوى المخاطرة¹.

• **نسبة التمويل الدائم:** وتتمثل في العلاقة التالية²:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة الصافية}} * 100\%$$

تشير هذه النسب إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فإذا كانت النسبة أقل من 100% فإن رأس المال العامل يكون سالب. فهذا يدل على أن جزء من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل.

• **نسبة التمويل الخاص:** وتكتب نسبة التمويل الخاص كما يلي³:

$$\text{نسبة التمويل الخاص} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}} * 100\%$$

وتعني مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة.

• **نسبة التمويل الخارجي:** تتمثل في العلاقة التالية⁴:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}} * 100\%$$

وتسمى نسبة القدرة على الوفاء، تبين هذه النسبة مستوى تغطية موجودات المؤسسة بأموال خارجية. وهي مقارنة موجودات المؤسسة والمتمثلة في المتمثلة في الأصول بمجموع الديون.

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

² - مبارك لسوس، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

³ - المرجع نفسه، ص: 46.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 46.

• نسبة الاستقلالية المالية: وتحسب كما يلي¹:

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

تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة.

• نسبة تغطية المصاريف المالية: وتكتب العلاقة كما يلي²:

$$\frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{رقم الأعمال السنوي الصافي}} = \text{نسبة تغطية المصاريف المالية}$$

وتبين لنا هذه النسبة درجة تغطية رقم الأعمال السنوي الصافي للمصاريف المالية للمؤسسة، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك في صالح المؤسسة.

4. محددات النسب المالية:

على الرغم من شيوع استخدام النسب المالية في التحليل المالي، إلا أن استخدامها يعترضه العديد من المشاكل. وتتمثل هذه المشاكل فيما يلي³:

- ♦ صعوبة الحكم على أداء المؤسسة باستخدام النسبة بحد ذاتها دون مقارنتها بنسبة معيارية.
- ♦ صعوبة الحكم على ما إذا كانت النسبة جيدة أم سيئة، فارتفاع نسب السيولة مثلا قد يعني ارتفاع سيولة المؤسسة وهذا جيد.
- ♦ صعوبة الحكم على أداء المؤسسة بشكل عام من استخدام النسب، فقد تكون بعض النسب جيدة وبعض النسب الأخرى سيئة، مما يجعل من الصعب الحكم على أداء المؤسسة وهل جيد أم غير ذلك.
- ♦ اختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة من المؤسسات المختلفة في إعداد القوائم المالية يجعل المقارنة بين هذه المؤسسات صعبة.
- ♦ إمكانية لجوء بعض المؤسسات إلى استخدام بعض الأساليب التي تظهر النسب على غير حقيقتها.

¹ - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

² - المرجع نفسه، ص: 42.

³ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

المطلب الثاني: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي:

من بين أهم المؤشرات الحديثة التي أثارت اهتمامات المسيرين والتي تستعمل في قياس الأداء المالي نجد مؤشر القيمة المضافة الذي لقي قبولا وانتشارا واسعا في كثير من المؤسسات الدولية وبالإضافة إلى مؤشر القيمة السوقية المضافة.

أولا: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة:

عرفت بأنها: "الهامش الذي ينتج الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة، وتكلفة المواد المالية التي استخدمتها"¹.

عموما تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة لتسيير كما أنها طريقة للتحفيز، بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز وكونه طريقة لتسيير، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يقوم استخدامه في تقييم استراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية.

كما أنه مؤشر جيد لربط الأداء بإحداث القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، كما أن الكلفة الضمنية لرأس المال المستثمر تمثل الحد الأدنى المقبول لعدل العائد والذي بدوره يمثل كلفة الاستثمار وبالتالي حساب

$$EVA = NOPAT - (WACC * capital\ invested)$$

¹ - شعبان محمد عقيل شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ص: 64.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

هذه التكلفة الضمنية سوف يؤدي إلى مقياس أشمل للأداء¹.

ويتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفقاً للعلاقة التالية²:

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

NOPAT: صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة والتي تقابلها نتيجة الاستغلال بعد الضريبة (قبل احتساب المصاريف المالية)

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والتي تحسب انطلاقاً من الهيكل المالي (بين الديون ورأس المال) وفقاً للعلاقة التالية:

$$WACC = \left(\frac{D}{D + E} \right) Kd (1 - T) + \left(\frac{E}{D + E} \right) Ke$$

حيث:

D: القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل ذات الفائدة

E: القيمة الدفترية الإجمالية لحقوق الملكية

T: نسبة الضريبة على الدخل

Kd: تكلفة التمويل بالقروض

Ke: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين

capital invested: رأس المال المستثمر.

ونلاحظ أن الزيادة في القيمة الاقتصادية المضافة *EVA* يمكن أن تنشأ من أحد العوامل التالي³:

- زيادة معدل العائد بنفس مستوى رأس المال المستخدم، وهذا يعني تحقيق أرباح دون استخدام أي رأس مال إضافي.

- رأس مال إضافي يتم استثماره في عمليات المؤسسة ويحقق عوائد أكبر من تكاليف رأس المال.

¹ شياح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، 2014/3013. ص: 99.

² المرجع نفسه، ص: 101.

³ شياح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

- تصفية الأنشطة التي تحقق عوائد تقل عن تكلفة رأس المال.
- 2. أهمية القيمة الاقتصادية المضافة: كمن أهمية القيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي¹:
 - يوضح هذا المعيار التحسن المستمر والفعلي في ثروة الملاك.
 - مقياس حقيقي للأداء المالي والإداري.
 - معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل.
 - مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق.
 - وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم العادية.
 - أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة
 - أداة للتقسيم الشامل لعملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية
- 3. الايجابيات والانتقادات الموجبة للقيمة الاقتصادية المضافة:
 - للقيمة الاقتصادية المضافة إيجابيات كما أنها لا تخلو من عيوب، وفيما يلي سيتم ذكر بعض الايجابيات والانتقادات.

1.3. الايجابيات: يمكن تلخيصها فيما يلي²:

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر.
- تعترف بصورة واضحة بتكلفة رأس المال المستثمر سواء المملوك أو المقترض.
- ترتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك المؤسسة.
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة الأسهم والمؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح اقتصادي يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة تحقق مصلحة القسم والمؤسسة ككل. بينما الاقتراحات الاقتصادية ذات القيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة ككل، وذلك على العكس من بعض المقاييس المالية الأخرى كالعائد على الاستثمار والذي قد يؤدي خلق نوع من التعارض بين مصلحة القسم والمؤسسة ككل.

¹ شياح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، ص: 101.

² المرجع نفسه، ص: 101.

2.3. الانتقادات الموجهة للقيمة الاقتصادية المضافة:

بالرغم من الأهمية والمكانة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وما يقدمه من منافع إلا أنه واجه العديد من الانتقادات أهمها¹:

- أن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الربحية فقط للأجل القصير وبالتالي فإنه يجب تدعيمها بمؤشرات أخرى إضافية تقيس مستوى الجودة، درجة مرونة العمليات الإنتاجية، كفاءة عمليات التشغيل والتصنيع.
- أن مدخل القيمة الاقتصادية المضافة يتركز على البيانات التاريخية والمعطيات الماضية في قياس كفاءة أداء الإدارة دون أن يكون له دور بارز في رصد النتائج المتوقعة.
- أن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الأداء في الأجل القصير كما أسلفنا إذ تقيس رأس المال على أساس التكلفة التاريخية للأصول المشتراة منذ سنوات طويلة وتعد تكلفة الشراء في هذه الحالة تكلفة غارقة وغير ملائمة لاتخاذ أي قرار.

ثانياً: القيمة السوقية المضافة:

1. تعريف مؤشر القيمة السوقية المضافة:

وعبارة عن معيار لتقييم القيمة للأسهم حيث تعتمد على القيمة الاقتصادية المستقبلية بشكل مباشر حيث تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة، ورأس مال المستثمر من قبل المالكين والمقترضين، في حين يمكن اعتبارها الفرق بين القيمة السوقية للأسهم المؤسسة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين.

وتعتبر القيمة السوقية المضافة وفقاً للمؤسسة المسوقة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين، ولذلك فإنها معيار قياس أداء جيد للمؤسسات الناجحة يكمن في تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة كونها مقياس جوهري يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين².

2. العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة:

هناك عدة عوامل تؤثر على القيمة السوقية المضافة وهي كالتالي³:

- معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر، ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لابد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق رأس المال المستثمر.

¹ شعبان محمد عقيل شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

² معوج بلال، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 104-105.

³ المرجع نفسه، ص: 105.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

- إنتاجية الدينار المستثمر؛ حيث كلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة، خاصة في ظل انخفاض أو ثبات كلفة رأس المال.

- الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب بخلق ثروة إضافية للمساهمين.

3. حساب مؤشر القيمة السوقية المضافة:

وتحسب بالطريقة التالية¹:

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث:

MVA : القيمة السوقية المضافة.

MVE : القيمة السوقية لأسهم الشركة.

BVE : القيمة الدفترية لحقوق المالكين كما تظهر في الميزانية العمومية للمؤسسة.

يفترض ثبات القيمة للديون طويلة الأجل؛ حيث تكون مساوية لقيمتها الدفترية، ولهذا تعتبر القيمة السوقية مساوية للفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركات، والقيمة الدفترية لحقوق المالكين².

نستنتج مما سبق مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة؛ حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة تشكل نمطا لتقييم الأداء الداخلي بينما معيار القيمة السوقية المضافة يعرض لتقييم الأداء الخارجي.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

هناك عدة مؤشرات للتوازن المالي تستخدم في تقييم الأداء المالي؛ حيث يعتبر التوازن المالي من الأهداف الأساسية لأي مؤسسة اقتصادية ومن بين هته المؤشرات نجد:

أولاً: رأس المال العامل BFR :

1. مفهوم رأس المال العامل وأهميته:

يعرف البعض رأس المال العامل كالتالي: "رأس المال العامل المالي هو فائض الأموال الدائمة التي تمول جزء من الأصول المتداولة الأقل من سنة"³. وتتمثل أهمية رأس المال العامل في الأمان الذي يوفره

¹ معوج بلال، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

² المرجع نفسه، ص: 105.

³ عادل عشي، الأداء قياس وتقييم دراسة المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مؤسسة صناعة الكوالب ببسكرة، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001/2002، ص: 49.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

للمؤسسة نحو هامش أمان يمكن المؤسسة من مواجهة المخاطر التي يمكن أن تحدثها بعض عناصر الميزانية. وتتمثل هذه المخاطر في¹:

الخطر الأول: يتمثل في إمكانية انخفاض أو ثبات دوران بعض عناصر الأصول المتداولة وانخفاض حجم المبيعات الذي يترتب عليه طول مدة تصريف المخزونات تأخر تسديد العملاء ما عليهم من التزامات أو طلبهم تمديد مدة التسديد...

الخطر الثاني: يتمثل في الخسائر التي يمكن أن تلحق ببعض عناصر الأصول المتداولة كعدم تسديد بعض العملاء ما عليهم نهائياً بسبب الإفلاس أو الإعسار

الخطر الثالث: مرتبط بإمكانية حدوث سرعة في دورات بعض عناصر الخصوم قصيرة الأجل، كاستعجال الموردين في طلب تسديد ديونهم.

2. طرق حساب رأس المال العامل:

يمكن حسابه بأسلوبين مختلفين وهما كالتالي²:

1.2. أسلوب أعلى الميزانية: في هذه الحالة فإنه يساوي إلى الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة.

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

= (الأموال الخاصة + الديون الطويلة) - الأصول الثابتة

هذا الأسلوب يركز على تحديد أصل رأس المال العامل والمتغيرات المحددة له.

2.2. أسلوب أسفل الميزانية: في هذه الحالة يساوي رأس المال العامل إلى الفرق بين الأصول المتداولة والديون قصيرة الأجل.

رأس المال العامل = الأصول - الديون قصيرة الأجل.

= (المخزونات + قيم محققة + قيم جاهزة) - الديون قصيرة الأجل

يبين هذا الحساب هدف رأس المال العامل وهو تمويل جزء من دورة الاستغلال

ثانياً: الاحتياج من رأس المال العامل:

يعد الاحتياج من رأس المال العامل مؤشر لتقييم الأداء المالي لكونه مكمل لرأس المال العامل لأن هذا الأخير لوحده لا يكفي للحكم على التوازن المالي.

¹ - المرجع نفسه ، ص ص: 49-50.

² - عادل عشي، الأداء قياس وتقييم دراسة المالي للمؤسسة الاقتصادية حالة مؤسسة صناعة الكوابل ببسكرة، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

مفهوم الاحتياج من رأس المال العامل:

يرتبط الاحتياج من رأس المال ارتباطاً شديداً بدور الاستغلال لذا يصعب إدراك مفهومه إلا باستعراض هذه الأخيرة، تتمثل دورة الاستغلال في الفترة الزمنية التي تنحصر بين لحظة عملية شراء الموارد الضرورية لسير النشاط ولحظة تحصيل المؤسسة نقداً ما لها من حقوق على عملائها، وأثناء هذه الفترة تقوم المؤسسة بمجموعة من الأنشطة، أما الفترة الزمنية التي تنحصر بين لحظة شراء المواد ولحظة تسديد ديون الموردين تمثل موارد التمويل أو موارد الاستغلال.

ومقارنة الموردين يكشف لنا احتياج المؤسسة لرأس المال العامل أم لا، يتمثل احتياج رأس المال العامل BFR في الجزء من احتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة باستثناء القيم الجاهزة (المخزون والقيم المحققة) غير معطى بالديون قصير الأجل (موارد الدورة)، ويضم هذا الاحتياج عنصرين هما: احتياج رأس المال العامل للاستغلال (BFR)، واحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE). النوع الأول مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة؛ أي يرتبط مباشرة بالنشاط العادي، أما النوع الثاني فهو استثنائي غير متكرر لا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة¹.

وبعلاقة رياضية يمكن التعبير عن احتياج من رأس المال العامل كما يلي²:

احتياج رأس المال العامل (BFR) = احتياج رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) + احتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE).

ثالثاً الخزينة:

يمكن تعريف الخزينة على " أنها عبارة عن مجموع الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي قيم الاستغلال أي ما تستطيع المؤسسة توفيره من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال"³. يمكن حساب الخزينة بطريقتين⁴:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

$$\text{الخزينة} = \text{قيم جاهزة} - \text{سلفات مصرفية}$$

ويمكن أن نميز ثلاث حالات للخزينة وهي⁵:

¹ - عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل ببسكرة، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

² - نفس المرجع السابق، ص: 52.

³ - بن خروف جليبة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص: 92.

⁴ - المرجع نفسه، ص: 92.

⁵ - المرجع نفسه، ص: 92-93.

- **الخزينة الموجبة:** هذا يدل على أن رأس المال العامل قادر على تمويل احتياجات الدورة، وهناك فائض يضم إلى الخزينة، إلا أن عملية تجميد الأموال ليست في صالح المؤسسة، لذلك ينبغي أن تعمل المؤسسة على استعمال هذه الأموال في تسديد ديونها قصيرة الأجل أو تحويلها إلى استثمارات.
- **الخزينة السالبة:** نجد أن رأس المال العامل أقل من احتياجات رأس المال العامل؛ أي تفقر المؤسسة إلى أموال تمول لها عملياتها الاستغلالية فتلجأ إلى الاقتراض قصير الأجل، فإذا دام الحال فإن المؤسسة تواجه خطر دائم ومستمر، هذه الوضعية تعني أن رأس المال العامل لا يغطي جزء من احتياجات الدورة، بل تمول هذه الاحتياجات عن طريق ديون قصير الأجل وهذا ما يسبب اختلال في الخزينة نتيجة نقص الأموال السائلة لمواجهة الديون الفورية.
- **الخزينة الصفرية:** إذا كانت الخزينة صفرية فهذا يعني أن رأس المال العامل مساوي لاحتياجات رأس المال العامل وهي الوضعية المثلى للخزينة، لأنه لا يوجد إفراط أو تبذير للأموال مع عدم وجود احتياجات في نفس الوقت.

