

# أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة دراسة حالة "مؤسسة مطاحن الجلفة"

عبد الكريم خيرى - باحث دكتوراه - جامعة المسيلة

أ.د. حسين بلعجوز - جامعة المسيلة

## الملخص:

تهدف القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية عموماً إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، وتوفير المصادر المالية للمؤسسة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائماً إلى توفير هذه المصادر بأقل التكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة، حيث أن موضوع قيمة المؤسسة يندرج ضمن الميادين الأساسية لمالية المؤسسة، وهو محل اهتمام أطراف عديدة تربطها مصالح مشتركة بالمؤسسة.

وبالرجوع للعلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة نجد أنها من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث يدور الجدل بين العلماء والباحثين في مجال الإدارة المالية، في ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا.

ومن خلال دراستنا لمؤسسة مطاحن الجلفة تمكنا من الوصول إلى نتيجة مفادها أن مؤسسة مطاحن الجلفة لها استراتيجية مالية (تمويلية) جيدة على المدى البعيد، هذه الاستراتيجية مكنتها من رفع قيمتها السوقية تدريجياً خلال سنوات الدراسة (2013-2016).

**الكلمات المفتاحية:** قيمة المؤسسة، الهيكل المالي الأمثل، تكلفة رأس المال، التكلفة المرجحة لرأس المال (WACC).

## Abstract:

Financial decisions in economic institutions are aimed generally to maximize the wealth of shareholders, and providing financial resources to the institution is one of the fundamental decisions in financial management, because it seeks always to provide these sources with the lowest costs, which is reflected positively on the firm value, where the firm value falls within the core financial fields of it, and it is the subject of interest of many parties which have common interests with the institution.

Referring to the relationship between the Capital Structure and both the financial cost and the firm value, we find it one of the most important contemporary issues of financial management, where there is a debate between scientists and researchers in the field of financial management, whether there is an Optimal Capital Structure or not, and whether the financial structure affects the value of the institution or not.

Through our study of the Djelfa Mills Foundation, we have reached the conclusion that the Djelfa Mills Corporation has a good long-term financial (financing) strategy, this strategy has enabled it to gradually increase its market value over the years (2013-2016).

**Keywords:** the firm value, the Optimal Capital Structure, cost of capital, Weighted Average Cost of Capital (WACC).

## مقدمة:

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحقاتها ونفقاتها، لذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على المؤسسات الاقتصادية، إذ يجمع الباحثون على أن التمويل يعني: "توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص"، فالتمويل يمثل إحدى وظائف المؤسسات التي تشمل تنظيم مجرى الأموال فيها وتخطيطه والرقابة عليه والتحفيز المالي لأفراد المؤسسات، وباعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير مشروع كان يمثل نظرة تقليدية، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.

إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين (المالكين)، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها كلفة رأس المال؛ حيث أن من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هي هيكل التمويل، فبالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية، فحسب هذا التحليل يمكن للمديونية أن يكون لها تأثيران، فيكون تأثيرها ايجابيا إذا كانت مردودية الأصول كافية، كما يمكن أن يكون تأثيرها سلبيا إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

وبالرجوع للعلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة نجد من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث يدور الجدل بين العلماء والباحثين في مجال الإدارة المالية، في ما إذا كان هناك هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا.

### 1. إشكالية البحث: على ضوء ما سبق تتمحور إشكالية البحث في التساؤل الرئيسي الموالي:

#### ما مدى تأثير اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية غير المسعرة في البورصة؟

للإلمام بمختلف جوانب البحث تم تجزئة التساؤل الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- هل يمكن للمؤسسة أن ترفع من قيمتها من خلال اعتمادها على مصادر تمويل خارجية (متمثلة في القروض)؟

- إلى أي مدى يمكن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (متمثلة في القروض) في الهيكل المالي للمؤسسة؟

### 2. فرضيات البحث: رغبة في الإجابة عن الأسئلة سابقة الذكر، فإنه يتعين إعطاء إجابة احتمالية من خلال تبني الفرضية الرئيسية الموالية:

يعتبر اختيار هيكل مالي أمثل يسمح بتخفيض تكاليف مصادر تمويل المؤسسة إلى أدنى قيمة لها الأساس في رفع قيمة

المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة.

يمكن تجزئة الفرضية الرئيسية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

- يمكن للمؤسسة أن ترفع من قيمتها من خلال اعتمادها على مصادر تمويل خارجية (متمثلة في القروض) وهذا نظرا

لأنخفاض تكلفة القروض (سعر الفائدة) مقارنة مع تكلفة رؤوس الأموال الخاصة (معدل العائد المطلوب من طرف

المساهمين)؛

- يمكن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (متمثلة في القروض) في الهيكل المالي للمؤسسة، في الحد الذي يبقى فيه

متوسط مصادر التمويل في حده الأدنى، مع المحافظة على الاستقلالية المالية والابتعاد عن مجال المخاطر المالية.

### 3. أهمية وأهداف البحث: يستمد البحث أهميته من أهمية وظيفة التمويل داخل المؤسسات الاقتصادية من جهة، ومن جهة

أخرى ظهور عدة نظريات تحاول تأييد أو نفي العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، ولم تستطع أية نظرية أن تحوز الإجماع

وتتوصل إلى إجابة نهائية، سواء على المستوى النظري أو من خلال نتائج الدراسات التطبيقية، وما يزيد من تعقيد الأمر أن

كل وجهة نظر مؤيدة بمجموعة من الدراسات النظرية والعملية، لذلك نهدف من خلال هذه الورقة البحثية إلى توضيح العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها السوقية وهذا من خلال دراسة تطبيقية على مؤسسة مطاحن الجلفة.

4. تقسيمات البحث: للإلمام بمختلف جوانب البحث حاولنا تقسيمه إلى المحاور التالية:

المحور الأول: ماهية قيمة المؤسسة؛

المحور الثاني: مداخل تحديد الهيكل المالي الأمثل وعلاقتها بقيمة المؤسسة؛

المحور الثالث: دراسة تطبيقية لمؤسسة مطاحن الجلفة.

المحور الأول: ماهية قيمة المؤسسة

لقد برز في أواخر القرن العشرين ظاهرة تميز الاقتصاد العالمي ألا وهي إنشاء القيمة في الجانب المالي، فقد انتشر مفهوم القيمة التساهمية كنموذج لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، فقد عرف كل من (Bachmann)، (Wright) و (Black) على أن: "القيمة التساهمية للمنشأة هي فائض المردودية المحصل عليها من نشاطات المؤسسة بعد تغطية تكاليف مصادر تمويل المؤسسة، مقاسا بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، أو بصفة أبسط هي إجمالي العائد الذي يحصل عليه المساهم، معبرا عنه بالتوزيعات والزيادة في سعر السهم"<sup>(1)</sup>.

أولا: مفهوم قيمة المؤسسة: سنحاول في هذا الجزء التطرق لمفهوم القيمة بشكل عام ثم حسب الفكر المحاسبي.

1. مفهوم القيمة: يعتبر موضوع القيمة من أهم المواضيع الذي لقي اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما الفلسفة، علم الاجتماع، وفي مجال علم الاقتصاد احتل مجالا واسعا نظرا لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح للإلمام به فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية.

