

تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمنشة لتحقيق أهدافه المخصصة

(دراسة نظرية تطبيقية)

دكتور

مصطفى نبيل علي الشامسي

أستاذ مساعد المحاسبة

المعهد العالي للكفاية الإنتاجية

جامعة الزقازيق

تحاول هذه الدراسة إبراز أهمية تحليل الهيكل التمويلي كخطوة على طريق تحديد القيمة العادلة للمنشة ، من خلال إبراز تلك المتغيرات التي تؤثر في هيكل التمويل في المنشأة ، وبالتالي يمتد تأثيرها على أرباح التشغيل وقدرة المنشأة على تحقيقها ، تلك الأرباح التي تتركز عليها عند التوجه إلى تقدير قيمة المنشأة ، والتي تشغل بال المستثمرين كما تؤثر على قيمة السهم ، ونصيبه من تلك الأرباح .

مقدمة :

بدأت مصر في أوائل التسعينات تطبيق سياسة إقتصادية جديدة نتيجة للاتفاق مع صندوق النقد والبنك الدولي في عام ١٩٩١ فأصدرت قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ والذي يستهدف تحرير القطاع العام والتوجه إلى تطبيق اقتصاديات السوق الحر والتخلي عن فكره ملكية الدولة لشركات قطاع الأعمال العام وتحويلها إلى شركات تدار بواسطة القطاع الخاص حتى يستطيع هذا القطاع من القيام بالدور الإيجابي في إدارة التنمية ومواجهة المنافسة العالمية من خلال كفاءة التشغيل ومرونة التكيف مع كافة التحولات الدولية وذلك في إطار خطط مدروسة .

وليس ثمة شك في أن صدور هذا القانون يمثل مدخلاً سليماً للتحويل من الملكية العامة إلى الملكية الخاصة وتوسيع قاعدة الملكية في شركات القطاع العام (والتي يطلق عليها الكثير عملية الخصخصة) والانتقال إلى اقتصاديات السوق وآلياته والتي من المتوقع أن تنتهي منها في عام ٢٠٠٠ إن شاء الله ، حيث تستهدف هذه العملية بيع بعض الشركات والإبقاء على بعض الشركات بعد تعديل هياكلها المالية وتحسين إدارتها ، وعليه فإن ثمن البيع أو قيمة المنشأة يمثل الركيزة لبرنامج الخصخصة وفي هذا الشأن يرى البعض^(١) إن المشكلة الأساسية في تقدير قيمة المنشأة تكمن في جانبين .

أ - ضرورة ألا تكون هذه القيمة مغالى فيها من قبل البائع (الدولة) حتى لا يحجم المشترون عن الشراء .

ب- ضرورة ألا تكون هذه القيمة أقل مما ينبغي حتى لا يكون هناك إهداراً للثروة القومية .
والباحث يري أنه تحقيقاً لما سبق من الأهمية بمكان دراسة وتحليل الهيكل التمويلي للمنشأة قبل طرحها للبيع وصولاً الى تحديد المتغيرات المؤثرة في قيمتها وإبراز نقاط الضعف والقوة بها حيث أن تحديد قيمة المنشأة في حالة الاستمرار يختلف عنه في حالة التصفيه وفي هذا الشأن يرى البعض^(٢) أن هيكل التمويل لاي وحدة اقتصادية يتكون من حقوق الملكية والديون التي يجب أن يتحقق فيما بينها التناسق لتحقيق أحسن درجة من التوازن المالي بين عناصره ، ويحقق عائداً على الاموال المستثمره في الاصول يزيد عن الفائدة على القروض ويضمن عدم تعرضها للفشل أو الافلاس المالي حيث أن تحليل ودراسة الهيكل التمويلي للمنشأة يسهم مساهمة فعالة في عمليه التسويق لبيع المنشآت إجمالاً أو لطرح اسهمها للبيع في بورصة الاوراق الماليه ، لاسيما وأن القرارات الاستثمارية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بعدد من المتغيرات كالاتي^(٣) :

أ- متغيرات تتصل بعملية التشغيل حيث تؤثر زيادة ونقصاناً في المخاطر الناجمة عن التشغيل وتمثل في الآتي :

- درجة التغير في اسعار عناصر التكاليف المختلفة للعملية الإنتاجية .
- معدل الزيادة في إيرادات المبيعات بالمقارنة مع معدل الزيادة في عناصر التكاليف .
- تحقيق هامش مساهمة يغطي التكاليف الثابتة .
- قدرة المنشأة على تغيير اسعار البيع ودرجة البيع ودرجة هذا التغيير بما يتفق مع التغيير في اسعار عناصر التكاليف .

ب- متغيرات تتصل بعملية توفير الاموال حيث تؤثر على هيكل ونمط التمويل للمنشأة وما ينتج عنه من مخاطر تمويلية تتصل بانخفاض صافي الربح قبل الضرائب وبعدها أو لإنخفاض السيولة وتمثل في الآتي :

- انخفاض التدفقات النقدية الداخلة .
- ارتفاع نسبة الاصول المتداولة عن الثابتة لاجمالي لاصول .
- ارتفاع نسبة المديونية والديون الى حقوق الملكية .
- انخفاض درجة السيولة لعناصر الاصول الثابتة والمتداولة .

ج- متغيرات تتصل بقيمة المنشأة حيث تؤثر تأثيراً كبيراً على القرارات الاستثمارية وبالتالي تؤثر على قيمة المنشأة والتي تتحدد محاسبياً في اطار معادلة الميزانيه ، حيث تخفض قيمة المنشأة نتيجة تحقيق خسائر سنويه بسبب زيادة عبئ الفائدة على الدخل الناتج من عمليات التشغيل ، مما يؤدي الى انخفاض فعالية حقوق الملكية وزيادة الاعتماد على القروض .

طبيعة ومشكلة البحث :

وهكذا نجد أنه من الأهمية بمكان تسليط الضوء على تحليل الهيكل التمويلي للمساعدة في عملية التحول من الملكية العامة الى الخاصه كما سبق القول ، حيث أن الامر يستلزم في كافة حالات التحول تحديد قيمة المنشأة التي تطرح بها للبيع أو تطرح اسهمها في بورصة الاوراق الماليه ، وفي هذا الشأن يرى البعض " (4) أنه يجب أن يكون الهيكل التمويلي قادراً على تلبية احتياجات الدائنين من سداد الديون ، والمساهمين بزيادة رؤوس أموالهم والمشروع ذاته باستمرار وعدم تعثره " .

ويرى آخر " (5) أن الهيكل التمويلي يمثل أحد المتغيرات التي تقيس سلوك المستثمر المصري عند الاستثمار في الاوراق الماليه ، حيث أنه يمكن الجزم بأن هناك علاقة موجبة

بين السلوك الاستثماري وهيكل التمويل الأمثل . ويرى ثالث " (٦) أن معامل الخصم الذي يستخدم للوصول الى القيمة الحالية للإيرادات المتوقعه للأصل أو للتوزيعات المتوقعه للشركات يختلف مع اختلاف مستوى المخاطره في نوع الصناعه من ناحية وبحسب توازن مصادر الاموال واستخداماتها في الشركه موضوع التقييم وسلامه هيكلها المالي من ناحيه اخرى .

الأمر الذي يسهم مساهمة فعالة في تسليط الضوء على الحالة الماليه للمنشأة حيث أن قيمة المنشأة تمثل مردود كفاءة وفعاليه الادارة في اتخاذ القرارات التشغيليه أو الاستراتيجيه ، لذلك فهي تتأثر بعوامل تدخل في سيطرة الاداره (قرارات التمويل والاستثمار) حيث يكون لها تأثير على الارباح المحققة أو المتوقعه والمخاطر التي تتعرض لها ، هذا بالاضافه الى عوامل السوق ، والتي تخرج عن مجال البحث والدراسة حيث أن الباحث يهتم بتقدير قيمة المنشأة في حالة استمرارها وليس في حالة التصفيه ، وفي هذا الشأن يرى البعض (٧) " أن القيمة السوقيه للمنشأة تتأثر بالعديد من العوامل منها ماهو خارج نطاق تحكم الاداره ، وهو ما يعرف بتأثير السوق ، وهي تعبر عن حاله الاقتصادية المرتبطة بطبيعة نشاط المنشأة ، ومنها ماهو تحت سيطرة الادارة وتمثل في قرارات الاستثمار والتمويل ، وهذه تؤثر على قيمة المنشأة من خلال التأثير على حجم العائد المتوقع والمخاطر التي يتعرض لها .

وهكذا تكمن مشكله البحث في أهمية دراسة وتحليل الهيكل لتمويل المنشأة موضوع التقييم لابرار جوانب النجاح والاستمرار فيه ، أو جوانب الضعف لتسليط الضوء عليها لاصلاحها قبل القيام بعملية البيع ، أو على الاقل توفير المعلومات الكافية عن هذا الضعف والافصاح عنه عند عرضها للبيع حتى يتمكن من يقوم بشرائها بوضع خطة الاصلاح ، مما يضمن عملية استمرار المنشأة والبعد عن التعثر أو الفشل ، الامر الذي يعود برمته على الاقتصاد القومي .

فدراسة وتحليل الهيكل التمويلي ، تفيد كثيراً في تحليل طبيعة العلاقة بين مصادر التمويل الذاتي والتمويل الخارجي في سبيل دراسة العوامل المؤثرة في هذا الهيكل وأثر ذلك عند تحديد قيمة المنشأة المطروحة للبيع ، وذلك باستخدام النسب الماليه ومؤشرات هيكل التمويل والبنيان المالي ، ويؤكد ذلك مايراه البعض (٨) من أن الفشل المالي الزاحف والذي يحدث لاسباب عديدة تنعكس في النهاية على محددتين من محددات قيمة المنشأة .

- ١- اختلال الهيكل المالي ، بما يحتويه من هيكل الاصول وهيكل التمويل ، وكذلك عدم التوافق بينهم وايضاً واختلال العلاقات النسبيه في مكونات قائمه الدخل .
- ٢- انخفاض الانتاجيه لوظائف الادارة بالمشروع من انتاج وتسويق وافراد ومالية وتضخم التكاليف النسبيه .

ولعل أهميه هذه الدراسة تبرز من خلال استعراض مؤشرات هيكل التمويل والبيان المالي لأحد القطاعات الهامة والمؤثرة في الاقتصاد القومي ، والذي سبق كل القطاعات في عملية الخخصة لاسيما خخصة الادارة وهو القطاع الفندقى الذي يشتمل على اربع شركات فندقية ، وتمثل هذه المؤشرات فيما يلى :

١- زيادة اعتماد شركات الفنادق على الديون كمصادر مالىة خارجية ، حيث تراوحت نسبة المديونية ما بين ٤٢٪ عام ١٩٨٧/٨٦ ، ٦٢٪ عام ١٩٩٣/٩٢ .

٢- زيادة درجة مخاطر الاعمال للأموال المستثمرة في الاصول لتباين وتغير معدل الربحية للجنبة/ مبيعات وانحدارة لأدنى مستوى حيث يتراوح ما بين ٢١,١٪ عام ١٩٨٨/٨٧ الى ٢٠,١٪ عام ١٩٩٣/٩٢ .

٣- زيادة درجة المخاطر المالىة المصاحبة للاعتماد على الديون لتباين وتغير القوة الايرادية للأموال المستثمرة في الاصول وانحدارهما لأدنى مستوى حيث يتراوح معدل العائد على الاموال المستثمرة في الاصول ما بين ١١,٣٪ عام ٨٩/٨٨ ، ٣,٠٦٪ عام ١٩٩٣/٩٢ .

٤- انخفاض فعالية قاعدة الملكية كمصدر تمويلي ذاتي حيث تراوحت نسبة حقوق الملكية /الاموال المستثمرة ما بين ٥١,٢٪ عام ٨٩/٨٨ ، ٤٠,٢٪ عام ١٩٩٣/٩٢ كما تراوحت نسبة الديون / الاموال المستثمرة ما بين ٢٦,٨٪ عن نفس الاعوام .

وهكذا نجد أن تحليل الهيكل التمويلي يعطى مؤشرات تسهم مساهمه فعالة عند التنبؤ بقدرة المنشأة على تحقيق الايرادات والارباح ومدى توازن الهيكل المالى أو اختلاله عند طرحها للبيع كلية أو عند طرح اسهمها في سوق الاوراق المالىة لتوسيع قاعدة الملكية ، وكذلك تبرز هذه المؤشرات ما تعانيه المنشأة من مشاكل تمويلية تكون في حاجة الى اصلاح هيكلها التمويلي قبل عملية البيع أو توسيع قاعدة الملكية مما يزيد من جذب المشترين والمستثمرين.

حيث أن قيمة المنشأة تتأثر صعوداً وهبوطاً بالهيكل المالى ومئاته وصلابته كأحد المحددات لهذه القيمة ، الامر الذي يؤكد اهميه هذا البحث في هذه الآونة التي تتجه فيها الدوله لبيع بعض المنشآت وطرح أسهم بعض المنشآت الأخرى في بورصة الاوراق المالىة بالاضافة الى الابقاء على بعض المنشآت بعد تعديل هيكلها المالى وتحسين إدارتها ، حيث جاء ذلك في تقرير للبنك الدولي "بأن مصر تتجه من نظام التخطيط المركزي الذي يسيطر فيه القطاع العام على نواحي الاقتصاد المختلفة في الدوله الى نظام إقتصادي يلعب فيه القطاع الخاص دوراً اساسياً فيه ويتم توجيه عمليات الانتاج والاسعار بواسطة نظام السوق الحر". وهذا يؤدي الى زيادة قدرة الحكومة على سداد ما يستحق عليها من ديون الى صندوق النقدى الدولي أو البنك الدولي او لاي جهة أو دولة أخرى .

أهداف البحث :

يهدف البحث الى ابراز تلك المتغيرات التي يكون لها تأثير على ارباح التشغيل بالمنشأة باعتبار أن هذه الارباح تمثل ركيزه لتقدير قيمة المنشأة بشكل علمي وكمي ، وذلك من خلال تحقيق مايلي :

- 1- تحليل العلاقة بين مصادر التمويل الذاتي والتمويل الخارجي وأثر ذلك على التوازن المالي على مستوى المنشأة .
- 2- تحديد أهم المتغيرات التي تؤثر في هيكل التمويل في المنشأة وبالتالي تؤثر على أرباح التشغيل وقدرة المنشأة على تحقيقها .
- 3- النموذج الكمي المقترح لتقدير قيمة المنشأة على اساس ارباح التشغيل المتوقعه .

إسلوب الدراسة :

لتحقيق أهداف البحث وفي ضوء حدوده إرتكزت الدراسة على مايلي :

- 1- البيانات الواردة بالقوائم المالية للشركات الاربع محل الدراسة من القطاع الفندقى وذلك خلال الفترة من ٨٦/٨٦ حتى ١٩٩١/٩٠ ، ثم التركيز على إحدى هذه الشركات على سبيل المثال وليس الحصر .
- 2- الاسلوب النظري والتطبيقي لتحليل البيانات بعدد من الاساليب الكمية تتمثل في الآتي :
 - أ- التحليل بالنسب والمؤشرات المالية للموقوف على المتغيرات المؤثرة في هيكل التمويل في اطار الوضع المالي الحالي .
 - ب- التحليل الاحصائي بهدف تحديد المتغيرات التي تؤثر في زيادة كفاءة التمويل للمنشأة وقدرتها على تحقيق الارباح .
 - 3- دراسة وتحليل طرق تقدير قيمة المنشأة المختلفة وصلاً الى النموذج المقترح .

حدود البحث والدراسة :

في ضوء مشكلة البحث والدراسة فإن الجانب التطبيقي سوف يقتصر على شركات الفنادق الأربع وذلك بعد ترتيبها وفقاً لمعدل العائد الاستثماري على أسس ثلاث كما يظهر في الجدول التالي :

اسم الشركة	معدل العائد % عام ١٩٩١		
	إجمالي الاصول بدون المشروعات	إجمالي الاصول	حقوق الملكية
١- مصر للفنادق	٢٠,٦	١٥,١	٤٠,٩
٢- ايجوث	١١,٨	١١,١	٤٤,٢
٣- الفنادق المصرية	٦,٢	٦,١	٤٠,٥
٤- فنادق مصر الكبرى	١,٣	٠,٩	٧,٤

وكذلك وفقاً لترتيبها على أساس معدل الربحية أو الفائض حيث كانت كالآتي :

معدل الربحية		أسم الشركة
الى الأجرور	الى الإيرادات الاجمالية	
٩,٠٢٧	٤٧,١	١- مصر للفنادق
٩,٣١١	٤١,٤	٢- ايجوث
٠,٦٦٣	١١,٧	٣- الفنادق المصرية

وبناء على ما تقدم يأتي هذا البحث في المباحث الآتية :

المبحث الأول : أهمية تحليل ودراسة التمويل :

حيث يتناول إبراز أهمية تحليل ودراسة هيكل التمويل كركيزة نركز عليها عند تقييم المنشأة مبيناً المتغيرات المؤثرة في هيكل التمويل باستخدام النسب والمؤشرات الماليه بالتطبيق على الشركات محل الدراسة مع استخدام النسب والمؤشرات الماليه المركبة بالتطبيق على احدى هذه الشركات والتي اظهرت الدراسه الاوليه توازن هيكلها المالي وفعاليتيه بعض الشيء وبيان مدى ارتباط هذه المؤشرات والنسب مع مؤشرات ونسب دراسة فعالية هيكل التمويل لهذه الشركة .