المبحث الثالث: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي للمؤسسة:

إن اختيار هيكل رأس مال مناسب للمؤسسة يتطلب دراسة سليمة لهيكل رأس المال، وهذا ما سيتضح من خلال هذا المبحث. وذلك بدراسة طبيعة علاقة هيكل رأس مال المؤسسة بأدائها المالي الذي يعد من المقومات الأساسية للمؤسسة؛ حيث يوفر لها نظام متكامل للمعلومات الدقيقة الموثوق بها.

المطلب الأول: علاقة هيكل رأس المال بالرفع المالي:

يتبين من خلال هذا المطلب طبيعة علاقة هيكل رأس المال بالرفع المالي.

أولاً: مفهوم الرأس المالي:

1. تعريف الرفع المالي:

يعرف الرفع المالي على أنه: "درجة أو نسبة استخدام التمويل بالقروض لتمويل جزء من الأصول، ويترتب عن هذا النوع من التمويل أعباء مالية لا بد من أدائها عند أجل استحقاقها"¹. ويتعريف آخر هو: "ينتج عن وجود التكاليف الثابتة المرتبطة بكيفية تمويل المؤسسة"².

¹ - بوظغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الوطنية للبيبتوكيمياء E.N.I.P، مرجع سبق ذكره، ص: 130.
² - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 329.

2. أهمية الرفع المالي:

تتمثل أهمية الرفع المالي فيما يلي¹:

- يقيس الرفع المالي مدى تعرض المؤسسة للمخاطر المالية.
- يسمح الرفع المالي بزيادة العوائد المتوقعة للمستثمر بصورة أكبر مهما كان متاحاً.
- يؤدي إلى تحقيق أفضل النتائج عندما تتصف العمليات التشغيلية والتمويلية بالكفاءة.

ثانياً: قياس الرفع المالي:

يمكن قياس تأثير الزيادة في نسبة التمويل بالدين على الأرباح المنتجة المتاحة، والذي يدعى بأثر

$$Rcp = [Re + (Re + i) \cdot D/cp] \cdot (1 - is) \quad \text{كما يلي}^2:$$

حيث:

Rcp : مردودية الأموال الخاصة.

$(Re + i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة.

D/cp : الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.

$(Re + i) \cdot D/cp$: أثر الرافعة المالية.

D : الاستدانة.

cp : الأموال الخاصة.

i : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة).

is : معدل الضريبة على أرباح الشركة.

وبذلك فالمؤسسات التي لا تستطيع الوفاء بالتزاماتها المالية سوف يهتز مركزها المالي، لهذا يجب أن توازن في درجة الرفع المالي المستعمل في عملياتها الاستثمارية، فهذا السبب يعد إحدى سياسات هيكل رأس المال الناجحة، أي أن زيادة أو تخفيض المنشأة لحجم الرفع المالي لديها سوف يؤدي إلى تعديل هيكل رأس مالها³.

¹ نشأت حكمت علوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير قسم المحاسبة، كلية الإعلام، جامعة الشرق الأوسط، 2019، ص 32-33.

² إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص: 270-271.

³ نشأت حكمت علوي، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

ثالثاً: حالات الرفع المالي:

الغرض الأساسي للرفع المالي (أثر الرافعة المالية) من قبل المحلل المالي هو دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، فقد تكو الاستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية، كما قد تكون ذات أثر سلبي في حالات معينة كالتالي¹:

1. حالة مؤسسة عديمة الاستدانة:

وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، وعندما تمول الاحتياجات المالية عنصراً بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال، في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية المالية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

$$D = 0 \rightarrow Rcp = Re . (1 - is)$$

2. حالة المؤسسة المستدانة:

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو القدرة على التمويل الذاتي، والتي تعتبر أهم وسائل التمويل وتنقسم هذه الحالة إلى ثلاث حالات:

$$(Re - i) > 0 \rightarrow Rcp - Re = (Re - i) . D / cp > 0$$

- حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة $(Re > i)$:
عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة تكون أثر الرافعة المالية موجب ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D / cp ؛ أي زيادة اللجوء إلى الاستدانة، يؤدي إلى مردودية الأموال الخاصة.
- حالة المردودية الاقتصادية تساوي في معدل الفائدة $(Re = i)$:
هذه الوضعية تؤدي إلى تحديد أثر الرافعة المالية وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية. وهي نفس حالة انعدام الاستدانة.
- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة $(Re < i)$:
عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرافعة المالية التالية:

¹ - إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص: 274-275.

$$(Re - i) < 0 \rightarrow Rcp - Re = (Re - i).D/cp < 0$$

رابعاً: العلاقة بين هيكل رأس المال والرفع المالي:

إن القرارات المهمة التي تهتم بها الإدارة المالية، وما يتعلق بتحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة (المقترضة والمملوكة) بشكل يحقق أفضل استخدام لها، ويعظم العوائد والأرباح التي يتطلع المستثمرون لتحقيقها. وتلجأ بعض المؤسسات عندما يكون مصادر تمويلها الداخلية غير كافية إلى التمويل الخارجي، وهنا على المؤسسات أن تراعي درجة الخطورة.

إن المؤسسات التي 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 رأس المال الناجحة؛ أي أن زيادة وتخفيض المؤسسة لحجم الرفع المالي لديها سوف يؤدي إلى تعديل هيكل رأس مالها، وهذا ما يعرف بإعادة هيكل رأس المال¹.

المطلب الثاني: علاقة هيكل رأس المال بمؤشرات الأداء المالي:

إن متابعة الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية يعتبر أحد أهم المواضيع التي تشغل بال المديرين؛ إذ يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط. فعلى ضوء تعريفه تتحدد مؤشرات قياسه، فمن خلال هذا المبحث نوضح علاقة هيكل رأس المال بالمؤشرات الكلاسيكية للأداء المالي.

أولاً: نسب السيولة وعلاقتها بهيكل رأس المال:

يمكن استنتاج وجود أو غياب علاقة تربط هيكل رأس المال بنسب السيولة من خلال تحليل المتسبب في ارتفاع وانخفاض هذه النسبة والمتمثلة في:

1. نسبة السيولة العامة:

والتي تحسب من خلال تقسيم الأصول الجارية على الديون قصيرة الأجل، حيث انخفاض هذه النسبة قد يعود إلى انخفاض الأصول الجارية وارتفاع الديون قصيرة الأجل والعكس صحيح، وبالتالي نستنتج أنه:

إذا كان ارتفاع أو انخفاض الأصول المتداولة هو المتسبب في ارتفاع أو انخفاض نسبة السيولة، فيمكن القول أنه لا توجد علاقة تربط نسبة السيولة العامة بهيكل رأس المال لكون الأصول المتداولة ليست من مكونات هيكل رأس المال.

¹ - نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

من جهة أخرى إذا ارتفعت أو انخفضت نسبة السيولة العامة بسبب ارتفاع أو انخفاض الديون قصيرة الأجل التي تتغير بتغير الأموال الدائمة يمكن القول أنه توجد علاقة بين هذه النسبة وهيكل رأس المال.

2. نسبة السيولة المنخفضة:

والتي تحسب من خلال تقسيم الأصول المتداولة مستبعدا منها المخزون باعتباره العنصر الأقل سيولة على الديون قصيرة الأجل، إذا كان ارتفاع أو انخفاض الأصول مستبعدا منها المخزونات هو المتسبب في ارتفاع وانخفاض نسبة السيولة يمكن القول أنه لا توجد علاقة بين نسبة السيولة المنخفضة وهيكل رأس المال لكون الأصول المتداولة ليست من عناصر هيكل رأس المال.

إذا ارتفعت أو انخفضت نسبة السيولة المنخفضة بسبب ارتفاع أو انخفاض الديون قصيرة الأجل التي تتغير بتغير الأموال الدائمة فيمكن القول أنه توجد علاقة بين هذه النسبة وهيكل رأس المال.

3. نسبة السيولة الجاهزة:

والتي تحسب بتقسيم النقدية (أصول الخزينة) على الديون قصيرة الأجل وعليه نستنتج أنه:

- إذا كان ارتفاع أو انخفاض النقدية هو المتسبب في ارتفاع أو انخفاض نسبة السيولة الجاهزة فيمكن القول أنه لا توجد علاقة بين نسبة السيولة الجاهزة و هيكل رأس المال ذلك لكون أصول الخزينة من الأصول الجارية وهذه الأخيرة ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.
- إذا ارتفعت أو انخفضت نسبة السيولة الجاهزة بسبب ارتفاع أو انخفاض الديون قصيرة الأجل تتغير بتغير الأموال الدائمة وفي هذه الحالة يمكن القول بأنه توجد علاقة بين نسبة السيولة الجاهزة وهيكل رأس المال.

ثانيا: علاقة هيكل رأس المال بنسب النشاط:

يمكن استنتاج وجود علاقة أو غياب علاقة هيكل رأس المال بنسب النشاط من خلال تحليل المتسبب في ارتفاع وانخفاض هذه النسب، والتي تتمثل في:

- **معدل دوران الأصول الثابتة:** والتي تحسب من خلال قياس صافي المبيعات على الأصول الثابتة، باعتبار أن صافي المبيعات والأصول الثابتة ليست من مكونات هيكل رأس المال، فيمكن القول أنه توجد علاقة بين معدل دوران الأصول وهيكل رأس المال.
- **معدل دوران الخصوم المتداولة:** وهي حاصل قسمة المبيعات على مجموع الأصول المتداولة، وبما أن المبيعات ومجموع الأصول ليست من عناصر هيكل رأس المال، نستنتج أنه لا توجد علاقة تربط هيكل رأس المال بمعدل دوران الخصوم.

الفصل الثاني: علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي.

- **مدة تحصيل الزبائن:** والتي تحسب من خلال قسمة قيمة الزبائن على رقم الأعمال السنوي، وبما أن كل من قيمة الزبائن والمبيعات ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال فلا توجد علاقة بين هيكل رأس المال ومدة تحصيل الزبائن.

ثالثاً: علاقة هيكل رأس المال بنسب المديونية:

يمكن استنتاج وجود أو غياب علاقة هيكل رأس المال بنسب النشاط من خلال تحليل المتسبب في ارتفاع أو انخفاض هذه النسب والتي تتمثل في:

1. نسبة التمويل الدائم: والتي تحسب من خلال قسمة الأموال الدائمة على الأصول الثابتة الصافية والعكس في حالة ارتفاع النسبة، وعليه نستنتج أنه:

- إذا كانت قيمة الأموال الدائمة هي المتسبب في ارتفاع أو انخفاض هذه النسبة بقدر أكبر من الأصول الثابتة الصافية فيمكن القول أنه توجد علاقة بين هيكل رأس المال وهذا المؤشر.
- إذا كانت قيمة الأصول الثابتة الصافية هي المتسبب في ارتفاع أو انخفاض هذه النسبة بقدر أكبر من قيمة الأموال الدائمة فإنه لا توجد أي علاقة لهيكل رأس المال بهذه النسبة لأن الأصول الثابتة الصافية ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

2. نسبة التمويل الخاص: والتي تحسب من خلال قسمة الأموال الخاصة على الأصول الثابتة، فانخفاض هذه النسبة قد يعود لانخفاض الأموال الخاصة وارتفاع الأصول الثابتة و العكس في حالة ارتفاع النسبة وعليه نستنتج أنه:

- إذا كانت قيمة الأموال الخاصة هي المتسبب في ارتفاع أو انخفاض هذه النسبة بقدر أكبر من الأصول الثابتة فيمكن القول أنه توجد علاقة تربط بين هيكل رأس المال وبين نسبة التمويل الخاص.

- إذا كانت قيمة الأصول الثابتة هي المتسبب في ارتفاع وانخفاض هذه النسبة بقدر أكبر من الأموال الخاصة فيمكن القول أنه لا توجد أي علاقة تربط هيكل رأس المال بهذه النسبة لأن الأصول الثابتة ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال.

3. نسبة الاستقلالية المالية: والتي تحسب من خلال قسمة الأموال الخاصة على مجموع الخصوم فانخفاض هذه النسبة قد يعود إلى انخفاض الأموال الخاصة وارتفاع مجموع الخصوم أو العكس في حالة الارتفاع، وبما أن الأموال الخاصة ومجموع الخصوم كلاهما ضمن عناصر هيكل رأس المال، فيمكن القول أنه توجد علاقة بين هذه النسبة وهيكل رأس المال.

خلاصة الفصل:

تهدف المؤسسات الاقتصادية في تشخيص الوضع المالي إلى تحقيق أداء مالي جيد خاصة مع ظهور مستجدات مالية جديدة من أجل التأكد من كفاءة استخدام الموارد المتاحة وبلوغ أهدافها المسطرة مسبقاً وذلك بواسطة مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية المستخدمة في تقييم أداء المؤسسة وتحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة والسعي لدعم نقاط القوة و معالجة نقاط الضعف وتجنب المخاطر.

الفصل الثالث

علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي

لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

المبحث الأول: تقديم شركة الخزف الصحي

المبحث الثاني: دراسة الأداء المالي لشركة الخزف الصحي بالميلية

المبحث الثالث: دراسة علاقة هيكل رأس مال شركة الخزف الصحي بأدائها المالي

تمهيد:

بعد محاولة استكمال المعالم النظرية لهذه الدراسة والمتمثلة في المفاهيم الأساسية المتعلقة بهيكل رأس المال والإطار العام للأداء المالي، ارتأينا أن نقوم بدراسة حالة إحدى المؤسسات الجزائرية، وقد وقع اختيارنا على شركة الخزف الصحي بالميلية ولاية جيجل.

وذلك من أجل إسقاط أدوات ومؤشرات الأداء المالي التي تعرضنا لهما في الجانب النظري على القوائم المالية للمؤسسة، وتقييم أدائها المالي لمعرفة نقاط القوة الضعيف في هيكل رأسمالها.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة الخزف الصحي بالميلية:

نقوم بتقديم مؤسسة الخزف الصحي من خلال نبذة عن هذه المؤسسة، والإشارة إلى أهميتها، وعرض مختلف أهدافها مع شرح مفصل لهيكلها التنظيمي.

المطلب الأول: نبذة عن مؤسسة الخزف الصحي بالميلية:

أولاً: النشأة والتطور:

مؤسسة الخزف الصحي بالميلية مؤسسة إنتاجية وتجارية، تعود نشأتها إلى شهر جانفي 1971م، إلا أنها لم تشرع في الإنتاج إلا بعد شهر جانفي 1975م، وتتكون من مديريتين كل مديرية تنقسم إلى عدة مصالح وفروع، يتحدد عددها حسب المهام المسندة لكل مديرية، وهي وحدة تنتمي إلى خمس وحدات تابعة لمؤسسة الخزف للشرق (ECE) الكائن مقرها بقسنطينة. والتي أنشأت بمقتضى المرسوم الوزاري رقم 82/315 المؤرخ في 1982/10/23م، وهي منبثقة عن إعادة هيكلة الشركة الوطنية لمواد (S.N.M.C) للبناء التي أنشأت حسب المرسوم الوزاري رقم 82/315 المؤرخ في 1968/07/23م، والتي كانت تضم الوحدات التالية:

- الشركة الوطنية لمواد البناء (S.N.M.C).
- شركة الخزف واد العثمانية ميلية.
- شركة الخزف ابن زياد قسنطينة.
- شركة الخزف واد أميزور بجاية.
- شركة الخزف العاشور الجزائر.