فالنظريات الاقتصادية عبر حقبات متتالية اختلفت في تحديد مفهوم دقيق للقيمة، فقد تتحدد القيمة بالعرض والطلب أو بالمنفعة أو تكلفة الإنتاج أو العمل، حيث تظهر القيمة في الوقت الراهن كمفهوم شامل في علوم التسيير، حيث يمكن تعريف القيمة لغة على أنها: "ذلك الثمن الذي يُقَوَّم به المتاع، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواء اتخذ هذا الثمن حجما معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلتها بها"<sup>(2)</sup>.

كما يمكن القول أن القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر<sup>(3)</sup>.

2. مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي: أدى الفكر المحاسبي دورا بارزا في تفسير مفهوم القيمة وقياسها، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الجانب الاقتصادي للأنشطة التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المختلفة، بهدف تحديد مركزها المالي، وذلك من خلال تسجيل العمليات المالية والتجارية والدفاتر والسجلات واستخراج نتائج الأعمال، وتصوير المراكز المالية للشركات في فترات محددة من الزمن، وهذا في ظل الاختيار السليم للأسس التي يتم الاعتماد عليها عند استخراج نتائج الأعمال وتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال المستثمرة ومجالات استثمارها المختلفة<sup>(4)</sup>.

ثانيا: التقييم وأشكال القيمة: في هذا الجزء سنحاول التطرق لمفهوم التقييم وأشكال القيمة كما يلي:

1. مفهوم التقييم: يمكن تعريف التقييم بصفة عامة على أنه الجهد المبذول لأجل قياس النتائج للأسهام أو لتحديد قيمة السلعة، أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين، كما يمكن تعريفه على أنه الوصول إلى تحديد السعر أو بكل بساطة الوصول إلى تقدير منطقة التفاوض بين المشتري والبائع<sup>(5)</sup>.  
فتقييم المؤسسة هو حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة، وبذلك فإن تقييم المؤسسة هو تقييم أموالها الخاصة والتي تساوي الفرق بين الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية<sup>(6)</sup>.

2. أشكال القيمة: يأخذ مفهوم القيمة عدة أشكال يمكن توضيحها في ما يلي<sup>(7)</sup>:

أ. القيمة السوقية: تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب، ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات؛

ب. القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): هي المبلغ الذي يكمن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية؛

ج. قيمة الحياة: تعني تكلفة الحياة لاستثمار معين والتي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، أو تكلفة الاقتناء، كما أنه أحيانا نجد أنها لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلا نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها الاستثمار المعني؛

د. القيمة الإجمالية: وهي التي يظهر بها الأصل في الميزانية تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة؛

هـ. القيمة الصافية: وتسمى محاسبيا بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك يعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل؛

و. قيمة التصفية: هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالجملة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مواصلة نشاطها لاعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من دواعي استخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخبط فيها المؤسسة؛

ز. القيمة المصفاة: تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أداؤها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريع للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل، فهي بمثابة بيع الأصول بمفهوم تصفية متزايدة؛

ح. القيمة المتبقية: تمثل المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه؛

ط. القيمة الجديدة: تمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة؛

ي. القيمة الاستعمالية: تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدات الاستغلال، والأساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة؛

ك. قيمة المنفعة: تمثل القيمة المحيطة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها؛

ل. القيمة القابلة للتحصيل: تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية؛

م. قيمة الكسر: هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل بعد أن أصبح عدم الفائدة للمالك الحالي، ويتقرر إخراجها من الخدمة، علماً أن هذه القيمة تختلف عن قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عدم النفع لأي مالك جديد وفي أي غرض حيث أنه في حالة تقييم مؤسسة لغرض الخوصصة - الجزئية أو الكلية - أو الاندماج يكون من المفيد بالنسبة للمشتري أن يعرف قيمة نفاية تلك المعدات.

ن. قيمة التأمين: وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات وذلك خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات.

ثالثاً: دوافع وأغراض تقييم المؤسسة: تعد عملية التقييم وسيلة وليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة يمكن إظهارها على النحو التالي<sup>(8)</sup>:

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة؛
- التنازل عن شهرة المحل؛
- مراقبة (السيطرة) مؤسسة عن طريق امتلاك جزء من أسهمها في رأس مالها الاجتماعي، بما يتيح مراقبتها والمشاركة في شؤون تسييرها، ويتم ذلك عن طريق امتلاك مساهم ذات أغلبية (Participation majoritaire)؛
- إعادة هيكلة المؤسسة (Restructuration) لغرض تخفيض التكاليف من خلال استراتيجية التركيز نحو النشاط الأساسي أو استراتيجية التنوع من خلال محفظة الأنشطة (زيادة الأنشطة)؛
- فتح رأسمال المؤسسة أو جزء منه، أو الزيادة فيه عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة؛
- شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية؛
- إعادة تقييم المؤسسة للوقوف على حقيقتها لفائدة الأطراف الداخلية (المسيرين، الملاك) والخارجية للمؤسسة (البنوك، إدارة الضرائب، ...)
- تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها بغية تسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف، كما يمكن أن تكون التصفية كقرار نهائي للمؤسسة نظراً للخسائر الكبيرة المسجلة، ويكون هذا القرار كحل نهائي بعد استنفاد الحلول التقويمية؛
- الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات أو تقديم جزئي للأصول، إذ يفيد في تحديد نسبة التبادل ( Rapport d'échange ) بين أسهم المؤسسات المعنية بالعمليات إذا ما تمت العملية بتبادل الأسهم، كما تساعد في تقييم الأصول إذا ما تمت العملية نقداً.

#### المحور الثاني: مداخل تحديد الهيكل المالي الأمثل وعلاقتها بقيمة المؤسسة

رغم تعدد مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية إلا أنه تبقى مشكلة اختيار هـ من المواضيع الأساسية لمالية المؤسسة، وموضوع جدل بين الكثير من المفكرين الماليين، حيث اختلفت آراؤهم بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، وعليه سوف نقوم بعرض أهم النظريات التي درست علاقة أثر الهيكل المالي بقيمة المؤسسة.

