

الرقم التسلسلي:

رقم التسجيل: DC/05/14

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

في: العلوم التجارية

تخصص: علوم تجارية

العنوان:

أثر صنع القرارات المالية على قيمة

المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

من إعداد:

عبد الكريم خيرى

تاريخ المناقشة: 2019/03/21

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	المؤسسة	الصفة
د. عباس فرحات	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المسيلة	رئيساً.
أ.د. حسين بلعجوز	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	مشرفاً و مقرراً.
أ.د. رشيد بوكساني	أستاذ التعليم العالي	جامعة بومرداس	ممتحناً.
د. حمزة غربي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المسيلة	ممتحناً.
د. لخضر بن أحمد	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الجلفة	ممتحناً.
د. محمد الشريف بن زواي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة أم البواقي	ممتحناً.

السنة الجامعية: 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

«فَالرَّحْمَنُ رَبِّي (25) وَرَبِّي

رَبِّي (26) وَالْحَمْدُ لِلَّهِ مِنْ لِسَانِي

(27) بِفَهْمِي (28)»

والآيات: من 25 إلى 28 سورة ط

اللهم صلِّ على

سائرنا مع

أهدي هذا العمل إلى من قال في حقهما عز وجل:

« وَلَا تَخْضِضْ لَهُمَا جَنَاحَ الذُّلِّ مِنَ الرَّحْمَةِ وَقُلْ رَبِّ ارْحَمْهُمَا

كَمَا رَحِمْتَ رَبِّي صَبِيرًا »

والآية: 24 سورة الإسراء

الوالدين الكريمين بارك الله لهما وأطال في عمرهما .

إلى قرة الأعين: زوجتي الحبيبة وابنتي الغالية آسية أسماء

وابني العزيز إبراهيم الخليل .

إلى كل أفراد عائلتي .

إلى كل أصدقائي وأخص بالذكر رفيقي الدرب قمان مصطفى ولbaz عبد

القادر .

إلى الغالي على قلبي باكرية علي .

إلى كل زملائي وأخص بالذكر: السعدي عياد ووليد لطرش، رواج عبد

الرحمان، بن موسى محمد، جمعي محمد صالح .

عبدالكريم خيرى

إلى كل طالب علم .

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

لله الحمد والشكر أولاً وأخيراً.

ثم أتقدم بخالص شكرى وبالغ تقديري إلى أستاذي الأستاذ الدكتور حسين بلعجوز على سعة صبره، وعلى الجهود التي بذلها والثقة التي منحنا إياها، فكان نعم الأستاذ ونعم المشرف.

والشكر موصول إلى لجنة المناقشة على تكريمها بمناقشة هذا العمل بغرض تقويمه، تطويره وتحسينه.

كما أتقدم بشكري وامتناني إلى كل من بذل معي جهداً ووفري وقتاً، ونصح لي قولاً، أسأل الله أن يجزيهم عني الجزاء الأوفى، وأخص بالذكر: قمان مصطفى، قمان عمر، باكرية على، كیحل عبد الباقي.

عبدالكريم خيرى

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء:
II	كلمة شكر:
IV	فهرس المحتويات:
VIII	فهرس الجداول:
IV	فهرس الأشكال:
XIII	فهرس الملاحق:
أ	مقدمة:
001	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة
002	تمهيد:
003	المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة
003	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة
006	المطلب الثاني: التقييم وأشكال القيمة
009	المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على الذمة المالية
009	المطلب الأول: تقييم عناصر الاستثمارات المادية
013	المطلب الثاني: تقييم عناصر الأصول الأخرى (خارج التثبيات العينية)
015	المطلب الثالث: طرق التقييم الحديثة المرتكزة على الذمة المالية
021	المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على العائد
021	المطلب الأول: الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد)
024	المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على التدفقات
029	المبحث الرابع: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على فائض القيمة Good Will
029	المطلب الأول: الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة
031	المطلب الثاني: الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة
036	المطلب الثالث: تقييم منظور فائض القيمة
038	خلاصة الفصل الأول:

039	الفصل الثاني: قرار اختيار الهيكل المالي كمحدد لقيمة المؤسسة
40	تمهيد:
041	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول تمويل المؤسسات الاقتصادية
041	المطلب الأول: ماهية التمويل
042	المطلب الثاني: الاحتياجات المالية وطرق التنبؤ بها
044	المطلب الثالث: مخاطر التمويل وطرق تفاديها
046	المطلب الرابع: ماهية الهيكل المالي
052	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية
052	المطلب الأول: مصادر التمويل طويلة الأجل
060	المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
062	المطلب الثالث: مصادر التمويل قصيرة الأجل
065	المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل للمؤسسات الاقتصادية
065	المطلب الأول: مفاهيم أساسية لتكلفة رأس المال
069	المطلب الثاني: قياس تكلفة مصادر التمويل
076	المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لرأس المال
078	المبحث الرابع: النظريات المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة
078	المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة
092	المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة
098	خلاصة الفصل الثاني:

101	الفصل الثالث: القرار الاستثماري كمحدد لقيمة المؤسسة
100	تمهيد:
101	المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري
101	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
108	المطلب الثاني: أنواع المشاريع الاستثمار

111	المبحث الثاني: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية
111	المطلب الأول: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة التأكد التام
120	المطلب الثاني: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد
122	المطلب الثالث: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة
125	المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة
125	المطلب الأول: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل
128	المطلب الثاني: التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل
131	المطلب الثالث: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة
134	خلاصة الفصل الثالث:

135	الفصل الرابع: قرار توزيع الأرباح كمحدد لقيمة المؤسسة
136	تمهيد:
137	المبحث الأول: مدخل لسياسة توزيع الأرباح
137	المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح
143	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح
149	المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع الأرباح
149	المطلب الأول: أنواع سياسة توزيع الأرباح
154	المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح
160	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
160	المطلب الأول: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل
174	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل
179	خلاصة الفصل الرابع:

180	الفصل الخامس: دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
181	تمهيد:
182	المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة بها
182	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر
184	المطلب الثاني: أسواق أسهم بورصة الجزائر
188	المبحث الثاني: تحليل علاقات الارتباط والسببية بين قيمة المؤسسة والقرارات المالية
188	المطلب الأول: تحديد متغيرات وأداة الدراسة التطبيقية
196	المطلب الثاني: ملخص عن البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة
212	المطلب الثالث: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة
219	المبحث الثالث: تطبيق تحليل المركبات الأساسية (ACP) باستخدام تقنية التصنيف التسلسلي (CHA)
219	المطلب الأول: طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP)
225	المطلب الثاني: طريقة التصنيف التسلسلي التصاعدي (CAH)
227	خلاصة الفصل الخامس:
228	الخاتمة:
234	المراجع:
246	الملاحق:

فهرس الجداول

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
188	أبعاد قيمة المؤسسة (المتغير التابع) حسب ما جاء في بعض الدراسات	(05-01)
190	أبعاد قرار التمويل (المتغير المستقل الأول) حسب ما جاء في بعض الدراسات	(05-02)
191	أبعاد قرار الاستثمار (المتغير المستقل الثاني) حسب ما جاء في بعض الدراسات	(05-03)
192	أبعاد قرار توزيع الأرباح (المتغير المستقل الثالث) حسب ما جاء في بعض الدراسات ..	(05-04)
196	أهم المصطلحات والرموز المعتمدة في الدراسة	(05-05)
197	البيانات المالية لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	(05-06)
201	البيانات المالية لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»	(05-07)
205	البيانات المالية لمؤسسة «أن سي أ روية»	(05-08)
209	البيانات المالية لمجمع «صيدال»	(05-09)
212	بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار الاستثمار (R_f و R_e ، ROI) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016)	(05-10)
214	بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار التمويل (D ، DC و DL) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016)	(05-11)
216	بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار توزيع الأرباح (RPA و BPA ، DPA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016)	(05-12)
220	جدول المعطيات الأولية لطريقة (ACP)	(05-13)
220	جدول المتوسطات والانحرافات المعيارية باستعمال ($XL-STAT2016$)	(05-14)
221	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات (بيرسون)	(05-15)
223	القيم الذاتية لمصفوفة الارتباط ونسبة المعلومة المفسرة (جمود المحور)	(05-16)
224	يمثل نتائج مركبات الأقسام والمتغيرات المكونة باستعمال ($XL-STAT2016$)	(05-17)

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
022	..... الاستحداث والرمملة للقيمة	(01-01)
081	..... نظرية صافي الربح وتكلفة رأس المال	(02-01)
082	..... نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة	(02-02)
084	..... نظرية صافي ربح العمليات وقيمة المؤسسة	(02-03)
085	..... نظرية صافي ربح العمليات وتكلفة رأس المال	(02-04)
086	..... النظرية التقليدية وتكلفة رأس المال	(02-05)
087	..... النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة	(02-06)
089	..... قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب	(02-07)
090	..... كلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب	(02-08)
090	..... الفرضية الثانية لميلر ومودغلياني في ظل غياب الضرائب	(02-09)
091	..... قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	(02-10)
092	..... كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	(02-11)
094	..... العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.....	(02-12)
096	..... العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ...	(02-13)
107	..... العوامل المحدد للاستثمار	(03-01)
125	..... شجرة القرارات	(03-02)
133	..... علاقة التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري بقيمة المؤسسة	(03-03)
140	..... علاقة التأثير والتأثر بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها	(04-01)
144	..... السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح	(04-02)
174	..... سياسة توزيع الأرباح خلال دورة حياة المؤسسة	(04-03)
164	..... تساوي القيمة السوقية للمؤسسة قبل وبعد دفع التوزيعات	(04-04)
184	..... الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	(05-01)
197	..... تطور قيمة مؤسسة «أليانس للتأمينات»	(05-02)
198	..... تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI, Re و Rf) مؤسسة «أليانس للتأمينات»	(05-03)
199	..... تطور متغيرات قرار التمويل (D, DC و DL) مؤسسة «أليانس للتأمينات»	(05-04)
200	..... تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA, BPA و RPA) مؤسسة «أليانس للتأمينات»	(05-05)

201	تطور قيمة مؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	(05-06)
202	تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI، Re وRf) لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	(05-07)
203	تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC وDL) لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	(05-08)
204	تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA وRPA) لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	(05-09)
205	تطور قيمة مؤسسة «أن سى أ روية»	(05-10)
206	تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI، Re وRf) لمؤسسة «أن سى أ روية» ..	(05-11)
207	تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC وDL) لمؤسسة «أن سى أ روية»	(05-12)
208	تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA وRPA) لمؤسسة «أن سى أ روية»	(05-13)
209	تطور قيمة مجمع صيدال	(05-14)
210	تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI، Re وRf) لمجمع «صيدال»	(05-15)
211	تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC وDL) لمجمع «صيدال»	(05-16)
212	تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA وRPA) لمجمع «صيدال» ..	(05-17)
223	مخطط المنحدرات	(05-18)
224	دائرة الارتباطات	(05-19)
225	عدد الأقسام الممكنة لتجميع المتغيرات باستعمال (XL-STAT2016) (01) ...	(05-20)
226	عدد الأقسام الممكنة لتجميع المتغيرات باستعمال (XL-STAT2016) (02) ...	(05-21)

فهرس الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
(01)	القيمة السوقية لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	247
(02)	القيمة السوقية لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	250
(03)	القيمة السوقية لمؤسسة «أن سى أ روية»	253
(04)	القيمة السوقية لمجمع «صيدال»	256
(05)	ميزانية السنة المالية 2013 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	259
(06)	حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	260
(07)	ميزانية السنة المالية 2014 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	261
(08)	حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	262
(09)	ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	263
(10)	حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	264
(11)	ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	265
(12)	حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة «أليانس للتأمينات»	266
(13)	ميزانية السنة المالية 2013 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	267
(14)	حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	268
(15)	ميزانية السنة المالية 2014 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	269
(16)	حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	270
(17)	ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	271
(18)	حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	273
(19)	ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	274
(20)	حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة «التسيير الفندقى الأوراسى»	275
(21)	ميزانية السنة المالية 2013 لمؤسسة «أن سى أ روية»	276
(22)	حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة «أن سى أ روية»	278
(23)	ميزانية السنة المالية 2014 لمؤسسة «أن سى أ روية»	279
(24)	حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة «أن سى أ روية»	281
(25)	ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة «أن سى أ روية»	282