المبحث الثاني : دراسة وتحليل طرق تقدير قيمة المنشأة :

حيث يتناول دراسة وتحليل الطرق المختلفة لتقدير قيمة المنشأة والتي تناولها عدد من الكتاب والباحثين ، وذلك بهدف الوقوف على النموذج المقترح الذي يعتقد الباحث أنه يعالج أوجه القصور في مختلف الطرق المستخدمة .

المبحث الثالث : النموذج المقترح لتقدير قيمة المنشأة

حيث يتناول نموذج لتقدير قيمة المنشأة يأخذ في الاعتبار استمرار المنشأة والمحافظة على الطاقة الانتاجية والارتكاز على متوسط معدلات النمو المختلفة بالمنشأة ، ونسبة توزيع الارباح المتوقعه والتي تهتم المستثمرين وذلك بالاعتماد على الاساليب الاحصائية مثل السلاسل الزمنيه ، الانحدار ، الوسط الهندسي ، وتوزيع بيتا الاحتمالي .

المبحث الأول

أهمية تحليل ودراسة هيكل التمويل

أهمية تحليل هيكل التمويل:

إن هيكل التمويل يشتمل على هيكل رأس المال ومصادر التمويل الخارجية ، ويتأثر بالزيادة أو النقص في حجم الإستثمارات في الأصول الثابتة ورأس المال العامل الدائم ، حيث أنه كلما زادت حجم الإستثمارات فيها زادت الحاجة الى مصادر التمويل طويل الاجل ، وكلما زاد حجم الاستثمار في الأصول المتداولة (رأس المال العامل المتغير) زادت الحاجة لمصادر التمويل قصيرة الاجل .

لذلك فمن الاهميه بمكان أن يشتمل هيكل التمويل على خلطة تحويليه متناسقة ومتوائمه من الناحية الماليه مع حجم الاستثمارات في الأصول ، وذلك وفقاً لمبدأ التوازن الذي تتبني عليه معادلة الميزانية ، في ظل فرض الاستمرار Going Concern Assumption، حيث يعتبر من الفروض المحاسبية الهامه والتي تؤثر الى حد كبير على طرق القياس والتقييم المحاسبي للمنشأة ، وذلك ما يعبر عنه بإصطلاح الهيكل المالي للمنشأة حيث تتسم عناصره بسمات نذكر اهمها فيما يلي (١٠):

- أ- جانب الأصول يمثل اجمالي الاموال المستمرة في المنشأة منذ الافتتاح وحتى تاريخ آخر ميزانيه لها ، لذلك فهو يعتبر المقابل المادي النقدي للوقاء بحقوق الدائنين عند التصفية .
- ب- حقوق الملكية كمصادر تمويله ذاتيه في مقدار الفائض الموزع ، حيث تبرز هذه الحقوق قدرة المنشأة على الاقتراض ، ويرتكز في تدعيمها على الارباح المحتجزة والاحتياجات.
- ج- الخصوم تعتبر مصادر مالية خارجية يتم الحصول عليها نقداً ، وتسدد نقداً في مواعيد محددة ، وبمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الاموال ، ويؤثر على مقدار صافي الربح وبالتالي على معدل العائد على الاموال المستثمرة .
- د- تتأثر فعالية هيكل التمويل بمدى مساهمة مصادر التمويل الذاتية في توفير احتياجات المنشأة المالية ، وتوازنها مع المصادر الخارجية ، حيث أن هذه الخلطة التمويليه يكون لها تأثير على كل من ربحية السهم العادي ، ودرجة المخاطرة التي قد تتعرض لها المنشأة نتيجة اعتمادها على الديون بجانب حقوق الملكية .

وفي هذا الشأن يرى البعض (١١) أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير وعلى مصادر التمويل الخارجي بشكل محدود ، رغم أنه يضمن الامان المالي للمنشأة ، إلا انه

لايساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية ، وأن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية بشكل كبير قد يؤدي الى زيادة الربحية مع عدم تحقيق الامان نتيجة زيادة درجة المخاطر الماليه ، وحتى يمكن تحقيق الامان والحد من المخاطر الماليه يجب تحقيق معدل عائد على الاموال المستثمرة في الاصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين ، وإلا وقعت المنشأة في دائرة الفشل المالي .⁷

وليس ثمة شك في أن تحقيق التوازن بين عناصر هيكل التمويل يحقق توازن بين ما يستثمر في الاصول المتداولة وما يستثمر في الاصول الثابتة ، والذي يتوقف على معدل النمو في أنشطة الانتاج والبيع ، بحيث يكون هناك زيادة في معدل نمو المبيعات عن معدل النمو في عناصر التكاليف السنوية . وفي هذا يرى البعض⁽¹²⁾ أن معدل النمو في الانتاج والبيع له تأثير سلبي أو ايجابي على هيكل التمويل المناسب للمنشأة حيث يميل هيكل التمويل الى التغيير بسرعه مع التغيير في معدل النمو للمبيعات ، وإن كان يتغير بنسبة اقل مع أي تغيير في هيكل الاصول الثابتة ، ولذلك يكون معدل نمو المبيعات له تأثير سلبي على هيكل التمويل ، اذ يترتب عليه انخفاض الارباح السنوية مما يؤثر على فعالية حق الملكية كمصدر تمويلي ذاتي نتيجة ارتفاع نسبه المديونية ، ونسبة الديون الى حق الملكية ، ونسبه الخصوم المتداولة لحق الملكية، وانخفاض نسبه التداول ، ونسبه مصادر التمويل الذاتي لاجمالي الاصول ومعدل العائد على الاموال المستثمرة في الاصول ومعدل ربحية الجنيه / مبيعات .

وهكذا يمكن القول أن هيكل التمويل شديد الحساسية تجاه القرارات الاستثمارية والتمويلية ، ولذلك فإن تحليل ودراسة هيكل التمويل بالمؤشرات الخاصة والمشار لها تبرز وتسلط الضوء على أهم المتغيرات التي تؤثر في هيكل التمويل ، وبالتالي على قدرتها في الاستمرار ونجاحها ، ومدى قدرتها على تحقيق الارباح في المستقبل والبعد عن دائرة الفشل أو العسر المالي ، والذي قد يدفعها الى التصفية والخروج من مجال الأعمال والذي يكون له الأثر السلبي على مجموع الاقتصاد القومي ، وفي هذا الشأن يرى البعض⁽¹³⁾ أن المتغيرات التي تؤثر في هيكل التمويل تتمثل في الآتي :

- ١- المبيعات ودرجة استقرارها .
- ٢- المبيعات ومعدل نموها السنوي .
- ٣- هيكل الاصول .
- ٤- معدل النمو في حجم الاموال المستثمرة في الاصول .
- ٥- التدفقات النقدية ودرجة استقرارها .
- ٦- الملاءة في هيكل التمويل .

- ٧- معدل الضرائب على الدخل .
 ٨- معدل النمو في الربحية .
 ٩- المخاطر المالية ومخاطر الاعمال .
 ١٠- حجم المشاركة .
 ١١- نمط الادارة .
 ١٢- حجم السوق .
 ١٣- درجة المنافسة .
 ١٤- التطور التكنولوجي ومعدلة .
 ١٥- القوانين المختلفة .

هذا ويرى البعض^(١٤) أنه يجب أن تكون دراسة وتحليل الهيكل المالي وعلاقته بالقيمة السوقية من خلال حالتين :

الحالة الأولى : السوق الكامل لرأس المال

حيث يوجد مدخلين على طرفي نقيض الأول مدخل صافي الربح الذي يشير الى ان افضل هيكل مثالي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن اكبر نسبة ممكنة من القروض ويتحقق الهيكل المالي عندما يتم تمويل المنشأة بالكامل عن طريق الاموال المقترضه وهذا المدخل يؤخذ عليه تجاهله للعلاقة الطردية بين نسبة الاقتراض وحجم المخاطر التي يتعرض لها الملاك والدائنين ، حيث أنه من المتوقع أن يزيد معدل الفائدة للمقرضين ومعدل عائد الملاك ، كلما ارتفعت نسبة الاموال المقترضة ، حيث أن التوسع في الاقتراض قد يؤدي الى ارتفاع تكلفه اموال الملكية وتكلفة اموال الاقتراض . والثاني مدخل صافي ربح العمليات الذي يشير الى أن الهيكل المالي لا يؤثر على القيمة السوقية للمنشأة ، وبالتالي فإن فكرة الهيكل المالي المثالي تعد فكرة غير مقبولة ولعل ما يؤخذ على هذا المدخل إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين نتيجة لزيادة نسبة الاقتراض كما هو الحال في المدخل الاول .

الحالة الثانية : السوق غير الكامل لرأس المال :

حيث أن تحليل العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة في هذه الحالة يكون قريباً من الواقع الذي يتسم بالديناميكية وعدم التأكد ، إذ يعترف في هذه الحالة بوجود الضرائب ، وتكلفه الافلاس ، وتكلفه الوكاله ، وكذلك من غير المقبول التأكد التام من تفضيلات وتوقعات المستثمرين في السوق ، ومن ثم يترك ذلك تأثيره على علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة ، حيث أنه في هذه الحالة فإن القيمة السوقية لمنشأة مقترضة تعادل القيمة السوقية لمنشأة مماثلة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض .

ومن ثم يمكن القول أن اعتماد المنشأة على القروض سوف يؤدي الى تخفيض تكلفة الاموال ، وذلك لانخفاض معدل العائد المطلوب بجانب تلك الوفورات الضريبية التي تنتج عن الاقتراض ، ولكن اذا زادت نسبة الاقتراض عن حدود معينه فسيؤدي ذلك الى ظهور تكلفة الافلاس ، حيث تظهر في شكل ارتفاع في معدلات العائد التي يطلبها كل من الملاك والمقرضين تجنباً للمخاطر^(١٥) وبالتالي فإن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسيه على القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية للوفورات التي تتحقق من الضرائب .
بالاضافة الى ذلك فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الاموال المقرضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة^(١٦) .

وحيث ان بيئة قطاع الاعمال العام في مصر تختلف في بعض الخصائص والتي تؤدي الى ضعف تأثير بعض المتغيرات التي قد تلعب دوراً في تحديد نسبة الاقتراض ، فمشاركات قطاع الاعمال العام في مصر لايجوز اشهار إفلاسها ، وكذلك تتسم بعدم السماح لها باحتجاز ماتراه من ارباح ، مما شجع الاداره على إتخاذ قرارات التمويل دون الأهتمام بالوفورات الضريبية ، وكذلك يصعب في مصر تقدير مكونات تكلفة الوكالة لذلك يخلص الباحث الى انه يمكن قياس كفاءه الهيكل التمويل ومئاته بثلاث مؤشرات تبين مدى اعتماد المنشأة على الديون في تمويل عملياتها حيث تستهدف عمليه الاصلاح الاقتصادي التحول من سوق المال الكامل الى سوق المال غير الكامل الذي تزداد فيه حالة المنافسة والمخاطرة نتيجة لترك السوق الى آلياته مما يكون له التأثير على قرارات الاستثمار أو التمويل ، وهذه المؤشرات تعتبر بمثابة (المتغيرات التابعة) وتمثل في الآتي .

أ- نسبة الاموال المقرضة / الاموال المستمرة .

ب- نسبة الديون / الاموال المستمرة .

ج- نسبة قاعدة الملكية / الاموال المستمرة .

وبجانب هذه المؤشرات يرى الباحث أهمية استخدام مجموعه من النسب المالية المركبة (المتغيرات المستقلة) التي تسهم في تسليط الضوء على نقاط القوة والضعف في هيكل التمويل ، بالاضافة الى استخدام نموذج الارتباط لتحديد مدى الارتباط بين هذه النسب والمؤشرات الثلاث ، ونموذج الاتحار لتحديد أهم هذه المتغيرات وترتيبها وفقاً لتأثيرها ، وهذه النسب تتمثل في الآتي^(١٧) :

١- نسبة اثر زيادة الديون على المبيعات =

$$= \frac{\text{الاصول المتداول}}{\text{اجمالي الاصول}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{اجمالي الخصوم}}$$

٢- نسبة اثر المبيعات على زيادة الديون =

$$= \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{اجمالي الاصول}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{اجمالي الخصوم}}$$

٣- نسبة قياس كفاءة استخدام الاموال المستثمرة في الاصول =

$$= \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{اجمالي الاصول}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الاصول المتداولة}}$$

٤- نسبة اثر كفاءة استخدام المصادر الماليه على السيولة والربح =

$$= \left(\frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} + \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} + \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{اجمالي الاصول}} \right)$$

$$\times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{اجمالي الاصول}}$$

٥- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل =

$$= \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \times \frac{\text{اجمالي الخصوم}}{\text{حقوق الملكية}}$$

٦- نسبة مرونة استخدام المصادر المالية =

$$= \left(\frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} + \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \right) \times \frac{\text{الاصول المتداول}}{\text{اجمالي الاصول}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{اجمالي المبيعات}}$$

٧- نسبة زيادة الخصوم المتداولة عن حد الامان =

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

$$\frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{حقوق الملكية}} \times \left(\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{حقوق الملكية}} + \frac{\text{الخصوم طويل الاجل}}{\text{صافي راس المال العامل}} \right)$$

٨- نسبة اثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية =

$$\left(\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \right) - \left(\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \right)$$

$$\times \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}}$$

٩- نسبة اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار =

$$\left(\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \right) - \left(\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \right)$$

$$\times \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{إجمالي الخصوم}} \times \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{الأصول الثابتة} + \text{صافي راس المال العامل}} \times \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$\begin{array}{r}
 \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \times \left(\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{اجمالي الأصول}} \right) = \\
 \frac{\text{اجمالي الأصول}}{\text{حقوق الملكية}} \times \left(\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{اجمالي الأصول}} \right) = \\
 \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{الأصول الثابتة + صافي راس المال العامل}} \times \left(\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{اجمالي الخصوم}} \right)
 \end{array}$$

ونخلص الى أنه يمكن القول أن قيمة المنشأة في حالة الاستمرار تكون أقل من قيمة المنشأة في حالة التصفيه ، حيث أن ذلك مرتبط بركائز هذه القيمة والتي تتمثل في ثلاثة محددات هي (الهيكل المالي - الانتاجيه - المتغيرات البيئيه) لأنها تؤثر في تحقيق العائد والمخاطره وبالتالي في قيمة المنشأه حيث أن طرق تقدير قيمه المنشأة تقوم على العائد الذي يمكن أن تحققه المنشأه أي قدرة المنشأة على تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطره متمثلاً في التفتقات النقدية المتوقعه والتي تنشأ من عمليات التشغيل أي التي تنتج من السياسات الماليه أو الاستراتيجيه حيث أن ما يهمننا في حالة تقدير قيمه المنشأة يتمثل في ناتج التشغيل بالطاقة الحاليه المتاحه وذلك للوصول الى تقديراً لقيمتها يقترّب من الواقع ، وفي هذا الشأن يرى البعض^(١٨) أنه من الاهميه بمكان أن يكون تقدير قيمه المنشأة تقديراً سليماً يتسم بالعدالة فيما بين اطراف البائعين والمشتريين ، وأن يكون معادلاً لقدرة المنشأة على تحقيق العائد في المستقبل يحقق تعويض المشتريين عن القيمة الحاليه المدفوعه .

النسب والمؤشرات الماليه في الشركات محل الدراسة :

إتضح للباحث من دراسة القوائم الماليه لشركات الفنادق محل الدراسة أن هيكل التمويل يتسم بالسماة الاتيه^(١٩):

١- بلغ التمويل طويل الاجل (صافي حقوق الملكية +المخصصات - القروض) مبلغ ٩٤٧,٥ مليون جنيه في عام الدراسه ٩٢/٩١ مقابل ٨٨٤ مليون جنيه في عام ١٩٩١/٩٠ وبزيادة قدرها ٦٣,٥ مليون جنيه . وكانت نتائج تحليلها كالاتي :

أ- نسبة التمويل الذاتي / التمويل طويل الاجل	٦٠,٨ %
ب- نسبة التمويل الذاتي / اجمالي مصادر التمويل	٤٧ %
ج- نسبة قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة	٤٨,٢ %
د- نسبة التمويل طويل الاجل / اجمالي مصادر التمويل	٧٧,٤ %
هـ- الاستخدامات طويلة الاجل / اجمالي مصادر التمويل	١٠٢,٤ %

وذلك يعني أن هناك عجز تمويل يبلغ حوالي ٢٧,١ مليون جنيه عام ٩٢/٩١ مقابل فائض تمويل حوالي ١١,٩ مليون جنيه في العام السابق .