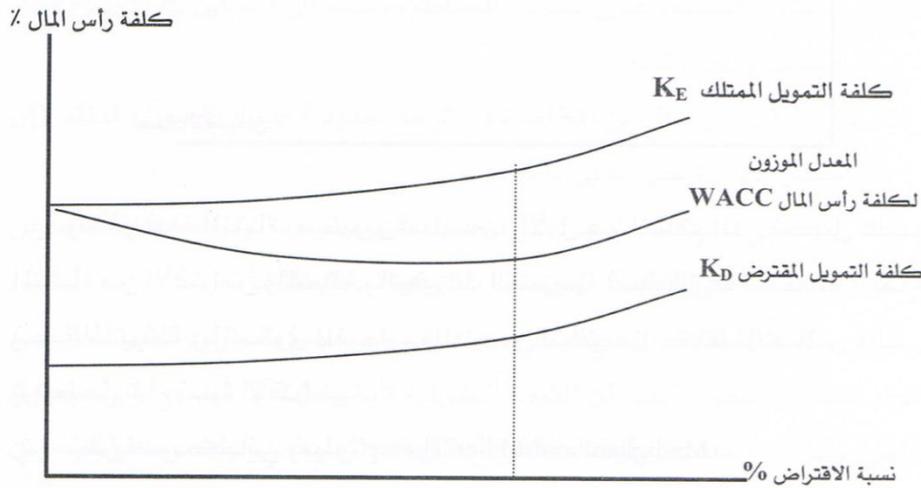
أولاً: النظرية التقليدية<sup>(9)</sup>: تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل كلفة التمويل إلى حدها الأدنى، وإن الاستخدام الرشيد للتمويل المقترض في الهيكل المالي للمؤسسة يزيد معدل العائد على حقوق الملكية، فالتوفيق الأمثل بين التمويل المقترض والتمويل الممتلك في هيكل رأس مال المؤسسة يجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدناه ويعظم معدل العائد على حقوق الملكية<sup>(9)</sup>.

جاء هذا المدخل تحت قيادة **قوردن شايبرو ودافيد دوران**، حيث يتركز مفهومه في أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما يركز على إمكانية تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال تحديد المزيج المناسب لمصادر التمويل من القروض و الأموال الخاصة، حيث يؤكد هذا المدخل على أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض من خلال استخدام القروض إلى حد معقول. و بمجرد تجاوز المؤسسة لهذا الحد سيؤدي ذلك إلى زيادة قيمة المؤسسة بزيادة الرفع المالي<sup>(10)</sup>.

طبقاً لهذا المدخل، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن<sup>(11)</sup>.

1. **النظرية التقليدية وكلفة رأس المال:** يعتبر المدخل التقليدي مزيج بين مدخل صافي الدخل ومدخل صافي الربح التشغيلي، وبذلك يسمى بالمدخل الوسيط، طبقاً لهذا المدخل فإن المزيج من الدين وحقوق الملكية يمكن أن يزيد من قيمة المؤسسة عن طريق تخفيض الكلفة الإجمالية لرأس المال مستوى معين من الدين<sup>(12)</sup>. كما يعتقد التقليديون أن هناك نسبة مديونة إلى حقوق الملكية مثلى تؤدي إلى انخفاض المعدل الموزون لكلفة رأس المال تدريجياً مع زيادة التمويل المقترض في هيكل رأس المال إلى أن تصل نسبة التمويل المقترض إلى حد معين، يأخذ بعده المعدل بالارتفاع. ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه المعدل الموزون لكلفة رأس المال نحو الارتفاع بنسبة الاقتراض المثالية أو الرافعة المثالية، ويمكن توضيح ذلك في الشكل الموالي<sup>(13)</sup>:

الشكل رقم: (01): النظرية التقليدية وكلفة رأس المال



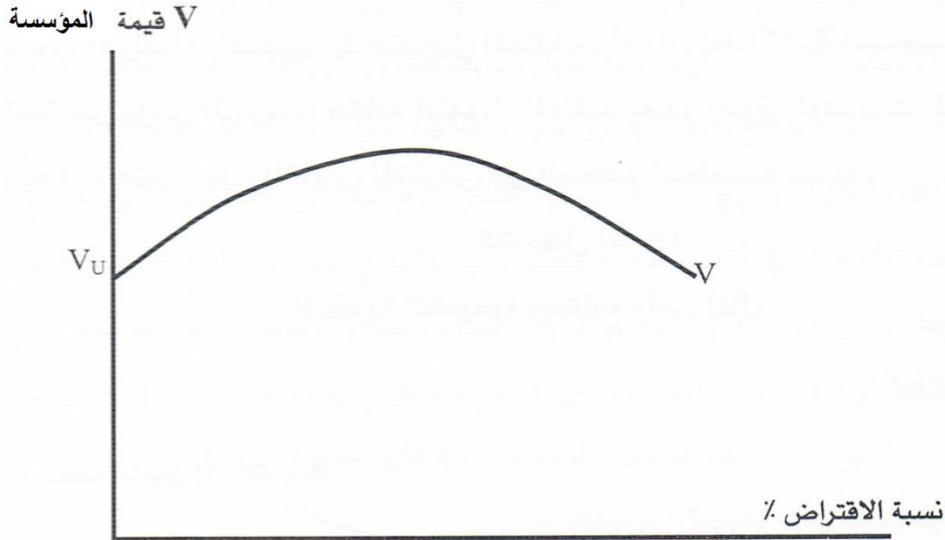
المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 173.

من خلال الشكل رقم: (01) نجد أن السبب في وجود نسبة الاقتراض المثالية يعود إلى انخفاض كلفة التمويل المقترض والتي تفوق الارتفاع في كلفة التمويل الممتلك، لذلك يستمر المعدل الموزون لكلفة رأس المال (Weighted Average Cost of Capital, WACC) بالانخفاض مع أية زيادة في التمويل المقترض، وبعد نسبة الاقتراض المثلى فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال (WACC) يبدأ بالارتفاع، ذلك أن الزيادة في نسبة التمويل المقترض لن تصبح كافية لتخفيض المعدل الموزون لكلفة رأس المال جراء الارتفاع الكبير في التمويل الممتلك، أي ان المغالاة في استخدام التمويل المقترض يؤدي إلى زيادة كلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على التمويل المقترض ذي الكلفة المنخفضة نسبياً.

2. **النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة:** تتأثر قيمة المؤسسة بعنصرين أساسيين، الأول هو المنافع التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض والمتمثلة في الوفورات الضريبية (Tax Shelter) بسبب ارتفاع نسبة المديونية وبالمستوى المقبول، والعنصر الثاني

هو كلفة الافلاس والتي ترتبط بارتفاع نسبة الاقتراض، ومن خلال الشكل الموالي يتبين لنا أن قيمة المؤسسة المرفوعة تبدأ بالازدياد عند كل استخدام إضافي للتمويل المقترض إلى أن تصل ذروتها عند نسبة الاقتراض المثلى، بعد ذلك تنخفض قيمة المؤسسة مع تزايد نسبة الرافعة المالية<sup>(14)</sup>.

### الشكل رقم: (02): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 174.

ثانيا: نظرية مودغلياني وميلر **Modigliani and Miller Theory**: قدم مودغلياني وميلر نظريتهما حول هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة عام 1958 والتي نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس مال المؤسسة وكلفة تمويلها، وبالتالي على قيمة المؤسسة، ولكن هذا الطرح يتوقف فيما إذا كانت هناك ضرائب من عدمه<sup>(15)</sup>.