وفي أواخر ديسمبر 1997م قررت الشركة التابعة لمواد البناء الهولدينغ (HOLDING) تحويل وحدة الخزف الصحي (M.C.S) إلى شركة الخزف الصحي (S.C.S)، وقد دخل هذا القرار حيز التطبيق الفعلي بتاريخ 1998/04/19م، وهي الآن تشغل 441 عاملا. وهي اليوم شركة ذات أسهم (S.P.A)، ويقدر رأس مالها بحوالي 208000000 دج، وحاليا تحتل المرتبة الأولى في إنتاج الخزف الصحي من حيث الجودة، والتنوع، وضخامة الإنتاج على المستوى الوطني؛ حيث تبلغ طاقة إنتاجها حوالي 30364 قطعة خزفية في الشهر الواحد؛ أي ما يعادل 4400 طن سنويا؛ حيث تقوم الشركة باستيراد المواد الأولية من الخارج، والمهمة الرئيسية لها هي إنتاج الخزف الصحي لتغطية السوق الوطنية والتصدير إلى الخارج.

ثانيا: موقعها الجغرافي:

تقع مؤسسة الخزف الصحي في جنوب شرق مدينة الميلية بولاية جيجل، بمحاذاة الطريق الوطني 43 كلم الرابط بين ولايتي جيجل وقسنطينة؛ حيث تبعد عن ولاية جيجل بـ 56 كلم، وعن شرق الجزائر العاصمة 340 كلم. هذا الموقع الجغرافي يسمح للشركة أن تكون قريبة من خط السكة الحديدية الرابط بين ولايتي جيجل وقسنطينة مرورا بولاية سكيكدة، وبالنسبة للنقل الجوي والبحري فهي تبعد بـ 50 كلم عن مطار فرحات عباس بمدينة الطاهير، و45 كلم عن ميناء جن جن، الذي يعتبر من أهم الموانئ على المستويين الوطني والإفريقي؛ إذ يمكّن للشركة من استيراد كل ما تحتاجه من مواد خام وقطع غيار.

تتربع الشركة على مساحة إجمالية قدرها 12 هكتارا، منها 9 هكتارات مغطاة و3 هكتارات غير مغطاة، حيث تنتزع على المساحة المبنية كما يلي:

- 25520 متر مربع مخصصة لبنيات الإنتاج.
- 342 متر مربع مخصصة لبنيات الإدارة.
- 3111 متر مربع مخصصة لبنيات ملحقة.

المطلب الثاني: أهداف مؤسسة الخزف الصحي بالميلية:

الأهداف المنشودة للمؤسسة:

مؤسسة الخزف الصحي كغيرها من المؤسسات الاقتصادية، تسعى لتحقيق مجموعة من الأهداف، والمتمثلة في تغطية عجز الشركات الخزفية الموجودة في الشرق الجزائري بنسبة 35% من دخلها الشهري. ولمؤسسة الخزف الصحي أهداف قصيرة الأجل، وأهداف طويلة الأجل، وفيما يلي ذكر لكل منها.

أهداف قصيرة الأجل: وهي كالتالي:

- تحسين القيمة المضافة بنسبة 9%.
- تحسين الإنتاج العام بـ 8%.
- تحصيل مستحقات الشركة لدى الغير بنسبة 20%.
- تحسين خزينة الشركة بنسبة 20%.
- تغيير النمط الإنتاجي للقطعة الخزفية من خلال المشاريع الاستثمارية التي تجسدها المؤسسة.
- تحقيق إنتاج قدره 0,5 مليون قطعة خزفية في السنة.

أهداف طويلة الأجل: وهي كالاتي:

- تحسين وسائل الإنتاج من أجل الرفع من الطاقة الإنتاجية وتحسين النوعية.
- الحصول على شهادة المطابقة إيزو.
- الدخول إلى أسواق جديدة مع الحفاظ على الأسواق الحالية.
- تكوين العمال تكويناً مستمراً.
- تخفيض شكاوى الزبائن.

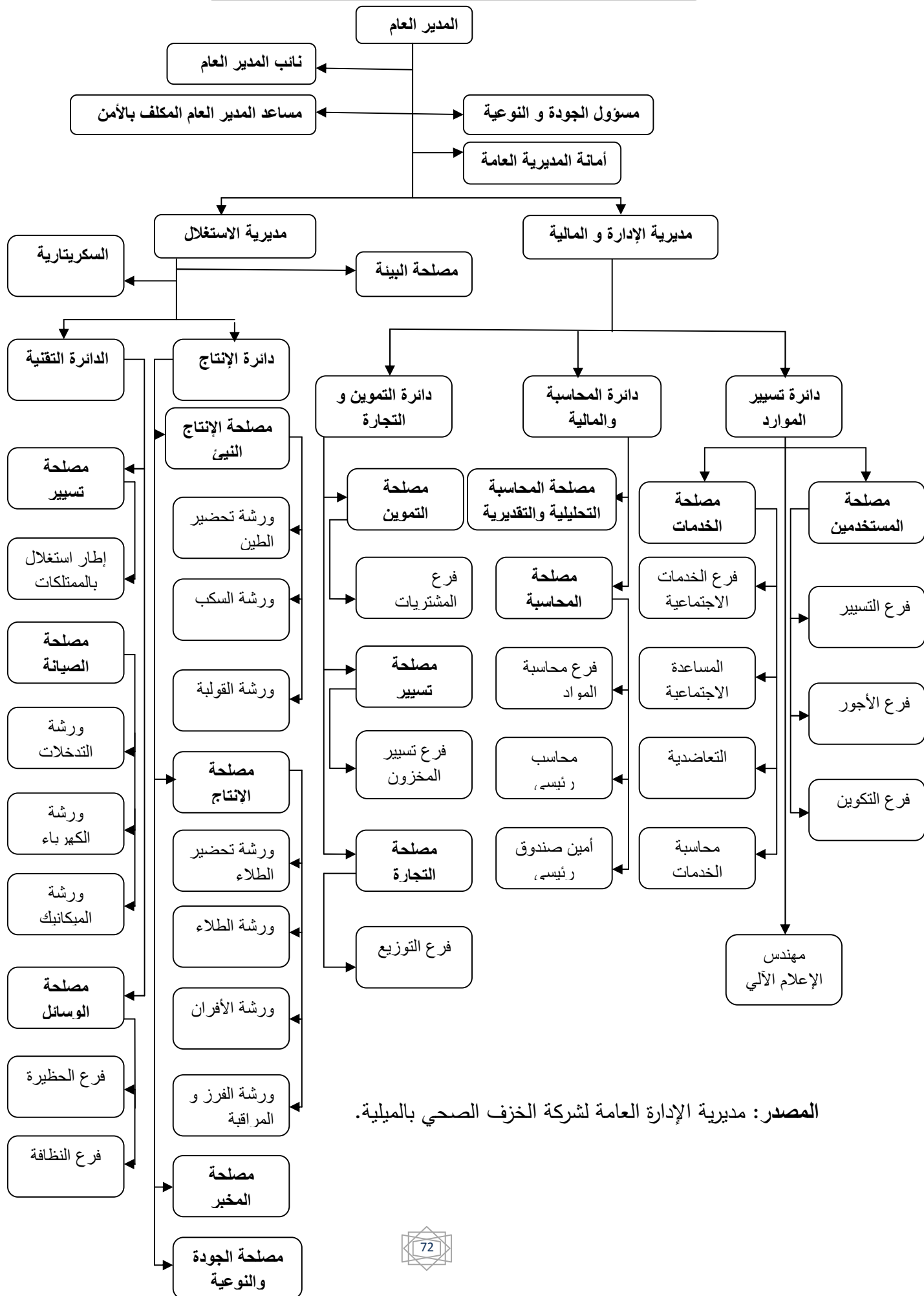
المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية ونشاطها:

أولاً : الهيكل التنظيمي:

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية من عدة أقسام ومصالح، ويتحدد عددها حسب المهام، ويتضح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (05): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الخزف الصحي.

الهيكل التنظيمي لشركة الخزف الصحي بالميلية ولاية جيجل



المصدر: مديرية الإدارة العامة لشركة الخزف الصحي بالميلية.

ثانياً: شرح الهيكل التنظيمي للشركة:

يتكون الهيكل التنظيمي العام لشركة الخزف الصحي بالميلية من عدة مصالح وأقسام، وفيما يلي عرض مختلف المهام والمصالح:

1. المدير العام: هو الرئيس العام للمؤسسة، تتمثل وظيفته في القيام بإعداد السياسة العامة للمؤسسة، وتجديد الاستراتيجيات، ومراقبة تطبيقها، والقيام بالتخطيط والتنسيق بين مختلف قطاعات المؤسسة، بالإضافة إلى تقييمه لسياسة الجودة في المؤسسة، والأهداف المرافقة لها، وتخصيص الوسائل والإمكانيات اللازمة لتحقيقها.

2. أمانة المديرية العامة: وتتمثل مهامها في:

- تنفيذ جميع أنواع الكتابة.
- تفرز وتسجل البريد الوارد والصادر.
- توزيع البريد على مختلف المصالح.
- استقبال المكالمات الهاتفية والفاكسات والرد عليها.
- استقبال زوار المدير.

3. مسؤول الجودة والنوعية: وتتمثل مهامه فيما يلي:

- مساعدة المدير العام في مجال الجودة والنوعية.
- إيصال منتج الشركة إلى الجودة العالمية.
- تحديد الأهداف العامة للمؤسسة ونشرها على مختلف مسؤولي الشركة.
- المساعدة في وضع وكتابة الإستراتيجية العامة للشركة.
- يمثل المؤسسة على المستوى الوطني فيما يخص الجودة.
- مقارنة منتجات المؤسسة مع منتجات المؤسسات الأخرى المنافسة لها.
- خلقه نظام تسيير الجودة والسهر على تطبيقه.
- نشر سياسة الأهداف على مستوى الشركة.

4. مساعد المدير العام المكلف بالأمن: تتمثل مهامه في:

- مساعدة المدير العام في إعداد وتجديد السياسة العامة للمؤسسة.
- مساعدة المدير العام في تحديد أهداف المؤسسة.
- مراقبة انجاز المشاريع الكبرى للمؤسسة.
- السهر على تطبيق تعليمات المدير العام فيما يخص الإنتاج والصيانة.
- السهر على صيانة على كل تجهيزات الإنتاج ولواحقها.

5. **نائب المدير العام:** ويقع تحت المسؤولية المباشر للمدير العام، وتتمثل مهامه في:

- مراجعة نوعية المعلومات وطرق السير، ومدى مطابقتها للإجراءات المعمول بها في الشركة.
- القيام بتدخلات مباشرة في حالة حدوث خلل في التسيير.
- تقديم اقتراحات من أجل تحسين الرقابة الداخلية للشركة.
- السهر على احترام القوانين المعمول بها.
- القيام بمراقبة احتياطية.
- القيام بكل عمليات المراجعة التي تطلبها من المديرية العامة.
- القيام شهريا بمراجعة كل العمليات السائدة، وتقديم تقرير للمدير العام شهريا.

مصلحة الأمن: من مهامها السهر على سلامة وأمن الشركة ماديا وبشريا.

6. **مديرية الإدارة والمالية:** يرأسها المدير المالي ويقوم بالإشراف على الدوائر والمصالح التالية:

- دائرة التموين والتجارة.
 - دائرة المحاسبة والمالية.
 - دائرة الموارد البشرية.
- أ- **دائرة التسويق والتجارة:** تعتبر هذه الدائرة القلب النابض للشركة، فهي تشرف على كافة عمليات البيع والشراء سواء على المستوى الداخلي أو الخارجي، ولهذه الدائرة علاقة مع مختلف المصالح الأخرى؛ حيث تسهر على أدائها الجيد. فمثلا: عند إنتاج منتج بالشروط والمواصفات المطلوبة على أكمل وجه، يحدد له السعر المناسب، وكذلك تقوم بالترويج له بطريقة جيدة، فلا يمكن أن يكون متاحا للمستهلك من مختلف المناطق إن لم يوزع بطريقة ملائمة في الوقت والمكان المناسبين، وهذا ما تشرف عليه مصلحة التسويق، وهذه الدائرة تتكون من:
- **مصلحة التموين:** ويتمثل دورها الأساسي في التكفل بشراء احتياجات الشركة من المواد الأولية، كقطع الغيار وكل احتياجات الشركة الأخرى، وهي تتفرع بدورها إلى فرع المشتريات.
 - **مصلحة التجارة:** وتتمثل مهامها في كافة عمليات البيع مثل: توزيع منتج الشركة، وإعداد الفواتير، واستلام الشيكات والنقود.
 - **مصلحة تسيير المخزون:** وهي تتفرع إلى فرع تسيير المخزون، وفرع تسيير المواد الأولية.

ب. **دائرة تسيير الموارد البشرية:** وتهتم بالإشراف على:

- **مصلحة المستخدمين:** تعتبر مصلحة المستخدمين العمود الفقري للشركة؛ أي أنه ذلك المحيط الذي تدور فيه كافة العلاقات المهنية والاجتماعية، فهي مكلفة بالسهر على السير الحسن للشركة في حدود اختصاصاتها؛ حيث تتكفل بالتوظيف سواء بصفة دائمة أو مؤقتة، العطل بمختلف أنواعها السنوية، الاستثنائية، المرضية، فهي بصفة عامة تقوم بمتابعة الحياة المهنية والاجتماعية

للمورد البشري منذ توظيفه إلى غاية نهاية علاقة عمله التي تربطه بالشركة، كما تقوم المصلحة بإعداد التقرير السنوي، وهي بدورها تتفرع إلى فرع التسيير، وفرع الأجور وفرع التكوين.

- **مصلحة الخدمات الاجتماعية:** وتضم هذه المصلحة فرع الخدمات الاجتماعية، والمساعد الاجتماعي، محاسب الخدمات الاجتماعية؛ حيث تهدف إلى تنمية شخصية العامل والرفع من مستواه المعيشي والصحي، وذلك من خلال صندوق الخدمات الاجتماعية الذي تموله الشركة.
- مهندس الإعلام الآلي.

ج. **دائرة المحاسبة والمالية:** وتضم هذه المصلحة ما يلي:

- **مصلحة المحاسبة التحليلية والتقديرية:** هناك عدة مهام يقوم بها المسؤول على مستوى هذه المصلحة وهذه المهام هي:
- المشاركة في إعداد الميزانية التقديرية للسنة المقبلة.
- إعداد سعر التكلفة للمنتجات.
- إعداد جدول الإحصائيات لمختلف المصالح ومقارنتها بالتوقعات.
- **مصلحة المحاسبة العامة:** تتمثل مهامها في:
- تسجيل كل عمليات الشركة المتعلقة بفواتير المشتريات والمبيعات حسب المخطط المحاسبي الجزائري.

- تزويد المدير العام بالمعلومات عن حالة وقيمة المبيعات، والمشتريات، والمخازن يوميا، وهذه المصلحة تتفرع إلى ما يلي: فرع محاسبة المواد، محاسب رئيسي، أمين صندوق رئيسي.

د. **مديرية الاستغلال:** وتضم دائرتين هما:

- **دائرة الإنتاج:** تعتبر هذه الدائرة الركيزة الأساسية للشركة، فهي تهدف أساسا إلى إنتاج القطعة الخزفية وفقا للبرنامج المعد مسبقا، والعمل على تحسين هذا الإنتاج كما وكيفا؛ بحيث يتماشى مع مقاييس دولية ووطنية، وتنقسم هذه الدائرة إلى:

- **مصلحة الإنتاج (النبيء والمكوي):** تضم هذه المصلحة أكبر عدد من العمال على مستوى الشركة موزعين على مختلف ورشات الإنتاج، وهذا ما يفسر طبيعة الشركة باعتبارها شركة إنتاجية بالدرجة الأولى، وتهدف هذه المصلحة إلى تنفيذ البرنامج المسطر المتعلق بكمية القطع الخزفية الواجب إنتاجها، حيث تضم مصلحة الإنتاج النبيء الورشات التالية: ورشة تحضير الطين، ورشة السكب، ورشة القولية، أما ورشة الإنتاج المكوي، فتضم ورشة تحضير الطلاء، ورشة الطلاء، ورشة الأفران، ورشة الفرز والمراقبة.

- **مصلحة المخبر:** وتتمثل مهامها في:

- مراقبة درجة الحرارة والرطوبة في ورشة السكب.

- دراسة مكونات العجينة المقدمة إلى الورشة.

- تحديد ودراسة نوعية المواد الأولية ومدى صلاحيتها.