٢- بلغت نسب المديونية كالاتي :	٩٢/٩١	٩١/٩٠
نسبة التمويل قصير الاجل / اجمالي مصادر التمويل	٢٢,٦ %	٢٢,٤ %
نسبة الأصول المتداولة / اجمالي مصادر التمويل	٢٠,٧ %	٢٣,٤ %
نسبة الذمم / اجمالي مصادر التمويل	١٢,٥ %	١٥,٩ %

٣- نسبة الدائنون والحسابات الدائنة / اجمالي مصادر التمويل ٢٢ % ٢١,٨ %

وهكذا يتضح لنا من التحليل السابق أن :

أ- هناك اختلال في الهيكل التمويلي على مستوى اجمالي الشركات حيث بلغ عجز التمويل مبلغ ٢٧١٣٥ جنيه تفاصيله كالاتي : (المبالغ بالالف جنيه) .

النسبة	جنيه	
٨٠ %	٢١٧٥٨	- الشركه المصريه للسياحه والفنادق (ايجوث)
٢٦ %	٧٠٦٥	- شركه مصر للفنادق
٠,٥ %	١٣٧	- شركة فنادق مصر الكبرى

٢٨٩٦٠ (-)

في حين حققت شركة الفنادق المصرية

١٨٢٥ (+)

فائض تمويل قدرة

٢٧١٣٥

وعليه يكون العجز

ب- نسبة القروض / اجمالي مصادر التمويل ٣٠,٤% يخص شركات الفنادق الاربع
محل الدراسة كالاتي :

٦٧,١%	الشركة المصرية للسياحة والفنادق
١٩,٢%	شركة فنادق مصر الكبرى
١٣,١%	شركة الفنادق المصرية
٠,٦%	شركة مصر للفنادق

وباستخدام المؤشرات الثلاث التي اشار اليها الباحث لقياس متانة وكفاءة الهيكل التمويلي كانت نتائج التحليل ، حتى عام ١٩٩٣/٩٢ كالتالي :

١- نسبة الاموال المقترضة. / الاموال المستثمرة في شركات القطاع الفندقى خلال الفترة ٨٧/٨٦ حتى ١٩٩٣ / ٩٢

شركة مصر للفنادق	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (ايجوث)	شركة الفنادق المصرية	شركة فنادق مصر الكبرى	البيان السنوات
٤,٤	٢٤,٢	٢٤,١	٤٦,٥	٨٧/٨٦
٣,١	٢١,٣	٢٧,٤	٤٧,٧	٨٨/٨٧
٢,٦	٢٧,٧	١٦,٦	٥١,٥	٨٩/٨٨
٢,٨	٣٥,٦	٢٩	٤٣	٩٠/٨٩
١,٦	٣٠,١	٢٨,٢	٦٢,٥	٩١/٩٠
١,٤	٢٩,٣	٢٦,٣	٥٨,٦	٩٢/٩١
١,١	٢٦,٢	٢٥,٢	٥٥,٢	٩٣/٩٢

* حيث تشمل الاموال المقترضة على (القروض طويلة لاجل + القصيرة الاجل + البنوك الدائنة)

ومن الجدول السابق يلاحظ الباحث أن :

١- شركات فنادق القطاع العام للأعمال تعتمد بدرجة كبيرة على الاموال المقترضة في تمويل عملياتها ، الامر الذي يضعف من متانة هيكل التمويل ، حيث تتحمل الشركة تكلفة هذه الاموال مما يؤثر على ربحية هذه الشركات ويضعف من فعالية التمويل .

ولعل في هذا المجال يتضح لنا أن شركة فنادق مصر الكبرى تأتي في المرتبة الأولى بين شركات قطاع الفنادق ، في حين تأتي شركة مصر للفنادق في المرتبة الاخيريه حيث أن نسبة

اعتمادها على الاموال المقرضة ضئيلة بالقياس بباقي الشركات ، وعلى يمكن ترتيب الشركات الاربع محل الدراسة وذلك وفقاً للاعتماد على نسبة الاموال المقرضة الى الاموال المستثمرة كالاتي :

أ- شركة فنادق مصر الكبرى

ب- الشركة المصرية للسياحة والفنادق (ايجوث)

ج- شركة الفنادق المصرية

د- شركة مصر للفنادق

٢- لإبراز مدى اعتماد هذه الشركات على الديون في تمويل عملياتها قام الباحث باستخراج نسبة الديون / الاموال المستثمرة حيث تشمل الديون على (القروض طويلة الاجل + قصيرة لاجل + الدائون) دون البنوك الدائنة (السحب على المكشوف) وذلك من خلال الجدول الآتي:

٢- نسبة الديون / الاموال المستثمرة لشركات القطاع الفندقى عن الفترة ٨٦/٨٧ حتى ٩٢/٩٣

السنوات	البيان	شركة فنادق مصر الكبرى	شركة الفنادق المصرية	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (ايجوث)	شركة مصر للفنادق
٨٧/٨٦	٦٢,٦	٤١,١	٤٦,٦	٣١,٤	
٨٨/٨٧	٦٣,٣	٣٥,٢	٤٧,٤	٣٣,٢	
٨٩/٨٨	٦٥,٨	٢٦,٧	٥١,٢	٣٣,٣	
٩٠/٨٩	٧٣,٨	٤٨,٠٠	٥٢,٨	٢٩,٨	
٩١/٩٠	٧٤,٠٠	٥١,٩	٥١,٣	٢٨,٧	
٩٢/٩١	٧٥,٦	٤٩,٢	٥٠,٧	٢٧,٢	
٩٣/٩٢	٧٥,٨	٤٨,٣	٤٩,٣	٢٦,٥	

حيث يؤكد هذا التحليل الظاهر بالجدول السابق السابق أن الشركات الأربع تعتمد اعتماداً كبيراً في تمويل عملياتها على الديون التي تشمل على القروض طويلة الاجل والقصيرة الاجل والدائون ، حيث ارتفعت النسبة ارتفاعاً كبيراً نتيجة اضافة بند الدائون بدلاً من البنوك الدائنة (السحب على المكشوف) ، وذلك ما يؤكد أن بند الدائون يشير الى اعتماد الشركات على هذا البند بنسبة كبيرة : وهذه النسبة يطلق عليها نسب السيولة في الاجل الطويلة ، حيث تقوم بقياس مدى قدرة هذه الشركات على سداد اجمالي الديون المستحقة عليها سواء كانت طويلة الاجل أو قصيرة الاجل ، وكلما إنخفضت هذه النسبة كلما كان ذلك دليلاً على أن الشركة أكثر قدرة على

سداد المستحق عليها من ديون والجدول الآتي يوضح لنا نسبة اجمالي الدائنين التي اجمالي الاموال المستثمرة .

٣- نسبة اجمالي الدائنين / اجمالي الاموال المستثمرة لشركات الفنادق خلال الفترة من ٨٧/٨٦ حتى ١٩٩٣/٩٢ .

البيانات	شركة فنادق مصر الكبرى	شركة الفنادق المصرية	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (إيجوث)	شركة مصر للفنادق
٨٧/٨٦	٠,٤٢	٠,٥٤	٠,٥٣	٠,٤٨
٨٨/٨٧	٠,٦٥	٠,٣٧	٠,٥٧	٠,٤٩
٨٩/٨٨	٠,٨٦	٠,٣٣	٠,٦١	٠,٥٢
٩٠/٨٩	٠,٧٦	٠,٥٥	٠,٦٢	٠,٥٥
٩١/٩٠	٠,٧٦	٠,٦٠	٠,٦٠	٠,٥٥
٩٢/٩١	٠,٥٢	٠,٦٢	٠,٥٨	٠,٤٣
٩٣/٩٢	٠,٥٥	٠,٦٢	٠,٤٩	٠,٣٧

ونلاحظ أن شركة مصر للفنادق هي أكثر الشركات قدرة على سداد ما يستحق عليها من ديون ، وأنها تعتمد على الدائنين في تمويل عملياتها ، أما شركة فنادق مصر الكبرى فتعتبر أقل الشركات قدرة على سداد المستحق عليها ، وشركة الفنادق المصرية تعتبر من أكثرها قدرة على سداد ما يستحق عليها ، وكذلك تعتمد على الدائنين في تمويل عملياتها .

وزيادة في التحليل والدراسة وإبراز مدى اعتماد الشركات على قاعدة الملكية في تمويل عملياتها فإن الجدول التالي يبرز نسبة قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة .

٤- نسبة قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة لشركات الفنادق عن الفترة من ٨٧/٨٦ الى

١٩٩٣/٩٢

شركة مصر للفنادق	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (ايجوث)	شركة الفنادق المصرية	شركة فنادق مصر الكبرى	البيان السنوات
٦٨,٦	٥٣,٤	٧٤,٢	٥٢	٨٧/٨٦
٦٦,٨	٥٢,٦	٧٦,٢	٤٩,٩	٨٨/٨٧
٦٦,٧	٤٨,٨	٨٢,١	٤٤,٨	٨٩/٨٨
٧٠,٢	٤٧,٢	٦٢,٠٠	٣٢,١	٩٠/٨٩
٧١,٣	٤٨,٧	٥٣,٥	٣٢,٩	٩١/٩٠
٧١,٦	٤٩,١	٤٩,١	٣٢,٨	٩٢/٩١
٧١,٩	٥٠,٢	٤٨,٢	٣٣,٠٠	٩٣/٩٢

ولعل الجداول الاتيه تبرز لنا مدى تأثير فعالية هيكل التمويل على الربحيه والسيوله والكفاءة لهذه الشركات على التوالي حيث يعتمد عليها في اتخاذ قرارات الخصخصة لهذه الشركات.

٥- نسبة صافي الربح / اجمالي الاموال المستثمرة في شركات الفنادق خلال الفترة من

٨٧/٨٦ حتى ٩٣/٩٢

شركة مصر للفنادق	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (ايجوث)	شركة الفنادق المصرية	شركة فنادق مصر الكبرى	البيان السنوات
١٦,١	١,٩١	(٥,٠٢)	(١,٣١)	٨٧/٨٦
٢١,٠٧	٦,٣٢	(٤,٦٨)	(٠,٥٧)	٨٨/٨٧
٢٠,٠٧	٨,١	٣,٠١	٠,٩٥	٨٩/٨٨
٢٠,٤٣	١٢,٦٤	(٢,٤٧)	١,٤٩	٩٠/٨٩
١٥,٠٩	٧,٢٦	٢,٢٧	٠,٦٥	٩١/٩٠
٢٤,١٩	١٨,١٦	١٠,٨١	٠,١٩	٩٢/٩١
١٨,٠٦	١١,٤٧	٩,٤٧	٠,٠٠١	٩٣/٩٢

التعليق على الجدول :

- ١- يتضح أن شركة مصر للفنادق تحقق أعلى معدلات للربح خلال الفترة محل الدراسة حيث تراوحت ما بين ١٦,١% ، ٢٤,١٩% .
- ٢- أن شركة فنادق مصر الكبرى تحقق معدلات للربح متدنية للغاية ، ولعل ذلك ربما يرجع إلى اعتمادها على القروض في تمويل عملياتها ، الامر الذي يوضح حاجاتها لاجراء تعديل في هيكلها التمويلي .
- ٣- والشركة المصرية للسياحة والفنادق (إيجوث) تحقق معدلات للربح متواضعة فيما عدا عام ١٩٩٢/٩١ حيث بلغت ١٨,١٦% ثم انخفضت في عام ١٩٩٣، ١٩٩٢ إلى ١١,٤٧% .
- ٤- شركة الفنادق المصرية تحقق في الفترة الاخيرة معدلات للربح متواضعة فيما عدا عام ١٩٩١/٩٠ حيث حققت ٢,٢٧% وذلك بعد أن كانت نتائجها في الفترة الاولى خسائر .

ومجمل القول أن هناك تأثير كبير لهيكل التمويل في مختلف الشركات على صافي الربح ، نتيجة لعدم التوازن لهذا الهيكل في هذه الشركات فيما عدا شركة مصر للفنادق .

نسبة التداول في الاجل القصير في شركات الفنادق خلال الفترة من ٨٧/٨٦ حتى ٩٣/٩٢

السنوات	شركة فنادق مصر الكبرى	شركة الفنادق المصرية	الشركة المصرية للسياحة والفنادق (إيجوث)	شركة مصر للفنادق
٨٧/٨٦	٠,٤٤١	١,٤٩٩	٠,٨٠	٠,٧٨٢
٨٨/٨٧	٠,٣٥٤	١,٤٩	٠,٦٦٩	٠,٨٨٥
٨٩/٨٨	٠,٥١٨	٠,٩٩	٠,٧٥١	٠,٨٠٧
٩٠/٨٩	٠,٦٥١	٠,٨٦٦	٠,٦٣٦	٠,٥٦
٩١/٩٠	٠,٨٠٨	٠,٧١٣	٠,٤٨٧	٠,٣٦٩
٩٢/٩١	١,٩٦	١,١٩	٠,٧٩	٠,٥١
٩٣/٩٢	٠,٦٠	١,٠١	١,٢١	٠,٦٩

وهكذا نلاحظ من الجدول السابق أن جميع الشركات الفندقية الأربع تعاني معاناه شديدة من الانخفاض في نسب السيولة في الاجل القصير خلال معظم سنوات الدراسة حيث تقل جميع النسب بقدر كبير عن النسب المتعارف عليها وهي نسبة ٢ : ١ ، إلا انه يمكن القول ان شركة الفنادق المصرية تعتبر أفضل الشركات الاربع من حيث نسب السيولة في الاجل القصير حيث تقترب اغلب النسب فيها من ١ : ١ . واسوأ هذه الشركات هي شركة فنادق مصر الكبرى

وكذلك شركة مصر للفنادق حيث لا توجد فيها نسبة تزيد عن الواحد صحصح ، الامر الذي يؤكد لنا وللمشترين لهذه الشركات أو فنادقها كنوع من الافصاح في المعلومات أنها تعاني بوضوح من القصور في هياكلها التمويلية وعدم توازنها وفاعليتها مما له الاثر الكبير ويعتبر السبب الرئيسي لانخفاض معدلات الربحية الخاصة بها .

لذلك فمن الامة بمكان العمل على تحسين الهياكل التمويلية لهذه الشركات قبل طرحها للبيع ، أو بعد طرحها ، حيث أن ذلك سيؤدي الى زيادة قدرتها على تحقيق الارباح في المستقبل . لذلك قام الباحث باستخدام النسب المركبة المشار اليها للوقوف على متانة وكفاءة الهيكل التمويلي بالتطبيق على بيانات شركة واحدة فقط هي شركة مصر للفنادق وذلك على سبيل المثال وليس الحصر حيث كانت نتج التحليل كما في الجدول التالي :

نتائج التحليل بالنسب المركبة

السنة	٨٧/٨٦	٨٨/٨٧	٨٩/٨٨	٩٠/٨٩	٩١/٩٠	٩٢/٩١	٩٣/٩٢
النسبة							
١- أثر زيادة الديون على المبيعات	٪٢٧,٣	٪٤٠	٪٣٠	٪٢٧,٣	٪١٤	٪١٤	٪١٣
٢- أثر نمو المبيعات على زيادة الديون	٪٨,٨	٪١٤,٥	٪١٣	٪١٢,٧	٪٧,٦	٪٨	٪٦,٨
٣- قياس كفاءة استخدام الاموال المستثمرة في الاصول	٪٧	٪١١	٪١١,٣	٪١٢	٪١٠	٪١٠	٪١١
٤- اثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	٪٢٤	٪٣٧	٪٣٤	٪٣٢	٪٢١	٪٢٠	٪١٩
٥- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	١,١١٤	١,٢٢٤	١,٣٧٥	١,٥٤	١,٦٧٤	١,٦٨٥	١,٦٩٤
٦- نسبة استخدام المصادر المالية	٪١٨	٪٢٦	٪٢١,٦	٪١٩,٣	٪١١,١	١٢,٢	٪١٠,٥
٧- زيادة الخصوم عن حد الامان	٪١٩	٪٣١,١	٪٢١	٪١٤	٪٣٩	٪٣٩,٥	٪٤١,٥
٨- اثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية	٪١٢	٪١٤	٪١٠	٪٨,١	٪٤,٣	٪٤,١	٪٣,٩
٩- اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار	٪٢,٩	٪٤,٦	٪٤,٢	٪٣,٢	٪٢,١	٪١,٩	٪٢
١٠- دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية	١,١٧٦	٠,٩٣	٠,٨٦	٠,٧٦	٠,٦٤٠	٠,٥٨	٠,٥٢

يتضح لنا من الجدول السابق أن :

١- الشركة تعتمد على الديون في تمويل عملياتها حيث تتراوح نسبة اثر الديون على المبيعات بين ١٤٪ في عام ٩١/٩٠ ، ٤٠٪ عام ٨٨/٨٧ مقابل ارتفاع نسبة توازن عناصر هيكل التمويل والذي يتراوح ما بين ١,٦٧٤ عام ٩١/٩٠ ، مقابل ١,٢٢٤ عام ٨٨/٨٧ مما كان له الاثر الكبير على معدل العائد على الاستثمار حيث إنخفض انخفاضاً شديداً عام ٩١/٩٠ ليصل الى ٢,١٪ مقابل ٤,٦٪ عام ٨٨/٨٧ .