1. نظرية مودغلياني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب: بافتراض غياب الضرائب فإن قيمة المؤسسة والمعدل الموزون لكلفة رأس المال لا تتأثر بهيكل رأس مال الشركة، وكما هو مبين في الشكلين (03) و(04)، وإن كلفة التمويل لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية مودغلياني وميلر تنص على أنه: "ليس للرفع المالي تأثير على قيمة المؤسسة وثروة المساهمين"، وأن المؤسسة لا تستطيع تغيير قيمتها بمجرد تجزئة تدفقاتها النقدية إلى قسمين مختلفين، وإن قيمة المؤسسة تحدها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحدها مكونات الهيكل المالي من الدين وحقوق الملكية، وقد طور مودغلياني وميلر نظريتهما بالاستناد إلى الافتراضات التالية<sup>(16)</sup>:

- إن أسواق رأس المال هي أسواق منافسة تامة، إذ تتوفر المعلومات للمستثمرين مع عدم وجود كلف لمعاملات البيع والشراء في الأوراق المالية، إلى جانب وجود عدد كبير من المستثمرين في الأوراق المالية (بيع وشراء) دون التأثير في الأسعار؛
- تصنيف المؤسسات على أساس المخاطر نسبة على التبيان في الأرباح قبل الفوائد والضرائب؛
- إن الاقتراض خال من المخاطرة ولا توجد حدود لإصدار الديون، لذلك فإن معدل الفوائد على الديون ثابت؛
- إن قيمة المؤسسة تعتمد على دخلها التشغيلي، وأن توقعات المستثمرين متجانسة حول القيمة المستقبلية المتوقعة لدخل المؤسسة.

إن الفرضية الأولى لمودغلياني وميلر تسمح بفصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وتنص على أن: "القيمة السوقية لأية مؤسسة لا تعتمد على هيكل رأسمالها، وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب" وكما هو مبين في الشكل رقم: (03)، فإن:

قيمة المؤسسة المرفوعة (المستدينة) = قيمة المؤسسة غير المرفوعة (غير المستدينة)

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$V_L = S_L + D = \frac{EBIT}{K_E^V} = V_U \dots \dots \dots (01)$$

حيث أن:

$V_L$ : القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة؛

$S_L$ : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة؛

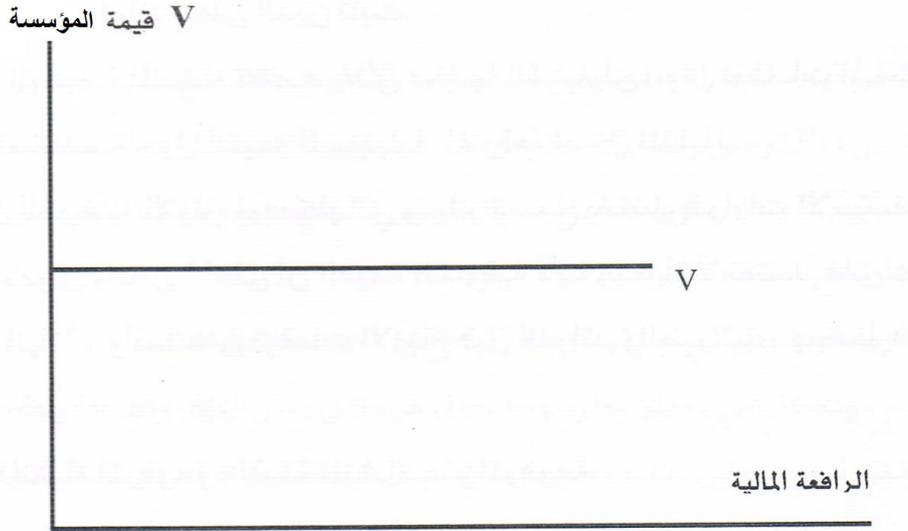
$D$ : قيمة الديون؛

$K_E^V$ : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالملكية للمؤسسة الممولة بالملكية بشكل كامل؛

$V_U$ : القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة؛

$EBIT$ : الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

الشكل رقم: (03): قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 176.

وعلى أساس هذه الافتراضات، وباستخدام مبدأ رافعة التمويل والقيام بعمليات البيع والشراء في آن معا في السوق، أي المراجحة (Arbitrage) يتوصل مودغلياني وميلر إلى الاستنتاج بأن هيكل رأس المال لا يؤثر على كلفة رأس المال أو قيمة المؤسسة.

وتنص الفرضية الثانية لمودغلياني وميلر على أن: "كلفة رأس المال الممتلك  $K_E$  تزداد بنسبة كافية لجعل المعدل الموزون لكلفة رأس المال ثابتا". وهذا يتطابق مع مدخل صافي الدخل لتشغيلي لدوراند ويبين الشكل رقم: (04) أنه عندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض والذي يعد أقل كلفة من التمويل الممتلك فإن هذا الانخفاض يقابله ارتفاع في كلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع المخاطر المالية وزيادة العائد المطلوب من قبل المستثمرين، ويشير كل من بريلي ومايرز إلى أن هذه الفرضية قد ركزت على المبادلة بين العائد والمخاطرة، وأن معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية لمؤسسة مرفوعة تزداد بشكل يتناسب مع

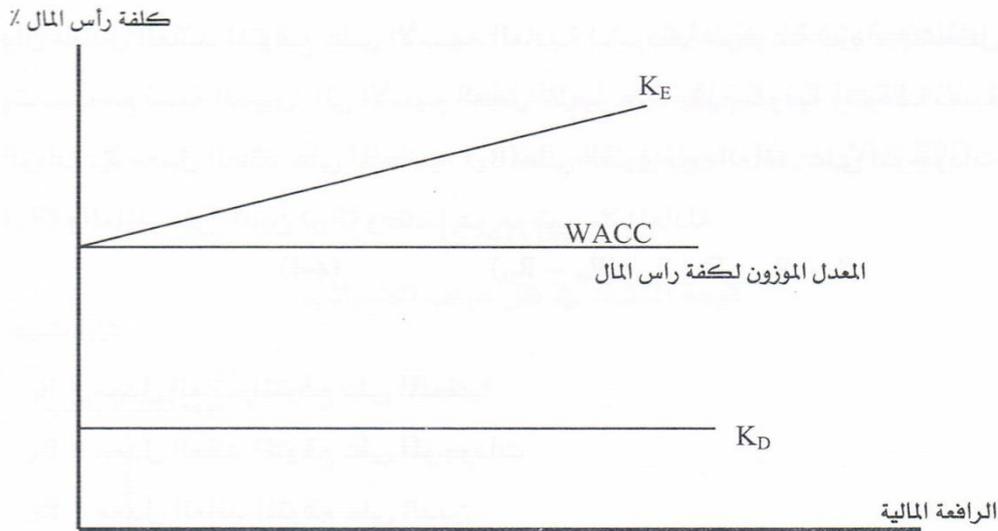
نسبة الديون إلى الأسهم العادية المعبر عنها بقيمة سوقية، وتتوقف نسبة الزيادة في معدل العائد على الملكية ( $R_E$ ) على الفرق بين العائد على الموجودات ( $R_A$ ) والعائد على الدين ( $R_D$ ) وكما هو موضح في المعادلة التالية<sup>(17)</sup>:

$$R_E = R_A + \frac{D}{E} (R_A - R_D) \dots \dots \dots (02)$$

حيث أن:

- $R_E$ : معدل العائد المتوقع على الملكية؛
- $R_A$ : معدل العائد المتوقع على الموجودات؛
- $R_D$ : معدل العائد المتوقع على الدين.