284	حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة «أن سي أ رويبة»	(26)
285	ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة «أن سي أ رويبة»	(27)
286	حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة «أن سي أ رويبة»	(28)
287	ميزانية السنة المالية 2013 لمجمع «صيدال»	(29)
289	حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمجمع «صيدال»	(30)
290	ميزانية السنة المالية 2014 لمجمع «صيدال»	(31)
292	حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمجمع «صيدال»	(32)
293	ميزانية السنة المالية 2015 لمجمع «صيدال»	(33)
294	حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمجمع «صيدال»	(34)
295	ميزانية السنة المالية 2016 لمجمع «صيدال»	(35)
297	حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمجمع «صيدال»	(36)

مقدمة

تمهيد:

لقد شهد العام قفزة نوعية في الميادين السياسية والاجتماعية والثقافية، وبالأخص الميدان الاقتصادي الذي يعتبر من أهم المعايير التي نستطيع أن نحكم بها على مدى تطور أو تخلف الأمم. فاقتصاديات معظم الدول المتقدمة تقوم على عدة هياكل قاعدية تضم خليطاً من عدة مؤسسات صناعية وتجارية وخدمائية، ونجاعة هذه الاقتصاديات تتدخل فيه وبشكل كبير نجاعة هذه المؤسسات المكونة لها بجميع اختصاصاتها، وحتى تكون هذه المؤسسات ذات كفاءة عالية يجب أن تكون لها سياسات واستراتيجيات وخطط واضحة مبنية على أسس علمية حديثة من أجل اقتحام مجال الاستثمار والأعمال.

وبذلك تعتبر المؤسسات الاقتصادية بمثابة العامل الرئيسي والمحرك الأساسي والديناميكي لعجلة الاقتصاد والتنمية في أي مجتمع، ولذلك فإن كل دول العالم على اختلاف أنظمتها السياسية والاقتصادية وتباين درجة تقدمها الاقتصادي تولي عناية بالغة للمؤسسة الاقتصادية، وتحرص دائماً على بقاء ونمو هذه المؤسسات الاقتصادية فبقاؤها واستمراريتها هو الوحيد الكفيل بتحريك عجلة النمو وتحقيق أهداف المجتمع وطموحاته الاقتصادية والاجتماعية، وبالذات فيما يتعلق بتوسيع قاعدته الإنتاجية، وبالتالي زيادة مستويات الدخل القومي ومتوسط نصيب الفرد، وذلك وصولاً إلى تحقيق طموحات الإنسان فرداً أو جماعات في الحياة نحو الأفضل.

كما تعتبر الإدارة المالية للمؤسسات الاقتصادية وظيفية متكاملة للقرارات المالية، وقد تغيرت هذه الوظيفة خلال الزمن مثل غيرها من الوظائف المتخصصة في شركات الأعمال حتى وصلت إلى منهج أكاديمي متكامل وشامل ومتعارف عليه، غايته تحقيق هدف استراتيجي متمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة.

وعلى الرغم من أنه في الدراسات الأكاديمية تتم دراسة كل قرار من القرارات المالية (القرار الاستثماري، القرار التمويلي وقرار توزيع الأرباح) بصفة مستقلة ومنفصلة عن باقي القرارات الأخرى، مثل ما ذهب إليه كل من (Modigliani & Miller) و (Jenson & Meckling) و (Ross) و (Donaldson) ... وغيرهم، إلا أنه من المهم معرفة وإدراك أن هذه القرارات الثلاثة متداخلة معاً، وهناك تأثير متبادل في ما بينها، فالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد الأرباح المستقبلية، وبالتالي حجم توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر على تكلفة التمويل التي تعتبر بدورها من ضمن العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة (من خلال حساب الأرباح المحتجزة) وهذا يمتد أثره إلى تكلفة الأموال.

1. إشكالية الدراسة: على ضوء ما سبق تتمحور إشكالية البحث فيما يلي:

كيف يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحقيق أقصى ثروة للمساهمين وتعظيم قيمتها

السوقية في ظل تداخل القرارات المالية والتأثير المتبادل بينها؟

للإلمام بمختلف جوانب البحث تم تجزئة إشكالية الدراسة إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بقيمة وتقييم المؤسسات الاقتصادية في ظل النظرية المالية وما الهدف منه؟
- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وكيف يمكن من خلال المزج بينها للوصول إلى توليفة مثلى من شأنها تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يمكن لقرار اختيار الاستثمار أن يؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية في ظل قيود تكلفة التمويل؟
- ما طبيعة قرار توزيع الأرباح وكيف يمكنه التأثير على قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يمكن للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر صنع قراراتها المالية للرفع من قيمة أسهمها وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية.

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

باعتبار أن الهدف من صنع القرارات المالية (التمويل، الاستثمار وتوزيع الأرباح) والتي لا يمكن أن تتخذ بمعزل عن بعضها البعض نظرا للتفاعلات فيما بينها هو تحقيق أهداف الإدارة المالية، وبالتالي السعي لتحقيق أقصى ثروة للمساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

يمكن تجزئة الفرضية الرئيسية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

- الفرضية الأولى: يقصد بقيمة المؤسسة قيمة أصولها وخصومها (صافي مركزها المالي) أو ما يسمى بثروة المساهمين، وتقييم المؤسسات يتمثل في حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة، والهدف من ورائها هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة قيمة التفاوض من أجل القيام بمختلف العمليات الاقتصادية؛

● **الفرضية الثانية:** تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصادر تقليدية ومصادر حديثة والتي تشكل مع بعضها البعض الهيكل المالي، حيث يمكن الوصول إلى الهيكل المالية المثلى التي تعظم قيمة المؤسسة من خلال المزج بين مصادر التمويل المتاحة ذات أقل التكاليف؛

● **الفرضية الثالثة:** يتوقف عائد الاستثمار على تكلفة الأموال التي سوف تستخدم في تمويله، فانخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى ارتفاع عائد الاستثمار، وبذلك يتحقق الهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية ألا وهو تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة؛

● **الفرضية الرابعة:** يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، فالأرباح الموزعة تمثل دخلاً جارياً يفضله كثير من المساهمين، وبالتالي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقي للشركة؛

● **الفرضية الخامسة:** يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية الرفع من قيمة أسهمها وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية من خلال اتخاذها لقرارات مالية تكون منسجمة ومتوافقة مع بعضها البعض، بحيث لا يتخذ أي قرار بمعزل عن باقي القرارات باعتبارها قرارات متداخلة معا وذات تأثير متبادل.

3. أسباب اختيار موضوع الدراسة: من أهم الأسباب الذاتية التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع هو التخصص والذي يندرج ضمن المجال المالي للمؤسسة، أما فيما يخص الأسباب الموضوعية فتتعلق أساساً بأهمية موضوع قيمة المؤسسة خاصة في ظل التوجهات الحديثة للإدارة المالية من خلال اهتمامها الكبير بتعظيم ثروة الملاك وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة.

4. أهمية الدراسة: يستمد البحث أهميته من أهمية الدور الذي تؤديه المؤسسات الاقتصادية، والذي يفرض عليها المحافظة على قيمتها السوقية في ظل بيئة الأعمال الدولية.

5. أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى:

- التعرف على مختلف المفاهيم المرتبطة بقيمة المؤسسة مع التركيز على مختلف طرق التقييم؛
- دراسة أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وكيف يمكن المزج بينها من أجل تحقيق أكبر عائد؛
- دراسة المشاريع الاستثمارية ومختلف طرق تقييمها ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- تحليل سياسة توزيع الأرباح على المساهمين وعلاقتها بقيمة المؤسسة؛
- محاولة البحث في مدى تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر.

6. حدود الدراسة: يمكن تقسيم حدود الدراسة إلى حدود مكانية وحدود زمانية كما يلي:

1.6. الحدود المكانية: اقتصرَت هذه الدراسة على المؤسسات المدرجة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر؛

2.6. الحدود الزمانية: تمثلت الحدود الزمانية في الفترة ما بين سنة 2013 وهو تاريخ إدراج أغلب المؤسسات محل الدراسة في السوق الرسمي لبورصة الجزائر، وسنة 2016 وهو تاريخ آخر المعطيات التي توفرت لنا لإنجاز هذه الدراسة.

7. صعوبات الدراسة: من أهم الصعوبات التي تم مواجهتها لإنجاز هذه الدراسة كانت في الجانب التطبيقي، حيث تمثلت في النقص الكبير للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر (سوق الأسهم) من جهة، كما أن المؤسسات المدرجة بها كانت متأخرة في الدخول، حيث نجد أن مؤسسة «أن سي أ رويبة» أدرجت أسهمها في سنة 2013، كما أن مؤسسة «بيوفارم» لم تقم بإدراج أسهمها إلا في سنة 2016، وهذا ما كان سبباً أساسياً لنقص عينة الدراسة، وعدم تمكننا من الاعتماد على النماذج القياسية، لذلك وكحل وسط اعتمدنا على طرق تحليل المعطيات التحليلية، حيث ركزنا على أسلوب التحليل العاملي بالمركبات الأساسية (ACP- Analyse en Composantes Principales)، ويعتبر هذا النوع من التحليل أحد طرق التحليل العاملي التي تستخدم لمعالجة البيانات الكمية، وتعتبر طريقة التحليل بالمركبات الأساسية من أكثر طرق التحليل العاملي دقة واستعمالاً في مجال البحث العلمي.

8. الدراسات السابقة: من بين أهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها والتي تدخل في إطار مالية المؤسسة والقريبة من موضوع بحثنا نجد ما يلي:

1.8. دراسة الباحث: ضيف ياسين بعنوان: "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2015/2014.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012، حيث كانت أهم أهدافها:

- توضيح كل من الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل مع التعرف إلى مختلف أبعاده الرئيسية؛
- التعرف على أهم العوامل أو المحددات التي تؤثر في عملية اختيار مصادر تمويل الاحتياجات المالية داخل الشركات؛
- قياس قيمة الشركات السعودية المدرجة بالسوق المالي السعودي بمؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية؛

- اختبار العلاقة بين الهياكل التمويلية للشركات السعودية المدرجة في السوق المالي السعودي وقيمة تلك الشركات؛
- التوصل إلى نتائج عملية وعلمية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في السوق السعودي للأوراق المالية والمفاضلة بين قرارات التمويل، وبالتالي اختيار هيكل التمويل الأمثل.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة من جهة، وعلاقة المردودية المالية بقيمة الشركة ليس لها معنوية احصائية من جهة أخرى.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر كل القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كما تدرس الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضاً عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي.

2.8. دراسة الباحثة: عدمان فايزة بعنوان: "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة - دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج البانل-"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016/2017.

عاجلت هذه الدراسة إشكالية: كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة المدرجة في البورصة على القيمة السوقية لأسهمها، حيث كانت أهم أهدافها:

- محاولة التحكم في موضوع سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للأسهم والربط بينهما؛
- محاولة طرح وجهات النظر المختلفة حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للأسهم، وتبرير القصور الذي يعترها؛

- محاولة بناء نموذج قياسي يبين أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى 2013؛

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر من أهم السياسات المالية في المؤسسة نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاساتها على سعر السهم في السوق، كما أن قيمة المؤسسة المعبر عنها بقيمة سهمها في البورصة تتأثر بعوامل العرض والطلب عليه، وهذه العوامل متعددة أكثر من أن تحصى، ونظراً لتعدد وتغير العوامل التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي المقياس لقيمة المؤسسة، فإن هذه القيمة لا تتسم بالثبات، بمعنى أنها تتقلب تبعاً لتغير تلك العوامل.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر كل القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار

وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كما تدرس الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس البنوك المدرجة في بورصة عمان.