٢- أن هناك اتجاه الى انخفاض أثر نمو المبيعات على زيادة الديون حيث إنخفضت هذه النسبة من ١٤,٥٪ عام ٨٨/٨٧ الى ٧,٦٪ عام ٩١/٩٠ أي بنسبة النصف تقريباً .

٣- زيادة كفاءة استخدام الاموال المستمرة حتى وصلت في عام ٩٠/٨٩ الى ١٢٪ ثم عادت في الانخفاض عام ٩١/٩٠ لتصل الى ١٠٪ .

٤- زيادة أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على البدلية والربح خاصة في عام ٨٨/٨٧ لتصل الى ٣٧٪ ثم عادت في الانخفاض التدريجي لتصل في عام ٩١/٩٠ الى ٢١٪ .

٥- أن الشركة تبتعد عن حد الامان من استخدام الخصوم حيث أن نسبة الخصوم عن حد الامان زيادة كبيرة في عام في عام ٩١/٩٠ حيث وصلت الى ٣٩٪ بعد أن وصلت عام ٩٠/٨٩ الى ١٤٪ الامر الذي يؤدي الى زيادة تعرضها للمخاطر ولعل ذلك ما يؤكد نسبة أثر صافي الربح على زيادة المخاطر حيث انخفضت هذه النسبة الى ٤,٣٪ عام ٩١/٩٠ .

وبشكل عام نجد أن أفضل السنوات هي سنة ١٩٩١/٩٠ حيث انخفضت كافة النسب انخفاض ملحوظاً مقابل الارتفاع في نسبة توازن عناصر هيكل التمويل ، ونسبة زيادة الخصوم عن حد الامان وهذا يؤكد ما سبق من أن هذه الشركة محل البحث والدراسة تتسم بالاتي :

- ١- لديها قدرة على سداد ما يستحق عليها من ديون .
- ٢- تعتمد على الدائنين في تمويل عملياتها .
- ٣- أنها تحقق اعلى معدلات للربح .
- ٤- أنها تتمتع بقاعدة ملكية قوية وفعالة حيث ارتفعت نسبة قاعدة الملكية /الاموال المستثمرة على مر سنوات الدراسة بعكس باقي الشركات التي اتجهت فيها هذه النسبة الى الانخفاض من عام ٨٧/٨٦ حتى عام ١٩٩٣/٩٢ .

٥- أنها تعاني شأنها شأن باقي الشركات الأربع من الخلل في هيكلها التمويلي رغم أن نسبة توازن عناصر الهيكل التمويلي أخذته في الارتفاع إلا أن اعتمادها على الدائنين في تمويل عملياتها يؤثر في توازن هذا الهيكل ويعرضها للمخاطر المالية .
الأمر الذي يستلزم إستخدام بعض النسب التي تبرز بوضوح مدى فعالية هيكل التمويل والتي تتمثل في الآتي (٢٠):

١- دليل العسر المالي :

$$3,877 + 1,0736 \times \text{نسبة التداول} + 0,0579 \times \text{نسبة المديونية}$$

٢- دليل قياس فعالية هيكل التمويل كمصدر

$$[1 \times \text{نسبة التداول} + 0,1 \times \text{معدل دوران المخزون} + 0,5 \times \text{معدل دوران الاصول}]$$

$$- [3 \times \text{نسبة المديونية} + 10 \times \text{معدل ربحية الجنية المبيعات}]$$

٣- دليل حساية تدهور مرونة هيكل التمويل

$$[3,5 \times \text{نسبة التداول} + 1,7 \times \text{معدل ربحية الجنيه مبيعات}] - [7,1 \times \text{نسبة المديونية}] +$$

$$0,3 \times \text{معدل دوران المخزون} + 1,9 \times \text{نسبة السيولة}$$

حيث كانت النتائج كالتالي :

البيان	٨٧/٨٦	٨٨/٨٧	٨٩/٨٨	٩٠/٨٩	٩١/٩٠
١- دليل العسر المالي	٥,٢٤٨٠	٥,٣٤٨٢	٥,١٣٣٢	٥,٠٥٦٢	٤,٧١٤٦
٢- دليل قياس فعالية هيكل التمويل كمصدر للاموال	(٤,٤٥)	(٤,٦٩٨)	(٤,٩٧٢)	(٤,٩٨٠)	(٤,٢١٦)
٣- دليل حساسية تدهور مرونة هيكل التمويل	٣,٨٣	٣,٩٧	٣,١	٢,٩٨	١,٥٨
	متوسط الفعالية	متوسط	متوسط	غير فعال	غير فعال

وبمقارنة هذه النتائج يمكن ان يتم تصنيف هيكل التمويل ودرجة فعالية وفقاً لكل مؤشر من هذه المؤشرات في ضوء المعايير بالجدول الاتي والتي تبين نمط هيكل التمويل وفقاً لقيمة كل مؤشر مالي *

نمط هيكل التمويل وفقاً لقيمة كل مؤشر مالي			المؤشر المالي
أقل من ١	أقل من ٢-١	٢ فأكبر	١- دليل العسر المالي
أقل من ٠,٩	أقل من ٢ - ٠,٩	٢ فأكبر	٢- دليل قياس مقارنة هيكل التمويل كمصدر للأموال
أقل من ٣	أقل من ٤-٣	٤ فأكبر	٣- دليل حساسية تدهور مرونة هيكل التمويل

حيث يتضح أن :

١- أن الهيكل التمويلي فعال في كل السنوات محل الدراسة من حيث مؤشر العسر المالي الا انه يمكن القول أن هذه الفعالية في انخفاض مستمر يجب أن تنتبه له إدارة الشركة .

٢- أن الهيكل التمويلي غير فعال على الاطلاق بالنسبة لمؤشر قياس فعالية هيكل التمويل كمصدر للأموال بخلاف هيكل رأس المال .

حيث أن المؤشر بالسالب ولعل ذلك ما يؤكد ان الشركة تقوم بتمويل عملياتها عن طريق الدائنين ، كما يؤكد أن هناك تدهور في مصادر التمويل الذاتية كما يظهر من مؤشر دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية والذي بلغ في عام ١٩٨٧/٨٦ ١,١٧٦ ٪ الى أن بلغ في عام ٩١/٩٠ نسبة ٦٤ ٪ .

٣- أن الهيكل التمويلي كان فعالاً في عام ٨٧/٨٦ فقط ثم بدأت هذه الفعالية تتدهور تدريجياً فأصبح متوسط الفعالية في عام ٨٨/٨٧ ، ٨٨ / ٨٩ ثم أخذت في التدهور والانخفاض ليكون في عامي ٩٠/٨٩ ، ٩١/٩٠ غير فعال حيث بلغ ٢,٩٨ ، ١,٥٨ على التوالي الامر الذي يؤكد أنه هيكل تمويل لا يتسم بالمرونة وهذا ما يؤكد زيادة اعتماد الشركة خلال سنوات الدراسة على الديون في تمويل عمليات مع إنحسار فعالية مصادر التمويل الذاتية خاصة في الاعوام ٨٧/٨٦ ، ٨٨/٨٧ حيث قامت الشركة بزيادة رأسمالها بنسبة ٥٠ ٪ في عام ٨٩/٨٨ .

التحليل الإحصائي للنسب والمؤشرات المالية المحاسبية :

وبالإضافة إلى ما تقدم لتحليل النسب والمؤشرات المحاسبية فإن المحلل للهيكل التمويلي كخطوة على طريق تحديد قيمة المنشأة يحتاج الى استخدام تحليل علاقة الانحدار والارتباط البسيط للوقوف على مدى الارتباط أو عدم الارتباط فيما بين النسب والمؤشرات المالية المحاسبية الممثل للمتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع والذي يتمثل هنا في مجال الدراسة في ثلاث متغيرات هي :

١- الاموال المفترضه / الاموال المستثمرة . (Y1)

٢- الديون / الاموال المستثمرة . (Y2)

٣- قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة . (Y3)

وهكذا يسهل النصل فيما بين تلك المتغيرات المستقلة التي ترتبط بالمتغير التابع ارتباطاً إيجابياً معنوياً أو ارتباطاً عكسياً معنوياً أو غير معنوياً أو التي لا ترتبط به نهائياً .
ثم يقوم المحلل باستخدام اسلوب الانحدار المتعدد لتحديد تلك المتغيرات الأكثر تأثيرات الهيكل التمويلي وبالتالي في قدرتها على تحقيق الارباح في المستقبل سواء بيعت المنشأة أم لا حيث تم استخدام الحاسب الآلي لتحديد ما يلي :

١- مدى الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة كل على حدة (معامل الارتباط R).

٢- أهم المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً في المتغيرات التابعة مجتمعة (معادلة الانحدار)

مع بيان معامل التحديد R^2

تحليل التباين :

الخطأ المعياري SE

- قيمة Fc - مستوي المعنوية - بدرجة الثقة

%٩٥

٠,٥

- قيمة Tc

مع الكشف عن T الجدولية

مع الكشف عن F الجدولية

وذلك للوقوف على مدى معنوية الارتباط سواء إيجابياً أو عكسياً .

والجداول الأتية تبين نتائج التحليل .

٢	المتغيرات المستقلة	المتغيرات التابعة (Y)			
		X	الاموال المقترضة / الاموال المستثمرة Y1	الديون / الاموال للمستثمرة Y2	قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة Y3
١	اثر زيادة الديون على المبيعات	X1	٠,٧٣٩ ايجابي غير معنوي	٠,٩١٥ ايجابي معنوي	٠,٩١٥ عكسي معنوي
٢	اثر نمو المبيعات على زيادة الديون	X2	—	٠,٨٢٥ ايجابي معنوي	٠,٨١٧ عكسي معنوي
٣	قياس كفاءة الاموال المستثمرة في الأصول	X3	—	—	—
٤	اثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	X4	٠,٥١٧ ايجابي غير معنوي	٠,٨٦٣ عكسي معنوي	٠,٨٣٥ عكسي معنوي
٥	نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	X5	٠,٩٣٧ عكسي معنوي	٠,٨٣٦ عكسي معنوي	٠,٨٣٥ ايجابي معنوي
٦	مرونة استخدام المصادر المالية	X6	٠,٦٨٨ ايجابي غير معنوي	٠,٩١٧ ايجابي معنوي	٠,٩٢٣ عكسي معنوي
٧	زيادة الخصوم عن حد الامان	X7	٠,٧٨١ عكسي غير معنوي	٠,٦٣٢ عكسي غير معنوي	٠,٥٦٥ ايجابي غير معنوي
٨	اثر صفائي الربح على زيادة معدل العائد على الاستثمار	X8	٠,٨٦٩ ايجابي معنوي	٠,٩١٠ ايجابي معنوي	٠,٩٠٩ عكسي معنوي
٩	اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار	X9	٠,٥٨ ايجابي غير معنوي	٠,٩٣٥ ايجابي معنوي	٠,٩٤٩ عكسي معنوي
١٠	دليل تدهور مصادر التمويل الذاتي	X10	٠,٩٨١ ايجابي معنوي	٠,٧٨٧ ايجابي معنوي	٠,٧٥١ عكسي غير معنوي

علاقة الإنحدار والأرتباط البسيط للمتغيرات المستقلة مع المتغيرات التابعة

معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

نسبة الاموال المقترضة / الاموال المستثمرة (Y1)

م	المتغيرات المستقلة	X	معامل الارتباط	نوعه
١	اثر زيادة الديون على المبيعات	X1	٠,٧٣٩	ايجابي غير معنوي
٢	اثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	X4	٠,٥١٧	ايجابي غير معنوي
٣	نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	X5	(٠,٩٣٧)	(عكسي معنوي)
٤	مرنة استخدام المصادر المالية	X6	٠,٦٨٨	ايجابي غير معنوي
٥	زيادة الخصوم عن حد الامان	X7	(٠,٧٨١)	(عكسي معنوي)
٦	اثر صفائي الربح على زيادة المخاطر المالية	X8	٠,٨٦٩	ايجابي معنوي
٧	اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار	X9	٠,٥٨٠	ايجابي غير معنوي
٨	دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية	X10	٠,٩٨١	ايجابي معنوي

معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

نسبة الديون / الاموال المستثمرة (Y2)

م	المتغيرات المستقلة	X	معامل الارتباط	نوعه
١	اثر زيادة الديون على المبيعات	X1	٠,٩١٥	ايجابي معنوي
٢	اثر نمو المبيعات على زيادة الديون	X2	٠,٨٢٥	ايجابي معنوي
٣	اثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	X4	٠,٨٦٣	ايجابي معنوي
٤	نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	X5	(٠,٨٣٦)	(عكسي معنوي)
٥	مرونة استخدام المصادر المالية	X6	٠,٩١٧	ايجابي معنوي
٦	زيادة الخصوم عن حد الامان	X7	(٠,٦٣٢)	(عكسي غير معنوي)
٧	اثر صفائي الربح على زيادة المخاطر المالية	X8	٠,٩١٠	ايجابي معنوي
٨	اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار	X9	٠,٩٣٥	ايجابي معنوي
٩	دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية	X10	٠,٧٨٧	ايجابي معنوي

معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة

والمتغير التابع قاعدة الملكية / الاموال المستثمرة (Y3)

م	المتغيرات المستقلة	X	معامل الارتباط	نوعه
١	أثر زيادة الديون على المبيعات	X1	(٠,٩١٥)	(عكسي معنوي)
٢	أثر نمو المبيعات على زيادة الديون	X2	(-٠,٨١٧)	(عكسي معنوي)
٣	أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	X4	(٠,٨٥٤)	(عكسي معنوي)
٤	نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	X5	٠,٨٣٦	ايجابي معنوي
٥	مرونة استخدام المصادر المالية	X6	(٠,٩٢٣)	(عكسي معنوي)
٦	زيادة الخصوم عن حد الامان	X7	٠,٥٦٥	ايجابي غير معنوي
٧	اثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية	X8	(٠,٩٠٩)	(عكسي معنوي)
٨	اثر الديون على معدل العائد على الاستثمار	X9	(٠,٩٤٩)	(عكسي معنوي)
٩	دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية	X10	(٠,٧٥١)	(عكسي غير معنوي)

المتغيرات المستقلة الأكثر تأثيراً في فعالية هيكل التمويل

باستخدام تحليل الإنحدار المتعدد

المتغير التابع	نوعه	معامل الارتباط	المتغيرات المستقلة
(Y1)	ايجابي معنوي	٠,٩٩١	١- أثر زيادة الديون على المبيعات X1 ٢- نسبه توازن هيكل التمويل X5 ٣- زيادة الخصوم عن حد الامان X7 ٤- أثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية X8 ٥- دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية X10
(Y2)	ايجابي معنوي	٠,٩٩٣	١- أثر زيادة الديون على المبيعات X1 ٢- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح X4 ٣- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل X5 ٤- أثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية X8 ٥- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار X9
Y3	ايجابي معنوي	٠,٩٩٩	١- أثر زيادة الديون على المبيعات X1 ٢- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح X4 ٣- مرونة استخدام المصادر المالية X6 ٤- أثر صافي الربح على زياده المخاطر المالية X8 ٥- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار X9

وهكذا نخلص الى أن المتغيرات الأكثر تأثيراً في فعالية هيكل التمويل تتمثل فيما يلي :

- ١- أثر زيادة الديون على المبيعات ذات تأثير إيجابي
- ٢- أثر الديون على معدل العائد على الاستثماري ذات تأثير إيجابي
- ٣- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والرح ذات تأثير إيجابي
- ٤- أثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية ذات تأثير إيجابي
- ٥- أثر توازن عناصر هيكل التمويل ذات تأثير سلبي (عكسي)

المبحث الثاني

دراسة وتحليل طرق تقدير قيمة المنشأة

إن الاختلال في الهيكل التمويلي يؤثر على قيمة المنشأة ، حيث أن قيمتها تتجه نحو الانخفاض في حالة ثبات التمويل بالديون (أي عن طريق التمويل الخارجي) والعكس صحيح وكذلك الحال بالنسبة للتكلفة المرجحة للأموال ، وفي هذا الشأن يقول البعض ^(٢١) " أن قيمة الشركة والتكلفة المرجحة للأموال يتجهان نحو الانخفاض مع ثبات التمويل عن طريق الديون كمصادر تمويل خارجية والعكس صحيح ، ولذلك يتجدد هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي عندها تقل التكلفة المرجحة للأموال إلى أدنى حد ، مع تعظيم القيمة السوقية للشركة ، ولا يتحقق ذلك إلا مع الاستخدام المتزايد للديون كمصادر مالية مع المحافظة على قيمة نسبة الديون لحق الملكية عند معدل ١ : ١ "

وليس ثمة شك في أن انخفاض تكلفة التمويل له انعكاس إيجابي على قيمة المنشأة وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية مع فرض بقاء العوامل الأخرى ثابتة وفي هذا الشأن يقول البعض ^(٢٢) ' أن تكلفة التمويل بالديون تكون أقل من تكلفة التمويل بالملكية ، الأمر الذي يعني أن المزيج التمويلي الذي يرتبط بدرجة أعلى من الديون ودرجة أقل من الملكية سوف ينتج عنه تكلفة تمويل منخفضة وسوف يكون هذا الانخفاض إيجابياً على قيمة المنشأة وعلى القيمة السوقية لأسهمها العادية ولكن تحت شروط هي :

١- الاستخدام الكفاء للديون .