- تحليل ومراقبة العينات المكونة.

- **مصلحة الجودة والنوعية:** وتقوم هذه المصلحة بمراقبة المواد الأولية الخام، وتحليلها قبل أي عملية إنتاجية، وعند التأكد من صلاحيتها، تعطي الضوء الأخضر لورشة الصلصال (تحضير الطين) لتحضيرها، كما تعمل على التقليل من القطع الخزفية المكسورة، وذلك بإجراء دراسة معمقة ودقيقة، وتضم هذه المصلحة عدد من المهندسين المختصين في الكيمياء الصناعية، وفي الجيولوجيا إضافة إلى مخبري.

هـ. **الدائرة التقنية:** تحتل الدائرة المرتبة الثانية من حيث عدد العمال بعد دائرة الإنتاج من مهامها:

- السهر على نظافة الشركة.
- متابعة صيانة البناء (طلاء، ترميم).
- متابعة استهلاك البنزين و الزيت.
- الإشراف على ورشة النجارة.

وتنقسم هذه المصلحة إلى:

مصلحة الصيانة: ومن مهامها ما يلي:

- إصلاح وصيانة كل وسائل الإنتاج.
- الإشراف على عملية الصيانة والإصلاح.
- إعداد برنامج سنوي للصيانة.
- الإشراف على المحركات الكهربائية.

وهي تضم الورشات التالية:

ورشة التدخلات، ورشة الميكانيك العامة، ورشة الكهرباء.

مصلحة الوسائل العامة: ومن أهم المهام المكلفة بها هي:

- المحافظة على نظافة أماكن العمل داخل الشركة.
- التكفل بنقل البضاعة أو جلبها.
- التكفل بنقل العمال في مهمات رسمية، بأمر من المستخدم وتنقسم إلى: فرع الحظيرة وفرع النظافة.

ثالثاً: نشاط الشركة الخزف الصحي:

1- العمليات الإنتاجية للشركة:

أ- **عملية الشراء:** تقوم الشركة بشراء أغلبية المواد الأولية من الخارج مثل الغضار، الصلصال من إنجلترا، تقوم بهذه العملية مصلحة التموين بإرسال الطلبية المراد شرائها إلى البلد المعني، وبعد الموافقة ترسل الشركة البائعة فاتورة إلى الشركة، تضم الموافقة على البيع، وتحدد فيها السعر والوقت، الذي تصل فيه البضاعة، وحجم البضاعة، وكذا اسم الشراء، والبنك هو الذي يقوم بتسديد الفاتورة، ويخصم المبلغ من حساب الشركة.

عند وصول البضاعة إلى الجزائر، تقوم الشركة بإرسال الشاحنة مع المشرفين لاستلام البضاعة، أما في الداخل فتقوم الشركة بشراء بعض المواد من ولايات أخرى مثل: سطيف، وهران... إلخ، وحتى داخل الولاية نفسها، مثل: الحصول على الماء من الميلية، وسيليكات الصوديوم من الطاهير، والتسديد يكون إما على الحساب، أو عن طريق الصندوق.

ب- **عملية الصنع:** تقوم ورشة الإنتاج بعد الحصول على المواد الأولية إلى الاتجاه نحو الإنتاج، وهو يمر بعدة مراحل هي:

المرحلة الأولى: يتم فيها تحضير الخليط؛ وذلك بتدوير المواد الأولية: الأرجلين والكوكا، والكوراسو الفليس في الماء داخل أحواض كبيرة دائمة الدوران.

المرحلة الثانية: بعد مزج المواد الأولية بالماء نحصل على سائل متجانس، يتم تفرغته في قوالب حسب الشكل المختار، ويبقى هذا السائل لمدة 24 ساعة في حرارة متوسطة حتى يصلب.

المرحلة الثالثة: هي مرحلة تحديد الشكل المراد، ويقوم بها عمال متخصصون؛ حيث يوضع السائل مرة أخرى في الفرن، الذي تكون درجة حرارته في البداية منخفضة، ثم تتصاعد في عملية متواصلة، وعند الانتهاء نحصل على الشكل النهائي للمنتج، وفي الأخير تتم عملية الفرز؛ حيث يتم إبعاد التالفة والمنكسرة، أما الصالحة فتوضع في المخزن حسب أشكالها، وهكذا تكون جاهزة للبيع.

2- منتجات الشركة:

تنتج الشركة عدة أنواع من المنتجات الخزفية موجهة لاستعمالات مختلفة، يمكن إدراجها ضمن ثلاث أنواع رئيسية هي:

أ. **الطقم الكلاسيكي:** شرعت الشركة في إنتاجه سنة 1975م، وهو نموذج إنتاجي مستورد، ويعتبر أكثر الأنواع رواجاً في الأسواق المحلية ويشمل على:

- مغسل 52 سم.
- مغسل 58 سم.
- ساق المغسل.
- حوض الحمام.
- مغسل مطبخ بحوض واحد.
- مغسل مطبخ بحوضين.
- مرحاض انجليزي مخرج أفقي.
- مرحاض انجليزي مخرج عمودي.
- مرحاض أطفال انجليزي.
- حوض ماء.
- حاملات الصابون.

ب. **طقم ميموزة:** كان إدخال هذا النظام من منتجات الشركة سنة 1988م، وهو طراز جزائري ويشمل على:

- مغسل بجميع أنواعه.
- ساق.
- حوض حمام.
- خزان ماء.
- مرحاض انجليزي مخرج عمودي.

ج. **طقم سارة:** دخل هذا الطقم حيز التنفيذ سنة 1994م، وهو نوع ممتاز ويعتبر آخر ما دخل في سلسلة إنتاج الشركة ويشمل على:

- مغسل بجميع أنواعه.
- ساق مغسل.
- حوض طرد.
- مرحاض انجليزي مخرج أفقي.
- طقم مطبخ.

المبحث الثاني: دراسة الأداء المالي لشركة الخزف الصحي بالميلية:

بعدما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة ألا وهي مؤسسة الخزف الصحي تم دراسة القوائم المالية وتحليل مختلف المؤشرات المالية لشركة الخزف الصحي مع إبراز الاختلالات إن وجدت والتي يمكن أن تكون لها أثر عميق على الأداء المالي.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية لشركة الخزف الصحي بالميلية:

تعتبر القوائم المالية واجهة أي مؤسسة اقتصادية حيث من خلالها يمكن لأي من المساهمين المقرضين أو أصحاب المصالح تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

أولاً: عرض الميزانيات المالية لشركة الخزف الصحي بالميلية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2018:

تتكون الميزانية المالية من جانبين جانب الأصول وجانب الخصوم ومن خلال هذا العنصر سيتم استعراض الميزانيات المالية لشركة الخزف الصحي خلال فترة الدراسة.

1. الميزانية المالية لسنة 2015:

الجدول رقم (01): الميزانية المالية لشركة الخزف الصحي لسنة 2015.

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول غير الجارية	—	الأموال الدائمة	—
تثبيات معنوية	—	الأموال الخاصة	—
تثبيات عينية	157852650	رأس المال الصادر	—
تثبيات يجرى انجازها	466416149.00	النتيجة الصافية	(4828810.18)
تثبيات مالية	104613715.7	ترحيل من جديد	467721965.13
		الخصوم غير الجارية	3145000000
		الديون	
		المؤونات والمنتجات المدرجة	(11133438.19)
		في الحسابات سلفا	
المجموع	773712565.67	المجموع	1424279381
الأصول الجارية		الخصوم الجارية	

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

4754345.52	المردودون والحسابات الملحقة	329432325.16	المخزونات
2889655.77	الضرائب	—	حسابات الغير
367002105.21	الديون الأخرى	64694868.73	الزبائن
—	خزينة الخصوم	865967866.50	المدينون الآخريين
		1472560050.54	الخزينة
3786196995.76	مجموع الخصوم الجارية	1029186510.86	مجموع الأصول الجارية
1802899076.53	المجموع العام للخصوم	1802899076.53	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

2. الميزانية لسنة 2016:

الجدول رقم (02): الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية لسنة 2016.

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	الأموال الدائمة		الأصول غير
—	الأموال الخاصة	578636.87	الجارية
—	رأس المال الصادر	403243911.5	تثبيات معنوية
32041588.78	النتيجة الصافية	447963274.87	تثبيات عينية
452911099.89	ترحيل من جديد	250595696.6	تثبيات يجري
—	الخصوم غير الجارية		انجازها
20687115058	الديون		تثبيات مالية
(20022202.53)	المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا		
2569645544	المجموع	1102381419.93	المجموع

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

54645693.87	الخصوم الجارية المردودون والحسابات الملحقة	307761295.98 —	الأصول الجارية المخزونات حسابات الغير
1191250.20	الضرائب	67307553.79	الزبائن
367088174.01	الديون الأخرى	15937778.45	المدينون الآخريين
—	خزينة الخصوم	24817933.16	الضرائب
		1438364680.97	الخزينة
422925118.14	المجموع العام للخصوم الجارية	1854189242.35	المجموع العام للأصول الجارية
2956570662.28	المجموع العام للخصوم	295657062.28	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق

3. الميزانية المالية لسنة 2017:

الجدول رقم (03): الميزانية المالية لشركة الخزف الصحي لسنة 2017.

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
—	الأموال الدائمة		الأصول غير الجارية
—	الأموال الخاصة	356677.71	تثبيات معنوية
—	رأس المال الصادر	1510176872.7	تثبيات عينية
47026351.82	النتيجة الصافية	426677375.81	تثبيات يجري انجازها
—	ترحيل من جديد	247618359.7	تثبيات مالية
3145000000	الخصوم غير الجارية الديون		
47704110.51	المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا		
3845076050	المجموع	1184829285.94	المجموع
47972566.29	الخصوم الجارية		الأصول الجارية
2889655.77	المردودون والحسابات الملحقة الضرائب	330285966.89 —	المخزونات حسابات الغير

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

46702198.53	الديون الأخرى	63087794.17	الزبائن
—	خزينة الخصوم	868389337.18	المدينون الآخريين
		21881490.13	الضرائب
		1474166537.10	الخزينة
97564420.59	المجموع العام الخصوم الجارية	2757811185.47	المجموع العام الأصول الجارية
3942640471.41	المجموع العام للخصوم	3942640471.41	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

4. الميزانية المالية لسنة 2018:

الجدول رقم (04): الميزانية المالية لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2018.

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
—	الأموال الدائمة		الأصول غير الجارية
—	الأموال الخاصة	138834.33	تثبيات معنوية
—	رأس المال الصادر	516227879.4	تثبيات عينية
39488113.78	النتيجة الصافية	806002862.77	تثبيات يجري انجازها
—	ترحيل من جديد	88407578.87	تثبيات مالية
3145000000	الخصوم غير الجارية		
47704110.51	الديون		
	المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا		
3874430609	المجموع	1410777155.43	المجموع
47972566.29	الخصوم الجارية	330285966.89	الأصول الجارية
2889655.77	المردودون والحسابات الملحقة	—	المخزونات
46702198.53	الضرائب	63087794.17	حسابات الغير
—	الديون الأخرى	868389337.18	الزبائن
	خزينة الخصوم	21881490.13	المدينون الآخريين
			الضرائب

		1474166537.10	الخزينة
97564420.59	المجموع العام الخصوم الجارية	2757811185.47	المجموع العام الأصول الجارية
3942640471.41	المجموع العام للخصوم	3942640471.41	المجموع العام للأصول

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

ثانياً: عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية لفترة الدراسة (2015-2016):

1. جدول حسابات النتائج لسنتي 2015-2016:

الجدول رقم (05): جدول حسابات النتائج لمؤسسة الخزف الصحي لسنة 2015-2016.

2016	2015	الحساب
383378343.10	327266944.8	رقم الأعمال
98168676.16	89785345.18	تغيرات المخزونات والمصنعة وقيد الصنع
21874367.61	56396363.76	الإنتاج المثبت
503421386.87	473448653.80	إنتاج السنة المالية(1)
(144615439.05)	(121211789.24)	المشتريات المستهلكة
(30896005.99)	(41691825.99)	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
(175511445.04)	(162903705.23)	استهلاك السنة المالية(2)
327909941.83	310544948.57	القيمة المضافة للاستغلال(1-2)
(255782275.61)	(267856797.59)	أعباء المستخدمين
(4920362.07)	(6195045.82)	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة
67207304.15	36493105.16	إجمالي فائض الاستغلال
155131.39	108804.88	المنتجات العملية الأخرى
(850389.83)	(571412.81)	الأعباء العملية الأخرى
44245159.30	(47596710.71)	مخصصات الإهلاكات

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

	—	استرجاع على خسائر القيمة
22266886.41	(11566213.48)	النتيجة التشغيلية
1650007.20	7011917.30	المنتجات المالية
(2396069.00)	(274514.00)	الأعباء المالية
8253938.20	6737403.30	النتيجة المالية
30520824.61	(4828810.18)	النتيجة العادية قبل الضرائب
32041588.78	(4828810.18)	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

2. جدول حسابات النتائج لسنة 2017-2018:

الجدول رقم (06): جدول حسابات النتائج لمؤسسة الخزف الصحي لسنتي (2017-2018).

2018	2017	الحساب
245957	333732342.56	رقم الأعمال
102134012.34	90443708.16	تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة وقيد الصنع
599169546.39	56396363.76	الإنتاج المثبت
408007968.66	480572414.48	إنتاج السنة المالية (1)
(89289407.31)	(122457351.17)	المشتريات المستهلكة
(6868271.09)	(19807802.17)	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
(105706596.72)	(142265153.34)	استهلاك السنة المالية (2)
302301374.94	338307261	القيمة المضافة للاستغلال
(252826706.08)	(267856797.59)	أعباء المستخدمين
(686271.09)	(6195045.82)	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة
42606394.77	64255417.73	إجمالي فائض الاستغلال
677888.25	108804.95	المنتجات التشغيلية الأخرى
(168962.62)	(571415.81)	الأعباء التشغيلية الأخرى
(65990233.51)	(35526521.41)	مخصصات الإهلاك
8213020.90	—	استرجاع فائض القيمة

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

(13961892.21)	28266285.46	النتيجة التشغيلية
19559094.34	7011917.30	المنتجات المالية
(1897972.19)	(274514.00)	الأعباء المالية
3948113.78	470263351.82	النتيجة الصافية

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي لشركة الخزف الصحي باستخدام المؤشرات الكلاسيكية:

توجد العديد من النسب المالية التي يمكن استخراجها من جدول تدفقات الخزينة بغرض تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.

أولاً: نسب السيولة:

تعرف السيولة بأنها مدى قدرة المؤسسة على تحويل أصولها إلى نقدية حتى تتمكن المؤسسة على تغطية التزاماتها وذلك ضماناً لاستمرار نشاطها.

- نسبة السيولة العامة = الأصول الجارية / الخصوم الجارية
- نسبة السيولة المنخفضة = الأصول الجارية المخزونات / الخصوم الجارية
- نسبة السيولة الجاهزة = أصول الخزينة / الخصوم الجارية

الجدول رقم (07): نسبة السيولة للشركة خلال فترة 2015-2018.

النسب	السنوات	2015	2016	2017	2018
نسبة السيولة العامة		2.71	4.38	28.26	12.45
نسبة السيولة المنخفضة		2.34	3.65	24.88	10.22
نسبة السيولة الجاهزة		1.44	3.40	15.10	6.36

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

من خلال النتائج المتوصل إليها في الجدول أعلاه نلاحظ أن:

نسبة السيولة العامة أكبر من 1 حيث كانت 2.71 سنة 2015، وارتفعت سنة 2016 إلى 4.38 بينما سنة 2017 سجلت ارتفاعاً ملحوظاً حيث قدرت بـ 28.26 بينما في سنة 2018 قدرت بـ 12.45 وهذه النتائج تدل على أن الشركة قادرة على تسديد ما عليها من التزامات قصيرة بواسطة الأصول الجارية. أما نسبة السيولة المنخفضة فكانت سنة 2015 تقدر بـ 2.34 أما في سنة 2016 فقدت بـ 3.34 كما سجلنا في سنة 2017 نسبة قدرت بـ 24.88 وأخيراً سنة 2018 نسبة قدرت بـ 10.22 وهي كافية للوفاء بديونها.