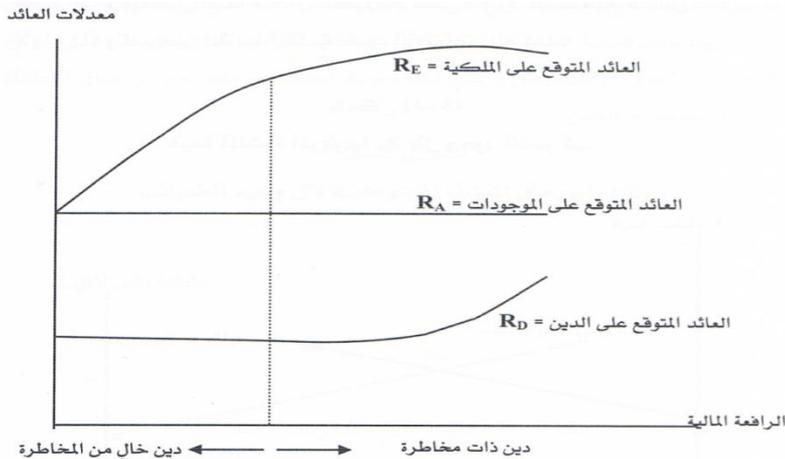
الشكل رقم: (04): كلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 178.

ويبين الشكل رقم: (05) المضامين العامة للفرضية الثانية، إذ يزداد العائد المتوقع على حقوق الملكية ( $R_E$ ) خطياً عند زيادة نسبة الديون إلى الملكية طالما أن الديون خالية من المخاطر، ولكن إذا ما أدى الرفع إلى زيادة مخاطرة الدين، فسوف يطلب مالكو سندات الدين عائداً أعلى وهذا بدوره سوف يؤدي تباطؤ نسبة الزيادة في معدل العائد على الملكية ( $R_E$ ).

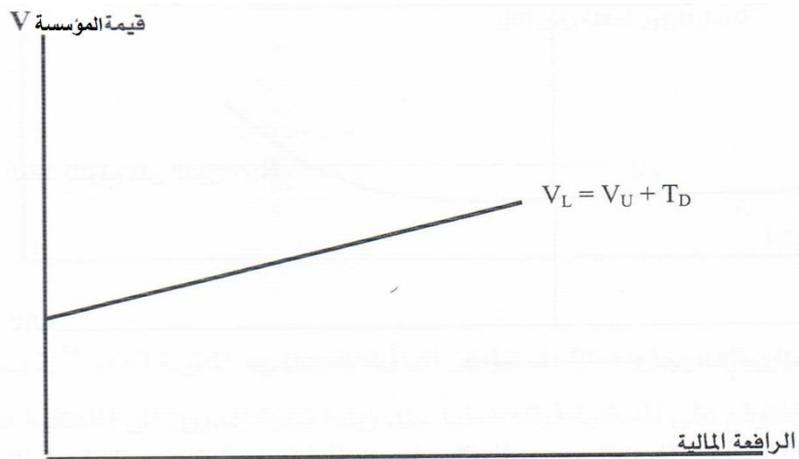
الشكل رقم: (05): الفرضية الثانية لمودغلياني وميلر في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 179.

2. النظرية المصححة لمودغلياني وميلر في ظل وجود الضرائب **With Taxes**: قدم مودغلياني وميلر بحث لاحق بعنوان: "ضرائب بدخل الشركة وكلفة رأس المال: تصحيح"، وقد نص على أن: "الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية"، وأن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضوه والتي نصت عليها النظرية التقليدية. ويبين الشكل رقم: (06) أن قيمة المؤسسة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض نسبة إلى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال المؤسسة، وأن الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة، وبهذا فإن قيمة المؤسسة المرفوعة لا تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة  $[V_L \neq V_U]$ ، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فقيمة المؤسسة حسب الفرضية الأولى لمودغلياني وميلر كانت في ظل غياب الضرائب، لكن بعد إدخال الضريبة على دخل المؤسسة تم تعديل الفرضية الأولى والفرضية الثانية في ضوء الافتراض الجديد.

الشكل رقم: (06): قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 174.

واستنادا إلى الفرضية الأولى المصححة لمودغلياني وميلر، فإن: "قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية" وكما هو مبين في المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + T_C \dots \dots \dots (03)$$

حيث أن:

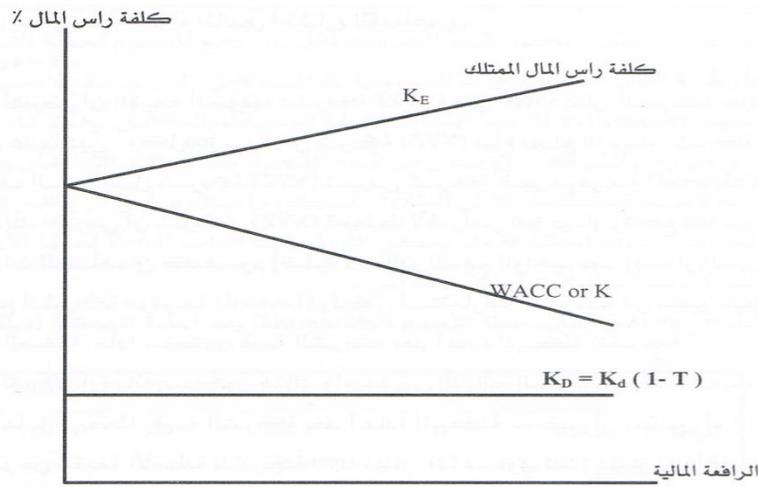
$V_L$ : قيمة المؤسسة المرفوعة؛

$V_U$ : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية فقط؛

$T_C$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ويبين الشكل رقم: (07) أنه عند فرض الضريبة على دخل المؤسسة وباستخدام التمويل المقترض فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض، ذلك أن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم طرحها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها وبذلك فإن النتيجة هي الزيادة في الرافعة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى الزيادة في قيمة المؤسسة وانخفاض في كلفة رأس المال، وهذه هي ميزة استخدام التمويل المقترض والتي تساهم في انخفاض كلفة رأس مال المؤسسة بزيادة استخدام الديون.

الشكل رقم: (07): كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



Source: Michel Albouy, **Décisions Financières et création de valeur**, Economica Paris, 2<sup>ème</sup> édition, 2003, p 347

واستنادا إلى الفرضية الثانية المصححة لمودغلياني وميلر، فإنه يمكن احتساب كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب كما في المعادلة أدناه:

$$WACC (or K) = K_d(1 - T) \left( \frac{D}{D + E} \right) + K_E \left( \frac{E}{D + E} \right) \dots \dots \dots (04)$$

حيث أن:

$$\begin{aligned} \frac{D}{D+E} &: \text{وزن التمويل المقترض؛} \\ \frac{E}{D+E} &: \text{وزن التمويل الممتلك.} \end{aligned}$$

### المحور الثالث: دراسة الهيكل المالي لمطاحن الجلفة وأثره على قيمتها

من خلال المحاور النظرية السابقة تم التعرف على مختلف الجوانب المتعلقة بقيمة المؤسسة ونظريات الهيكل المالي التي تبين أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، إلا أن كل هذا يبقى مجرد طرح نظري، وبهدف تدعيم هذا الجانب النظري تم في هذا المحور إسقاط هذه الدراسة على أرض الواقع، لذلك تم اختيار إحدى أهم الشركات الجزائرية الرائدة في إنتاج وتسويق الحبوب ألا وهي مؤسسة مطاحن الجلفة<sup>(\*\*)</sup>، حيث كانت هذه الدراسة مقتصرة على الفترة (2013 إلى غاية 2016).