٢- القدرة على توليد عائد من الاستثمار يكفي لسداد الالتزامات الثابتة للديون بالإضافة إلى بقاء قدرأ من الأرباح للتوزيع مما يرفع من القيمة السوقية لأسهم المنشأة وبالتالي تزيد قيمة المنشأة .

لذلك فإنه من الأمور الطبيعية والمنطقية عند القيام بطرح المنشأة للبيع أو طرح اسهم للبيع وذلك من أجل الاستمرار في السوق أن يقوم البائع أو المشتري بتحليل القوائم المالية للمنشأة في الخمس سنوات الأخيرة على الأقل ودراستها من أجل الوقوف على فعالية الهيكل التمويلي والمتغيرات الأكثر تأثيراً فيه كما سبق القول ،حتى يتم أخذها جميعاً في الاعتبار عند التخطيط لإنجاح هذه المنشأة ،حيث قد تكون في حاجة إلى إصلاح هيكل التمويل قبل عملية البيع ، بحيث لا يؤثر الخلل الموجود فيه على قيمة هذه المنشأة عند طرحها للبيع نتيجة زيادة المخاطر التي تتعرض لها هذه المنشأة وبعد التأكد من سلامة وفعالية الهيكل التمويلي ، يتم

القيام بتحديد قيمة المنشأة ، حيث يقصد بتقييم الأصول أو المنشآت العمل على إجراء دراسة فنية عملية بقصد تقدير القيمة التي يقبلها السوق لمنشأة معينة أو لأصل معين .

وجدير بالذكر أن التقييم الاقتصادي حيث يرى أحد الكتاب المتخصصين^(٢٣) أنه يتم على أساس تقدير القيمة الحقيقية للمنشأة على أساس القيمة الحالية للتوزيعات المتدفقة من المنشأة مع استخدام سعر الفائدة السائدة كعامل للخصم ، وبطبيعة الحال معامل الخصم يختلف مع اختلاف مستوى المخاطرة في نوع الصناعة من ناحية وحسب توازن مصادر الأموال واستخداماتها في الشركة (هيكل التمويل) موضوع التقييم وسلامة هيكلها المالي من ناحية أخرى ، ويؤكد هذا الكاتب أن قيمة الأصول والشركات تتوقف بشكل عام على المتغيرات الآتية :

١- سهولة تحويل الأصل أو الشركة إلى أصول نقدية مرة أخرى ، وهنا يكون سعر الفائدة أساسى في خصم القيمة المتوقعة للإيرادات التقديرية المتوقعة وذلك وصولاً إلى القيمة الحالية للأصل أو للشركة ، وبطبيعة الحال هناك سهولة لعمل ذلك بالنسبة للأصول المودعة في البنوك ، أما في حالة الشركة فمن الأهمية بمكان ترتيب هذه الشركات بحسب قبول سوق الأوراق المالية لأسهمها واعتبارها من الأوراق المالية من الدرجة الأولى أو غير ذلك مع زيادة يسيره عن هامش سعر الفائدة مقابل تكاليف تسييل وتداول الأوراق المالية .

٢- التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار في هذا الأصل أو الشركة خلال فترة مستقبلية محددة . ما يستلزم عمل دراسة جدوى لهذا النوع من الاستثمارات مع تحليل الحساسية لكل من الإيرادات والتكاليف ، والتحليل الاحتمالي لظروف عدم التأكد من حيث التفاؤل والتشاؤم المتوقع في سوق الأعمال بصفة عامة ، والوضع الضريبي المتوقع لهذه الاستثمارات .

٣- حاجة الأصل أو الشركة لاستثمارات إضافية في رأس المال العام أو لاستغلال الطاقة الانتاجية أو إدخال التطوير التكنولوجي وغير ذلك ، لذلك فإن قيمة الشركة أو الأصل تدخل كجزء أساسى في الاستثمار الكلى المطلوب من المشتري ، وبيان ما إذا كان البائع سيقوم بها أو سيقوم بها المشتري .

٤- معدل التضخم السائد يكون له الأثر الكبير على قيمة الأصل أو الشركة ، حيث تؤخذ في الاعتبار عند تقدير القيمة المتوقعة للمنافع المستقبلية الزيادة المتوقعة في القيمة الرأسمالية للأصول أو للأوراق المالية للشركات .

٥- العوامل القانونية أو السلوكية أو السياسية يكون لها تأثير على قيمة الشركة أو الأصول .

تعددت طرق تقدير قيمة المنشأة وتنوعت فمنها ما يعتمد على أسعار السوق ومنها ما يعتمد على التدفقات النقدية المخصومة وغيرها يهتم بالتقدير على أساس صافي ربح التشغيل .. وغير ذلك بخلاف تقدير القيمة على أساس التكلفة التاريخية أو الفعلية والتي لا تصلح بطبيعتها الحال في حالات بيع المنشآت ، الأمر الذي استوجب استعراض هذه الطرق المختلفة والنماذج المتباينة التي تتصل بعملية تقدير قيمة المنشأة لبيعها أو لتقدير قيمة السهم بها ولطرحه في سوق الأوراق المالية وذلك في عجالة فيما يلي :

- أولاً : طريقة أسعار السوق حيث تهتم بالأسعار السوقية السائدة للأوراق المالية وقت التقييم ، ولاستخدام هذه الطريقة من الضروري أن يتوافر ما يلي :
- ١- أن تكون مصادر الأموال بالمنشأة ممثلة في أسهم وسندات .
- ٢- وجود بورصة للأوراق المالية ويتم فيها تداول هذه الأوراق المالية بيعاً وشراء .
- ٣- أن يتصف السوق بصفة الكثافة حيث يشمل على عدداً كبيراً من الأسهم والسندات لعدد كبير من الشركات من الأنشطة الاقتصادية بالمجتمع .
- ٤- توافر الإفصاح الكامل من جانب الشركات عن الموقف المالي لها بتوفير المعلومات الكافية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية .

وهكذا يمكن تحقيق الاطمئنان إلى تقدير السوق للأوراق المالية ، حيث أسعارها تكون معبره عن حقيقة قيمتها . إلا أن ما تقدم من شروط قد يصعب تحقيق إحداها خاصة شرط توافر كافة المعلومات أو ما يطلق عليه بالإفصاح الكامل الأمر الذي يضعف من استخدام هذه الطريقة .

ثانياً : طريقة التدفقات النقدية الخصوم حيث تهتم بجانب الأصول في المنشأة ، وذلك بقياس قدرة هذه الأصول على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية خلال عمر المنشأة محل البيع ويؤكد ذلك ما يراه البعض^(٢٥) حيث يقول أن التقييم يكون منصّباً بصورة أساسيه على أصول الشركة وخاصة الثابتة منها حيث أن الشركة في حالة سدادها لالتزاماتها سيكون هذا السداد على أساس القيمة الدفترية ، وبالتالي لن تتغير قيمة الخصوم كثيراً عن القيمة الدفترية باستثناء بعض الحالات مثل مستحقات الجمارك التي لم تتم تسويتها نهائياً وكذلك الالتزامات الضريبية " .

هذا ويبنى تقدير قيمة المنشأة وفقاً لهذه الطريقة على أساس المحاور الآتية : -

- ١- التدفقات النقدية المتوقعة هي الأساس .
- ٢- معدل نمو المنشأة يؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة زيادة ونقصاناً .
- ٣- توقيت تحقيق هذه التدفقات النقدية المتوقعة يؤثر على قيمتها وذلك لاختلاف القوة الشرائية نتيجة لعامل التضخم .
- ٤- معدل الخصم لهذه التدفقات النقدية يعكس القوة الشرائية ودرجة المخاطرة .
- ٥- عمر المنشأة المتوقع أن تتحقق فيه هذه التدفقات النقدية المتوقعة يكون لها تأثير على حصيلة هذه التدفقات .

وجدير بالذكر أنه من الأهمية بمكان الفصل بين التدفقات الناتجة من التشغيل ، والتدفقات الناتجة من سياسات مالية أو استراتيجية ، حيث أننا في مجال البحث نهتم بتقدير قيمة المنشأة على أساس التشغيل بالطاقة الحالية المتاحة ، وكذلك من الأهمية بمكان الأخذ بمعدل النمو في التدفقات النقدية بدلاً من معدل النمو في المبيعات أو الأصول حيث يكون النمو في التدفقات أكثر تعبيراً عن نمو المنشأة .

ثالثاً : حيث تناول أحد الكتاب^(٢١) النموذج التالي لتحديد القيمة السوقية للمنشأة .

$$U = \frac{bE(t)}{K - g}$$

حيث أن U = القيمة السوقية للمنشأة

b = نسبة توزيع الأرباح

K = تكلفة رأس المال

g = معدل النمو المتوقع

E(t) = الأرباح المتدفقة في السنة المالية

وأن هذا النموذج يعاب عليه أنه يركز على معلومات محاسبية تتأثر بالسياسات المحاسبية المتبعة لاتخاذ القرار ، لذلك فإن أي تغيير في السياسة سيؤدي إلى التغيير في القيمة السوقية للمنشأة .

رابعاً : ويرى كاتب آخر^(٢٢) أنه في حالة ما إذا كانت المنشأة محل الدراسة والتحليل تعتمد على التمويل بالديون طويلة الأجل ذات الالتزامات الثابتة والمحددة مسبقاً ، يتم حساب قيمة المنشأة باستخدام النموذج التالي :

$$ق م = \frac{ص \times (1 - ض)}{ع} + \frac{ف \times ض}{ل}$$

حيث أن :

ق م	=	قيمة المنشأة
ص	=	صافي ربح التشغيل (الربح قبل الفوائد والضرائب)
ض	=	معدل الضريبة
ع	=	معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة
ف	=	قيمة الفوائد المدفوعة على القروض والسندات طويلة الأجل
ل	=	معدل الفائدة على القروض والسنوات طويلة الأجل

وهذا النموذج يعيبه أنه يعتمد على صافي ربح التشغيل ، بعد حساب الإهلاك رغم أنه لا يعتبر تدفقاً نقدياً بل هو قيد دفترى فقط وكذلك يجب أخذ الصافي بعد الضرائب حيث أنها تحميل عليه وليست توزيعاً له بالإضافة إلى أنه يهتم بتقدير قيمة المنشأة التي تعتمد على التمويل بالديون طويلة الأجل ذات الالتزامات الثابتة والمحددة مسبقاً ، حيث أنه يعتبر قيمة المنشأة تتكون من جزأين .

الأول : قيمة العائد المتوقع تحقيقه من استثمار الأموال المملوكة .

الثاني : قيمة العائد المتوقع توفيره والمدفوع للقروض والسندات طويلة الأجل .

والباحث يرى أن هذا النموذج يتفق مع الأسلوب الثاني في خامساً .

خامساً : أسلوب القيمة الحالية المعدلة^(٢٨) والذي يركز على التدفقات النقدية على أساس أنه يفصل بين نوعين منها :

الأول : التدفقات النقدية الناتجة من استثمار الأموال المملوكة .

الثاني : التدفقات النقدية الناتجة من استخدام الديون وتحقق وفرأ ضريبياً وفقاً لهذا الأسلوب تكون قيمة المنشأة عبارة عن :

القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تعود على الأموال المملوكة + القيمة الحالية للوفر الضريبي من استخدام أموال الغير .

وهنا نحتاج إلى معدلين للخصم هما العائد المطلوب على الأموال المملوكة ، معدل الفائدة

على القروض .

ويعاب على هذا الأسلوب أنه في الحياة العملية يصعب الفصل بين الأموال المستثمرة في المنشأة وكذلك يحتاج إلى عمل تنبؤات دقيقة مستقبلية عن مدفوعات الفوائد .

سادساً : حيث يرى أحد الكتاب وأنه كلما طال عمر المنشأة فإن القيمة الحالية تتضاعف بمرور الزمن ، لذلك فمن الأهمية بمكان التركيز على التدفقات النقدية لفترة واحدة قادمة ، وهذا ما اعتمد عليه نموذج معدل النمو غير المحدود لتقدير قيمة المنشأة حيث يأخذ في الاعتبار ما يلي :

- تقدير التدفقات النقدية المتوقعة لفترة واحدة قادمة .
- تقدير معدل النمو للمنشأة .
- تقدير معدل الخصم والذي يمثل تكلفة الأموال المرجحة .

وعليه تكون قيمة المنشأة عبارة عن :

القيمة الحالية للتدفقات النقدية لفترة واحدة مخصومة بمعدل تكلفة الأموال المرجحة - معدل النمو .

وهذا النموذج يعتبر أكثر النماذج قبولاً خاصة في المنشآت المستقرة من ناحية النمو ، ومن ناحية مصادر الأموال ، كما أنه يناسب المنشآت التي يكون معدل نموها صفرأ أو أقل ، ولكن شرطه الوحيد أن يكون معدل الخصم اكبر من معدل النمو وهذا الشرط غالباً ما يتحقق في حالة التوازن ، فمعدل الخصم يعكس معدل العائد الواجب تحقيقه وليس من المتوقع أن يزيد معدل النمو في المنشأة عن هذا المعدل . ولقد أعتبر هذا الكاتب أن هذا النموذج اكثر النماذج ملائمة ولكن بعد إدخال تعديلات ضرورية عليه حيث قام بتعديل هذا النموذج للوصول إلى قيمة المنشأة والتي تتمثل في قيمة صافي التدفقات المرجحة للأموال ، والتي بدورها تعكس درجة المخاطرة المنتظمة واختلافات هيكل التمويل . والقوة الشرائية للنقود مع مراعاة معدل النمو المتوقع في هذه التدفقات النقدية كما لو كانت المنشأة مستمرة .
وعليه فإن قيمة المنشأة يعبر عنها رياضياً كما يلي :

ت ش م ١

ق م ع صفر = -----

م خ - م ن

حيث أن :

ق م ع صفر = قيمة المنشأة في الوقت الحالي (الزمن = صفر)

ت ش م ١ = التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة للفترة القادمة

م خ = معدل الخصم والذي يمثل التكلفة المرجحة للأموال

م ن = معدل النمو في التدفقات النقدية

حيث أن صافي التدفق النقدي التشغيلي = المبيعات - (تكلفة البضاعة + المصروفات الإدارية

والبيعية + التغيير في رأس المال العامل التشغيلي + الضرائب)

ورأس المال العامل التشغيلي = الحسابات المدينة والمديون + المخزون السلعي والبضاعة

- الحسابات الدائنة والدائنون .

ولتطبيق هذا النموذج نحتاج الى مايلي :

١- حساب التدفق النقدي التشغيلي (صافي ربح التشغيل) لفترات زمنية سابقة حوالي ١٠ سنوات .

٢- حساب التغير في رأس المال العامل التشغيلي :

حيث يتم حساب هذا التغير عن طريق أخذ الفرق بين الأصول المتداولة التشغيلية

والخصوم المتداولة التشغيلية بين فترتين .