3.8. دراسة الباحث: علي بن الضب بعنوان: "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009/2008.

عاجت هذه الدراسة إشكالية: مدى تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما لها، حيث كانت أهم أهدافها:

- الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات المالية (قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة، ومن ثم على أسعار أسهم الدول العربية؛
 - التعمق في طرق التقييم المعتمدة واختبار إمكانية تطبيقها والوقوف على النقائص والصعوبات خاصة في ظل الإصلاحات المحاسبية الوطنية؛
 - إبراز العوامل ذات التأثير البالغ والمهم على قيمة المؤسسة قصد اتخاذ القرار الناجع والفعال في سوق الكويت للأوراق المالية، الذي يعتبر أحد أهم الأسواق المالية العربية؛
 - اختبار إمكانية تطبيق بعض النماذج في النظرية المالية، وحصر وتحديد المعوقات والحدود.
- ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفوًا عند المستوى الضعيف، وإلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليسا لوحدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرارين ماليين متمثلين في الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا تدرس أثر كل القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كما تدرس الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

4.8. دراسة الباحث: بنية محمد بعنوان: "القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015"، مذكرة دكتوراه (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدينة، 2016/2017.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: فعالية دور القرارات المالية المتخذة من قبل المؤسسات في تعظيم القيمة السوقية، حيث كانت أهم أهدافها:

- محاولة تسليط الضوء على المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من مفهوم القرارات المالية، قيمة المؤسسة، خلق القيمة، قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح والهيكل المالي؛
- توضيح العلاقة بين قرارات الاستثمار من خلال العائد على الاستثمار والقيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- دراسة مدى تأثير قرارات التمويل على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- محاولة اختبار تأثير متغيرات قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود أثر معنوي لمتغير قرار الاستثمار على القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي لمتغير ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للمؤسسة، بينما لا يوجد أثر معنوي لمتغير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة.

تتفق الدراسة التي قمنا بها إلى حد كبير مع هذه الدراسة في كونها درست أثر كل القرارات المالية المتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس بالإضافة إلى دراسة أثر كل القرارات المالية على قيمة المؤسسة الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي.

5.8. دراسة الباحثة: حورية بديدة بعنوان: "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي - دراسة اختبارية وحديثه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011/2012.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح من قبل المؤسسات المسعرة في السوق المالي على قيمتها، حيث كانت أهم أهدافها:

- معرفة القدرة التفسيرية لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، ومن ثم على قيمة المؤسسة؛

- إبراز المتغير الأكثر تأثيراً من بين متغيرات سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، قصد اتخاذ القرار الناجح والفعال في سوق باريس المالي؛
- محاولة اختبار تأثير المحتوى الاعلامي لسياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم، وبالتالي قيمة المؤسسة المدرجة في مؤشر CAC40؛
- محاولة معرفة مدى أهمية متغيرات سياسة توزيع الأرباح للمستثمر الفرنسي من خلال الكشف عن أهم متغيرات سياسة توزيع الأرباح التي لها تأثير على أسعار وأحجام معاملات الأوراق المالية، مما يساهم في تطوير وتنمية مفهوم التعديل السريع لتوقعات المستثمرين، بالإضافة إلى أن دراسة المحتوى الاعلامي تحفز المستثمرين على البحث عن مصادر المعلومات المحاسبية المناسبة والتي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم.
- ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة خطية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمته السوقية، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الاعلامي لهذه السياسة على قيمة مؤسسات مؤشر CAC40.
- تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر كل القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كما تدرس الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضاً عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40.
- 6.8. دراسة الباحث: عبد الكريم بوحادرة بعنوان: "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة-"، ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011 .
- عالجت هذه الدراسة إشكالية: الدور الذي تؤديه سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم في ظل الظروف التي تتسم بعدم الثبات وعدم التأكد، حيث كانت أهم أهدافها:
- تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي من أجل محاولة الرفع من كفاءة استغلال الموارد المالية المتوفرة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- التركيز على الأرباح المحتجزة وسياسة توزيع الأرباح وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم، وكذا إظهار أهمية التوزيعات بالنسبة لكل من المستثمر والمؤسسة.
- ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن سياسة توزيعات الأرباح تؤدي دوراً هاماً في تحديد قيمة السهم، فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة توزيع الأرباح عموماً تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات ولا تعاني من صعوبات مالية تحول دون قيام ذلك.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا تدرس أثر كل القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كما تدرس الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس بعض المؤسسات الوطنية وبعض المؤسسات الأجنبية المدرجة في البورصة.

7.8. دراسة الباحث: بسام محمد الأغا بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار -دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين-"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين، 2005/2004.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل (المقترض والمتملك) على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة بفلسطين، حيث كانت أهم أهدافها:

- معرفة أثر الرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة في فلسطين؛
- معرفة أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار في شركات المساهمة العامة في فلسطين؛
- التعرف على أهم المعايير والمحددات التي تؤثر في اختيار مصدر تمويل الاستثمارات؛
- التوصل إلى نتائج علمية وعملية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في فلسطين للمفاضلة بين قرارات التمويل، وبالتالي اختيار هيكل التمويل الأمثل.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المتملكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت هذه الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في القرار المالي على قرار مالي آخر وهو قرار الاستثمار أي تدرس العلاقة التبادلية بين قرارين ماليين، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس شركات المساهمة بفلسطين.

8.8. دراسة الباحث: بوساق محمد بعنوان: "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2013"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2016/2015.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: أثر الاستدانة على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث كانت أهم أهدافها محاولة إبراز مدى تأثير الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية على نسبة الاستثمار ونسبة توزيع الأرباح.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن لتكلفة رأس المال أهمية بالغة جدا في المؤسسة، لما لها من دور في اختيار المشاريع الاستثمارية وتحديد الهيكل المالية المناسبة، كما أن لسياسة توزيع الأرباح أهمية كبيرة في المؤسسة لما لها من دور في رفع قيمتها السوقية.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في الهيكل المالي على باقي القرارات المالية الأخرى أي تدرس العلاقة التبادلية بين القرارات المالية، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا تدرس أثر القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما تختلف أيضا عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر في حين هذه الدراسة تدرس مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

9.8. دراسة الباحث: أيمن سيد محمد سرحان بعنوان: "أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية"، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، مصر، 2003/2002.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، حيث كانت أهم أهدافها:

- تحديد درجة تأثير المتغيرات المالية المختلفة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المسعرة في البورصة المصرية؛
- تحديد المتغيرات المالية الأكثر تأثيرا على القيمة السوقية.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن المتغيرات الأكثر تأثيراً تتمثل في الربحية ومعدل الفائدة، إلا أن هذا التأثير ضئيل جدا.

تتفق الدراسة التي قمنا بها إلى حد كبير مع هذه الدراسة في كونها درست أثر أغلب المتغيرات المالية متمثلة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس بالإضافة إلى دراسة أثر كل القرارات المالية على قيمة المؤسسة الأثر المتبادل فيما بينها، كما تختلف أيضا عنها في المؤسسات محل الدراسة.

10.8 .دراسة الباحث Kane وزملاؤه بعنوان:

"The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment"

"أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار"⁽¹⁾.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار، حيث كانت أهم أهدافها:

- إيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل من المصادر المملوكة والمقترضة ومعدل العائد على الاستثمار؛

- إيجاد العلاقة بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن هناك منافع كبيرة تحققها المؤسسات عندما يزداد اعتمادها على القروض في تمويل استثماراتها إذ يزداد العائد، أي هناك علاقة إيجابية بين تكلفة التمويل وكذا الرافعة المالية مع معدل العائد على الاستثمار، إلا أنه تزداد درجة مخاطر التعرض للتصفية والإفلاس.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل في قرار الرفع المالي على قرار مالي آخر وهو قرار الاستثمار أي تدرس العلاقة التبادلية بين قرارين ماليين، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

11.8 .دراسة الباحث حمزة غربي بعنوان: "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الجزائر"، مذكرة دكتوراه (غير منشورة) في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2014.

عالجت هذه الدراسة إشكالية: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة، حيث كانت أهم أهدافها معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال معرفة محددات أدوات السياسة المالية للمؤسسة، والمتمثلة في محددات الاستثمار، محددات الهيكل المالية ومحددات توزيع الأرباح، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات السياسة المالية للمؤسسات في الدول المتطورة.

⁽¹⁾ Kane, Alex, Markus, Alan J, Robert L: "The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment", Journal of Financial and Quantitive Analysis, Vol:20 No:4, Décamper 1989.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة وجود أهمية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أن هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها، وهي بذلك تتشابه مع بعض المحددات مع الدول المتطورة، والمتمثلة في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني.

تتفق الدراسة التي قمنا بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر إشكالية التمويل على محددات السياسة المالية (الاستثمار، الهيكل المالية وتوزيع الأرباح) أي تدرس العلاقة بين القرارات المالية، في حين تختلف عنها في كون الدراسة التي قمنا بها تدرس أثر القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار وقرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، كما تختلف عنها في طبيعة المؤسسات المدروسة ففي حين تدرس هذه الدراسة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإنّ الدراسة التي قمنا بها تدرس المؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية.

9. منهج الدراسة: نظراً لطبيعة الموضوع وبغية الإحاطة بمختلف جوانبه، ومن أجل تحليل أبعاده والإجابة على التساؤلات واختبار صحة الفرضيات المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي في معظم أجزاء الدراسة وكذلك على المنهج التاريخي للوصول إلى معلومات مناسبة عن التسلسل الزمني لبروز أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح، هذا من جهة ولإعطاء فكرة موجزة وواضحة على مصادر التمويل ومعايير تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية وسياسة توزيع الأرباح بشكل عام من جهة أخرى، بالإضافة إلى منهج دراسة الحالة في الفصل الأخير والذي يسمح بالقراءة المالية للأداء المالي لمختلف المؤسسات محل الدراسة باعتبارها مؤسسات اقتصادية مسعرة في بورصة الجزائر وهذا من أجل تحليل مختلف القرارات المالية المتخذة على مستوى الإدارة المالية وأثرها على هذا الوضع المالي وبالتالي تأثيرها على القيمة السوقية لها.

10. خطة الدراسة: بغية الإلمام بجوانب الدراسة تم تقسيمها إلى:

- مقدمة الدراسة: حيث تم فيها عرض الإشكالية الرئيسية ومختلف الأسئلة الفرعية للدراسة، كما تم اقتراح فرضية رئيسية ومجموعة من الفرضيات الفرعية كإجابات أولية على الأسئلة السابقة، إضافة إلى عرض أهمية الدراسة وأهم الأهداف التي نسعى إليها؛

- الفصل الأول بعنوان: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة: حيث تم فيه التطرق للإطار النظري للقيمة وتقييم المؤسسات الاقتصادية كمبحث أول، ثم تطرقنا إلى أهم طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على الذمة المالية كمبحث ثاني، وكمبحث ثالث قمنا بعرض طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على العائد، وكمبحث أخير قمنا بعرض طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على فائض القيمة Good Will؛

- الفصل الثاني بعنوان: قرار اختيار الهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة: حيث في هذا الفصل قمنا بعرض أهم المفاهيم العامة حول تمويل المؤسسات الاقتصادية كمبحث أول، ثم قمنا بتحليل مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية وقياس تكلفتها كمبحث ثاني، وكمبحث أخير تطرق لأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة؛
- الفصل الثالث بعنوان: القرار الاستثماري وأثره على قيمة المؤسسة: حيث تم فيه عرض أهم المفاهيم المتعلقة بالمشروع الاستثماري كمبحث أول، من جهة أخرى تم التركيز على أهم معايير اختيار المشاريع الاستثمارية كمبحث ثاني، وكمبحث أخير تم توضيح علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة؛
- الفصل الرابع بعنوان: قرار توزيع الأرباح وأثره على قيمة المؤسسة: حيث تم فيه عرض أهم المفاهيم المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح كمبحث أول، في حين خصص المبحث الثاني لعرض أهم أنواع ونماذج سياسة توزيع الأرباح، وكمبحث أخير تم عرض أهم النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- الفصل الخامس بعنوان : دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر: حيث استعرضنا من خلاله بورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة في سوقها الرسمي (مؤسسة «أليانس للتأمينات»، مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»، مؤسسة «أن سي أ رويبة»، مجمع «صيدال» ومؤسسة «بيوفارم»)، وفي المبحث الثاني قمنا بتحليل علاقات الارتباط والسببية بين قيمة المؤسسة والقرارات المالية من أجل تحليل مختلف القرارات المالية المتخذة على مستوى الإدارة المالية، وفي المبحث الثالث والأخير قمنا بتطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP) باستخدام تقنية التصنيف التسلسلي (CHA).
- الخاتمة: قمنا من خلالها بتقديم حوصلة لما تم استعراضه من خلال فصول الدراسة، حيث تم الإجابة فيها على مختلف الأسئلة المقدمة في الدراسة، كما قمنا بتقديم جملة من النتائج والتوصيات مع اقتراح مجموعة آفاق للدراسة المكتملة والمدعمة لها.