وفي ما يخص نسبة السيولة الجاهزة فكانت في سنة 2015 بنسبة 1.44 أما في عام 2016 ارتفعت حيث قدرت بـ 3.40 أما في سنة 2017 حيث ارتفعت ارتفاعاً ملحوظاً حيث قدرت بنسبة 15.10

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

أما في سنة 2018 فقدرت بنسبة 6.36 وهذه النتائج تدل على أن مؤسسة الخزف الصحي قادرة على تسديد إلتزاماتها بواسطة القيم الجاهزة المتوفرة بالمؤسسة.

ثانياً نسبة النشاط:

هذه النسب مكملة لنسب السيولة ومن بين نسب النشاط نجد:

- معدل دوران الأصول الثابتة = المبيعات السنوية خارج الرسم / الأصول الثابتة
- معدل دوران الأصول المتداولة = المبيعات السنوية خارج الرسم / الأصول المتداولة
- مدة التحصيل من الزبائن = ((الزبائن + أوراق القبض) / رقم الأعمال السنوي) $\times 360$
- مدة التسديد من الموردين = ((الموردون + أوراق الدفع) / المشتريات السنوية) $\times 360$

الجدول رقم (08): نسبة النشاط للشركة خلال الفترة 2015 - 2018.

النسب	السنوات	2015	2016	2017	2018
معدل دوران الأصول الثابتة		0.59	0.34	0.28	0.17
معدل دوران الأصول المتداولة		0.44	0.20	0.12	0.09
مدة التحصيل من الزبائن		47 يوم	63 يوم	68 يوم	110 يوم
مدة التسديد من الموردين		71 يوم	136 يوم	141 يوم	667 يوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

من خلال النتائج المتوصل إليها أعلاه نلاحظ أن معدل دوران الأصول الثابتة لم يتجاوز الواحد خلال فترة الدراسة حيث كان معدل دوران الأصول الثابتة 0.59 سنة 2015، بينما انخفض سنة 2016 إلى 0.34 واستمر بالانخفاض حيث سجلنا سنة 2017 معدل 0.28 بينما في سنة 2018 سجلنا معدل 0.17 وكان أقل معدل في السنوات الأربع الأخيرة. كما نلاحظ من الجدول أعلاه أن معدل دوران الأصول المتداولة قدر في سنة 2015 بـ 0.44، بينما في سنة 2016 انخفض حيث قدر بـ 0.20، بينما في سنة 2017 قدر بـ 0.12، أما في سنة 2018 قدر بـ 0.09.

من خلال الجدول نلاحظ أن مدة التحصيل من الزبائن تراوحت بين 47 يوم و 110 يوم، ونلاحظ أن المؤسس تمنح الزبائن 110 يوماً من أجل ما عليهم من ديون وهي أكبر من الفترة الممنوحة في السنوات الثلاث السابقة؛ حيث كانت 47 يوماً في سنة 2015، وسنة 2016 فكانت 63 يوماً، وفي سنة 2017 كانت 68 يوماً؛ أي أن المؤسسة تزيد فترة التحصيل من الزبائن.

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

كما نلاحظ أن نسبة التسديد من الموردين تتراوح بين 71 و 667 يوما نلاحظ أن للمؤسسة فترة كبيرة لتدفع للموردين وهذا في صالح المؤسسة؛ إذ أن فترة التسديد للموردين أكبر من فترة التحصيل من الزبائن وهذا جيد للشركة.

ثالثا: نسب المردودية:

1. المردودية الاقتصادية:

يتم حساب المردودية الاقتصادية من خلال العلاقة التالية:

$$\frac{\text{نسبة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

الجدول رقم (09): حساب المردودية الاقتصادية للشركة خلال الفترة (2015-2018).

السنوات	2015	2016	2017	2018
نتيجة الاستغلال	(11566213.48)	22266886.41	28266285.46	(13961892.21)
الأصول الاقتصادية	4014196823.26	2956570662.28	3942640471.71	4089579587.02
المردودية الاقتصادية	(0,002)	0.007	0.007	0.003

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المردودية الاقتصادية كانت سالبة - 0,002 وتحسنت سنة 2016 و 2017 حيث قدرت بـ 0.007 وهذا راجع لتحسن نتيجة الاستغلال بينما في سنة 2018 كانت المردودية سالبة خلال هته السنة.

2. المردودية المالية:

يتم حساب المردودية المالية وفق العلاقة التالية:

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

الجدول رقم (10): حساب المردودية المالية للشركة خلال الفترة (2015-2018)

2018	2017	2016	2015	السنوات البيان
3699229.94	35003688.76	30520824.61	(4828810.18)	النتيجة الصافية
71353499.72	652371940.31	484952688.6	491751374.69	الأموال الخاصة
0.005	0.05	0.006	(0.009)	المردودية المالية

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المردودية المالية في سنة 2015 كانت سالبة وقدرت بـ (0.009) وهذا ناتج لأن النتيجة الصافية سالبة وهذا يدل على وجود تسيير سيء من طرف الموارد المالية خلال هذه السنة. بينما قدرت في سنة 2016 بـ 0.006 و 2017 بـ 0.05، بينما في سنة 2018 قدرت بـ 0.005 وهذا يدل على أن كل 1000 دج من الأموال يولد 0.5 من المردودية المالية للمؤسسة.

رابعاً: تقييم الأداء المالي بواسطة نسب الهيكل:

تقوم المؤسسة بواسطة هذه النسب بتحليل العناصر المالية الموجودة في الميزانية وقياس مدى مساهمة الأصول بأنواعها في التمويل والجدول التالي يوضح أهم النسب.

الجدول رقم (11): حساب نسب الهيكل لمؤسسة الخزف الصحي (من 2015 إلى غاية 2016).

2018	2017	2016	2015	السنوات النسب
2.76	3.24	2.29	1.84	نسبة التمويل الدائم
0.50	0.55	0.43	0.36	نسبة التمويل الذاتي
0.44	2.69	0.53	0.82	نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل
0.17	0.16	0.16	0.27	نسبة الاستقلالية المالية
0.81	0.81	0.18	0.65	نسبة المديونية الآجلة

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

- نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة.
 - نسبة التمويل الذاتي = الأصول الخاصة / الأصول الثابتة
 - نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل = أصول غير جارية / خصوم غير جارية
 - نسبة الاستقلالية المالية = الأصول الخاصة / مجموع الخصوم.
 - نسبة المديونية الآجلة = ديون طويلة الأجل / مجموع الأموال الدائمة.
1. نسبة التمويل الدائم: بالنسبة لنسبة التمويل الدائم هذه النسبة تقيس مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول غير الجارية. ومن خلال الجدول نلاحظ أن هذه النسبة كانت أكبر من الواحد؛ حيث كانت في سنة 2015 تقدر بـ 1.84 أما في سنة 2016 فكانت 2.29، وفي سنة 2017 قدرت بـ 3.24، وأخيرا في سنة 2018 فقد قدرت بـ 2.76، وهذا دليل على أن الأموال الدائمة لشركة الخزف الصحي استطاعت تغطية الأصول الثابتة كما سجلت فائضا.
 2. نسبة التمويل الذاتي: تقيس مدى تغطية الأموال الخاصة بالأصول الثابتة ومن خلال الجدول نلاحظ أنه نسب التمويل الذاتي كانت أقل من الواحد حيث كانت في سنة 2015 تساوي إلى 0.63، وفي سنة 2016 قدرت بـ 0.43، أما في سنة 2017 ارتفعت مقارنة بـ سنة 2016 و قدرت بـ 0.55، أما في سنة 2018 فقد قدرت بـ 0.50، وهذا ما يدل على أن الأموال الخاصة غير قادرة على تغطية الأصول الثابتة، ما يعني أن هناك عجز في التمويل الذاتي للشركة.
 3. نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل: تدل هذه النسبة على قدرة الشركة على تغطية إلتزاماتها طويلة الأجل. ونلاحظ من خلال نتائج الجدول أن هذه النسبة كانت منخفضة خلال فترة الدراسة ماعدا سنة 2017؛ حيث تراوحت بين 0.44 و 2.69، كانت في سنة 2015 تقدر بـ 0.82، أما في سنة 2016 قدرت بـ 0.53 وارتفعت سنة 2017 حيث قدرت بـ 2.69، أما في سنة 2018 فقد قدرت بـ 0.44، ونلاحظ أن النتيجة كانت موجبة لكن أقل من 1 خلال كل فترة الدراسة، وهذا يدل على أن المؤسسة غير قادرة على تغطية إلتزاماتها طويلة الأجل.
 4. نسبة الاستقلالية المالية: تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة من دائئها، ومن خلال الجدول نلاحظ أن الأموال الخاصة تمثل نسبة أقل من 50%، وهذا يعني أن المؤسس غير مستقلة ماليا.
 5. نسبة المديونية الآجلة: توضح هذه النسبة قدرة الأموال الدائمة على تغطية الديون طويلة الأجل، ومن خلال الجدول نلاحظ أن المؤسسة اعتمدت على التمويل بالديون بنسبة كبيرة أكبر من خلال 50% خلال سنوات الدراسة.

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

سنقوم بحساب أهم مؤشرات التوازن المالي وهي: رأس المال العامل، الاحتياج في رأس المال العامل والخزينة الصافية؛ حيث يتم حساب رأس المال العامل وفق العلاقة التالي:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول غير الجارية الثابتة}$$

ويتم حساب الاحتياج في رأس المال العامل وفق العلاقة التالية:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل} = [\text{الأصول الجارية} - \text{أموال الخزينة}] - [\text{الخصوم الجارية} - \text{خصوم الخزينة}]$$

كما يتم حساب الخزينة الصافية وفق العلاقة التالية:

$$\text{الخزينة الصافية} = \text{أموال الخزينة (القيم الجاهزة)} - \text{خصوم الخزينة}$$

الجدول رقم (12): مؤشرات التوازن المالي للسنوات (2015 - 2018).

السنوات	2015	2016	2017	2018
البيان				
رأس المال العامل	1431264125	2337065439	2463652954	(213186933.2)
الاحتياج في رأس المال العامل	864505359.5	(7100556.1)	1186080228	10984333227
الخزينة الصافية	1472560050.54	1438364680.97	1474166537	1365220126

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن رأس المال العامل في السنوات الأولى الثلاث لفترة الدراسة وهذا دليل أن الأموال الدائمة كافية لتغطية الأصول الثابتة وسجلت فائض أما في السنة الأخيرة سجلنا نتيجة سالبة لرأس المال العامل وهذا دليل على أن الأموال الدائمة لم تكن كافية لتغطية الأصول الثابتة.

أما فيما يخص الاحتياج في رأس المال العامل فنلاحظ أنه كان موجب في سنة 2015 أما في سنة 2016 فكان سالبا وفي سنتي 2017 و 2018 على التوالي موجب، ونلاحظ من خلال الجدول أن

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

الخزينة الصافية كانت موجبة خلال فترة الدراسة مما يحقق شروط التوازن المالي لمؤسسة الخزف الصحي.

المبحث الثالث: دراسة علاقة هيكل رأس مال شركة الخزف الصحي بأدائها المالي:

الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة ومن أهمها الأداء المالي، ولذلك فإن اختيار هيكل رأس مال المؤسسة غير كافي، لذلك يجب علينا معرفة علاقة هيكل رأس مال المؤسسة بأدائها المالي.

المطلب الأول: تحليل علاقة هيكل رأس مال الشركة بنسب السيولة والنشاط:

خلال هذا المطلب سنتطرق إلى تحليل علاقة كل من مؤشر من مؤشرات الأداء المالي بهيكل رأس مال المؤسسة.

أولاً: تحليل نسب السيولة:

1. نسبة السيولة العامة:

يتم تحليل نسبة السيولة العامة من خلال دراسة العلاقة بين الأصول الجارية والخصوم الجارية.

الجدول رقم (13): متغيرات نسبة السيولة العامة:

السنة	2015	2016	2017	2018
النسب				
نسبة السيولة العامة	2.71	4.38	28.75	12.45
الأصول الجارية	1029186510.86	18541892442	2757811185.47	2678802431.59
الخصوم الجارية	37861969.76	422925118.14	97564420.59	215148977.70

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن السيولة العامة كانت في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة ما عدا في السنة الأخيرة؛ حيث تراوحت بين 2.71 و 28.75. إن هذا الارتفاع قد يعود إلى ارتفاع

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

الأصول الجارية أو إلى انخفاض الخصوم الجارية، ونلاحظ من خلال الجدول أن زيادة نسبة السيولة راجع إلى ارتفاع الأصول الجارية وانخفاض الخصوم الجارية، كما نلاحظ أن نسبة السيولة العامة سجلت ارتفاعا ملحوظا خصوصا سنة 2017؛ حيث كانت 28.75، وهذا راجع إلى لارتفاع الكبير في الأصول الجارية للمؤسسة، كما لاحظنا انخفاضا في الخصوم الجارية، وهذا ما ساعد على تسجيل هذا الارتفاع.

كما نلاحظ أن نسبة السيولة العامة انخفضت سنة 2018، وهذا راجع إلى ارتفاع الخصوم الجارية؛ حيث قدرت بـ 97564420.59 سنة 2017، أما في سنة 2018 فكانت 215148977.70 وذلك رغم الانخفاض الطفيف في الأصول الجارية.

الاستنتاج:

- إن ارتفاع الأصول الجارية (المتداولة) بين سنة 2016 و 2017 كان له علاقة مع ارتفاع نسبة السيولة العامة من 4.38 إلى 28.75، وكما ذكرنا في الجانب النظري، فإن الأصول الجارية ليس لها علاقة بهيكل رأس المال. وبالتالي يمكن القول أن هيكل رأس المال ليس له علاقة بالأداء المالي للمؤسسة
 - زيادة الخصوم الجارية كان له علاقة عكسية مع نسبة السيولة العامة من 28.75 إلى 12.45، وهذا راجع إلى زيادة الخصوم الجارية بمقدار أكبر من زيادة الأصول الجارية ما يبين أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة خاصة السيولة العامة.
2. نسبة السيولة المنخفضة:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة العلاقة بين البسط والمقام المشكلين لهذه النسبة المتمثلين في الأصول الجارية مطروح منها المخزونات مقسومة على الخصوم الجارية.

الجدول رقم (14): متغيرات نسبة السيولة المنخفضة خلال الفترة (2015-2018).

السنة	2015	2016	2017	2018
النسبة	5.34	3.65	24.42	10.22
نسبة السيولة المنخفضة	5.34	3.65	24.42	10.22
الأصول الجارية- المخزونات	2426070191	15462427.964	2427525218	2200868130
الخصوم الجارية	471437106.50	422925118.14	97564420.59	215148977.70

المصدر: إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

من خلال الجدول نلاحظ أن نسبة السيولة المنخفضة في تذبذب مستمر حيث تراوحت بين 5.34 و 24.42 في سنتي 2015 و 2017 على التوالي، إن نسبة السيولة المنخفضة قد يعوم إلى ارتفاع الأصول الجارية مطروحا منها المخزونات أو إلى الانخفاض في الخصوم الجارية. كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن نسبة السيولة المنخفضة سجلت انخفاضا سنة 2015، وهذا راجع إلى انخفاض في الأصول الجارية مطروح منها المخزونات، كما لاحظنا ارتفاعا كبيرا في الخصوم الجارية.

الاستنتاج:

- انخفاض الأصول الجارية مطروحا منها المخزونات سنة 2016 كان له أثر في انخفاض نسبة السيولة المنخفضة، وبما أن الأصول الجارية ليست من مكونات هيكل رأس المال، وبالتالي لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.
- ارتفاع الخصوم الجارية في سنة 2018 كان سببا في انخفاض نسبة السيولة والذي يؤدي إلى انخفاض الأموال الدائمة، ومنه هناك علاقة سلبية بين هيكل رأس المال والأداء المالي.