1. تحليل مصادر تمويل مؤسسة مطاحن الجلفة: تصنف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية إلى صنفين أساسيين، وهما التمويل عن طريق رؤوس الأموال الخاصة والتمويل عن طريق أموال الاستدانة، وفيما يأتي سنتناول أهمية وحجم كل مصدر من هذه المصادر ضمن الهيكل التمويلي لمؤسسة مطاحن الجلفة خلال الفترة المدروسة.
- 1.1 رؤوس الأموال الخاصة: يحتل التمويل عن طريق رؤوس الأموال الخاصة حيزا كبيرا ضمن الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن الجلفة، كما يشهد تطورا واضحا من سنة لأخرى خلال فترة الدراسة 2013 إلى 2016، ومن خلال الجدول التالي سنوضح التركيبة الإجمالية لرؤوس الأموال الخاصة وتطورها خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم: (01): تطور التركيبة الإجمالية لرؤوس الأموال الخاصة لمؤسسة مطاحن الجلفة

2016	2015	2014	2013	البيان
830 000 000,00	830 000 000,00	830 000 000,00	830 000 000,00	رأس المال
231 613 301,87	215 126 582,94	374 490 844,03	374 490 844,03	علاوات واحتياطات
/	/	/	15517792,14	فارق اعادة التقييم
28 232 092,46	16 486 718,93	9 128 980,96	1 133 887,87	النتيجة الصافية
/	/	-168493242,1	-185144922,1	المرحل من جديد
<b>1 089 845 394,33</b>	<b>1 061 613 301,87</b>	<b>1 045 126 582,94</b>	<b>1 035 997 601,98</b>	<b>المجموع</b>
<b>%2,66</b>	<b>%1,57</b>	<b>%0,88</b>	/	معدل النمو

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة (2013-2016).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (01) نستنتج أن رؤوس الأموال الخاصة لمؤسسة مطاحن الجلفة لفترة الدراسة تتميز بنمو متزايد بحيث تتراوح بين 00,88% لسنة 2013 و1,57% لسنة 2014 و2,66% لسنة 2016، وللتفصيل أكثر في تركيبة رؤوس الأموال الخاصة لمؤسسة مطاحن الجلفة سنقوم بعرض أهم مكوناتها الأساسية.

أ. رأس المال الخاص: يقدر رأس مال مؤسسة مطاحن الجلفة بحوالي ثمانية مئة وثلاثون مليون دينار جزائري: 830000000 دج، ومن خلال الجدول رقم: (01) يتضح لنا أن رأس المال الخاص لمؤسسة مطاحن الجلفة لفترة الدراسة يتميز بالثبات.

ب. الاحتياطات: تتمثل الاحتياطات في الأرباح غير الموزعة والموضوعة تحت تصرف المؤسسة، وغير المدججة ضمن رأس المال الخاص للمؤسسة، ومن خلال القراءة المالية للجدول رقم: (01) نلاحظ أن مؤسسة مطاحن الجلفة تولي أهمية بالغة لهذا المصدر التمويلي.

ج. القدرة على التمويل الذاتي: يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل في المؤسسات الاقتصادية، وهذا نظرا للاميازات المتعددة التي يتمتع بها، ويمكن حساب القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة مطاحن الجلفة لفترة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم: (02): قدرة التمويل الذاتي لمؤسسة مطاحن الجلفة

2016	2015	2014	2013	البيان
28232092,46	16486718,93	9128980,96	1133887,87	نتيجة الدورة
671098066,25	37692538,03	40912090,90	9985746,00	مخصصات الاهتلاكات ومخصصات خسائر القيمة
699330158,71	54179256,96	50041071,86	11119633,87	القدرة على التمويل الذاتي CAF

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة (2013-2016).

من خلال الجدول رقم: (02) نلاحظ أن القدرة على التمويل الذاتي لمؤسسة مطاحن الجلفة لفترة الدراسة معتبرة، حيث أنه في سنة 2016 كانت موجبة بشكل كبير وذلك راجع لارتفاع النتيجة الصافية التي تعتبر المورد الذاتي الرئيسي، كما أن في باقي سنوات فترة الدراسة كانت موجبة بشكل جيد.

2.1. الديون: نظرا لعدم كفاية رؤوس الأموال الخاصة على تلبية الاحتياجات المالية سواء قصيرة أو طويلة الأجل لمؤسسة مطاحن الجلفة، تلجأ هذه الأخيرة إلى تنويع مصادر تمويلها والتي قد تكون طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ويمكن توضيح ذلك في ما يلي:

أ. **الديون طويلة الأجل:** بهدف تنويع مصادر التمويل من جهة وعدم قدرة رؤوس الأموال الخاصة على تلبية الاحتياجات المالية طويلة الأجل لمؤسسة مطاحن الجلفة من جهة أخرى، لجأت هذه الأخيرة إلى مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل والمتمثلة أساساً في القروض والديون المالية، ويمكن توضيح ذلك في الجدول الموالي:

**الجدول رقم: (03): تطور القروض والديون المالية لمؤسسة مطاحن الجلفة**

البيان	2013	2014	2015	2016
القروض والديون المالية	/	408308000	459051448,25	675052905,22

**المصدر:** من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة (2013-2016).

من خلال الجدول رقم: (03) نلاحظ أن مؤسسة مطاحن الجلفة لجأت للاستدانة طويلة الأجل انطلاقاً من سنة 2014 بحيث كانت هذه الاستدانة في تزايد مما يدل على زيادة الاحتياجات المالية طويلة الأجل<sup>(\*)</sup>.

ب. **الديون قصيرة الأجل:** نظراً لطبيعة الاحتياجات قصيرة الأجل لمؤسسة مطاحن الجلفة توجب على هذه الأخيرة الاستعانة بمصادر التمويل قصيرة الأجل، ويمكن توضيح هذه المصادر في الجدول أدناه:

**الجدول رقم: (04): تطور القروض قصيرة الأجل لمؤسسة مطاحن الجلفة**

البيان	2013	2014	2015	2016
الموردون والحسابات الملحقة	799,01 031 367	137,95 067 90	187,87 527 63	822,89 649 59
ضرائب	537,72 022 50	396,01 050 50	665,99 357 2	866,40 833 11
ديون أخرى	652,94 904 330	694,71 995 237	991,72 453 264	523,04 665 293
<b>المجموع</b>	<b>989,67 958 747</b>	<b>228,67 113 378</b>	<b>845,58 338 330</b>	<b>212,33 149 365</b>

**المصدر:** من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة خلال فترة الدراسة (2013-2016).

2. **تحديد تكلفة مصادر تمويل مؤسسة مطاحن الجلفة:** تعرف تكلفة الهيكل المالي على أنها المتوسط المرجح لمختلف مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة الاقتصادية، ومن خلال هذا الجزء سنقوم بتحديد تكلفة الهيكل المالي لمؤسسة مطاحن الجلفة، وهذا انطلاقاً من تحديد تكلفة رأس المال الخاص وأموال الاستدانة كل على حدى.