الفصل الأول

الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة

تمهيد:

إن مفهوم القيمة ليس واضحاً ومباشراً كما يعتقد الكثير، فقيمة أي أصل تتوقف على عدّة عوامل (الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها، نوعية القيمة الجاري قياسها، التوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة)، لذلك يعتبر موضوع القيمة من أكثر المواضيع جدلاً بين مختلف المفكرين والمدارس في الفكر الاقتصادي، حيث كانت محل اهتمام كبير، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة ضمن النظرية الاقتصادية، ولقد جاءت الدراسات لتبحث في مجالات قياس قيمة المؤسسة في ظل إجراءات التفاوض، الناتجة أساساً عن عمليات الخصخصة، التصفية، الاندماج أو الشراكة، أو أي عملية تستدعي وجود طرفي تفاوض بشأن المؤسسة.

إن تعدد طرق تقييم وقياس قيمة المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المالي والحاسبي يجعل المعنيين بعملية القياس أو من ينوب عنهم أمام العديد من الطرق، مما يجتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم. وتمثل أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة، والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرح مشاكل كبيرة في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداحيل، تعدد معدلات الاستحداث....)، يضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، فهناك طرق تعتمد على منظور الذمة المالية للمؤسسة، وأخرى تعتمد على المنظور المرتكز على ما سُدّره المؤسسة من أسهمها في المستقبل من عوائد وتدفعات، إضافة إلى طرق تعتمد على منظور الفائض، ففي ظل ذلك تبرز إشكالية إيجاد القيمة المناسبة للمؤسسة في ظل هذا التباين والاختلاف في مناظير وطرق قياس وتقييم المؤسسات. وللوصول إلى معرفة قيمة المؤسسة وطرق تقييمها تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث كما يلي:

✓ المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة؛

✓ المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على الذمة المالية؛

✓ المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على العائد؛

✓ المبحث الرابع: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على فائض القيمة.

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة

يعتبر موضوع قيمة المؤسسة من بين الميادين الرئيسية لمالية المؤسسة، حيث يعتبر محل اهتمام أطراف عديدة تربطها مصالح مشتركة بالمؤسسة، كما يُطرح إشكال تقدير قيمة المؤسسة في مناسبات عديدة كالإكتساب، التنازل عن المؤسسة، اندماج المؤسسة مع مؤسسات أخرى، خصخصتها أو فتح رأسمالها أو حتى تصفيتها وغيرها من الحالات.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

سنحاول في هذا المطلب التطرق لمفهوم القيمة حسب الفكر الاقتصادي والفكر المحاسبي والمالي.

أولاً. مفهوم القيمة: يعتبر موضوع القيمة من أهم المواضيع التي لقيت اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما علم الفلسفة، علم الاجتماع، حيث في مجال علم الاقتصاد احتل نطاقاً واسعاً نظراً لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح الإلمام به فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية.

فالنظريات الاقتصادية عبر فترات متتالية اختلفت في تحديد مفهوم القيمة بشكل دقيق، 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 لغةً كما يلي: قيمة الشيء: قدره، وقيمة المتاع: ثمنه، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواءً اتخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلتها بها⁽¹⁾.

كما يمكن القول أن القيمة عبارة عن مبلغ يُدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء 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⁽²⁾.

ثانياً. مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي: يؤكد الفكر الاقتصادي عند معالجته لموضوع القيمة على ضرورة التمييز بين نوعين من القيمة وهما: قيمة المبادلة (Value Exchange) والقيمة الاستعمالية (Value in Use)، فقيمة المبادلة تستخدم كوسيلة للتعبير عن مبادلة السلع والخدمات ببعضها البعض، بحيث تحدد قيمة السلعة بمقدرتها على اقتناء سلعة أو سلع أخرى عند مبادلتها بوحدة واحدة منها، فهي إذن تعبير عن العلاقة

(1) <http://www.almougem.com/mougem/search/%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9>

(consulté le: 21/10/2015 a: 15:07)

(2) طارق عبد العال حماد: التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 05-

الكمية بين السلع محل المبادلة، في حين تستخدم القيمة الاستعمالية كوسيلة للتعبير عن مدى نفعية السلعة أو الخدمة عندما يتم استخدامها من قبل المستهلكين، وبذلك تتحدد قيمة الشيء بمقدار المنافع الشخصية التي يتم إشباعها من استخدامه⁽¹⁾.

وفي هذا الإطار قام "آدم سميث" عند معالجته لكيفية تحديد قيمة المبادلة بناءً على فكرة تقسيم العمل بالتفريق بين استعمالين لتكلفة القيمة، حيث أوضح أن إحداها تدعى بالقيمة الاستعمالية ويقصد بها منفعة الشيء، أما الأخرى فتدعى قيمة المبادلة والتي يقصد بها ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقد قدم مثال عن التناقض الذي يمكن أن يفسر عن وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع أثبت أنه يمكن أن نجد شيئاً يتمتع بقيمة استعمال كبيرة في حين أن قيمته التبادلية ضئيلة جداً أو منعدمة، والعكس صحيح ومثال ذلك الماء والملابس⁽²⁾.

وعلى الرغم من هذا التمييز إلا أن الفكر الاقتصادي عند تفسيره لمفهوم القيمة يركز على قيمة المبادلة، لسهولة الإلمام بقواعدها وأسسها مقارنة بقيمة الاستعمال، إذ يؤكد بأنها ظاهرة تنتمي إلى إنتاج المبادلة فقط، حيث تتميز السلع من الناحية الكيفية بخاصية مشتركة تجعلها قابلة للتبادل فيما بينها رغم اختلاف قيم استعمالها، وتتمثل هذه الخاصية في أن كل السلع نتاج العمل الاجتماعي المجرد، وبذلك فإن القيمة تعبر عن نفسها في شكل قيمة المبادلة التي هي علاقة بين قيمتين.

ثالثاً. مفهوم القيمة في الفكر المحاسبي والمالي: أدى الفكر المحاسبي دوراً بارزاً 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 في الدفاتر 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⁽³⁾.

⁽¹⁾ موسى بن منصور: آثار الانضمام على الشركات المنضمة، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009، ص: 114.

⁽²⁾ عادل أحمد حشيش: تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 2009، ص: 174.

⁽³⁾ موسى بن منصور: مرجع سبق ذكره، ص: 116.

ويعتمد الفكر المحاسبي في قياس القيمة على مدخلين أساسيين هما:

1. مدخل التكلفة: يعتمد هذا المدخل على مفهوم النفقة أو التكلفة في عملية القياس والتقييم المحاسبي، وذلك من خلال طريقتين أساسيتين هما⁽¹⁾:

أ. **طريقة التكلفة التاريخية:** والتي تقوم على تقييم الأصول بما يعادل الثمن النقدي المستخدم في حيازتها، وعدم الاعتداد بتقلبات القيم السوقية التي تلحق بعد تاريخ الحيازة؛

ب. **طريقة التكلفة التاريخية المعدلة:** والتي تقوم على فكرة أن التكلفة التاريخية توفر معلومات موضوعية ولكنها أقل ملاءمة لاتخاذ القرارات المالية بسبب إهمالها للتغير في الأسعار، وهذا ما يجعلها تعبر عن أحداث ماضية ولا تعكس الأحداث الاقتصادية الجارية، وبذلك فهي تعمل على تعديل وحدة القياس بالأسعار الجارية مع وجود أساس التكلفة التاريخية.

2. مدخل القيمة: يعتمد هذا المدخل في قياسه وتحديد نتائجه الأعمال وتصوير المراكز المالية للشركات على أساس مفهوم القيمة، وذلك من خلال استعمال طرق القياس التالية⁽²⁾:

أ. **طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية:** توفر هذه الطريقة قدراً كبيراً من الدقة في تحديد نتائج الأعمال مما يحقق واقعية القياس، وبالتالي حفاظها على رأس المال المادي للشركة، الأمر الذي ينعكس أثره في الحفاظ على أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية؛

وعلى الرغم من ذلك فقد وُجِّهت لها عدة انتقادات، من أهمها صعوبة تحديد ماهية تكلفة الاستبدال الواجب الاعتماد عليها، كما أن الحفاظ على مستوى الأسعار السوقية للأسهم لا يتوقف على الحفاظ على رأس المال المادي فحسب، بل هناك العديد من العوامل الأخرى التي لها أثرها في ذلك، منها مقدار العوائد الموقع الحصول عليها في المستقبل ومعدل الخصم المستخدم ودرجة المخاطرة.

ب. **طريقة محاسبة التحديث المستمر:** تقوم هذه الطريقة على افتراض أساسي مفاده أن مشاركة الشركة في الأعمال أو النشاط الاقتصادي يتطلب منها القيام بالاختيار بين بدائل التشغيل المختلفة، نظراً لندرة الموارد المتاحة لديها، ويمكن قياس تلك المشاركة باستخدام مفهوم تكلفة الفرصة البديلة للأصول التي تحوزها الشركة بصورتها

⁽¹⁾ محمد سمير الصبان وآخرون: المشاكل المحاسبية المعاصرة، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2000، ص: 42-48.

⁽²⁾ إبراهيم الدسوقي: محمد عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة القاهرة، مصر، 1995، ص: 11-08.

الحالية، والتي تعبر عنها بالمكافئ النقدي الجاري لهذه الأصول، والذي يعادل قيمتها البيعية الجارية التي تعكس السعر القابل للتحقق فوراً.

وقد وجهت لهذه الطريقة أيضاً مجموعة من الانتقادات، منها اختلاف الأسلوب المستخدم في تقييم عناصر المركز المالي للشركة، وكذلك اختلاف الأساس المالي المستخدم في تقييم البند الواحد، حيث يتم مثلاً تقييم قروض السندات بالمبلغ الأصلي التعاقد له، في حين يتم الاستثمار في السندات بالمكافئ النقدي الجاري عند تغير معدل الفائدة السائد في السوق.

ج. طريقة الدخل المتوقع: تركز هذه الطريقة على مفهوم القيمة الاقتصادية، حيث تعمل على قياس المنافع الاقتصادية المتوقع الحصول عليها مستقبلاً كنتيجة لقيامها باستغلال الموارد الاقتصادية المتاحة لديها، ومن ثم توفر هذه الطريقة معلومات تساعد على قياس القيمة الحقيقية للشركة معبراً عنها في صورة القيمة الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة، الأمر الذي يترتب عليه الحفاظ على القدرة الإيرادية المستقبلية لرأس المال، ومن ثم زيادة درجة الرشد في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، هذا وقد وجهت بعض الانتقادات لهذه الطريقة تتمحور أساساً حول عدم موضوعية القياس في ظل عدم التأكد المستقبلي.

المطلب الثاني: التقييم وأشكال القيمة

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

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

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⁽¹⁾.

⁽¹⁾ 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)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010، ص: 14.