ومما سبق يتبين لنا انه هناك علاقة بين مؤشرات من خلال نسبة السيولة المنخفضة في فترات، بينما في أخرى لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.

3. نسبة السيولة الجاهزة:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة العلاقة بين البسط والمقام المشكلين لهذه النسبة المتمثلين في أموال الخزينة قسمة الخصوم الجارية.

الجدول رقم (15): متغيرات نسبة السيولة الجاهزة للفترة 2015-2018.

النسبة السنة	2015	2016	2017	2018
السيولة الجاهزة	3.52	6.40	15.10	6.36
الأصول الجارية	1472560050.54	1438364680.97	1474166537.10	1369528270.49
الخصوم الجارية	417437106.50	422925118.14	97564420.59	215148977.70

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن السيولة الجاهزة كانت في ارتفاع ثم انخفضت أي أنه هناك تذبذب في قيمها؛ حيث نلاحظ نسبة السيولة الجاهزة كانت 3.52 سنة 2015، ثم انخفضت إلى 3.40 في سنة 2016، ثم ارتفعت ارتفاعا ملحوظا سنة 2017، أين ارتفعت النسبة إلى 15.10، وهذا راجع إلى انخفاض الخصوم الجارية بنسبة أكبر من ارتفاع أموال الخزينة، ثم في سنة 018 سجلنا انخفاضا في نسبة السيولة الجاهزة؛ حيث قدرت بـ 6.36، بينما كانت 15.10، وهذا راجع إلى الارتفاع الكبير في الخصوم الجارية، وانخفاض طفيف في أموال الخزينة.

الاستنتاج:

- انخفاض الديون قصيرة الأجل في سنة 2017 كان سببا في زيادة نسبة السيولة الجاهزة ويعود الانخفاض في الديون قصيرة الأجل إلى الزيادة في الأموال الدائمة، مما يبين لنا أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.
- ارتفاع الديون قصيرة الأجل سنة 2018 كان سببا في انخفاض نسبة السيولة الجاهزة من 15.10 إلى 6.36، ومنه يتبين لنا أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.
- من خلال مما سبق يتبين لنا أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.

ثانيا: تحليل نسب النشاط:

1. معدل دوران الأصول الثابتة:

من خلال هذا العنصر سيتم تحليل ومعرفة العلاقة بين هيكل رأس المال ونسب النشاط.

الجدول رقم (16): متغيرات معدل دوران الأصول الثابتة.

البيان للسنة	2015	2016	2017	2018
معدل دوران الأصول الثابتة	0.59	0.34	0.28	0.17
المبيعات السنوية خارج الرسم	327266944.86	383378343.10	333732342.56	245957409.93
الأصول الثابتة	12596943007.20	1102381419.93	1184829285.94	1410777155.43

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن معدل دوران الأصول الثابتة في انخفاض مستمر؛ حيث تراوح المعدل بين 0.59 سنة 2015، و0.17 سنة 2018، وهذا النتيجة تعود إما لانخفاض المبيعات السنوية خارج الرسم أو ارتفاع الأصول الثابتة ونلاحظ من خلال الجدول أن سبب انخفاض هذا المعدل هو زيادة المبيعات السنوية خارج الرسم وذلك في سنة 2016 أما في سنة 2017 فكان راجع إلى زيادة الأصول الثابتة

تحليل العلاقة:

- زيادة المبيعات السنوية كان سببا في انخفاض معدل دوران الأصول الثابتة وهذا يعني أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.
- زيادة الأصول الثابتة تسبب في انخفاض معدل دوران الأصول الثابتة ومنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لأن الأصول الثابتة ليست ضمن عناصر هيكل رأس المال

2. معدل التسديد من المدينين:

الجدول رقم (17): متغيرات نسبة تسديد الموردين للشركة.

السنة	2015	2016	2017	2018
معدل التسديد من الموردين	0.19	0.37	0.39	1.85
الموردون + أوراق الدفع	47545345.52	54645693.87	47972566.29	165573996.77
المشتريات السنوية	(121211879.24)	(144615439.87)	(122457351.17)	(89289704.3)

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل التسديد من المدينين في ارتفاع مستمر، هذا الارتفاع قد يعود إلى ارتفاع الموردون أو انخفاض المشتريات السنوية. ما نلاحظ من خلال الجدول أن هناك ارتفاع في معدل

الفصل الثالث علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي بالميلية

التسديد من الموردين خلال فترة الدراسة، وهو المتسبب في الارتفاع المستمر في معدل التسديد من الموردين وانخفاض المشتريات المستهلكة في 2017.

من خلال النتائج يتبين لنا:

- في سنة 2016 كان الارتفاع في نسبة التسديد من الموردين راجع إلى زيادة الموردين وأوراق الدفع وهذا كان سببا في ارتفاع نسبة النشاط ومنه نستنتج انه علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤشر.
- أما في سنة 2017 فكان ارتفاع معدل التسديد من الموردين راجع إلى انخفاض المستويات المستهلكة، وبالتالي يمكننا القول أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.

المطلب الثاني: تحليل علاقة هيكل رأس مال الشركة بنسب المديونية:

نتناول في هذا المطلب مختلف نسب المديونية وتحليل علاقة كل نسبة بهيكل رأس المال.

1. نسبة التمويل الدائم:

سيتم تحليل هذه النسبة ومعرفة علاقتها بهيكل رأس المال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (18): متغيرات نسبة التمويل الدائم.

السنة البيان	2015	2016	2017	2018
نسبة التمويل الدائم	1.84	2.29	3.24	2.76
الأموال الدائمة	3596759716	2533645544	384576050	3874430609
الخصوم غير الجارية	259694307.20	1102381419.93	1184829285.94	1410777155.43

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

نلاحظ من الجدول أعلاه أن نسبة التمويل الدائم في ارتفاع مستمر خلال سنوات الدراسة 2016، 2015، 2017، ماعدا سنة 2018 أين سجلنا انخفاضا في نسبة التمويل الدائم، وهذا راجع إما إلى زيادة الأموال الدائمة أو انخفاض الأصول غير الجارية.

- ترجع الزيادة في نسبة التمويل الدائم سنة 2016 إلى انخفاض الأصول غير الجارية، أما في سنة 2017 فكان سببه زيادة الأموال الدائمة.
- زيادة الأصول غير الجارية كان سببا في انخفاض نسبة التمويل الدائمة سنة 2018.

من النتائج يتبين لنا أن:

- انخفاض الأصول غير الجارية كان سببا في زيادة نسبة التمويل الدائم سنة 2016، ومنه نستنتج أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.
- زيادة الأموال الدائمة في سنة 2017 تسبب في زيادة نسبة التمويل الدائم، ومنه نستنتج أنه هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي؛ حيث أن الأموال الدائمة من مكونات هيكل رأس المال، وهي تؤثر على مؤشرات الأداء المالي تحديدا نسبة التمويل الدائم.

2. نسبة التمويل الذاتي:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة الجدول التالي:

الجدول رقم (19): متغيرات نسبة التمويل الذاتي.

السنة	2015	2016	2017	2018
النسبة				
نسبة السيولة العامة	0.36	0.43	0.55	0.55
الأصول الجارية	4268931154.95	484952688.67	652371940.31	713534999.72
الخصوم الجارية	1259694307.20	1102381419.93	1184829285.94	1410777155.43

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة التمويل الذاتي في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2017 و2018؛ حيث سجلنا ثبات في نسبة التمويل الذاتي. وتعود زيادة نسبة التمويل الذاتي، إما زيادة الأموال الخاصة أو انخفاض الأصول الثابتة.

وما نلاحظه من خلال الجدول أعلاه أن ارتفاع نسبة التمويل الدائم راجع لزيادة الأموال الخاصة في سنة 2016، في حين رافقه انخفاض طفيف في الأصول الثابتة. ويعود سبب ثبات نسبة التمويل الذاتي عند نسبة 0.55، هذا راجع في سنة 2017 إلى زيادة الأموال الخاصة وزيادة في الأصول الثابتة، وبإقي ثابت، لأنه سجلت زيادة في كل من الأموال الخاصة والأصول الثابتة بنفس النسبة.

الاستنتاج:

- ارتفاع الأموال الخاصة كان سببا في زيادة نسبة التمويل الذاتي سنة 2015 وسنة 2016، وهو ما يبين لنا أنه هناك علاقة بين هيكل رأس المال ومؤشرات الأداء المالي؛ حيث التغير في نسبة من نسب هيكل رأس المال تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة.
- الزيادة في الأصول الجارية في سنة 2017 كان سببا في ارتفاع نسبة التمويل الذاتي، ومنه نستنتج أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة لأن الأصول الجارية ليست من مكونات هيكل رأس المال.

3. نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة الجدول التالي:

الجدول رقم (20): متغيرات نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل.

السنة النسب	2015	2016	2017	2018
نسبة تغطية الالتزامات	0.82	0.53	2.69	0.44
أصول غير جارية	1259694307.20	1102381419.93	1184829285.94	1410777155.43
خصوم غير جارية	3133866561.81	2048692155.47	3192704110.51	3160895609.60

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل في تذبذب؛ حيث انخفضت بين سنتي 2015 و 2016، وانخفضت في سنة 2017، وعادت لانخفاض سنة 2018، وهذا راجع إلى زيادة الخصوم غير الجارية، أو لانخفاض الأصول غير الجارية.

كما نلاحظ أن انخفاض نسبة الالتزامات طويلة الأجل راجع إلى انخفاض في الأصول غير الجارية وانخفاض الخصوم غير الجارية. ونلاحظ أيضا أنه في سنة 2017 ارتفعت نسبة تغطية الالتزامات غير الجارية، ويعود ذلك إلى ارتفاع الأصول غير الجارية. غير أنه في سنة 2018 سجلنا انخفاضا في نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل وذلك لارتفاع الخصوم غير الجارية.

وعليه يتبين لنا أن:

- انخفاض الأصول غير الجارية كان سببا في انخفاض نسب الالتزامات طويلة الأجل في سنة 2016، ومنه يمكن القول أنه لا توجد علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، لان الأصول غير الجارية ليست من مكونات هيكل رأس المال.

- ارتفاع الخصوم غير الجارية كان سببا في انخفاض نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل في سنة 2018، ومنه يتبين أنه هناك علاقة بين هيكل رأس المال و الأداء المالي للمؤسسة.

ومنه نستنتج أن هيكل رأس المال يؤثر على مؤشرات الأداء المالي وبالضبط على نسبة تغطية الالتزامات طويلة الأجل.

4. نسبة الاستقلالية المالية:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة الجدول التالي:

الجدول رقم (21): متغيرات نسبة الاستقلالية المالية:

السنة / النسب	2015	2016	2017	2018
نسبة الاستقلالية المالية	0.27	0.16	0.16	0.17
الأصول الخاصة	462893154.95	484952688.67	65237194.31	713534999.72
مجموع الخصوم	4014196823.26	2956570660.28	3942640471.41	4089579587.02

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

تحليل العلاقة:

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية متذبذبة، وهذا راجع إما لانخفاض الأموال الخاصة أو لزيادة مجموع الخصوم، كما نلاحظ أن سبب انخفاض نسبة الاستقلالية المالية راجع إلى زيادة في الأموال الخاصة. أما في سنة 2017 سجل ثبات في نسبة الاستقلالية المالية، وهذا راجع لزيادة كل من الأموال الخاصة ومجموع الخصوم بنفس المعدل.

الاستنتاج:

ارتفاع الأموال الخاصة كان سببا في انخفاض نسبة الاستقلالية المالية ومنه هناك علاقة هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وهيكل رأس المال يؤثر على مؤشرات الأداء المالي، وبالمضبط على نسبة الاستقلالية المالية.

5. نسبة المديونية الآجلة:

سيتم تحليل هذه النسبة من خلال دراسة الجدول التالي:

الجدول رقم (22): متغيرات المديونية الآجلة.

النسبة	السنة	2015	2016	2017	2018
نسبة الاستقلالية المالية	0.65	0.81	0.81	0.81	0.81
ديون طويلة الأجل	3145000000	2068715058	3145000000	3145000000	3145000000
مجموع الأموال الدائمة	359675916	2533645544	3845076050	3874430609	3874430609

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة الديون إلى هيكل رأس المال في ارتفاع بين سنتي 2015 إلى 2016، كما سُجل ثبات في نسبة الاستقلالية المالية في سنوات 2016، 2017، 2018، ويرجع هذا الارتفاع إما إلى زيادة الديون طويلة الأجل أو انخفاض مجموع الأموال الدائمة.

يعود ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية إلى انخفاض مجموع الأموال الدائمة. في حين يفسر ثبات نسبة الاستقلالية المالية بأن المؤسسة اعتمدت على الديون طويلة الأجل في تمويل أصولها.

الاستنتاج:

مما سبق نستنتج أن هناك علاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي؛ حيث أن هيكل رأس المال يؤثر على مؤشرات الأداء المالي وعلى وجه الخصوص على نسبة الاستقلالية المالية.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تم إسقاط الدراسة النظرية التي تناولناها في الفصل الأول والثاني على مؤسسة الخزف الصحي بالميلية وذلك بدراسة علاقة هيكل رأس مالها بأدائها المالي، بعد تقييم أدائها المالي باستخدام مؤشرات وأدوات تقييم الأداء المالي ومن خلال النتائج توضح أن الأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي كان جيدا نسبيا؛ حيث تم التوصل إلى رأس مال عامل موجب، خزينة موجبة ولديها سيولة مقبولة ومؤشرات حسنة في النتيجة الصافية، وهذا يدل على تحسن الأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي.

خاتمة

خاتمة:

من خلال الدراسة النظرية والميدانية وعلى ضوء ما ورد في الدراسة، نكون قد وقفنا على مختلف مكونات رأس المال للمؤسسة؛ وذلك من خلال التعرف على مفهومه ومختلف المصادر التمويلية المتاحة وكذلك التطرق إلى تكلفة التمويل والنظريات المفسرة له، كما تطرقنا إلى مفهوم الأداء المالي.

حاولت هذه الدراسة الإلمام بمختلف جوانب الموضوع ودراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة وإسقاط الدراسة على واقع شركة الخزف الصحي؛ حيث توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج.

1. اختبار الفرضيات:

الفرضية الأولى: من خلال نتائج الدراسة يمكن القول أن التغيرات التي تحصل في هيكل رأس المال تؤثر على الأداء المالي لشركة الخزف الصحي.
الفرضية الثانية: من خلال النتائج المتوصل إليها، توصلنا إلى أنه للمردودية تأثير كبير وإيجابي على الأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي.
الفرضية الثالثة: من خلال الدراسة التطبيقية، قمنا باستعمال المؤشرات الكلاسيكية والحديثة؛ حيث تبين من خلال دراستنا أن لهذه المؤشرات دور في تقييم الأداء المالي.

2. نتائج الدراسة:

- بناء على إشكالية البحث والفرضيات المعتمدة توصلنا إلى عدة نتائج أهمها:
- يتكون هيكل رأس المال من مجموع الخصوم طويلة الأجل.
 - هيكل رأس المال هو عبارة عم جزء صغير من الهيكل المالي.
 - يعتبر الأداء المالي من أهم العناصر التي تعكس الوضع المالي للمؤسسة الاقتصادية.
 - تعتبر مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية من أهم أدوات تقييم الأداء المالي.
 - تعتبر عملية تقييم الأداء المالي جد مهمة لما تقدمه من معلومات للأطراف ذات الصلة.
 - تعتبر تكلفة هيكل رأس المال عن معدل العائد الأدنى الذي يقبل به المستثمر.
 - لا يوجد مفهوم محدد وشامل للأداء المالي؛ حيث يختلف هذا المفهوم من جهة لأخرى.

3. نتائج الدراسة التطبيقية:

- تستحوذ الديون على النسبة الأكبر في تركيبة هيكل رأس مال المؤسسة مما جعلها غير مستقلة تماما.
- رأس المال العامل موجب يدل على تحقيق توازن مريح وهذا يبين أنها تمتلك هامش أمان، وهذا ما انعكس على الخزينة الموجبة.