1.2 **تحديد تكلفة رأس المال الخاص:** تتمثل تكلفة رأس المال في معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، ولتحديد تكلفة رأس المال الخاص يمكن الاعتماد على إحدى نماذج التفقات النقدية المخصومة كنموذج (Gordan & Shapiro) سنة 1959، والذي سيتم الاعتماد عليه في دراستنا.

تعتمد مؤسسة مطاحن الجلفة عادة في توزيع أرباحها على نسبة تتراوح ما بين 70% و80% من النتيجة الصافية على المساهمين، إلا أن هذه النسب غير ثابتة إذ تتغير حسب قرار الجمعية العامة للمؤسسة، وكذا مستوى نشاط المؤسسة المتمثل في النتيجة.

من خلال الجدول رقم: (05) سنحاول تحديد تكلفة رأس المال الخاص لمؤسسة مطاحن الجلفة خلال فترة الدراسة وهذا بالاعتماد المعلومات المقدمة من طرف مسؤولي ومسيرى المؤسسة، ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

الجدول رقم: (05): تكلفة رأس المال الخاص لمؤسسة مطاحن الجلفة

2016	2015	2014	2013	البيان
19	16	14	11	$D_i$ : التوزيعات من الأرباح على السهم الواحد
166	166	166	166	$P_0$ : السعر السوق للسهم
%07,50	%07,50	%07,50	%07,50	$g$ : معدل نمو الأرباح
%18,94	%17,13	%15,93	%14,12	$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$ تكلفة رأس المال الخاص

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والمعلومات المقدمة والمستخرجة من قرارات الجمعية العامة لمختلف سنوات الدراسة

من خلال الجدول رقم: (05) نلاحظ أن تكلفة رأس المال الخاص لمؤسسة مطاحن الجلفة خلال فترة الدراسة في تطور مستمر، وهذا راجع للارتفاع في النتائج الصافية الذي أدى بدوره إلى الزيادة في توزيعات السهم الواحد.

2.2. تحديد تكلفة الديون: تتمثل تكلفة الديون في أسعار الفائدة على مختلف القروض طويلة الأجل، فهي عبارة عن حقوق أصحاب الأموال الخارجية وهذا بعد استبعاد لوفورات الضريبية.

وبذلك يمكن حساب تكلفة الديون (سعر الفائدة الفعلي) من خلال العلاقة التالية:

$$K'_d = K_d(1 - t) \dots \dots \dots (05)$$

ومن خلال مختلف المصادر الداخلية لمؤسسة مطاحن الجلفة تم تحديد سعر الفائدة ب: %05 كمتوسط لسنوات الدراسة، وتم الإعتماد عليه لتسهيل عملية الحساب. والجدول التالي يوضح كيفية تحديد تكلفة الديون وفق للعلاقة السابقة:

الجدول رقم: (06): تكلفة الديون لمؤسسة مطاحن الجلفة

2016	2015	2014	2013	البيان
%05	%05	%05	%05	$K_d$ : سعر الفائدة الاسمي
%03,75	%03,75	%03,75	%03,75	$K'_d$ : تكلفة الديون والمتمثلة في سعر الفائدة الفعلي

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والمعلومات المقدمة والمستخرجة من قرارات الجمعية العامة لمختلف سنوات الدراسة.

من خلال الجدول رقم: (06) نلاحظ ثبات نسبي خلال سنوات الدراسة والتغير الحاصل للسنة الأخيرة (2016) ناتج فقط عن تغير معدل الضريبة على أرباح الشركات.

3.2. تحديد تكلفة هيكل رأس المال (التكلفة الإجمالية) لمؤسسة مطاحن الجلفة: تتمثل تكلفة هيكل المال في المتوسط المرجح (الموزون) لمختلف مصادر التمويل، وبذلك يمكن تحديد تكلفة هيكل رأس المال وفق العلاقة التالية:

$$K_{WACC} = K_e \frac{CP}{(CP + D)} + K'_d \frac{D}{(CP + D)} \dots \dots \dots (06)$$

الجدول رقم: (07): تكلفة هيكل رأس المال (التكلفة الإجمالية) لمؤسسة مطاحن الجلفة

2016	2015	2014	2013	البيان
1089845394,33	1061613301,87	1045126582,94	1035997601,98	$CP$ : رؤوس الأموال الخاصة
%18,94	%17,13	%15,93	%14,12	$K_e$ : تكلفة رأس المال الخاص
675052905,22	459051448,25	408308000	/	$D$ : القروض والديون المالية
%03,75	%03,75	%03,75	%03,75	$K'_d$ : تكلفة الديون
%13,13	%13,09	%12,50	%14,12	$K_{WACC}$ : التكلفة المتوسطة لهيكل رأس المال

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والمعلومات المقدمة والمستخرجة من قرارات الجمعية العامة لمختلف سنوات الدراسة.

3. تحديد قيمة مؤسسة مطاحن الجلفة: في هذا الجزء وهو محور بحثنا سنقوم بتحديد قيمة مؤسسة مطاحن الجلفة وذلك بالاعتماد على تكلفة التمويل ونتيجة الاستغلال والاقتراض ونسبة الضريبة. ويمكن تحديد القيمة السوقية لمؤسسة مطاحن الجلفة بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{R}{K_e} + D \cdot t \dots \dots \dots (07)$$

حيث أن:

$V$ : قيمة المؤسسة؛

$R$ : النتيجة بعد الفوائد والضريبة؛

ويمكن تحديد قيمة مؤسسة مطاحن الجلفة خلال فترة الدراسة وفق الجدول التالي:

الجدول رقم: (08): قيمة مؤسسة مطاحن الجلفة

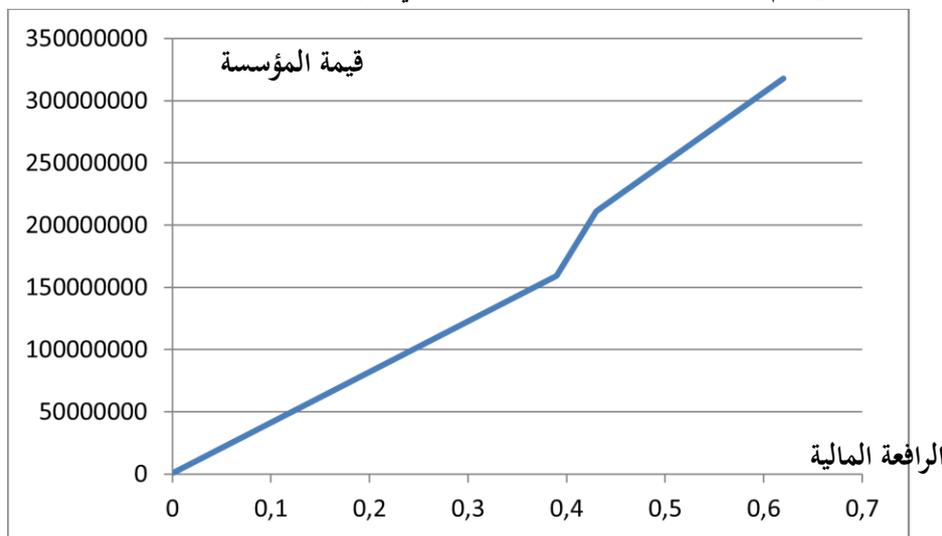
2016	2015	2014	2013	البيان
28232092,46	16486718,93	9128980,96	1133887,87	$R$ : النتيجة بعد الفوائد والضريبة
%18,94	%17,13	%15,93	%14,12	$K_e$ : تكلفة رأس المال الخاص
675052905,22	459051448,25	408308000	/	$D$ : القروض والديون المالية
0,62	0,43	0,39	0	$\frac{D}{cp}$ : الرافعة المالية
317823904,6	211007572,7	159383848,5	8030367,351	$V$ : قيمة المؤسسة

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مختلف ميزانيات المؤسسة، والمعلومات المقدمة والمستخرجة من قرارات الجمعية العامة لمختلف سنوات الدراسة.