ثانيا: أشكال القيمة: يأخذ مفهوم القيمة عدة أشكال يمكن توضيحها في ما يلي⁽¹⁾:

1. **قيمة الحياة:** تعني تكلفة الحياة لتثبيت 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 التثبيت المعني؛
2. **القيمة الإجمالية:** وهي التي يظهر بها الأصل في الميزانية تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة؛
3. **القيمة الصافية:** وتسمى محاسبا بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك يعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل؛
4. **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؛
5. **القيمة الجديدة:** تمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة؛
6. **قيمة السوق:** تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن هذا السعر ناتج عن العرض والطلب، ويعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات؛
7. **القيمة الحقيقية (القيمة العادلة):** تعني المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية؛
8. **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؛
9. **قيمة المنفعة:** تمثل القيمة المحيئة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها؛
10. **القيمة القابلة للتحويل:** تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية؛
11. **قيمة التصفية:** هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالحالة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مزاولتها نشاطها لاعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من دواعي استخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخبط فيها المؤسسة؛

⁽¹⁾ بكاري بلخير: المرجع نفسه، ص: 14-16.

12. القيمة المصفاة: تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من أنه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح 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؛

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

14. 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.

المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على الذمة المالية

إن الغرض الأساسي من استعمال طرق التقييم المعتمدة على الذمة المالية أو الأصول هو إعطاء المؤسسة قيمة إجمالية منطلقةً من منظور الاستمرار في الاستغلال، الذي يهتم جميع الأطراف المعنية بعملية التقييم قصد تحقيق أهدافهم المختلفة، إضافةً إلى ذلك تتميز هذه الطرق بالسهولة، الموضوعية والواقعية النسبية، وهذا لاعتمادها على معطيات فعلية. فلمقاربة الذمة المالية أهمية كبيرة في مجال التقييم، حيث من خلالها يمكننا التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم، التي يعود إليها المهتمون بالمؤسسة، فعلى الرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها، إلا أنه لا يمكن الاستغناء عنها، ذلك لأنها تساعد في اتخاذ القرارات المتعلقة بالخصخصة، البيع أو التفريع، أو أي قرار مالي معين.

المطلب الأول: تقييم عناصر التثبيتات العينية

تمثل العناصر العينية أساساً في الأراضي والمباني والآلات ومختلف تجهيزات الإنتاج المتواجدة داخل المؤسسة، حيث يمكن أن تكون خارج الاستغلال أو مرتبطة بالاستغلال، فبالنسبة للعناصر الأولى لا يتم إدخالها في حساب الأصل الصافي المصحح، وإنما تعتبر خزينة متاحة يمكن الاستفادة منها فيما بعد:

- قصد تمويل دورة الاستغلال للمؤسسة، أو تمويل تثبيتات الاستغلال المستقبلية؛

- أو يستفيد منها مشتري المؤسسة في تمويل شرائها⁽¹⁾.

إذن تقيم هذه العناصر غير الضرورية للاستغلال بالقيمة السوقية الصافية، وذلك حسب الصيغة التالية⁽²⁾:

$$\text{القيمة السوقية الصافية} = \text{سعر البيع} - \text{الضريبة على فائض القيمة} - \text{تكلفة الانجاز} \dots (01-01)$$

أولاً. الأراضي: يجب التأكد قبل الشروع في تقييم مفصل وشامل لهذا النوع من الأصول، من أن كل قيم الأراضي التي بحوزة المؤسسة مسجلة في حساباتها، وهذا لن يتأتى إلا من خلال مراجعة الحسابات ذلك أنه قد يحدث أحيانا دمج القيمة الدفترية للأراضي المبنية مع قيمة المبنى، الأمر الذي يدعو إلى استدراك هذا الخطأ المحاسبي بالتفرقة بين قيمتهما، وكخطوة ثانية، يجب على الخبير تصنيف الأراضي حسب اختصاصاتها للتمييز بين المخصصة للاستغلال والمخصصة للأنشطة خارج الاستغلال، وهذا لتمكنه من حساب الأصل الصافي المحاسبي بدقة.

⁽¹⁾ Tchameni Emmanuel: **Evaluation des entreprises**, édition Economica, Paris, 1993, P: 12.

⁽²⁾ J.Brillman, C.Maire: **Manuel d'évaluation des entreprises**, Edition d'Organisation, Paris, 1993, P: 136,

(نقلا عن هواري سويسي: **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص: 79).

وهناك عدة طرق عملية مستعملة في تقييم الأراضي، حيث يمكن حصرها في طريقتين أساسيتين هما:

1. **طريقة التقييم المباشرة:** حسب هذه الطريقة يتم تقدير قيمة الأراضي الموجهة للاستغلال عن طريق مقارنتها مع أرض تملك نفس الخصائص من حيث النوعية، المساحة، والموقع....، فالموقع يعتبر أهم عامل في تحديد قيمة الأرض من حيث ارتفاع أو انخفاض السعر، أما بالنسبة للأراضي خارج الاستغلال فتقدر بسعر السوق.

ويجب أن نميز بين قيمة أرض مبنية وقيمة أرض غير مبنية، وبحصولنا على سعر المتر المربع نقوم بضربه في المساحة⁽¹⁾.

قيمة الأرض غير المبنية تحسب حسب العلاقة الآتية:

$$(01-01) \dots\dots\dots \boxed{\text{قيمة الأرض غير المبنية} = \text{سعر المتر المربع} \times \text{المساحة}}$$

أما قيمة الأرض المبنية فنحصل عليها من خلال العلاقة الآتية:

$$(01-02) \dots\dots\dots \boxed{\text{قيمة الأرض مبنية} = \text{قيمة الأرض غير مبنية} - \text{التخفيض المطبق}}$$

2. **طريقة التقييم بواسطة التكلفة العقارية:** يتم استعمال هذه الطريقة في تقييم الأراضي المبنية، حيث يتم الاعتماد على التكلفة العقارية للمباني والتي تضم سعر الأراضي وأتعاب الأخصائي بمسح الأرض وكذا النفقات المتعلقة بالتهيئة، وكل الرسوم المرتبطة بالمشروع.

حسب هذه الطريقة يتم حساب قيمة الأراضي انطلاقاً من نسبة التكاليف العقارية من سعر التكلفة للمتر المربع المبني، ويمكن معرفة التكلفة العقارية للمتر المربع الواحد عن طريق مباني أنجزت حديثاً في مناطق مجاورة. وعليه فإن حساب قيمة الأرض المبنية يتم على النحو التالي⁽²⁾:

$$(01-03) \dots\dots\dots \boxed{\text{قيمة أرض مبنية} = \text{قيمة التكلفة العقارية للمتر المربع} \times \text{مساحة الأرض}}$$

ثانياً. **المباني:** يمكن حساب قيمة المباني وفق مقارنتين هما⁽³⁾:

1. **مقاربة قيمة إعادة البناء:** حيث تركز هذه المقاربة على نوع المبنى الضروري للنشاط، ومنه على قيمة الاستعمال كونه يدخل في عملية الاستغلال، فتحسب قيمته بالمقارنة مع مبنى آخر جديد له نفس المميزات والمردودية والنشاط إلى حد بعيد، إذن من هنا يمكن معرفة تكلفة المتر المربع، وبضربه في المساحة المبنية آخذين بعين الاعتبار معامل القدم ومعامل الاهتلاك نجد القيمة الاستعمالية للمبنى، وذلك على النحو التالي:

$$(01-04) \dots\dots\dots \boxed{\text{القيمة الاستعمالية للمبنى} = \text{المساحة المبنية} \times \text{معامل الاهتلاك} \times \text{معامل القدم} \times \text{تكلفة البناء للمتر المربع}}$$

⁽¹⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 56-56 .

⁽²⁾ Choinel Alain: **Introduction à l'Ingénierie Financière**, Edition la Revue Banque, Paris, 1991, P: 63, (55، ص: 55). (نقلا عن بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 55).

⁽³⁾ J.Brilmann, C.Maire: **Op.cit**, P: 138.

2. مقارنة قيمة الحياة: يمكن أن تكون المباني متعلقة بنشاط معين، حيث حصلت عليها المؤسسة بعد قيامها بعدة استثمارات وأشغال عبر سنوات مختلفة، وحسب هذه الطريقة يقوم الخبير باستحداث التكاليف المتعلقة بكل سنة لمختلف الشبكات، من أجل الحصول على قيمة جديدة بالنقد الجاري، هذا بعد تطبيق معاملي القدم والاهتلاك، وطبعاً معامل إعادة التقييم.

أما بالنسبة للمباني خارج الاستغلال فهي تخضع لتقييم خاص يتمثل في طريقتين هما⁽¹⁾:

1. طريقة المقارنة: تعتمد هذه الطريقة في تقييمها للمباني خارج الاستغلال بإيجاد مبنى جديد شبيه بالمبنى الحالي من حيث الموقع، المساحة وعناصر التجهيز... إلخ، تم بيعه أثناء عملية التقييم، فنطبق على تلك القيمة معامل القدم (باستخدام السن، الحالة...)، لكن الإشكالية في تطبيق هذه الطريقة هو إيجاد مبنى جديد مماثل للمبنى المراد تقييمه، نظراً للتطورات الحاصلة في تقنيات البناء، وهذا ما يعاب على هذه الطريقة.

ويمكن صياغة العلاقة العامة لحساب قيمة المبنى على النحو الآتي:

$$\text{قيمة المبنى} = \text{القيمة الجديدة} \times (1 - \text{معامل القدم } (R)) \quad \dots\dots\dots (01-05)$$

في حين يمكن صياغة معامل القدم على النحو التالي:

$$R = \frac{(1 - T_0)}{T_N} \quad \dots\dots\dots (06-01)$$

حيث أن:

T_0 : مدة الحياة الباقية للأصل المعني؛

T_N : مدة الحياة الكلية للأصل.

2. طريقة التقدير بواسطة الدخل: يتم تطبيق هذه الطريقة عموماً في الحالات الخاصة والمتعلقة بالمباني المؤجرة، بحيث يطبق معدل رسملة للعوائد التي تتحصل عليها المؤسسة نتيجة لتأجيرها للمباني، كما يمكن استعمال هذه الطريقة بالنسبة للمباني غير المؤجرة وذلك بواسطة تقدير نظري للعوائد، وفي هذا الشأن على الخبير أن يكون محتاطاً وحذراً لعدم تأجيرها فعلاً.

إنّ ما يمكن أن يلاحظ حول هذه الطريقة هو أن نسبة معدل الرسملة في علاقة عكسية مع مجموعة من العوامل المتمثلة في نوعية المبنى، مدة حياته الافتراضية ونوعية محيطه، ويمكن الإشارة هنا أن معدل الرسملة بالنسبة للمباني ذات الاستعمال السكني هو محصور بين 04% و 06%⁽²⁾.

⁽¹⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 58-59.

⁽²⁾ Choinel Alain: **Op-cit**, P: 67-68.

ثالثاً. **المعدات والتشبيات الأخرى:** من أهم الطرق المستعملة في هذا النوع من التشبيات هي طرق لا تختلف عن سابقتها المطبقة في المباني إلى درجة أن بعضاً منها يمكن استعماله في تقييم المعدات كما يمكن استعماله في تقييم المباني. ويمكن توضيح هذه الطرق على النحو الآتي:

1. التقييم بواسطة قيمة الاستعمال: تعتمد هذه الطريقة في تقييمها للمعدات على القيمة الجديدة المصححة في تطبيق معاملات تسمح بالأخذ في الحسبان مدة الحياة الباقية والتي يمكن تقديرها من خلال معدل الاستخدام ومدى أهمية الصيانة المطبقة.

وعليه يمكن حساب قيمة الاستعمال بالعلاقة الآتية⁽¹⁾:

$$\text{قيمة الاستعمال} = (\text{القيمة المحاسبية الصافية} \times \text{القيمة الجديدة/القيمة الإجمالية}) \dots\dots\dots (01-07)$$

علماً أن هذه الطريقة يمكن تطبيقها إذا كانت الاهتلاكات المحاسبية مقارنة للاهتلاكات التقنية، أما إذا كانت غير كذلك فيجب القيام بتصحيحها، بمعنى أنه يتم تقريب الاهتلاكات المحاسبية إلى الاهتلاكات التقنية ثم يتم تطبيق هذه الطريقة.