- حققت المؤسسة قيم موجبة لاحتياجات رأس المال العامل ما يدل على تغطية احتياجاتها قصير الأجل.
- تحقق مؤسسة الخزف الصحي بالميلية أداء ماليا جيدا.

4. التوصيات:

- في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة نوصي بما يلي:
- يجب على المؤسسة إتباع إستراتيجية رشيدة في تمويل نشاطها وذلك بالتخفيض من حجم الديون والعمل على تحقيق هيكل مالي أمثل بالمزج بين مختلف طرق التمويل المختلفة.
- الحرص على تقييم ورقابة نشاط المؤسسة بشكل دوري تحسبا لأي تغييرات سواء قبل إعداد الميزانية أو بعدها.
- يجب على المؤسسة الحرص على تحقيق نتيجة مالية جيدة لأن ذلك يؤثر إيجابيا عليها.
- يجب أن تتكامل النسب المالية جميعا في منظومة واحدة لإعطاء صورة حقيقية عن المؤسسة.
- توصي المؤسسة على زيادة اعتمادها على الأموال الخاصة، هذا لأن نسبة استقلاليتها المالية جد ضعيفة.
- يتعين على المؤسسة الاقتصادية الاطلاع أكثر على تركيبة هيكل رأس المال من أجل الوعي بالأهمية البالغة.

5. آفاق الدراسة:

- البحث في مجال هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية وربطه بالأداء المالي جد واسع وهناك بعض الإشكاليات المطروحة في هذا المجال لا تزال مجهولة نذكر منها:
- كفاءة هيكل رأس المال في تحسين الأداء المالي.
- تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات ومعايير مالية وغير مالية.
- استخدام التحليل المالي الحديث في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.
- أثر الرفع المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب العربية:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2012.
3. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2006.
4. جميل احمد توفيق، أساسيات الغدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، 2004.
6. دريد كامل آل الشبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج، 2006.
7. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
8. عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
9. عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي-أسس مفاهيم تطبيقات-، الطبعة الثانية، دار صفاء، الأردن، 2006.
10. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002.
11. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط5، مطابع الترواق، 2017.
12. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، جامعة العلوم والتكنولوجيا، اليمن.
13. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2007.
14. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوك العلمية، الأردن، 2009.
15. عليان الرشيد وآخرون، الإدارة والتحليل المالي دار البركة، الأردن.
16. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء مكتبة الجامعة، الرياض، 2013.
17. فيصل محمود الشاورة، مبادئ الإدارة المالية - إطار نظري محتوى عملي-، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2013.
18. كتوش عاشور، المحاسبة العامة أصول مبادئ وآليات سير الحسابات وفقا للنظام المحاسبي المالي SCF، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
19. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
20. محمد صالح الحنوي، نهال فريد مصطفى جلال العبد، الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة -، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.

21. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، الأردن، 2010.
22. محي الدين قطب، الخيار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار حامد، الأردن، 2002.
23. مصطفى يوسف كافي وآخرون، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2012.
24. مفلح محمد عقل، مقدمة الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة العربي، دار أجنالين، الأردن، 2006.
25. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2008.
26. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر-، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000.
27. هادي رضا الصفار، مبادئ المحاسبة المالية: القياس والاعتراف والإفصاح في التقارير المحاسبية، الطبعة الأولى، دار الثقافة، الأردن، 2009.
28. وائل محمد صبحي إدريس، مؤيد عبد الرحمن عبد الله الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، الطبعة الثالثة، دار وائل، الأردن، 2006.

ثانياً: المذكرات:

1. أسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار - دراسة عينة من المؤسسات-، مذكرة دكتوراه، شعبة علوم مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة 1 الحاج بخضر، 2018/2019.
2. أشرف عادل محمود اسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، ص: 2016.
3. بن خروف جلييلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بوقرة، بومرداس، 2008/2009.
4. بن عمر عبد العالي، دور نظام المعلومات المحاسبية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، 2017.
5. بوطغان حنان، تحليل المردودية المالية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الوطنية للبيتروكيمياء EMIP-، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2017.

6. توفيق سميح الأغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، كلية علوم الإدارة والمالية، قسم المحاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2014/2015.
7. دعاء خلقي حنفي، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا و البحث العلمي، جامعة الخليل، 2017.
8. شباح حمزة، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية-، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2013/2014.
9. شعبان "محمد توفيق" شعبان لولو، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغيير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.
10. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم - دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل بسكرة-، مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، تخصص المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001/2002.
11. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير، علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008/2009.
12. غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال لتعظيم ثروة الملاك-دراسة اختباريه للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان-، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2017.
13. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2016.
14. معوج بلال، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2017.
15. نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، كلية الإعلام، جامعة الشرق الأوسط، 2009.

ثالثا:المجلات:

1. إبراهيم يعقوب اسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 2، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2017.
2. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي - الإسهامات النظرية-، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2009.
3. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظير الالتقاط ودور حياة الشركة - بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.
4. عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية لفترة (2006-2016)-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 04، العدد 2، جامعة فلسطين الأهلية، بيت لحم، فلسطين، 2008.
5. عبد الملوك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية(مفهوم وتقييم)، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، نوفمبر 2001.

رابعا:المراجع الأجنبية:

1. abdelatif khemakhem, la dynamique de contrôle de gestion, domod, 2ed, paris, 1976.
2. Khemici chiha, finance d'entreprise, homa edition, alger, 2009.

خامسا: المواقع الالكترونية:

1. BASHIER.ORG, 22:49, 11/6/2020 .

الملاحق

	A	B	C	D	E	F	G
1	CERAM DIVINDUS UNITE EL-MILIA			EDITION DU: 04/03/2020 12: 0			
2	EL-MILIA JJEL			EXERCICE: 01/01/18 AU 31/12/18			
3	N° D'IDENTIFICATION:001631010039852004			PERIODE DU: 01/01/18 AU 31/12/18			
4							
5	BILAN (ACTIF)						
6							
7	LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET	NET 2017
8							
9							
10	ACTIFS NON COURANTS						
11	Ecart d'acquisition-goodwill positif ou						
12	Immobilisations incorporelles						
13	Immobilisations corporelles						
14	Terrains						
15	Bâtiments						
16	Autres immobilisations corporelles						
17	Immobilisations en concession						
18	Immobilisations encours						
19	Immobilisations financières						
20	Titres mis en équivalence						
21	Autres participations et créances rattachées						
22	Autres titres immobilisés						
23	Prêts et autres actifs financiers non courant						
24	Impôts différés actif						
25	TOTAL ACTIF NON COURANT						
26	ACTIF COURANT						
27	Stocks et encours						
28	Créances et emplois assimilés						
29	Clients						
30	Autres débiteurs						
31	Impôts et assimilés						
32	Autres créances et emplois assimilés						
33	Disponibilités et assimilés						
34	Placements et autres actifs financiers coura						
35	Trésorerie						
36	TOTAL ACTIF COURANT						
37	TOTAL GENERAL ACTIF						
38							

	A	B	C	D	E	F	G
1		CERAM_DIVINDUS EL-MILIA			EDITION DU:	04/03/2020 11:58	
2					EXERCICE:	01/01/17 AU 31/12/17	
3		N° D'IDENTIFICATION:			PERIODE DU:	01/01/17 AU 31/12/17	
4							
5		COMPTE DE RESULTAT/NATURE					
6							
7		LIBELLE	NOTE	2017	2016		
8							
9							
10		Ventes et produits annexes		333 732 342,56	383 378 343,10		
11		Variation stocks produits finis et en cours		90 443 708,16	98 168 676,16		
12		Production immobilisée		56 396 363,76	21 874 367,61		
13		Subventions d'exploitation					
14		I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		480 572 414,48	503 421 386,87		
15		Achats consommés		-122 457 351,17	-144 615 439,05		
16		Services extérieurs et autres consommati		-19 807 802,17	-30 896 005,99		
17		II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-142 265 153,34	-175 511 445,04		
18		III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		338 307 261,14	327 909 941,83		
19		Charges de personnel		-267 856 797,59	-255 782 275,61		
20		Impôts, taxes et versements assimilés		-6 195 045,82	-4 920 362,07		
21		IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		64 255 417,73	67 207 304,15		
22		Autres produits opérationnels		108 804,95	155 131,39		
23		Autres charges opérationnelles		-571 415,81	-850 389,83		
24		Dotations aux amortissements, provision:		-35 526 521,41	-44 245 159,30		
25		Reprise sur pertes de valeur et provisions					
26		V- RESULTAT OPERATIONNEL		28 266 285,46	22 266 886,41		
27		Produits financiers		7 011 917,30	10 650 007,20		
28		Charges financières		-274 514,00	-2 396 069,00		
29		VI-RESULTAT FINANCIER		6 737 403,30	8 253 938,20		
30		VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMP		35 003 688,76	30 520 824,61		
31		Impôts exigibles sur résultats ordinaires					
32		Impôts différés (Variations) sur résultats		12 022 663,06	1 520 764,17		
33		TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITE		487 693 136,73	514 226 525,46		
34		TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES		-440 666 784,91	-482 184 936,68		
35		VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES O		47 026 351,82	32 041 588,78		
36		Eléments extraordinaires (produits) (à pré					
37		Eléments extraordinaires (charges) (à pré					
38		IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE					
39		X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		47 026 351,82	32 041 588,78		
40							

	A	B	C	D	E	F	G
1	CERAM_DIVINDUS EL-MILIA					EDITION DU: 04/03/2020 11:59	
2						EXERCICE: 01/01/17 AU 31/12/17	
3	N° D'IDENTIFICATION:					PERIODE DU: 01/01/17 AU 31/12/17	
4							
5	BILAN (PASSIF)						
6							
7	LIBELLE	NOTE	2017	2016			
8							
9							
10	CAPITAUX PROPRES						
11	Capital émis						
12	Capital non appelé						
13	Primes et réserves - Réserves consolidées						
14	Ecart de réévaluation						
15	Ecart d'équivalence (1)						
16	Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		47 026 351,82	32 041 588,78			
17	Autres capitaux propres - Report à nouveau		-67 726 313,04				
18	Comptes de liaison		673 071 901,53	452 911 099,89			
19	Part de la société consolidante (1)						
20	Part des minoritaires (1)						
21	TOTAL I		652 371 940,31	484 952 688,67			
22	PASSIFS NON-COURANTS						
23	Emprunts et dettes financières		3 145 000 000,00	2 068 715 058,00			
24	Impôts (différés et provisionnés)						
25	Autres dettes non courantes						
26	Provisions et produits constatés d'avance		47 704 110,51	-20 022 202,53			
27	TOTAL II		3 192 704 110,51	2 048 692 855,47			
28	PASSIFS COURANTS:						
29	Fournisseurs et comptes rattachés		47 972 566,29	54 645 693,87			
30	Impôts		2 889 655,77	1 191 250,26			
31	Autres dettes		46 702 198,53	367 088 174,01			
32	Trésorerie passif						
33	TOTAL III		97 564 420,59	422 925 118,14			
34	TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		3 942 640 471,41	2 956 570 662,28			

	A	B	C	D	E	F	G
1	CERAM_DIVINDUS EL-MILIA				EDITION DU:	04/03/2020 11:59	
2					EXERCICE:	01/01/17 AU 31/12/17	
3	N° D'IDENTIFICATION:				PERIODE DU:	01/01/17 AU 31/12/17	
4							
5	BILAN (ACTIF)						
6							
7	LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET	NET 2016
8							
9							
10	ACTIFS NON COURANTS						
11	Ecart d'acquisition-goodwill positif ou						
12	Immobilisations incorporelles		1 549 400,00	1 192 722,29	356 677,71	578 536,87	
13	Immobilisations corporelles						
14	Terrains		274 436,00		274 436,00	274 436,00	
15	Bâtiments		373 679 606,50	274 131 153,85	99 548 452,65	106 156 065,73	
16	Autres immobilisations corporelles		600 473 172,42	190 119 188,34	410 353 984,08	296 813 409,83	
17	Immobilisations en concession						
18	Immobilisations encours		426 677 375,81		426 677 375,81	447 963 274,87	
19	Immobilisations financières						
20	Titres mis en équivalence						
21	Autres participations et créances rattachées						
22	Autres titres immobilisés		140 000 000,00		140 000 000,00	155 000 000,00	
23	Prêts et autres actifs financiers non courant		91 954 438,71		91 954 438,71	91 954 438,71	
24	Impôts différés actif		15 663 920,98		15 663 920,98	3 641 257,92	
25	TOTAL ACTIF NON COURANT		1 650 272 350,42	465 443 064,48	1 184 829 285,94	1 102 381 419,93	
26	ACTIF COURANT						
27	Stocks et encours		330 285 966,89		330 285 966,89	307 761 295,98	
28	Créances et emplois assimilés						
29	Clients		69 494 028,44	6 406 234,27	63 087 794,17	67 307 553,79	
30	Autres débiteurs		868 389 397,18		868 389 397,18	15 937 778,45	
31	Impôts et assimilés		21 881 490,13		21 881 490,13	24 817 933,16	
32	Autres créances et emplois assimilés						
33	Disponibilités et assimilés						
34	Placements et autres actifs financiers coura						
35	Trésorerie		1 474 166 537,10		1 474 166 537,10	1 438 364 680,97	
36	TOTAL ACTIF COURANT		2 764 217 419,74	6 406 234,27	2 757 811 185,47	1 854 189 242,35	
37	TOTAL GENERAL ACTIF		4 414 489 770,16	471 849 298,75	3 942 640 471,41	2 956 570 662,28	

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA					EDITION DU: 06/03/2018 8:25	
2	Z/A Rte de Constantine BP 109 18300 EI-Milia					EXERCICE: 01/01/16 AU 31/12/16	
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819					PERIODE DU: 01/01/16 AU 31/12/16	
4							
5	COMPTE DE RESULTAT/NATURE						
6							
7		LIBELLE	NOTE	2016	2015		
8							
9							
10		Ventes et produits annexes	R1L01	383 378 343,10	327 266 944,86		
11		Variation stocks produits finis et en cours		98 168 676,16	89 785 345,18		
12		Production immobilisée	R1L03	21 874 367,61	56 396 363,76		
13		Subventions d'exploitation					
14		I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		503 421 386,87	473 448 653,80		
15		Achats consommés		-144 615 439,05	-121 211 879,24		
16		Services extérieurs et autres consommati		-30 896 005,99	-41 691 825,99		
17		II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-175 511 445,04	-162 903 705,23		
18		III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		327 909 941,83	310 544 948,57		
19		Charges de personnel		-255 782 275,61	-267 856 797,59		
20		Impôts, taxes et versements assimilés		-4 920 362,07	-6 195 045,82		
21		IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		67 207 304,15	36 493 105,16		
22		Autres produits opérationnels		155 131,39	108 804,88		
23		Autres charges opérationnelles		-850 389,83	-571 412,81		
24		Dotations aux amortissements, provision:		-44 245 159,30	-47 596 710,71		
25		Reprise sur pertes de valeur et provisions					
26		V- RESULTAT OPERATIONNEL		22 266 886,41	-11 566 213,48		
27		Produits financiers		10 650 007,20	7 011 917,30		
28		Charges financières		-2 396 069,00	-274 514,00		
29		VI-RESULTAT FINANCIER		8 253 938,20	6 737 403,30		
30		VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMP		30 520 824,61	-4 828 810,18		
31		Impôts exigibles sur résultats ordinaires					
32		Impôts différés (Variations) sur résultats		1 520 764,17			
33		TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITE		514 226 525,46	480 569 375,98		
34		TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES		-482 184 936,68	-485 398 186,16		
35		VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES O		32 041 588,78	-4 828 810,18		
36		Eléments extraordinaires (produits) (à pré					
37		Eléments extraordinaires (charges) (à pré					
38		IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE					
39		X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		32 041 588,78	-4 828 810,18		
40							
41							