وعادة ما يكون هذا التغير موجباً ولذلك يعتبر تدفقاً نقدياً خارجاً لذلك فيطرح من صافي ربح

التشغيل ، وفي بعض الحالات قد يكون سالبا مما يعتبر زيادة لاعتماد المنشأة على التمويل

بالحسابات الدائنة لذلك يجمع على صافي ربح التشغيل ولكن بصورة مؤقتة لأنه لايد من رد

هذه الديون خلال فترة التشغيل العادية .

٣- تقدير معدل النمو في التدفقات النقدية باستخدام الوسط الهندسي حيث يعتبر معدل النمو أحد

العناصر الهامة التي يجب أخذها في الاعتبار في معادلة التقييم ، ولقد اعتبر الكاتب أن معدل

النمو الحقيقي في المنشأة يتمثل في الزيادة في التدفقات النقدية والتي تمكن المنشأة من زيادة

استثماراتها ومواجهة التزاماتها وليس مجرد الزيادة في الاستثمارات التي قد تكون دفترية أو

الزيادة في المبيعات والتي قد تقابل بزيادة أكبر في المصروفات كما يلاحظ في قوائم الدخل

لشركات قطاع الأعمال العام . ولكي يتم تقدير معدل النمو في التدفقات النقدية التشغيلية يمكن

إتباع الخطوات التالية :

أ- حساب نسبة التدفق التشغيلي / إيرادات التشغيل خلال فترة تاريخية (١٠ سنوات) سابقة

باعتباره سلسلة زمنية .

ب- استخدام الوسط الهندسي لتقدير المعدل التاريخي للزيادة أو النقص في التدفقات النقدية

التشغيلية .

معدل النمو = حاصل ضرب TT (١ + نسبة التدفق) س/١ - ١
حيث أن :

س/١، س = عدد السنوات المستخدمة

ج- استخدام تحليل الانحدار لفحص متوسط معدل النمو المقرر باستخدام الحاسب الآلي :
لو (نسبة التدفق النقدي) = ب س + خ

حيث أن

س = سنوات الدر اسه (السلسلة الزمنية)

ب = معدل النمو وهي في نفس الوقت ميل الخط

خ = الخطأ المعياري

٤- تقدير التدفقات النقدية المتوقعة لفترة قادمة واحدة مقبلة ، وذلك عن طريق التنبؤ بكل
عنصر من عناصر هذا التدفق على حده وذلك باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والانحدار .
٥- تقدير معدل الخصم الواجب استخدامه لتقدير قيمة المنشأة يجب أن يعكس التكلفة المرجحة
للأموال المستخدمة في المنشأة والتي ساهمت في تحقيق التدفقات النقدية ولتقدير هذه التكلفة
فمن الضروري أن يتم :

أ- تقدير معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة وذلك باستخدام بيئتا المحاسبية

ب - حساب معدل الفوائد على القروض

ج- تقدير الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر الأموال بالمنتشأة

المبحث الثالث

النموذج المقترح لتقدير قيمة المنشأة

افتراضات النموذج :

- ١- الهدف تقدير قيمة المنشأة في حالة الاستمرار
- ٢- منشآت قطاع الأعمال العام تتم بالاستقرار ، ولذلك تكون الدراسة على أساس بيانات تاريخية كسلسلة زمنية طويلة (١٠ سنوات) للارتكاز عليها للتقدير والتنبؤ لفترة مستقبلية طويلة (١٠ سنوات) .
- ٣- متغيرات النموذج موضوعه على أساس المحافظة على الطاقة الانتاجية وهي التي ترتبط بأرباح التشغيل والتدفقات النقدية التشغيلية ، ولذلك يبعد عن التدفقات التي تنتج من سياسات أو قرارات استراتيجية استثمارية أو تمويلية ، حيث أنها تتغير من فترة لآخرى .
- ٤- أن المستثمر الذي يقبل على شراء المنشأة يهتم في المقام الأول بنسبة توزيع الأرباح المتوقع الحصول عليها من استثمار المبلغ الذي سوف يدفعه كقيمة لهذه المنشأة .
- ٥- يؤخذ أثر الضرائب على كلا من التدفق النقدي ومعدل التكلفة المرجحة للأموال (معدل الخصم) .

ووفقاً للنموذج المقترح فإن قيمة المنشأة يعبر عنها رياضياً كالاتي :

$$ت ح \times ص$$

$$ق م = \text{-----}$$

$$م ج - ف$$

حيث أن :

$$ق م = \text{قيمة المنشأة}$$

$$ت ح = \text{نسبة توزيع الأرباح المتوقعه}$$

$$ص = \text{صافي ارباح التشغيل المتوقعه (قبل الضرائب) } \pm \text{ صافي التغير في رأس}$$

المال العامل التشغيلي .

$$م ج = \text{معدل تكلفة الاموال المرجحة}$$

$$ف = \text{معدل نمو المنشأة}$$

ركائز النموذج :

- ١- أن قيمة المنشأة تعتمد في تقديرها على ما هو متوقع أن قدرة المشتري أو المساهمين من ارباح موزعة .
 - ٢- أن القيمة الحالية لأرباح التشغيل المتوقعه يتم تقديرها عن طريق معدل خصم يعبر عن تكلفة الأموال التي ساهمت في تحقيقها .
 - ٣- أنه من الأهمية الاخذ بمعدل للنمو يتمثل في متوسط معدل النمو لكل من (المبيعات ، الاصول ، الارباح التشغيلية ، التدفقات النقدية التشغيلية) لضمان أن يعكس هذا المعدل قدرة المنشأة الحقيقية في المستقبل .
- فعلى سبيل المثال بفرض أن منشأة ما كانت نسبة توزيع الارباح المتوقعه ٢٠% و ارباح التشغيل المتدفقة قبل الضرائب مبلغ ١٠,٠٠٠ مليون جنيه ، معدل تكلفة الأموال ١٦% ، معدل النمو للمنشأة ١١% .

فإن قيمة هذه المنشأة تكون

$$10000000 \times 20\%$$

$$16\% - 11\%$$

$$2000000$$

$$5\%$$

$$= 40 \text{ مليون جنيه}$$

متطلبات استخدام النموذج :

- ١- تقدير معدل النمو للمنشأة وذلك باستخدام توزيع بيتا الاحتمالي Beta Distribution للوصول لمتوسط معدل النمو لكل من النمو في المبيعات ، النمو في الاصول ، النمو في ارباح التشغيل ، النمو في التدفقات النقدية التشغيلية ، حيث يعطى هذا التوزيع وزناً ترجيحياً للقيمة الاكثر احتمالاً تعادل ضعف الوزن النسبي لمتوسط القيم المتطرفة وبذلك يكون معدل النمو للمنشأة ممثلاً لمعدلات النمو المختلفة .

٢- تقدير معدل التكلفة المرجحة للأموال والذي يعبر عن الحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه ، ويمكن الحصول عليه باستخدام بيثا المحاسبية ، مع استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو العوامل المتعددة لتقرير معدل الفائدة المطلوب على الأموال المملوكة ، مع مراعاة أثر التضخم .

٣- تقدير صافي أرباح التشغيل المتوقعه لفترة مستقبلية باستخدام أسلوب تحليل الانحدار أو أسلوب السلاسل الزمنية ، ويمكن زيادة في دقة التنبؤ استخدام الأسلوبين معاً .

٤- تقدير نسبة توزيع الأرباح المتوقعه لفترة مستقبلية باستخدام أسلوب تحليل الانحدار أو السلاسل الزمنية أو الأسلوبين معاً .

وبعد ذلك يتم تجزئة المنشأة بين الديون وحقوق الملكية في المنشأة للوصول إلى القيمة الذاتية لاسمها .

والباحث يتفق مع أحد الكتاب^(٣٠) الذي يرى أن قيمة حقوق الملكية المقدرة إذا نقصت عن القيمة الدفترية فإن ذلك يعتبر مؤشراً لوجود تكلفة وكالة في المنشأة نتيجة سوء الاستغلال أو سوء أداء الإدارة للأموال المملوكة ، وكذلك يعبر عن احتمالات الإفلاس وتكلفة الإفلاس العالية لدى المنشأة رغم أن القانون في مصر لا يسمح بالإفلاس لمنشآت قطاع الأعمال العام.

نتائج البحث والتوصيات

يخلص الباحث الى أنه من الأهمية بمكان تحليل ودراسة الهيكل التمويلي للمنشأة المعروضه للبيع أو المراد توسيع قاعدة ملكيتها بطرح أسهمها في سوق الأوراق المالية وذلك بهدف الوقوف على نقاط القوة والضعف ، وفعالية الهيكل التمويلي ، ومدى حاجة هذه المنشأة لاعادة الهيكلة وتحسين إدارتها وذلك من خلال الوقوف على تلك المتغيرات أو العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي وبالتالي يصل تأثيرها على قيمة المنشأة وأسهمها في السوق ، وذلك باعتبار أن المنشأة مستمرة وليست في حالة تصفية ، حيث أنه كلما كانت المنشأة تتمتع بدرجة عالية من التوازن المالي فأنها تحقق عائداً على الأموال المستثمرة في الاصول يزيد عن الفائدة على القروض مما يبعدها عن التعرض للفشل أو الإفلاس المالي . حيث أن هذه المتغيرات منها ما يتصل بعمليات التشغيل وتؤثر زيادة ونقصاناً في المخاطر الناتجة من التشغيل ، ومنها ما يتصل بتوفير الأموال وتؤثر على هيكل ونمط التمويل بالمنشأة وينتج عنها مخاطر تمويلية تؤثر على صافي الربح والسيولة ، ومنها ما يتصل بتحديد قيمة المنشأة وتؤثر على قرارات الاستثمار . الامر الذي يستلزم التحليل والدراسة للوقوف على الحالة المالية للمنشأة ، حيث أن قيمة المنشأة تمثل مردود كفاءه وفعاليه الاداره في اتخاذ قراراتها التشغيليه والاستراتيجيه وذلك من خلالا دراسته وتحليل النسب الماليه والمؤشرات المحاسبية للوقتف على مدى التوازن المالي للمنشأة المعروضه للبيع أو التي ستطرح اسهمها في السوق وتحديد اهم المتغيرات التي تؤثر في هيكل التمويل بها وبالتالي على ارباح التشغيل وقدرتها على تحقيقها .

حيث قام الباحث بالدراسة التطبيقية على أربع شركات تتبع قطاع من القطاعات التي تمثل دعامة من دعامات الاقتصاد القومي وهو قطاع الفنادق ، حيث تبين أن لها في مجموعها عجز تمويل بلغ حوالي ٢٧,١ مليون جنية عام ٩٢/٩١ مقابل فائض تمويلي حوالي ١١,٠ مليون جنية في العام السابق ، ثم اعتمد الباحث على مؤشرات ثلاث لقياس متانة وكفاءة الهيكل التمويلي لهذه الشركات :

- ١- مؤشر بدرجة الأموال المقرضة / الأموال المستثمرة ، حيث تبين أن هذه الشركات تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقرضة في تمويل عملياتها مما يضعف من متانة هيكل التمويل .
- ٢- مؤشر نسبة الديون / الأموال المستثمرة حيث تبين أن هذه الشركات تعتمد اعتماداً كبيراً في تمويل عملياتها على الديون التي تشمل على القروض طويلة الاجل والقصيرة الاجل والدائنون .
- ٣- مؤشر نسبة قاعدة الملكية / الأموال المستثمرة .

وبوجه عام اتضح ان الشركات الفندقية الاربعة تعاني معاناة شديدة من الانخفاض في السيولة مما يتطلب تحسين هياكلها التمويلية قبل طرحها للبيع أو بعد طرحها حيث أن ذلك سيؤدي إلى زيادة قدرتها على تحقيق الأرباح في المستقبل .

لذلك قام الباحث باستخدام النسب المركبة للوقوف على متانة وكفاءة الهيكل التمويلي وذلك بالتطبيق على احد الشركات هي شركة مصر للفنادق على سبيل المثال وليس الحصر حيث أتضح أنها تعتمد على الديون في تمويل عملياتها ، وبشكل عام وجدنا أن أفضل سنوات هذه الشركة كانت سنة ٩٠/٩١ حيث إنخفضت كافة النسب انخفاضاً ملحوظاً مقابل الارتفاع في نسبة توازن عناصر هيكل التمويل ، ونسبة زيادة الخصوم عن حد الامان مما يؤكد أن هذه الشركة اتسمت بالاتي :

- ١- لديها قدرة على سداد ما يستحق عليها من ديون .
 - ٢- تعتمد على الدائنين في تمويل عملياتها .
 - ٣- انها تحقق اعلى معدلات الربح .
 - ٤- أنها تتمتع بقاعدة ملكية قوية وفعالة .
 - ٥- أنها تعاني من الخلل في الهيكل التمويلي رغم أن نسبة توازن عناصر الهيكل التمويلي أخذة في الارتفاع الا أن اعتمادها على الدائنين في تمويل عملياتها يؤثر في توازن هذا الهيكل ويعرضها للمخاطر المالية .
- بالاضافة إلى أنه تبين لنا أنه هيكل فعال بالنسبة لمؤشر دليل العسر المالي ، وأنه غير فعال بالنسبة لمؤشري قياس فعالية هيكل التمويل كمصدر للاموال ، وحساسية تدهور مرونة هيكل التمويل . وبأستخدام اسلوب الارتباط والانحدار إتضح لنا الآتي :
- أولاً : هناك ارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الاموال المقترضة / الاموال المستثمرة يتمثل في الآتي :

أ - مؤشرات ذات ارتباط ايجابي تتمثل في الآتي :

- ١- مؤشر اثر صافي الربح عن زيادة المخاطر المالية ٠,٨٦٩ معنوي
- ٢- حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية ٠,٩٨١ معنوي
- ٣- أثر زيادة الديون على المبيعات ٠,٧٣٩ غير معنوي
- ٤- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح ٠,٥١٧ غير معنوي
- ٥- مرونة استخدام المصادر المالية ٠,٦٨٨ غير معنوي
- ٦- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار ٠,٥٨٠ غير معنوي

ب- مؤشرات ذات ارتباط عكسي تتمثل في الآتي :

٠,٩٣٧ معنوي

١- مؤشرات توازن عناصر هيكل التمويل

٠,٧٨١ معنوي

٢- زيادة الخصوم عن حد الامان

ج- مؤشرات ليس لها ارتباط تتمثل في الآتي :

١- أثر نمو المبيعات على زيادة الديون

٢- قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الاصول

ثانياً : الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع الديون / الأموال المستثمرة كانت نتائجه كالآتي :

أ- مؤشرات ذات ارتباط ايجابي تتمثل في الآتي :

٠,٩١٥ معنوي

١- أثر زيادة الديون على المبيعات

٠,٨٢٥ معنوي

٢- أثر نمو المبيعات على زيادة الديون

٠,٨٦٣ معنوي

٣- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح

٠,٩١٧ معنوي

٤- مرونة استخدام المصادر المالية

٠,٩١٠ معنوي

٥- اثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية

٠,٩٣٥ معنوي

٦- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار

٠,٨٧٨ معنوي

٧- حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية

ب- مؤشرات ذات ارتباط عكسي تتمثل في الآتي :

٠,٦٣٢ غير معنوي

١- زيادة الخصوم عن حد الامان

٠,٨٣٦ معنوي

٢- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل

ج- مؤشرات ليس لها ارتباط تتمثل في الآتي :

قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الاصول

ثالثاً : الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع قاعدة الملكية / الأموال المستثمرة كانت نتائجه كالآتي :

أ - مؤشرات ذات ارتباط ايجابي تتمثل في الآتي :

٠,٨٣٥ معنوي

١- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل

٠,٥٦٥ غير معنوي

٢- زيادة الخصوم عن حد الامان

ب- مؤشرات ذات ارتباط عكسي تتمثل في الآتي :

- ١- أثر زيادة الديون على المبيعات ٠,٩١٥ معنوي
- ٢- أثر نمو المبيعات على زيادة الديون ٠,٨١٧ معنوي
- ٣- أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح ٠,٨٥٤ معنوي
- ٤- مرونة استخدام المصادر المالية ٠,٩٢٣ معنوي
- ٥- اثر صافي الربح على زيادة المخاطر المالية ٠,٩٠٩ معنوي
- ٦- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار ٠,٩٤٩ معنوي
- ٧- حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية ٠,٧٥١ معنوي

ج- مؤشرات ليس لها ارتباط تتمثل في الآتي :

قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الأصول

ثم قام الباحث في المبحث الثاني باستعراض طرق تقدير قيمة المنشأة بالدراسة والتحليل

حيث اتضح ان قيمة المنشأة تتوقف على المتغيرات الآتية :

١- سهولة تحويل المنشأة إلى نقدية وهنا يكون سعر الفائدة اساس في خصم القيمة المتوقعه للايرادات التقديرية المتوقعه للوصول إلى القيمة الحالية .