2. التقييم عن طريق المقارنة: حسب هذه الطريقة فإنه يمكن القيام ببيع وشراء بعض الآلات في سوق الأدوات المستعملة، حيث يسمح لجوء الخبير لهذا النوع من الأسواق البحث عن آلات من نفس نوع الآلة المراد تقييمها من حيث طبيعتها، ورغم الصعوبات التي تكتنف هذه الطريقة من حيث إيجاد نفس مميزات الآلة، نجد هذه الطريقة الأكثر موضوعية، لذا على الخبير القيام بدراسة وافية ودقيقة لتحديد قيمة هذه الآلات من خلال إيجاد السوق المناسب للعلامة الخاصة بالآلات محل التقييم⁽²⁾.

3. التقييم عن طريق تكلفة الحياة: يتم تقييم المعدات وفق هذه الطريقة بتكلفة الحياة التي يتم تصحيحها بمعامل إعادة التقييم وكذا معامل القدم، حيث توجد نماذج معيارية لحساب هذا الانخفاض، والنموذج المستعمل في هذه الحالة هو كالاتي⁽³⁾:

$$V_r = \frac{P(1+i)(D-A)}{D} \dots\dots\dots (08-01)$$

حيث أن: **Vr**: تمثل القيمة المصححة للآلة؛

P: تكلفة الحياة؛

i: معامل إعادة التقييم؛

D: المدة الكلية لحياة الآلة؛

A: عمر الآلة.

⁽¹⁾ J.Brilmant, C.Maire: Op.cit, P: 140.

⁽²⁾ هواري سويبي: مرجع سبق ذكره ص: 82.

⁽³⁾ Pene Didier: Evaluation et prise de contrôle de l'entreprise, Tome 2: Evaluation et Montages financière, 2^{ème} Edition, Edition Economica, Paris, P: 96-97.

المطلب الثاني: تقييم عناصر الأصول الأخرى (خارج التثبيات العينية)

يمكن عرض عناصر الأصول الأخرى كما هو مبين فيما يلي:

أولاً. الأصول المالية: لوجود فائض في الأموال تقوم بعض المؤسسات أحياناً باستثماره لدى الغير، وفي نهاية السنة تعمل على تقييم أصولها المالية، وقد نص على هذا أيضاً النظام المحاسبي المالي من خلال القرار المؤرخ بتاريخ 26 جويلية 2008 والذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها ضمن الفقرة 5-112، حيث جاء نصها كما يلي⁽¹⁾: "...يقدر الكيان عند حلول كل تاريخ إقفال الحسابات إلى تقدير وتفحص ما إذا كان هناك أي مؤشر يدل على أن أصل من الأصول المالية لم يفقد قيمته فقط، وإذا ثبت وجود مثل هذا المؤشر، فإن الكيان يقوم بتقدير القيمة الممكن تحصيلها من الأصل". إذن سندات المساهمة المسعرة في البورصة تقيم على أساس متوسط السعر البورصي لعدد معين من الأشهر الأخيرة.

أما بالنسبة للسندات غير المسعرة ضف إلى ذلك أن المساهمة يمكن أن تكون بنسبة كبيرة أو بنسبة صغيرة فنكون أمام حالتين:

- إما أن المؤسسة مساهمة بنسبة كبيرة في رأس مال مؤسسات أخرى ومن ثم فإن هذه الأخيرة تعتبر فروعاً من المؤسسة المساهمة، وبالتالي تقييمها يتم تبعاً لنفس المبادئ المستعملة للمؤسسة الأم وبعدها ندمجها؛
- أما في حالة أين تكون المؤسسة مساهمة بنسبة صغيرة أي أن المؤسسة تكون متنوعة لحافظتها المالية فإن عملية تقييمها تتم حسب عدة أسس منها استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم، أو استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيها أقل كأساس للتقييم⁽²⁾.

1. استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم: ويعني استخدام ذلك الأساس عدم إجراء أي تعديلات على القيمة الدفترية لسندات المساهمة، وما يعاب على هذه الطريقة أن القيمة التي ستظهر بها تلك المستندات في الميزانية لن تعكس القيمة الجارية لذلك الأصل مما يؤثر على سلامة الإفصاح عن المركز المالي للمؤسسة.

2. استخدام سعر السوق الجاري كأساس للتقييم: ويتطلب استخدام ذلك الأساس تعديل القيمة الدفترية لسندات المساهمة لكي تعكس القيمة السوقية الجارية، إلا أن هذا نجده مخالفاً لذلك المبدأ الذي يقر عدم تسجيل الإيراد إلا بعد تحققه الفعلي، لكن يدافع أصحاب هذا الرأي عن ذلك الإجراء بأن سندات المساهمة تتميز بسهولة مرتفعة وإمكانية بيعها بأسعار معلومة مسبقاً، هذا بالإضافة إلى أن أسعار السوق الجاري تمثل أفضل المؤشرات عن القوة الشرائية في تاريخ إعداد الوثائق المحاسبية.

3. استخدام سعر التكلفة أو سعر السوق أيهما أقل كأساس للتقييم: ويعني هذا الإجراء استخدام سعر التكلفة كأساس للتقييم إذا لم يحدث تغيير في أسعار شراء تلك السندات أو اتجهت الأسعار إلى الارتفاع، على

⁽¹⁾ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد رقم 19، المؤرخة بتاريخ 25-03-2009، ص: 07.

⁽²⁾ محمد سمير الصبان وآخرون: دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 271-273.

أن يتم استخدام سعر السوق كأساس للتقييم عندما تتجه الأسعار إلى الانخفاض، وبذلك نجد هذه الطريقة تعترف بالخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار السوق دون الاعتراف بالإيرادات، أي أنها تعترف بالتقلبات في أسعار السوق في اتجاه واحد. فهي اعتمدت مبدأ الحيطة والحذر وعند تحديد نتيجة أعمال المؤسسة من ربح أو خسارة، أو عند الإفصاح عن المركز المالي.

كما يمكن أيضاً تقييم المساهمات الصغيرة باستخدام إحدى الطرق الآتية:

- قيمتها التفاوضية (خاصة إذا كانت أسهم المؤسسة مسعرة في البورصة)؛
- رسملة الأرباح الموزعة لحمس حتى عشر سنوات؛
- أخذ متوسط القيم الناتجة من مختلف الطرق.

لكن بصدور النظام المحاسبي المالي حُسم هذا الأمر وهذا ما نستشفه من خلال القرار المؤرخ بتاريخ 26 جويلية 2008 والذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها ضمن الفقرة 06-112، التي جاء نصها كما يلي⁽¹⁾: "تقيم القيمة القابلة للتحصيل للأصل بأعلى قيمة بين ثمن البيع الصافي والقيمة النفعية".

وفي الأخير يمكننا صياغة قيمة المؤسسة وفق طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح كالآتي:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصل المصحح - الخصم المستحق المصحح ... (01-09)

ثانياً. المخزونات: في حالة الشركات الصناعية تقييم المخزونات عموماً لا يطرح إشكال كبير باستثناء تلك المنتجات المتجاوزة أو هي في حالة سيئة، في أي حالة يجب تخفيض على قيمتها المحاسبية. والمخزونات محاسبيا من الممكن أن تكون بأقل وبأعلى تقييم، أقل تقييم للمخزونات يمكن أن ينتج من عاملين أساسيين:

- وجود مخزونات مخفية؛

- تقييم المخزونات تبعاً للظروف الجبائية التي تؤدي إلى التقليل من قيمتها مقارنة مع سعر التكلفة.

من الطبيعي أن نأخذ في الحسبان المخزونات المخفية، التي غالباً ما تتراكم بكفالة وبضمان من رئيس المؤسسة، لكن بشرط أن نطبق تخفيض يساوي إلى الضريبة على أرباح الشركات الذي سيعمل على التقليل من هذه المخزونات في حالة إعادة دمجها في حسابات المؤسسة.

في الحالة الثانية يفضل ألا يتم إعادة تقييم المخزونات، ذلك أنه في الواقع الرفع من قيمة المخزونات يؤدي إلى التقليل من الهامش المستقبلي إذا تم إعادة بيع هذه المخزونات ومن ثم التقليل من الأرباح، انطلاقاً من هنا المرودية لا تبرر قيمة الذمة المالية، من الأحسن أخذ القيمة المحاسبية للمخزونات، ونلاحظ احتمالات وجود فائض قيمة.

⁽¹⁾ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد رقم 19، المؤرخة بتاريخ 25-03-2009، ص: 07.

ونشير أيضاً أن تقييم المخزون يخضع إلى طرق التسيير الداخلي والوضعية التقنية والاقتصادية للمنتجات. سنقوم بعملية تقييم عناصر المخزون حسب ترتيبها في الميزانية⁽¹⁾:

1. **البضاعة:** بالنسبة للبضائع يمكن تصور حالتين إما بضائع قيد البيع أو بضائع لم يحن بيعها بعد، فبالنسبة للحالة الأولى يتم تقدير قيمتها حسب سعر بيعها منقوص منه التكاليف المرتبطة بها من مصاريف الشحن، النقل، العمولة...، أما بالنسبة للحالة الثانية فيتم التقدير على أساس تكلفة شرائها.
2. **المواد الأولية:** وتتم عملية تقييم المواد الأولية إما من خلال السعر الجاري في السوق أو بمتوسط الأسعار للفترة الأخيرة، وإما من خلال سعر تكلفة المشتريات، أو بمتوسط التكلفة.
3. **المنتجات نصف المصنعة والمنتجات قيد التصنيع:** يقيم هذان النوعين من المخزون على أساس سعر تكلفة التصنيع الموافقة لنظام المحاسبة التحليلية.
4. **المنتجات التامة:** لتقييم المنتجات التامة يجب أن نفرق بين حالتين، بين المنتجات قيد البيع والمنتجات التي لم يحن موعد بيعها، فبالنسبة للأولى يتم تقييمها بسعر البيع منقوصاً منه مجمل تكاليف البيع والتوزيع، أما بالنسبة للثانية فتقيم على أساس سعر تكلفة المصنع.
5. **الفضلات والمهملات:** عموماً نجد أن الفضلات والمهملات تقيم على أساس سعر الخردة أو على أساس السعر المستعمل.

ومنه يمكن إجمال طرق تقييم عناصر المخزون الآتية الذكر ضمن طريقتين أساسيتين:

- أ. **التقييم على أساس سعر التكلفة:** يضم التكلفة التاريخية، وتكلفة الإحلال الجارية كأساس لتقييم المخزون؛
- ب. **التقييم على أساس سعر السوق:** يضم سعر البيع الجاري، وصافي القيمة البيعية كأساس لتقييم المخزون.

المطلب الثالث: طرق التقييم الحديثة المرتكزة على الذمة المالية

مقاربة الذمة المالية تضم مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، إذن هذه الطرق تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها وعند الحاجة على الملاحق، وتمثل هذه الطرق في:

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي؛
- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح؛
- طريقة القيمة الجوهرية؛
- طريقة الأموال الدائمة للاستغلال.

⁽¹⁾ J.Brilmene, C.Maire: Op.cit, P: 143.

أولاً. طريقة الأصل المحاسبي الصافي: قيمة المؤسسة حسب هذه النظرية تعتمد على القيم المنتجة من الميزانية، ويتعلق الأصل المحاسبي الصافي بالفرق بين الأصول الحقيقية والخصوم الحقيقية، وحسب هذه المقاربة فإن الأصول والديون تأخذ بقيمتها الدفترية⁽¹⁾.

يمكن حساب الأصل المحاسبي الصافي كما يلي⁽²⁾:

1. من أعلى الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

$$(01-10) \dots\dots\dots \boxed{\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{رأس المال الخاص} - \text{توزيعات الأرباح}}$$

2. من أسفل الميزانية: ويمكن حسابه كما يلي:

$$(01-11) \dots\dots\dots \boxed{\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{مجموع الأصول} - (\text{الخصوم المتداولة} + \text{توزيعات الأرباح})}$$

تسمح الميزانية المحاسبية بتقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة، ويساوي إلى القيمة النظرية لها، ونحدده وفق المعادلة التالية⁽³⁾:

$$(01-12) \dots\dots\dots \boxed{\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون}}$$

ثانياً. طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) تقوم بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقاً للحقيقة الاقتصادية للميزانية، والفرق بين الأصل المصحح والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح.

الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) يمكن حسابه انطلاقاً من ميزانية واحدة ويساوي⁽⁴⁾:

$$(01-13) \dots\dots\dots \boxed{\text{ANCC} = \text{الأصل الصافي للميزانية} - \text{الخصم الحقيقي (ديون حقيقية)} - \text{أصول وهمية أو بدون قيمة} + \text{الخصوم الوهمية (فارق تحويل الخصوم)} \pm \text{تصحيحات فائض أو نقص القيمة}}$$

⁽¹⁾ Islam Missaoui: **Evaluation des entreprise et introduction en Bourse**, mémoire de fin étude pour l'obtention d'une maîtrise en finance, Faculté du Nabeul, 2009, P: 12.

⁽²⁾ **Ibid**, p: 13.

⁽³⁾ Bellalah Mondher: **Finance Moderne d'Entreprise**, 2^{em} Edition, Edition Economica, Paris, 2003, P: 28.

⁽⁴⁾ Chaplain Gérard: **Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise**, édition EMS, Paris, 2004, P: 106.

الأصل الصافي المصحح من وجهة نظر قيمة الاستعمال هو رأس المال المستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة⁽¹⁾:

الأصل الصافي المصحح = الأصل الاقتصادي مقيم بقيمة الاستعمال - الديون (01-14)

إن قيمة الأصل الصافي المصحح المبينة في الميزانية نادراً ما تتعلق بالقيمة الاستعمالية الحالية للأصول المستعملة من طرف المؤسسة للأسباب التالية:

- التسجيل المحاسبي الذي يتم على أساس التكلفة الحقيقية؛
- قيم العناصر المعنوية المسجلة في الميزانية وغياب البعض منها؛
- قيمة سندات المساهمة؛
- الأصول خارج الاستغلال.

إذن هناك ضرورة لتحليل وتصحيح قيم عناصر الأصول والخصوم المعنية، التي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغيير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية، هذا التصحيح يسمح بتقدير الأصل الصافي المصحح. في كل الحالات، عمل المقيم يركز انطلاقاً من الميزانية بتعديلها مجموعة بعد مجموعة حول قيمة الأصول والخصوم، نبعث من البداية حالة الأصول المادية خارج الاستغلال، كالأراضي، المباني، الأصول أين تكون قيمة السوق ليس من الصعب إيجادها، إما بالخبرة وإما بالرجوع إلى معلومات حديثة، والعملية تكون صعبة أكثر بالنسبة للأصول المادية المتعلقة بالاستغلال⁽²⁾.

وعليه تحسب قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على النحو التالي:

الأصل المحاسبي الصافي المصحح = الأصول المصححة - الخصوم المستحقة المصححة (01-15)

وقبل الشروع في عملية التقييم وفق طريقة (ANCC) لابد من التأكد من عدة عناصر أهمها⁽³⁾:

1. التأكد من الوجود الحقيقي لعناصر الذمة المالية في تاريخ التقييم، فمن جهة نجد أن بعض الأصول الموجودة في الميزانية قد تم التنازل عليها، ومن جهة أخرى نجد أن البعض غير مبين في الميزانية؛
2. تقدير الاستعمال الحقيقي، وهو ضروري جداً لتمييز العناصر المرتبطة بالاستغلال عن المستقلة عنه، لأن أساس تقييمها مختلف؛
3. السير الحسن للمؤسسة، ومن وجهة نظر استمرارية الاستغلال نأخذ قيمتها التي تعكس وظيفتها؛

⁽¹⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 50.

⁽²⁾ Chapelle De Philippe: l'Evaluation des entreprises, 3^{em} Edition, Edition Economica, Paris, 2007, P: 84.

⁽³⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 53-54.

4. الأصول التي هي حالياً غير مستعملة لكن ستكون مستعملة لاحقاً، فتأخذ قيمتها عن طريق الاختيار حيث تكون ذات فعالية بحسب تطور النشاط، مثلاً آلة يمكن أن تخضع للعديد من التغيرات من أجل أن تتكيف مع إنتاج أكثر أهمية، مبنى يقع في قطعة أرض شاغرة سيكون من السهل أن نجري عليه توسعة ومن ثم سيتم تجنب التنقل المكلف؛

5. أصول غير مستعملة ومؤكد أنها لن تستعمل فتعامل على أساس الخردوات؛

6. مراقبة الوضعية الحالية للأصول (عمرها، نوعية صيانتها، درجة تقادمها التقنية...)، على سبيل المثال آلة موجودة أصبحت قديمة لا تمثل ولا فائدة حتى ولو تم شراؤها حديثاً، نفس الشيء آلة لم يتم صيانتها بطريقة جيدة فنجدها تفقد الكثير من طاقتها.

كل هذه النقاط يتم تناولها خلال عملية التقييم، إذن قبل إجراء مختلف التعديلات والتصحيحات على مختلف عناصر الأصول المشككة للذمة المالية للمؤسسة، يجب أن نميز بين العناصر الضرورية للاستغلال، والعناصر غير الضرورية له (أي خارج الاستغلال).

بعد إتمام عناصر الميزانية التي من الواجب التطرق إليها عنصر بعنصر عند حساب الأصل الصافي المصحح، وبالتالي فإن قيمة الذمة المالية تحسب كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{قيمة الذمة المالية للمؤسسة} = \text{الأموال الخاصة المحاسبية} \pm \text{تصحيحات الأصول} \\ \pm \text{تصحيحات الخصوم}$$

.....(01-16)

ثالثاً. **طريقة القيمة الجوهرية**⁽²⁾: أُدخل مفهوم القيمة الجوهرية في مجال تقييم المؤسسات من طرف الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرارية مقدرة بقيمة الاستبدال الحالية للأصول (الممتلكات والحقوق) التي تكون الذمة المالية للمؤسسة، وتتميز هذه القيمة عن الأصل الصافي المحاسبي المصحح في استقلال العناصر المكونة لها عن نمط تمويلها ووضعيتها القانونية، وموجهة لاحتياجات الاستغلال بالمؤسسة. ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقاً من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية، مضافاً إليها العناصر الضرورية للاستغلال التي لا تملكها المؤسسة (العتاد المحصل عنه بواسطة القرض الإيجاري والمستأجر والمستعار)، آخذين في الاعتبار القيمة الحالية لأقساط الإيجار والأتعاب المتعلقة بها في جانب الخصوم، مع إضافة مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة، تجديد، والحفاظ على المعدات، كما يجب استبعاد العناصر التي تملكها المؤسسة وغير الضرورية للاستغلال.

⁽¹⁾ بكاري بلخير: المرجع نفسه، ص: 75.

⁽²⁾ هوارى سويسبي: مرجع سبق ذكره ص: 86-87.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات} - \text{العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال} \dots (01-17)$$

إن ما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة، هو حساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية (الديون متضمنة في حسابها)، غير أنه في الواقع نجد بعض الخبراء قد قسموا القيمة الجوهرية، بالإضافة إلى السابقة (الإجمالية) إلى صنفين آخرين وذلك حسب معيار مكونات تمويل الأصول:

1. القيمة الجوهرية الإجمالية المخفضة: تساوي إلى القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحاً منها الديون بدون فوائد (كالأموال المتروكة مجاناً تحت تصرف المؤسسة من طرف مسيرها وكذلك قروض الموردين)، أي أن:

$$\text{القيمة الجوهرية المخفضة} = \text{القيمة الجوهرية الإجمالية} - \text{الديون بدون فوائد} \dots (01-18)$$

2. القيمة الجوهرية الصافية: تساوي إلى القيمة الإجمالية مطروحاً منها مجموع الديون، أي أن:

$$\text{القيمة الجوهرية الصافية} = \text{القيمة الجوهرية الإجمالية} - \text{مجموع الديون} \dots (01-19)$$

فالقيمة الجوهرية الصافية بهذا المفهوم نجدها تقترب من الأصل الصافي المصحح لولا إضافة الأصول المستأجرة أو المستعارة إليها، أي أن القيمة الجوهرية الصافية تزيد عن الأصل الصافي المصحح بقيمة العناصر المستأجرة أو المستعارة الضرورية للاستغلال.

رابعاً. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال: تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف (A. Barnay) و (G. Calba)، حيث يعتبر البديل الذي جاء على أثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال⁽¹⁾، ويتلخص فحوى هذه الطريقة في أخذها بعين الاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة، والمتمثلة في الموارد المالية اللازمة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال، إذ تنطلق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة للاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل⁽²⁾.

وتحسب الأموال الدائمة والضرورية للاستغلال بالمعادلة التالية:

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{القيم الثابتة للاستغلال} + \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال} \dots (01-20)$$

⁽¹⁾ Tchameni Emmanuel: **Op.cit**, P: 14.

⁽²⁾ Patrice Vizzavona: **Pratique de gestion, Tome3: Evaluation des entreprise**, édition BERTI, Tipaza, 1990, P: 18.

مع العلم أن القيم الثابتة تتضمن التثبيتات المحصل عليها عن طريق تقنية القرض الإيجاري وكذلك العتاد المستأجر. تعتبر طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال أكثر نجاعة عند استعمالها في التوقعات المستقبلية، لأن هذه الأخيرة متناسقة مع حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل الواجب تمويلها، على عكس طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية التي لا تصلح لأن تستعمل في المستقبل لعدم تناسق الربح التوقعي (عنصر ديناميكي) ومكوناتها (عناصر ثابتة)، وعليه فهي تصلح في الماضي لسهولة حسابها⁽¹⁾.

يظهر مما سبق، أن التقييم عن طريق الذمة المالية يعتمد قبل كل شيء على جرد وتعريف كل العناصر التي هي بصدد التقييم، فالغرض من التقييم على أساس الذمة المالية هو إعطاء تقدير موضوعي مستقل على التوقعات والتنبؤات.

⁽¹⁾ Patrice Vizzavona: Op.cit, P: 26.

المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على العائد

تستند هذه الطرق إلى اعتبار أن الأصول التي تمتلكها المؤسسة إنما هي وسيلة لتحقيق العوائد، ومن ثم فإن قيمة المؤسسة تتمثل في القيمة الصافية التي ينتظر الحصول عليها من استخدام هذه الأصول في تحقيق الأنشطة التي تضطلع بها المؤسسة، وهكذا فإن هذه الطرق تتطلب ضرورة تقدير الأرباح والعوائد التي ينتظر أن تحققها المؤسسة بمكوناتها الحالية.

المطلب الأول: الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد)

سنترك في هذا الجزء إلى مفهومين هما: قيمة المردودية ونسبة سعر السهم/العائد.

أولاً. قيمة المردودية: تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب وفق العلاقة التالية⁽¹⁾:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+I)^t} \dots\dots\dots (21-01)$$

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة؛

n: عدد السنوات؛

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع؛

I: معدل الاستحداث.

ما يمكن ملاحظته على هذه العلاقة أنها تحمل ثلاث متغيرات تتمثل في: الربح، معدل الاستحداث، ومدة الاستحداث، والتي نستعرضها فيما يلي:

1. الربح: تتخذ الطرق التقليدية ذلك الربح المحصل عليه في السنوات الثلاث أو الخمس الماضية التي تسبق عملية التقييم، حيث يتم حسابه كما يلي⁽²⁾:

$$B = \frac{P_{t-3} + P_{t-2} + P_{t-1}}{3} \dots\dots\dots (22-01)$$

حيث أن:

P_{t-a}: تمثل ربح السنة السابقة؛

⁽¹⁾ Choinel Alain, **Op.cit**: P: 128.