نلاحظ أن قيمة مؤسسة مطاحن الجلفة في ارتفاع مستمر خلال مختلف سنوات الدراسة، وذلك ما يوضحه الشكل

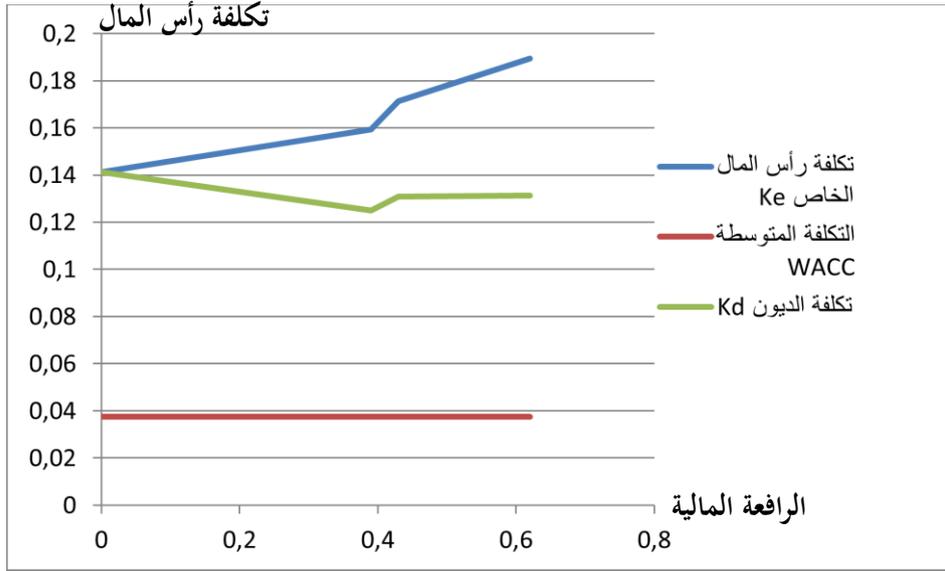
رقم: (08) الموالي:

الشكل رقم: (08): قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (08).

الشكل رقم: (09): كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (07).

الخاتمة:

إن جميع القرارات المالية في المؤسسات عموماً تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، وتوفير المصادر المالية للمؤسسة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائماً إلى توفير هذه المصادر بأقل التكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة أو بمعنى آخر، ينعكس على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي. وبهذا تظهر أهمية حساب تكلفة رأس المال، فتعظيم القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون كلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بمحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض كلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها، ومن المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل كلفة، بسبب ميزة الوفورات الضريبية، ولكن يجب على الإدارة المالية أن تستخدم هذا المصدر بحذر وحكمة وعدم المبالغة في الاقتراض لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المؤسسة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية أو مخاطر الرفع المالي مما يؤثر على المعدل الذي يطلبه المساهمون، ذلك أن معدل العائد المطلوب يزيد بزيادة الرفع المالي والمخاطر المرافقة له. ومن خلال الدراسة التطبيقية على مؤسسة مطاحن الجلفة والتي تمثلت في تحليل مختلف مصادر تمويلها من أموال خاصة وقروض طويلة، وتحديد تكاليف هذه المصادر، بالإضافة إلى تحديد التكلفة المتوسطة (WACC) لهذه المصادر من جهة، ومن جهة أخرى تحديد الرافعة المالية ومن ثم قيمة المؤسسة (مؤسسة مطاحن الجلفة)، تمكنا من الوصول إلى نتيجة مفادها أن مؤسسة مطاحن الجلفة لها استراتيجية مالية (تمويلية) جيدة على المدى البعيد، هذه الاستراتيجية مكنتها من رفع قيمتها السوقية تدريجياً خلال سنوات الدراسة (2013-2016).

- (1) Octave Jockung-Nguéna et autres, **Introduction au management de la valeur**, Dunod, paris, 2001, P:15.
- (2) أحمد بن محمد علي الفيومي، **قاموس المصباح المنير**، مكتبة لبنان، بيروت، 1987، ص197.
- (3) طارق عبد العال حماد، **التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011، ص05-06.
- (4) محمد سمير الصبان وآخرون: **المشاكل المحاسبية المعاصرة**، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2000، ص42.
- (5) Simon Parienté, **Analyse financière et évaluation d'entreprise**, Pearson, paris, 2013, P:218.
- (6) بكاري بلخير، **أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار-ENSP**، رسالة دكتوراه علوم في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص14.
- (7) أنظر في ذلك:
- طارق عبد العال حماد، **مرجع سابق**، 2011، ص06-14؛
  - بكاري بلخير، **نفس مرجع سابق**، ص14-16؛
  - طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص12-20.
- (8) هوارى سويسى، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، رسالة دكتوراه علوم في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص42-43.
- (\*) يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بما من الناحية التحليلية والاستنتاجية.
- (9) محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص172.
- (10) Samira Rafiki, Abdessadeq Sadaq, **La Structure Financière de la Ferme a-t-elle une Influence sur sa Valeur ? Problèmes Economiques**, Revue du Financier, N° 2728, 2001, Paris, P: 25.
- (11) J. Teulié, P.Topasacalian, **Finance**, 2<sup>ème</sup> Edition, Vibert, 1999, P: 352.
- (12) جليل كاظم مدلول العريضي، **الإدارة المالية المتقدمة -مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية-**، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص382.
- (13) محمد علي ابراهيم العامري، **مرجع سابق**، ص172-173.
- (14) حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص554-555.
- (15) دريد كامل ال شبيب، **ادارة مالية الشركات المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص195.
- (16) محمد علي ابراهيم العامري، **مرجع سابق**، ص174-175.
- (17) محمد علي ابراهيم العامري، **نفس المرجع السابق**، ص176-177.
- (\*\*) مؤسسة مطاحن الحلفة هي مؤسسة ذات طابع اقتصادي إنتاجي- تجاري، تعتمد كلياً على تحويل القمح بنوعيه اللين والصلب إلى مواد موجهة للاستهلاك من جهة، واستخراج مستخلصات الحبوب لتغذية الأنعام من جهة أخرى، وهي أحد فروع مجمع الرياض الكائن مقره بولاية تيارت والتي أصبحت تابعة له منذ 2012.
- (\*\*\*) وهذا نظراً لثبات رأس المال الخاص لمؤسسة مطاحن الحلفة.