٢- التدفقات النقدية المتوقعه من الاستثمار في الاصل أو المنشأة خلال فترة مستقبلية محددة مما يستلزم عمل دراسة جدوى لهذا النوع من الاستثمار مع تحليل الحساسية لكل من لايرادات والتكاليف والتحليل الاحتمالي لظروف عدم التأكد .

٣- حاجة المنشأة لاستثمارات إضافية في رأس المال العام أو لاستغلال الطاقة الانتاجيه ... وغير ذلك .

٤- معدل التضخم له اثر كبير على قيمة المنشأة .

٤- العوامل القانونية والسلوكية السياسية وغيرها يكون لها تأثير كبير على قيمة المنشأة .

ثم قام الباحث في المبحث الثالث باستعراض النموذج المقترح لتقدير قيمة المنشأة والذي يتمثل في الآتي :

ت ح × ص

ق م =

م ج - ف

حيث أن :

ق م = قيمة المنشأة

ت ح = نسبة توزيع الارباح المتوقعه

ص = صافي ارباح التشغيل المتوقعه (قبل الضرائب) \pm صافي التغيير في رأس المال العامل للتشغيل
م ج = معدل تكلفة الأموال المرجحة
ف = معدل نمو المنشأة

حيث أخذ النموذج للوصول إلى معدل نمو المنشأة متوسط معدلات نمو المبيعات والاصول والارباح والتدفقات النقدية ، وكذلك اهتم النموذج بنسبة توزيع الارباح المتدفقة حيث انها النسبه التي تهم المستثمر سواء مشتري للمنشأة أو لأسهم هذه المنشأة في السوق .
وهكذا يوصي الباحث بالتوصيات الآتية :

١- من الاهمية بمكان القيام بتحليل الهيكل التمويلي قبل تقدير قيمة المنشأة وطرحها للبيع أو طرح اسهمها في سوق الاوراق المالية باعتبار ان نتائج هذا التحليل تمثل بيانات ومعلومات تهم المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري .

٢- الاهتمام باستخدام النسب المركبة المشار إليها في البحث وعدم الاكتفاء بالنسب التقليدية وذلك للوقوف على اهم المتغيرات المؤثرة في فعالية هيكل التمويل وذلك باستخدام الاساليب الكمية (الاحصائية) الارتباط والانحدار .

٣- من الاهمية بمكان عند الاخذ بأحد طرق تقدير قيمة المنشأة عدم الاعتماد على معدل نمو عنصر واحد فقط وإنما من الافضل الاعتماد على متوسط معدلات النمو الكلي من المبيعات والارباح والاصول والتدفقات النقدية باستخدام الوسيط الهندسي : حيث أنها جميعاً يكون لها تأثيراً على قيمة المنشأة من خلال نمو المنشأة ، مما يضمن أخذ كافة المتغيرات المؤثرة على صافي ارباح التشغيل المتوقعه في الحساب .

٤- تفيد دراسة وتحليل الهيكل التمويلي في ابراز ما اذا كانت المنشأة تحتاج إلى عملية اصلاح واعادة هيكله قبل طرحها للبيع أو طرح أسهمها في السوق بما يضمن ارتفاع قيمتها ، والاقبال عليها نتيجة للثقة في قدرتها على تحقيق الارباح .

تم بحمد الله

والله من وراء القصد

مكتوب

مصطفى الشامي

استاذ مساعد المحاسبة

معهد الكفاية الانتاجية - جامعة الزقازيق

هوامش البحث

١- د/ سعيد توفيق عبيد - الإطار العام لتقدير قيمة المنشأة العامة لأغراض الخصخصة - مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول (الخصخصة والاوراق المالية) مارس ١٩٩٦ كلية التجارة جامعة عين شمس .

2- RaMesK - K.S Rao - " Fundamentals of financial Management . N.Y MacMillan Pub. Com 1989 PP. 476 - 487 .

3- Charles, M,R. and others , " Contemporary Financial Management, 4th - ed - NY, west Pub. 1990 PP 433 - 436 .

٤- د/ أبو الفتح على فضالة - الهياكل المالية - دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع عام ١٩٩٤ ص ٢٨٤ .

٥- د/ خيرى علي الجزيري - الجوانب المحددة للسلوك الاستثماري للمستثمر المصري في الاوراق المالية - مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول (الخصخصة والاوراق المالية) مارس ١٩٩٦ كلية التجارة - جامعة عين شمس .

٦- د/ هشام أحمد حسبو - الهندسة المالية لشركات قطاع الاعمال العام في مصر - مكتبه عين شمس ١٩٩٤ ص ٨٨ .

٧- يرجع في ذلك إلى :

أ- د/ نبيل عبد السلام شاكر - الادارة الماليه - الفشل المالي للمشروعات - مكتبة عين شمس القاهرة - ١٩٨٩ ص ٢٠ .

ب- د/ منير صالح هندي - الادارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - المكتب العربي الحديث - الاسكندرية - ١٩٨٩ - ص ١٩ .

٨- د/ يحي ابراهيم علي - الفشل المالي وعناصر برنامج الاصلاح لشركات قطاع الاعمال العام - مؤتمر الاستثمار والتمويل الأول - مارس ١٩٩٦ كلية التجارة عين شمس .

9- A World Bank Report , 1994 , Private Sector Development in Egypt - The status and the Challenges , conference of private sector Development in Egypt, Investing in the future Cairo PI.

١٠- يمكن الرجوع بالتفصيل إلى :

د/ محمد عثمان اسماعيل حميد - دراسة وتحليل المتغيرات المؤثرة على فعالية هيكل التمويل المناسب - دراسة علمية وتطبيقية - مجلة افاق جديدة - كلية التجارة جامعة المنوفية - العدد الاول يناير ١٩٩١ - ص ٩٩ .

11- Frank Kelly , Investment Analysis and port Folio Management , 3rd - ed , San Francisco - 1989 - PP. 440 - 441 .

12- Charles ,M, - R and others , " Contemporary financial Management , Opcit - PP 430 - 434 .

١٣- يمكن الرجوع بالتفصيل إلى :

أ- د/ محمد صبري إبراهيم ندا - نموذج محاسبي كمي لاختيار افضل الوسائل لخصخصة شركات قطاع الاعمال السياحي والفندقي بجمهورية مصر العربية - دراسة تطبيقية - مؤتمر الإستثمار والتمويل الاول ١٩٩٦ كلية التجارة جامعة عين شمس .

ب- د/ منير صالح هندي - محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية لمؤتمر الدولي الثاني عشر للاحصاء والحسابات العلمية والبحوث الاحصائية والسكانية - جامعة عين شمس ١٩٧٨ - ص ٢٨٧ .

ج- أ/ جلال ابراهيم العبد - اختلال الهياكل التمويلية لقطاع الاعمال العام - اسبابه وطرق علاجة - يناير ١٩٩٤ - ص ٢٩ ص ٥٠ .

٤- أ/ جلال ابراهيم العبد - اختلاف الهياكل التمويلية لقطاع الاعمال العام - المرجع السابق ص ٦ .

15- Castinias - R, " Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure, Journal of Finance, Dec 1983. PP 1617 - 1618 .

١٦- يرجع ذلك إلى ما يلي :

A- Stulz. R. " Managerial Discretion and optimal Financing Policies, Journal of Financial Economics May 1990 PP20. 25 .

B Senbet, L & Haugen. R, " Bankruptcy and Agency costs, their significance to the theory of optimal structure, university of wisconsin, Madison 1985 PP 7-15.

ج- د/ منير صالح هندي - محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية - مرجع سابق ص ٢٩٧ - ٢٨٩ .

١٧- د/ محمد عثمان اسماعيل حميد - دراسة وتحليل المتغيرات المؤثرة على فعالية هيكل التمويل المناسب - مرجع سابق ص ١١٠ .

١٨- د/ سعيد توفيق عبيد - الادارة الماليه - قيمة المنشأ ومحدداتها - مكتبة عين شمس القاهرة ١٩٨٩ .

١٩- تقرير تقييم الاداء وأهم انجازات شركات هيئة القطاع العام للسياحه ١٩٩١/٩٠ - مركز معلومات القطاع العام - رئاسة مجلس الوزراء يوليو ١٩٩٢ .

٢٠- د/ محمد عثمان اسماعيل حميد - دراسة وتحليل المتغيرات المؤثرة في فعالية هيكل التمويل المناسب مرجع سابق ص ١٥٢ - ١٥٣ .

* هذه المؤشرات المعيارية وردت في بحث د. محمد عثمان اسماعيل المرجع السابق ص ١٣٣ .

٢١- د/ محمد عثمان حميد - المرجع السابق ٩٠ - ٩١ نقلاً عن :

- Eugen F. Brigham and Louis C. Gapenski, Intermediate Financial Management, 3rd ed., Chicago : The Pryden Press 1990 PP 476 - 478 .

- Pandey . I. M. Financial Management , New Delli : Vikas Pub. house PVT-LTD .
1989 - PP. 168-169 .

٢٢- د/ زكريا محمد الصادق - محددات صنع القرار المحاسبي - مجلة التجارة والتمويل
عكس التجاري - جامعة طنطا - العدد الاول عام ١٩٩١ ص ٢٧ - ٢٨ .

٢٣- د/ هشام أحمد حسبو - الهندسة المالية لشركات قطاع الاعمال العام في مصر - مرجع
سابق ص ٨٨ - ص ٨٩ .

٢٤- يمكن الرجوع بالتفصيل للمراجع التالية :

أ- د/ ساعد توفيق عبيد - الاطار العام لتقدير قيمة المنشأة العامة لأغراض الخصخصة مرجع
سابق ص ٤ - ص ١٠ .

ب- د/ أبو الفتوح فضاله - الهياكل المالية - مرجع سابق .

ج- د/ نبيل عبد السلام شاكر - الادارة المالية - مرجع سابق .

D- Shapiro - A. " Modern Corporate finance, Macmillan Publishing Comp. NY. 1991
F- Weston - F, and Copeland T, " Managerial Finance, Ninth Edition the Dreyden
Press NY. 1992 .

E. Hivt. G and Blocks , S, " Foundations of Finaucial Management , Sixth Edition ,
Irwin , Illinois, 1992.

ي- د/ محمد عبد الشكور حجازي - بدائل القياس المحاسبي لتقييم حصة الشركة القابضة في
رأس مال الشركة التابعة - مؤتمر تطوير قطاع الاعمال العام - كلية التجارة - جامعة
المنصورة - ابريل ١٩٩٢ ص ١٦٠ - ١٦٦ .

ر- د/ محمد أحمد لطفى حسونه - استخدام البيانات المحاسبيه في تحديد القيمة الاقتصادية
للمنشأة - دراسة تطبيقية على احدى شركات قطاع الاعمال العام في مصر المجلة العملية
للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة - جامعة عين شمس العدد الثاني ١٩٩١ ص ٤٤٥ -
٤٨٥ .

م - د/ مصطفى نبيل على الشامي - تحليل القوائم الماليه لتحويل الملكية العامه إلى الخاصة -
العدد الثاني ١٩٩١ - مدخل تحليلي تطبيقي لتحديد قيمة السهم في شركات قطاع الاعمال
العامه - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة - جامعة عين شمس - العدد الاول
المعلق ١٩٩١ - ص ١١٣٣ - ١١٦٧ .

ط- د/ عبدالله محمد سالم - الخصخصة وتقييم الاصول والاسهم في البورصة - مكتبة
النهضة المصرية ١٩٩٦ - ص ص

٢٥- د/ صفاء جرجس تادرس - دراسة تحليلية لتقييم شركات القطاع العام بفرض
الخصخصة - مؤتمر الاستثمار والتمويل الاول - كلية التجارة - جامعة عين شمس ١٩٩٦
ص ١٧ -

- ٢٦- د/ زكريا محمد اصادق - محددات صنع القرار المحاسبي - مرجع سابق .
- ٢٧- د/ نبيل عبد السلام شاكر - الادارة الماليه - مرجع سابق - ص ١٥١ - ١٥٢ .
- 28- Galenski and Others "Intermediate Financial Management , Opcit 1990.
- ٢٩- د/ سعيد توفيق عبيد - مرجع سابق ص ٨ - ص ٢٤ .
- ٣٠- د/ سعيد توفيق عبيد - مرجع سابق ص ٢١ - ٢٢ .
- ٣١- د/ سعيد توفيق عبيد - مرجع سابق ص ٢٥ .

المراجع

اولاً : العربية

أ- الكتب

- ١- الاستاذ (العبد) جلال إبراهيم - اختلال الهياكل التحويلية لقطاع الاعمال العام - أسبابه وطرق علاجه - كتاب الاهرام الاقتصادي - يناير ١٩٩٤ .
- ٢- الدكتور (حسبو) هشام أحمد - الهندسة المالية لشركات قطاع الاعمال العام في مصر - مكتبة عين شمس ١٩٩٤ .
- ٣- الدكتور (سالم) عبد الله محمود - الخصخصة وتقييم الاصول والاسهم في البورصة - مكتبة النهضة المصرية ١٩٩٦ .
- ٤- الدكتور (شاكر) نبيل عبد السلام - الادارة الالية - الفشل المالي للمشروعات - مكتبة عين شمس - القاهرة ١٩٨٩ .
- ٥- الدكتور (عبيد) سعيد توفيق - الاداره الماليه - قيمة المنشأة ومحدداتها - مكتبة عين شمس القاهرة ١٩٨٩ .
- ٦- الدكتور (فضالة) أبو الفتوح علي - الهياكل التمويلية - دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع - ١٩٩٤ .

ب- الدوريات والمؤتمرات والتقارير :

- ١- الدكتور (الجزيري) خيرى علي - الجوانب المحددة للسلوك الاستثماري للمستثمر المصري في الاوراق المايه - مؤتمر الاستثمار والتمويل - الاول - كلية التجارة - جامعة عين شمس ١٩٩٦ .
- ٢- الدكتور (الصادق) زكريا محمد - محددات صنع القرار المحاسبي - مجلة التجارة والتمويل - كلية التجارة - جامعة طنطا - العدد الاول - ١٩٩١ .
- ٣- الدكتور (الشامي) مصطفى نبيل علي - تحليل القوائم الماليه لتحويل الملكية العامه إلى الخاصة - مدخل تحليلي تطبيقي لتحديد قيمة السهم في شركات قطاع الاعمال العام - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة جامعة عين شمس العدد الاول - المخلوق ١٩٩١ .
- ٤- الدكتورة (تادرس) صفاء جرجس - دراسة تحليلية لتقييم شركات القطاع العام بفرض الخصخصة - مؤتمر الاستثمار والتمويل - الاول - كلية التجارة - جامعة عين شمس ١٩٩٦ .

- ٥- الدكتور (حسونة) محمد أحمد لطفي - استخدام البيانات المحاسبية في تحديد القيمة الاقتصادية للمنشأة دراسة تطبيقية على إحدى شركات قطاع الاعمال العام في مصر - المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة - كلية التجارة - جامعة عين شمس - العدد الثاني ١٩٩١ .
- ٦- الدكتور (حجازي) محمد عبد الشكور - بدائل القياس المحاسبي لتقييم حصة الشركة القابضة في رأس مال الشركة التابعة - مؤتمر تطوير قطاع الاعمال العام - كلية التجارة - جامعة المنصورة ١٩٩٢ .
- ٧- الدكتور (حميد) محمد عثمان إسماعيل - دراسة وتحليل المتغيرات المؤثرة على فعالية هيكل التمويل المناسب - دراسة علمية وتطبيقية - مجلة آفاق جديدة - كلية التجارة - جامعة المنوفية - العدد الاول ١٩٩١ .
- ٨- الدكتور (علي) يحيى ابراهيم - الفشل المالي وعناصر برنامج الاصلاح لشركات قطاع الاعمال العام مؤتمر الاستثمار والتمويل - الاول - كلية التجارة - جامعة عين شمس ١٩٩٦ .
- ٩- الدكتور (عبيد) سيعد توفيق - الاطار العام لتقدير قيمة المنشأة العامه لاجراض الخصخصة مؤتمر الاستثمار والتمويل الاول - كلية التجارة - جامعة عين شمس ١٩٩٦ .
- ١٠- الدكتور / (ندا) محمد صبري ابراهيم - نموذج محاسبي كمي لاختيار أفضل الوسائل لخصخصة شركات قطاع الاعمال السياحيه والفندقية بجمهورية مصر العربية - دراسة تطبيقية مؤتمر الاستثمار والتمويل الاول - كلية التجارة جامعة عين شمس ١٩٩٦ .
- ١١- الدكتور (هندي) منير صالح - محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعيه - المؤتمر الدولي الثاني عشر للاحصاء والحسابات العلمية والبحوث الاحصائية والسكانية جامعة عين شمس ١٩٨٧ .
- ١٢- تقرير تقييم الاداء وأهم الانجازات لشركات هيئة القطاع العام للسياحه مركز معلومات القطاع العام رئاسة مجلس الوزراء ١٩٩٢ .
- ١٣- قوائم نتائج الاعمال والميزانيات المنشورة للشركة محل الدراسة من عام ٨٦/٨٧ - ١٩٩٣/٩٢ .
- ثانياً : الأجنبية :

A- Books :

- 1- Charles , M, R. and Others " Contemporary Financial Management " 4th, ed. NY West Pub, Comp 1990.
- 2- Eugen. F. Band Louis . C. G, " Intermediate Financial Management" 3th , ed, Chicago : the Pryden Press 1990 .
- 3- Frank, K. " In Vestment Analysis and port Folio Management , 3 th, ed, San Francisco 1989.
- 4- Hirt. G, and Block , S, " Foundations of Financial Management , Sixth Ed, Irwin , Illinois, 1992 .