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA					EDITION DU: 06/03/2018 8:25	
2	Z/A Rte de Constantine BP 109 18300 El-Milia					EXERCICE: 01/01/16 AU 31/12/16	
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819					PERIODE DU: 01/01/16 AU 31/12/16	
4							
5	BILAN (PASSIF)						
6							
7		LIBELLE	NOTE	2016	2015		
8							
9							
10		CAPITAUX PROPRES					
11		Capital émis					
12		Capital non appelé					
13		Primes et réserves - Réserves consolidées					
14		Ecart de réévaluation					
15		Ecart d'équivalence (1)					
16		Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		32 041 588,78	-4 828 810,18		
17		Autres capitaux propres - Report à nouveau					
18		Comptes de liaison		452 911 099,89	467 721 965,13		
19		Part de la société consolidante (1)					
20		Part des minoritaires (1)					
21		TOTAL I		484 952 688,67	462 893 154,95		
22		PASSIFS NON-COURANTS					
23		Emprunts et dettes financières		2 068 715 058,00	3 145 000 000,00		
24		Impôts (différés et provisionnés)					
25		Autres dettes non courantes					
26		Provisions et produits constatés d'avance		-20 022 202,53	-11 133 438,19		
27		TOTAL II		2 048 692 855,47	3 133 866 561,81		
28		PASSIFS COURANTS:					
29		Fournisseurs et comptes rattachés		54 645 693,87	47 545 345,52		
30		Impôts		1 191 250,26	2 889 655,77		
31		Autres dettes		367 088 174,01	367 002 105,21		
32		Trésorerie passif					
33		TOTAL III		422 925 118,14	417 437 106,50		
34		TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		2 956 570 662,28	4 014 196 823,26		
35							

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA				EDITION DU: 06/03/2018 8:24		
2	Z/A Rte de Constantine BP 109 18300 El-Milia				EXERCICE: 01/01/16 AU 31/12/16		
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819				PERIODE DU: 01/01/16 AU 31/12/16		
4							
5	BILAN (ACTIF)						
6							
7	LIBELLE	NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET	NET 2015
8							
9							
10	ACTIFS NON COURANTS						
11	Ecart d'acquisition-goodwill positif ou						
12	Immobilisations incorporelles	R1S2L1	1 359 000,00	780 463,13	578 536,87		356 677,71
13	Immobilisations corporelles						
14	Terrains		274 436,00		274 436,00		274 436,00
15	Bâtiments		373 679 606,50	267 523 540,77	106 156 065,73		99 548 452,65
16	Autres immobilisations corporelles	R1S3L3	458 425 949,00	161 612 539,17	296 813 409,83		279 502 895,21
17	Immobilisations en concession						
18	Immobilisations encours	R1S4L1	447 963 274,87		447 963 274,87		644 416 149,00
19	Immobilisations financières						
20	Titres mis en équivalence						
21	Autres participations et créances rattachées						
22	Autres titres immobilisés		155 000 000,00		155 000 000,00		140 000 000,00
23	Prêts et autres actifs financiers non courant		91 954 438,71		91 954 438,71		91 954 438,71
24	Impôts différés actif		3 641 257,92		3 641 257,92		3 641 257,92
25	TOTAL ACTIF NON COURANT		1 532 297 963,00	429 916 543,07	1 102 381 419,93		1 259 694 307,20
26	ACTIF COURANT						
27	Stocks et encours		307 761 295,98		307 761 295,98		329 432 325,16
28	Créances et emplois assimilés						
29	Clients		73 713 788,06	6 406 234,27	67 307 553,79		64 694 868,73
30	Autres débiteurs		15 937 778,45		15 937 778,45		865 967 866,50
31	Impôts et assimilés		24 817 933,16		24 817 933,16		21 847 405,13
32	Autres créances et emplois assimilés						
33	Disponibilités et assimilés						
34	Placements et autres actifs financiers coura						
35	Trésorerie	R2S3L2	1 438 364 680,97		1 438 364 680,97		1 472 560 050,54
36	TOTAL ACTIF COURANT		1 860 595 476,62	6 406 234,27	1 854 189 242,35		2 754 502 516,06
37	TOTAL GENERAL ACTIF		3 392 893 439,62	436 322 777,34	2 956 570 662,28		4 014 196 823,26
38							
39							

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA				EDITION DU:	04/03/2020 12: 4	
2	ZJA Rte de Constantine BP 109 18300 EI-Milia				EXERCICE:	01/01/15 AU 31/12/15	
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819				PERIODE DU:	01/01/15 AU 31/12/15	
4							
5	COMPTE DE RESULTAT/NATURE						
6							
7	LIBELLE	NOTE	2015	2014			
8							
9							
10	Ventes et produits annexes		461 885 905,09	485 965 397,88			
11	Variation stocks produits finis et en cours		-27 627 904,63	5 227 319,37			
12	Production immobilisée						
13	Subventions d'exploitation						
14	I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		434 258 000,46	491 192 717,25			
15	Achats consommés		-128 921 717,67	-142 677 682,00			
16	Services extérieurs et autres consommati		-26 109 003,59	-18 806 877,59			
17	II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-155 030 721,26	-161 484 559,59			
18	III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		279 227 279,20	329 708 157,66			
19	Charges de personnel		-306 034 487,86	-295 703 948,54			
20	Impôts, taxes et versements assimilés		-9 675 327,58	-6 885 144,93			
21	IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		-36 482 536,24	27 119 064,19			
22	Autres produits opérationnels		1 271 686,53	162 777,60			
23	Autres charges opérationnelles		-995 317,37	-4 502 863,24			
24	Dotations aux amortissements, provision:		-27 158 351,16	-32 222 690,65			
25	Reprise sur pertes de valeur et provisions		6 004 721,27	385 311,75			
26	V- RESULTAT OPERATIONNEL		-57 359 796,97	-9 058 400,35			
27	Produits financiers		5 402 797,32	9 083 130,00			
28	Charges financières						
29	VI-RESULTAT FINANCIER		5 402 797,32	9 083 130,00			
30	VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMP		-51 956 999,65	24 729,65			
31	Impôts exigibles sur résultats ordinaires						
32	Impôts différés (Variations) sur résultats						
33	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITE		446 937 205,58	500 823 936,60			
34	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITE		-498 894 205,23	-500 799 206,95			
35	VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES O		-51 956 999,65	24 729,65			
36	Eléments extraordinaires (produits) (à pré		75 500,00	2 702 470,81			
37	Eléments extraordinaires (charges) (à pré						
38	IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE		75 500,00	2 702 470,81			
39	X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		-51 881 499,65	2 727 200,46			
40							
41							

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA					EDITION DU: 04/03/2020 12: 3	
2	Z/A Rte de Constantine BP 109 18300 El-Milia					EXERCICE: 01/01/15 AU 31/12/15	
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819					PERIODE DU: 01/01/15 AU 31/12/15	
4							
5	BILAN (PASSIF)						
6							
7		LIBELLE	NOTE	2015	2014		
8							
9							
10		CAPITAUX PROPRES					
11		Capital émis		208 000 000,00	208 000 000,00		
12		Capital non appelé					
13		Primes et réserves - Réserves consolidées		246 208 100,93	243 480 900,47		
14		Ecart de réévaluation					
15		Ecart d'équivalence (1)					
16		Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-51 881 499,65	2 727 200,46		
17		Autres capitaux propres - Report à nouveau		89 424 773,41	89 424 773,41		
18		Part de la société consolidante (1)					
19		Part des minoritaires (1)					
20		TOTAL I		491 751 374,69	543 632 874,34		
21		PASSIFS NON-COURANTS					
22		Emprunts et dettes financières		928 215 002,00	928 215 002,00		
23		Impôts (différés et provisionnés)					
24		Autres dettes non courantes					
25		Provisions et produits constatés d'avance		4 313 004,08	10 177 625,45		
26		TOTAL II		932 528 006,08	938 392 627,45		
27		PASSIFS COURANTS:					
28		Fournisseurs et comptes rattachés		25 720 088,03	6 435 228,14		
29		Impôts		11 371 496,10	11 062 908,47		
30		Autres dettes		341 528 111,63	343 529 875,19		
31		Trésorerie passif			954 998 19		
32		TOTAL III		378 619 695,76	361 983 009,99		
33		TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		1 802 899 076,53	1 844 008 511,78		
34							

	A	B	C	D	E	F	G
1	SCS EL MILIA				EDITION DU: 04/03/2020 12: 3		
2	Z/A Rte de Constantine BP 109 18300 El-Milia				EXERCICE: 01/01/15 AU 31/12/15		
3	N° D'IDENTIFICATION:099818090521819				PERIODE DU: 01/01/15 AU 31/12/15		
4							
5	BILAN (ACTIF)						
6							
7	LIBELLE		NOTE	BRUT	AMO/PROV	NET	NET 2014
8							
9							
10	ACTIFS NON COURANTS						
11	Ecart d'acquisition-goodwill positif ou						
12	Immobilisations incorporelles						
13	Immobilisations corporelles						
14	Terrains			274 436,00		274 436,00	274 436,00
15	Bâtiments			374 569 606,50	260 915 926,68	113 653 679,82	120 261 293,91
16	Autres immobilisations corporelles			185 678 714,39	141 754 180,17	43 924 534,22	55 095 316,39
17	Immobilisations en concession						
18	Immobilisations encours			511 246 199,90		511 246 199,90	13 638 196,74
19	Immobilisations financières						
20	Titres mis en équivalence						
21	Autres participations et créances rattachées						
22	Autres titres immobilisés						
23	Prêts et autres actifs financiers non courant			86 920 158,49		86 920 158,49	86 920 158,49
24	Impôts différés actif			17 693 557,24		17 693 557,24	15 573 063,49
25	TOTAL ACTIF NON COURANT			1 176 382 672,52	402 670 106,85	773 712 565,67	291 762 465,02
26	ACTIF COURANT						
27	Stocks et encours			139 575 709,93		139 575 709,93	146 148 006,96
28	Créances et emplois assimilés						
29	Clients			60 488 298,15		60 488 298,15	85 769 770,42
30	Autres débiteurs			15 068 395,32		15 068 395,32	14 008 962,68
31	Impôts et assimilés			23 469 688,09		23 469 688,09	16 837 834,44
32	Autres créances et emplois assimilés						
33	Disponibilités et assimilés						
34	Placements et autres actifs financiers coura			242 000 000,00		242 000 000,00	189 000 000,00
35	Trésorerie			548 584 419,37		548 584 419,37	1 100 481 472,26
36	TOTAL ACTIF COURANT			1 029 186 510,86		1 029 186 510,86	1 552 246 046,76
37	TOTAL GENERAL ACTIF			2 205 569 183,38	402 670 106,85	1 802 899 076,53	1 844 008 511,78

	A	B	C	D	E	F	G	
1	CERAM DIVINDUS UNITE EL-MILIA				EDITION DU:	04/03/2020 12: 1		
2	EL-MILIA JIJEL				EXERCICE:	01/01/18 AU 31/12/18		
3	N° D'IDENTIFICATION:001631010039852004				PERIODE DU:	01/01/18 AU 31/12/18		
4								
5		COMPTE DE RESULTAT/NATURE						
6								
7		LIBELLE	NOTE	2018	2017			
8								
9								
10		Ventes et produits annexes		245 957 409,93	333 732 342,56			
11		Variation stocks produits finis et en cours		102 134 012,34	90 443 708,16			
12		Production immobilisée		59 916 546,39	56 396 363,76			
13		Subventions d'exploitation						
14		I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		408 007 968,66	480 572 414,48			
15		Achats consommés		-89 289 704,31	-122 457 351,17			
16		Services extérieurs et autres consommati		-16 416 892,41	-19 807 802,17			
17		II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-105 706 596,72	-142 265 153,34			
18		III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		302 301 371,94	338 307 261,14			
19		Charges de personnel		-252 826 706,08	-267 856 797,59			
20		Impôts, taxes et versements assimilés		-6 868 271,09	-6 195 045,82			
21		IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		42 606 394,77	64 255 417,73			
22		Autres produits opérationnels		677 888,25	108 804,95			
23		Autres charges opérationnelles		-168 962,62	-571 415,81			
24		Dotations aux amortissements, provision:		-65 290 233,51	-35 526 521,41			
25		Reprise sur pertes de valeur et provisions		8 213 020,90				
26		V- RESULTAT OPERATIONNEL		-13 961 892,21	28 266 285,46			
27		Produits financiers		19 559 094,34	7 011 917,30			
28		Charges financières		-1 897 972,19	-274 514,00			
29		VI-RESULTAT FINANCIER		17 661 122,15	6 737 403,30			
30		VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMP		3 699 229,94	35 003 688,76			
31		Impôts exigibles sur résultats ordinaires						
32		Impôts différés (Variations) sur résultats		248 883,84	12 022 663,06			
33		TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITE		436 457 972,15	487 693 136,73			
34		TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES		-432 509 858,37	-440 666 784,91			
35		VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES O		3 948 113,78	47 026 351,82			
36		Eléments extraordinaires (produits) (à pré						
37		Eléments extraordinaires (charges) (à pré						
38		IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE						
39		X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		3 948 113,78	47 026 351,82			
40								

	A	B	C	D	E	F	G
1	CERAM	DIVINDUS UNITE EL-MILIA			EDITION DU:	04/03/2020 12: 0	
2	EL-MILIA JUEL				EXERCICE:	01/01/18 AU 31/12/18	
3	N° D'IDENTIFICATION:001631010039852004				PERIODE DU:	01/01/18 AU 31/12/18	
4							
5	BILAN (PASSIF)						
6							
7	LIBELLE	NOTE	2018	2017			
8							
9							
10	CAPITAUX PROPRES						
11	Capital émis						
12	Capital non appelé						
13	Primes et réserves - Réserves consolidées						
14	Ecart de réévaluation						
15	Ecart d'équivalence (1)						
16	Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		3 948 113,78	47 026 351,82			
17	Autres capitaux propres - Report à nouveau		-44 541 654,08	-67 726 313,04			
18	Comptes de liaison		754 128 540,02	673 071 901,53			
19	Part de la société consolidante (1)						
20	Part des minoritaires (1)						
21	TOTAL I		713 534 999,72	652 371 940,31			
22	PASSIFS NON-COURANTS						
23	Emprunts et dettes financières		3 145 000 000,00	3 145 000 000,00			
24	Impôts (différés et provisionnés)						
25	Autres dettes non courantes						
26	Provisions et produits constatés d'avance		15 895 609,60	47 704 110,51			
27	TOTAL II		3 160 895 609,60	3 192 704 110,51			
28	PASSIFS COURANTS:						
29	Fournisseurs et comptes rattachés		165 573 996,77	47 972 566,29			
30	Impôts		3 213 802,39	2 889 655,77			
31	Autres dettes		42 053 034,51	46 702 198,53			
32	Trésorerie passif		4 308 144,03				
33	TOTAL III		215 148 977,70	97 564 420,59			
34	TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		4 089 579 587,02	3 942 640 471,41			
35							

المُلخَص

الملخص:

تعالج هذه المذكرة موضوع علاقة هيكل رأس المال بالأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية في الجانب النظري والتطبيقي؛ وذلك بإسقاط الدراسة على مؤسسة الخزف الصحي بالميلية في الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2018، ذلك من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة، وتقييم أدائها المالي بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية؛ حيث توصلنا عموماً بأن الأداء المالي لمؤسسة الخزف الصحي كان جيداً نسبياً خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، الهيكل المالي، الأداء المالي، تكلفة رأس المال، الرفع المالي.

Summary:

This piece of research attempts to deal with The issue of the relation between the structure of the capital and the financial performance in the economical enterprise both on theoretical and practical aides. This study shed light on the sanitary ceramic Enterprise in El-Mila during the period between 2015–2018. We dealt with this topic through analyzing the the financial performance via financial ratios. We reached the result that the financial performance of the sanitary ceramic enterprise was relatively good clueing the period of the study.

Key words:

Srtusture of the capital, Financial structure, Financial performance, Charge of the capital, leverage.