- 5- Pandey . I.M, " Financial Management , NdDelli Vikas Pub, House Put. Ltd 1989.
- 6- Shapiro - A. " Modern Corporate finance, MaCmillam Pub. Comp. NY 1991.
- 7- Ramesh. K.S. " Fundamentals of Financial Management" MaCmillan Pub Com. NY 1989.
- 8- Weston . Fand Copeland . T. " The Managerial Finance" Ninth ed, The Dryden Press NY 1992 .

B- Periodicals and Reports.

- 1- Castainias, R, " Bankruptcy Risk and Optimal Capital structure , Journnal of Finance .Dec, 1983.
- 2- Styls , R. " Manageria Discretion and Optimal Financing Policies, Journal of Fanancidl Economics May 1990 .
- 3- Senbet, L . and Haugen R., " Bank ruptcy and Agency costs , the significance to the thery of optimal structure, university of Wisconxin, Madison 1985.
- 4- A World Bank report , Private sector Development in Egypt - The status and the challenges, Conference of Privats sector Development in Egypt, Investing in the future Cairo. 1994.

ملاحق البحث

ملحق (1)

المتغيرات التابعة التي دخلت في الدراسة

١- نسبة الأموال المقرضة / الأموال المستثمرة Y1

%٤,٤ %٣,١ %٢,٦ %٢,٨ %١,٦ %١,٤ %١,١

٢- نسبة الديون / الأموال المستثمرة Y2

%٣١,٤ %٣٣,٢ %٣٣,٣ %٢٩,٨ %٢٨,٧ %٢٧,٢ %٢٦,٥

نسبة قاعدة الملكية / الأموال المستثمرة Y3

%٦٨,٦ %٦٦,٨ %٦٦,٧ %٧٠,٢ %٧١,٣ %٧١,٦ %٧١,٩

ملحق رقم (٣)

نتائج التحليل بالنسب المركبة

٩٣/٩٢	٩٢/٩١	٩١/٩٠	٩٠/٨٩	٨٩/٨٨	٨٨/٨٧	٨٧/٨٦	السنة النسبة
%١٣	%١٤	%١٤	%٢٧,٣	%٣٠	%٤٠	%٢٧,٣	١- أثر زيادة الديون على انسيباعات
%٦,٨	%٨	%٧,٦	%١٢,٧	%١٣	%١٤,٥	%٨,٨	٢- أثر نمو المبيعات على زيادة الديون
%١١	%١٠	%١٠	%١٢	%١١,٣	%١١	%٧	٣- قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة في الاصول
%١٩	%٢٠	%٢١	%٣٢	%٣٤	%٣٧	%٢٤	٤- أثر كفاءة استخدام المصادر العالية على السيولة والربح
١,٦٩٤	١,٦٨٥	١,٦٧٤	١,٥٤	١,٣٧٥	١,٢٢٤	١,١١٤	٥- نسبة توازن عناصر هيكل التمويل
%١٠,٥	%١٢,٢	%١١,١	%١٩,٣	%٢١,٦	%٢٦	%١٨	٦- نسبة استخدام المصادر المالية
%٤١,٥	%٣٩,٥	%٣٩	%١٤	%٢١	%٣١,١	%١٩	٧- زيادة الخصوم عن حد الامان
%٣,٩	%٤,١	%٤,٣	%٨,١	%١٠	%١٤	%١٢	٨- أثر صفائي الربح على زيادة المخاطر المالية
%٢	%١,٩	%٢,١	%٣,٢	%٤,٢	%٤,٦	%٢,٩	٩- أثر الديون على معدل العائد على الاستثمار
٠,٥٢	٠,٥٨	٠,٦٤٠	٠,٧٦	٠,٨٦	٠,٩٣	١,١٧٦	١٠- دليل حساسية تدهور مصادر التمويل الذاتية

ملحق رقم (٣)

علاقة الانحدار والارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة

مع المتغير التابع (Y1) نسبة الأموال المقرضة / الأموال المستثمرة

N	المعادلة	R ²	R ⁻²	S.E	Tc	R	Fc	D _{0.1}
X1	ص ر = ٠,٠٨٣ + ٠,٤٦٢ س١ أثر زيادة الدينون على المبيعات	٠,٥٤٦	٠,٤٥٦	٠,٠٣٤	٢,٤٥٤	٠,٧٣٩	٦,٠٢٣	١,٦٣٢
X2	ص ر = ٠,١٨٢ + ٠,٥٧٨ س٢ اثر نمو المبيعات على زيادة الدينون	٠,٢٣٧	٠,٨٥	٠,١٤٥	١,٢٤٦	٠,٤٨٧	١,٥٥٤	٠,٩٣٦
X3	ص ر = ٠,٣٥٢ - ٦,٠٦٢ س٣ قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة / الاصول	٠,٢٤٦	٠,٠٩٥	٠,٢٧٥	١,٢٧٨-	٠,٤٩٦-	١,٦٣	٠,٦٦٧
X4	ص ر = ٠,٠٨ + ٠,٢٨ س٤ أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	٠,٢٦٧	٠,١٢١	٠,٥٩	١,٣٥	٠,٥١٧	١,٨٢٦	٠,٩٩٨
X5	ص ر = ٩,١٣٦ - ٤,٥٥٦ س٥ نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	٠,٨٧٨	٠,٨٥٤	٠,٧٥٨	٦,٠٠٦-	٠,٩٣٧-	٣٦,٠٧١	٢,٠٧
X6	ص ر = ٠,١٣٥ + ٠,١٤٢ س٦ مرونة استخدام المصادر المالية	٠,٤٧٣	٠,٣٦٨	٠,٠٦٤	٢,١١٩	٠,٦٨٨	٤,٤٨٩	١,٤٣٦
X7	ص ر = ٤,٧٨ + ٠,٠٠٨ س٧ زيادة الخصوم عن حد الامان	٠,٦١	٠,٥٣٢	٠,٠٢٩	٢,٧٩٨-	٠,٧٨١	٧,٠٨٣	٠,٨٤٩
X8	ص ر = ٠,٤٦٢ + ٠,٢٤٤ س٨ اثر صفائي الربح على زيادة العائد على الاستثمار	٠,٧٥٦	٠,٧٠٧	٠,٦٢	٣,٩٣٣	٠,٨٦٩	١٥,٤٧١	٢,٠٥٦
X9	ص ر = ٠,٥٨٦ + ٠,٢٤٤ س٨ أثر الدينون على معدل العائد على الاستثمار	٠,٣٣٦	٠,٢٠٣	٠,٣٨٨	١,٠٥٩	٠,٥٨	٢,٠٥٣	١,٢٥
X10	ص ر = ١,٤٤٧ (-) + ٤,٩٦٣ س١٠ دليل حساسية تدهور مصادر التمويل	٠,٩٦٣	٠,٩٥٥	٠,٤٣٦	١١,٣٧٢	٠,٩٨١	١٢٩,٣١٨	٢,٩٨
					٢,٥٧١	ت الجدولية		
					١٠,١٢٨	F الجدولية		
					١,٠٨	DW الحد الادنى		
					١,٣٩	الحد الأقصى		

ملحق رقم (٤)

علاقة الانحدار والارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة
مع المتغير التابع (Y2) نسبة الديون / الأموال المستثمرة

N	المعادلة	R ²	R ⁻²	S.E	Tc	R	Fc	D.w
x1	ص ر = ٢٤,٢٤٩ + (ز ٢٤٤٤ ص ١) أثر زيادة الديون على المبيعات	٠,٨٣٨	٠,٨٠٦	٠,٤٧٩	٥,٠٩٢	٠,٩١٥	٢٥,٩٣٤	٣,٢٠٠
x2	ص ر = ٢٢,٥٩٣ + ٠,٧٢٧ ص ٢ أثر نمو المبيعات على زيادة الديون	٠,٦٨٠	٠,٦١٦	٠,٢٢٣	٣,٢٦٠	٠,٨٢٥	١٥,٦٣٠	١,٩٣١
x3	ص ر = ٣٠,٤٣١ - ٠,٠٤٠ ص ٣ أثر كفاءة استخدام الأموال المستثمرة/ الاصول	٥,٧٧٥-	٠,٠٠٠	٠,٧٥٠٦	٠,٠٥٣-	٠,٠٢٤	٠,٠٠٢٩	٠,٤٤٥٤
x4	ص ر = ٢١,٥٢٤ + ٠,٣١٨ ص ٤ أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	٠,٧٤٥٤	٠,٦٩٤	٠,٨٣	٣,٨٢٥	٠,٨٦٣	١٤,٦٣٦	١,٩٢٧
x5	ص ر = ٤٤,١٨٥ - ٩,٦٢٥ ص ٥ نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	٠,٦٩٩	٠,٦٣٩	٢,٨٢٠	٣,٤١٣-	٠,٨٣٦	١١,٦٤٩	١,٢٣٠
x6	ص ر = ٢٢,٧٩٥ + ٠,٤٢٦ ص ٦ مرونة استخدام المصادر المالية	٠,٨٤٢	٠,٨١٠	٠,٨٣	٥,١٥٦	٠,٩١٧	٢٦,٥٨٦	٣,١٥٤
x7	ص ر = ٣٤,٥٢٤ - ٠,١٥٤ ص ٧ زيادة الخصوم عن حد الأمان	٠,٤٠٠	٠,٢٨٠	٠,٨٤	١,٨٢٧-	٠,٦٣٢	٣,٣٤٠	١,٧١٦
x8	ص ر = ٢٥,١٤٥ + ٠,٦٠٤ ص ٨ أثر صفائي الربح على زيادة المائد على الاستثمار	٠,٨٢٧	٠,٧٩٢	٠,١٢٣	٤,٨٨٧	٠,٩١٠	٢٣,٨٨٩	٢,٠٤٤
x9	ص ر = ٢٢,٩٨٠ + ٢,٣٥٥ ص ٨ أثر الديون على معدل المائد على الاستثمار	٠,٨٧٣	٠,٨٤٨	٠,٤٠١	٥,٨٧٤	٠,٩٣٥	٣٤,٥١٢	٢,٠٠٨
x10	ص ر = ٢٢,٦٥١ + ٩,٤٢٩ ص ١٠ دليل حساسية تدهور مصادر التمويل	٠,٦٢٠	٠,٥٤٤	٣,٢٩٩	٢,٨٥٨	٠,٧٨٧	٨,١٦٨	١,٤٦٥

ملحق رقم (5)

علاقة الانحدار والارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة

مع المتغير التابع (Y3) نسبة قاعدة الملكية / الأموال المستثمرة

N	المعادلة	R ²	R ²	S.E	Tc	R	Fc	D.v
x1	ص ر = ٧٤,٢٨٢ - ٠,١٩٨ س ١ أثر زيادة الدينون على المبيعات	٠,٨٣٨	٠,٨٠٦	٠,٠٣٨	٥,٠٩٩ -	٠,٩١٥	٢٦,٠٠٥	٣,٣٥٧
x2	ص ر = ٦٩,٦٠٩ - ٠,٠٠٢ س ٢ أثر نمو المبيعات على زيادة الدينون	٠,٦٦٨	٠,٦٠٢	٠,١٨٥	٣,١٧٦ -	٠,٨١٧	١٠,٠٨٨	١,٨٦٩
x3	ص ر = ٦٩,٦٠٩ - ٠,٠٠٢ س ٣ قياس كفاءة استخدام الأموال المستثمرة/ الاصول	٢,٩٠٦ -	-	٠,٦١١	٠,٠٠٣ -	٠,٠٠١	١,٤٥٠ -	٠,٥٦٦
x4	ص ر = ٧٦,٤٣١ - ٠,٢٥٦ س ٤ أثر كفاءة استخدام المصادر المالية على السيولة والربح	٠,٧٣٠	٠,٦٧٦	٠,٦٩	٣,٦٨٢ -	٠,٨٥٤	١٣,٥٥٨	١,٨٦٦
x5	ص ر = ٥٨,٠٦٢ + ٧,٨٢٦ س ٥ نسبة توازن عناصر هيكل التمويل	٠,٦٩٧	٠,٦٣٧	٢,٣٠٥	٣,٣٩٥	٠,٨٣٥	١١,٥٢٧	١,٥٢٠
x6	ص ر = ٧٥,٥٠٠ - ٠,٣٤٨ س ٦ مرونة استخدام المصادر المالية	٠,٨٥١	٠,٨٢٢	٠,٠٦٥	٥,٣٦١ -	٠,٩٢٣	٢٨,٧٥٠	٣,٣٠٤
x7	ص ر = ٦٦,٣٠١ + ٠,١١٢ س ٧ زيادة الخصوم عن حد الامان	٠,٣٢٠	٠,١٨٤	٠,٧٣	١,٥٣٤	٠,٥٦٥	٢,٣٥٥	١,٥٩٧
x8	ص ر = ٧٣,٥٥١ - ٠,٤٩٢ س ٨ أثر صفائي الربح على زيادة المعائد على الاستثمار	٠,٨٢٧	٠,٧٩٢	٠,١٠٠	٤,٨٨٩ -	٠,٩٠٩	٢٣,٩٠٧	٢,٣٦٧
x9	ص ر = ٧٥,٤٠٢ - ١,٩٤٨ س ٩ أثر الدينون على معدل المعائد على الاستثمار	٠,٩٠٠	٠,٨٨٠	٠,٢٨٩	٦,٧٣٤ -	٠,٩٤٩	٤٥,٣٤٨	٢,٣٠١
x 10	ص ر = ٧٥,٣٠٧ - ٧,٣٢٧ س ١٠ دليل حساسية تدهور مصادر التمويل	٠,٥٦٤	٠,٤٧٧	٢,٨٧٦	٢,٥٤٧ -	٠,٧٥١	٦,٤٨٨	١,٦٢٧

ملحق رقم (٦)

علاقة الانحدار والارتباط البسيط للمتغيرات المستقلة *

	المعادلة	R ²	R ⁻²	S.E	Tc	R	Fc	D.w
Y 1	ص ر = -٠,٩٤٦ - ٠,٠٥١ - ٠,٠٣٦ س٥ - - ٠,٢٩ س٧ + ٠,١٧٨ س٨ + ٠,٧٩٣ س١٠	٠,٩٨٢	٠,٨٩٨	٠,١٨٦ ٠,٢٩٨ ٠,٠٤٠ ٠,٦٦٠ ٥,٧٣٨	٠,٢٧٧ ٠,١٢١ ٠,٧٣٩ ٠,٢٧٠ ٠,٤٨٢	٠,٩٩١	١١,٥٢٩	٢,٩٨٢
2	ص ر = ٢٤,٠٧٣ - ١,٩٦٧ س١ + ٤ ٢١,٧٤ س٥ + ٤,٨٦٩ س٨ + ٠,٨٦٣ س٩	٠,٩٨٨	٠,٩٢٧	١,٣٧٥ ٠,٦٢٨ ٢٨,٩٢ ٤,٢٠٥ ١,٧٠٧	١,٤٣١ - ١,٥٩٧ ٠,٧٥٢ ١,١٦ ٠,٥٠٥	٠,٩٩٤	١٦,٣٣	٢,٤٠٨
Y 3	ص ر = ٧٧,١٤٥ + ٠,٩٦ س١ - ٤ ٠,٤٧٩ س٦ - ٠,٨٥٩ س٨ - ٢,٤٧٩ س٩	٠,٩٩٨	٠,٩٨٨	٠,١٧٣ ٠,١٣ ٠,٢٢٨ ٠,٢٣٣ ٠,٥٣٣	٣,٩٨٦ ٠,٤١١ - ٢,١٠٧ - ٣,٦٩ - ٤,٦٥٥ -	٠,٩٩٩	٢٦,٧١	٢,٠٧

* حيث تمت دراسة العلاقة بين أكبر خمسة معاملات ارتباط بين المتغيرات المستقلة X

والمتغيرات التابعة Y .