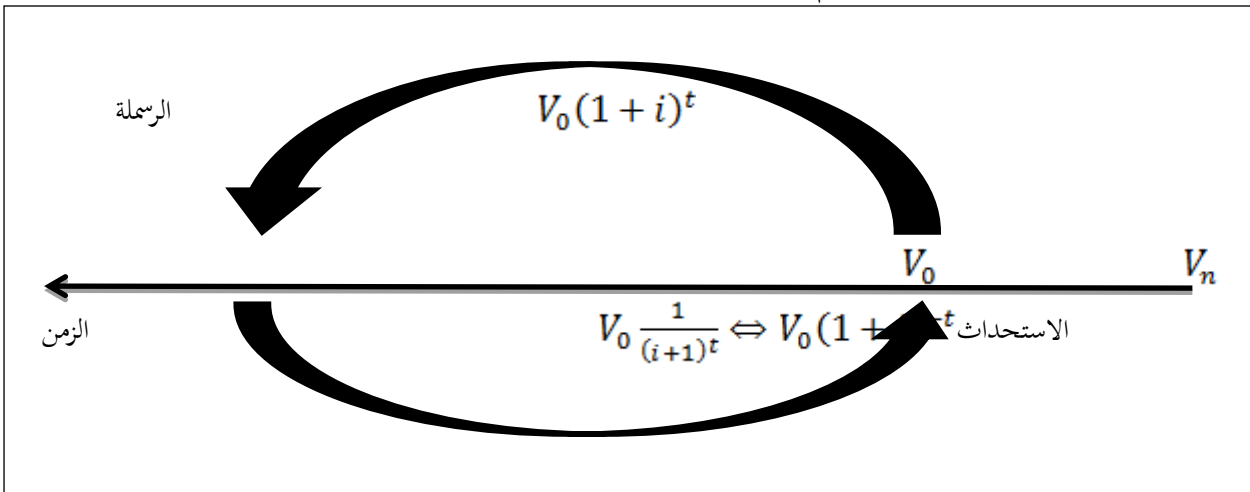
⁽²⁾ Conso Pierre, Hemici Farouk: **Gestion Financière de l'Entreprise**, 9^{em}Edition, Edition Dunod, Paris, 1999, P: 520.

إلا أنه ما يلاحظ على هذه الطريقة أنها لا تعكس قيمة المؤسسة، كون أنها ليست مرتبطة بنتائجها الماضية، بل بما ستحققه من نتائج مستقبلية، ونعلم جيداً بأن المبدأ الأساسي لقيمة المردودية هو ما ستحققه المؤسسة مستقبلاً وليس ما حققته في الماضي، لذا كان هناك ما يسمى بالربح الناتج عن التوقعات، وهو ذلك الربح الذي تم استعراضه في الطريقة، حيث يمثل حقيقة مردودية الأموال المستثمرة، ومع ذلك فإنه يطرح مشكل صحة التوقعات، هذه الأخيرة التي نحصل عليها باستخدام الأساليب الإحصائية أو الموازنات التخطيطية. عموماً، واحتراماً لمبدأ قيمة المردودية يتم استعمال الأرباح المقدرة، أما إذا تعذر الأمر في إيجادها أو كان هناك سوء لتقديرها فلا مانع من استعمال الأرباح الماضية (الربح الصافي المصحح).

2. معدل الاستحداث: يرتبط معدل الاستحداث بعدة عوامل تتمثل في التضخم، تكلفة النقود المستعملة، والمخاطر المرتبطة بالإيراد المستقبلي وبالجزء العام. حيث يعتبر تحديد معدل الاستحداث من الأمور الصعبة. ويتم اختيار معدل الاستحداث أو معدل الرسملة تبعاً لاختيار الربح المأخوذ في الحساب، فإذا تم اختيار الربح الماضي فإن هذا المعدل يساوي معدل الفائدة على رؤوس الأموال طويلة الأجل، أما إذا تم اختيار الربح المتوقع، نضيف إلى معدل السوق علاوة مخطر، بغية تجنب تأثيرات عدم التأكد التي تحيط بالتوقعات⁽¹⁾.

وتجدر الإشارة إلى أن الرسملة والاستحداث وجهان لعملة واحدة، وتتمثل في سعر الوقت، ويمكن توضيح كل منهما في الشكل البياني الآتي⁽²⁾:

الشكل رقم (01-01): الاستحداث والرسملة للقيمة



Source: Vernimmen Pierre: Finance d'entreprise, 3^{em}Edition, Edition Dalloz, Paris, 1998, P: 316.

⁽¹⁾ هواري سويسبي: مرجع سبق ذكره، ص: 90.

⁽²⁾ Vernimmen Pierre: Finance d'entreprise, 3^{em}Edition, Edition Dalloz, Paris, 1998, P: 316.

حيث أن:

V0: القيمة الحالية؛

Vn: القيمة المستقبلية؛

i: معدل الاستحداث؛

t: عدد السنوات.

3. مدة الاستحداث: إن مدة الاستحداث (التوقعات) هي قصيرة جداً مقارنة مع مدة حياة المؤسسة، ما بين ثلاث وخمس سنوات، وسبب اختيار فترة قصيرة هو أن فترة التوقعات لمدة طويلة تؤدي إلى عدم التأكد، ونشير إلى أن الفترة القصيرة ملائمة للمؤسسات ذات النمو القوي والتطور التكنولوجي السريع التي تجعل من التثبيتات تقنيات قديمة ومتجاوزة مع أن مدتها الاقتصادية لم تنتهي بعد⁽¹⁾.

ثانياً. نسبة السهم/الربح (PER): تلعب هذه العلاقة دوراً مهماً في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الأنجلوساكسونية (Price Earning Ration) ليس فقط لكونها مصطلح انجليزي، وإنما لاستعمالها العالمي من طرف الخبراء الماليين، ويشير (PER) إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته، وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية⁽²⁾:

$$V = (P/E) \cdot B \quad \dots \dots \dots (23-01)$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

P/E: معامل نسبة سعر السهم/الربح المأخوذ من البورصة؛

B: الربح الإجمالي للمؤسسة.

ويعرف (PER) لأصل مالي على أنه نسبة سعر الأصل إلى الربح السنوي الذي يطرحه، ومن ثم فهو يبين فترة الاسترداد اللازمة لهذا الأصل، تستعمل نسبة السعر/الربح في الأسواق المالية بحيث تشير إلى كم من الربح تقبل هذه الأخيرة دفعه على ورقة مالية (سهم) ما، أو بمعنى آخر كم مرة نقوم برسمة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما⁽³⁾، ولهذا الغرض نجد أنها تستعمل كثيراً في المقارنات بين الأسواق المالية المتعددة وبين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر لاتخاذ القرارات لدى مستثمري المحافظ، والمساعدة في التحليل لمعرفة أوضاع الأسواق المالية للمحللين الماليين، كما تلعب دوراً مهماً في عمليات تقييم المؤسسات بشقيها المسعرة وغير المسعرة.

⁽¹⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 93.

⁽²⁾ Choinel Alain: Op.cit, P: 130.

⁽³⁾ J.Brilmann et C.Maire: Op.cit, P: 57.

المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على التدفقات

يعتبر مفهوم التدفق النقدي مفهوماً أجنوسكسونياً، وذلك من خلال تسميته الأصلية (Cash flow)، التي توضح من جهة ما يسمى بـ (Cash out flow) المعبر عن المخرجات من السيولة، ومن جهة أخرى ما يسمى (Cash in flow) الذي يعبر عن المدخلات من السيولة، والفرق بين هاتين الحركتين ينتج عنه التدفق النقدي الصافي (Net Cash flow)، وقد استعمل كمرادف لهذا المفهوم باللغة الفرنسية ما يسمى بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) أي (Capacité d'autofinancement)، الذي يساوي الربح الصافي مضافاً إليها مخصصات الاهتلاك وتغيرات بعض المؤونات⁽¹⁾.

وتحسب القدرة على التمويل الذاتي بالعلاقة التالية⁽²⁾:

(01-24)

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{الربح الصافي} + \text{مخصصات الاهتلاك والمؤونات (منقوصاً منها تلك المسترجعة)}$$

مقاربة التدفق النقدي ترتكز في تقييمها لمؤسسة معينة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن استثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، وهي أيضاً تشكل معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

أولاً. التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي: يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلاً من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح.

فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر/الربح (PER) في طرق مقارنة نظراً للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلاً للقدرة الربحية. وتعطى العلاقة لحسابه كما يلي⁽³⁾:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CA Ft}{(1+i)^t} \dots\dots\dots (25-01)$$

حيث أن:

CA Ft: القدرة على التمويل الذاتي للفترة (t).

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي التي تعطينا أيضاً القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسملة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

⁽¹⁾ Mauguire.H: l'Evaluation Des Entreprises Non Cotées, Edition Bordas, Paris, 1990, P: 23-24.

⁽²⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 120.

⁽³⁾ Choinel Alain: Op.cit, P: 136.

ثانياً. التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة: تعتمد طريقة التقييم على أساس تدفقات الخزينة المستحدثة في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها، والتي تقوم باستحداثها بمعدل، آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالثبوت، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموماً نجد مدتها تتراوح بين 5 و 10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية).

ضمن هذه الطريقة نعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بربحها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح⁽¹⁾.

كما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية نقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة لثلاث أو خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأن المعدل يمكن أن يتغير من تركيبية إلى أخرى، لأنه لا نستحدث نفس المركبات⁽²⁾.

هي في الحقيقة مقارنة جوهرية لاعتمادها على حساب القيمة الحالية لتدفقات الخزينة المستقبلية المستحدثة بمعدل يمثل الاستحقاق الوسطي لمكافأة حاملي الأموال للمؤسسة بالأخذ في الحسبان لمخاطرها. يمكن تحديد قيمة المؤسسة وفق تدفقات الخزينة المستحدثة على النحو الآتي⁽³⁾:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DCFt}{(1+i)^t} + \frac{VT}{(1+i)^n} \dots\dots\dots (26-01)$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

DCFt: التدفق النقدي المتاح الخاص بالنسبة **t**؛

t: معدل الاستحداث؛

n: عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير؛

Vt: القيمة الباقية للمؤسسة.

⁽¹⁾ بكاري بلخير: مرجع سبق ذكره، ص: 104.

⁽²⁾ J.Brilmann et C.Maire: **Op.cit**, P: 155.

⁽³⁾ بكاري بلخير: أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012، ص 24.

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح انطلاقاً من النتيجة المحاسبية الصافية كما يلي⁽¹⁾:

$$(01-27) \dots\dots\dots \text{التدفق النقدي المتاح} = \text{النتيجة التشغيلية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات} + \text{مخصصات الإهلاك} - \text{التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال} + \text{التنازل عن الأصول} - \text{التشبيات}$$

ويقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض)، وعليه يصبح حساب التدفق النقدي المتاح على النحو التالي⁽²⁾:

$$(01-28) \dots\dots\dots \text{تدفقات الإيرادات} = \text{الربح الصافي المصحح بعد الإهلاك وقبل الضريبة} + \text{المصاريف المالية} + \text{الإهلاكات الاقتصادية} + \text{قيمة التنازل عن التشبيات} + \text{قروض إضافية متوسطة وطويلة الأجل}$$

ويمكن حساب تدفقات المصاريف كما يلي:

$$(01-29) \dots\dots\dots \text{تدفقات المصاريف} = \text{الارتفاع في احتياج رأس المال العامل} + \text{تكلفة الاستثمارات السنوية} + \text{أقساط إهلاك القروض}$$

ومنه:

$$(01-30) \dots\dots\dots \text{التدفق النقدي المتاح} = \text{تدفقات الإيرادات} - \text{تدفقات المصاريف}$$

تطرح هذه الطريقة (تدفقات الخزينة المستحدثة) كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالاً في تحديد عناصر حسابها في ظل عدم وجود إجمال وتوحيد لهذه العناصر، والمتمثلة في مفهوم التدفق النقدي المتاح، الفترة المستحدثة، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة، مما يجعل تطبيقها من طرف عدد من الخبراء ينتج اختلافاً في قيمة نفس المؤسسة في ظل عدم الإجمال على مكوناتها. والآن سوف نقوم ببعض من التحليل لمكونات العلاقة السابقة كالتالي⁽³⁾:

1. التدفق النقدي المتاح: من خلال ما سبق، ولكي يصبح التدفق النقدي المتاح يتمتع بنوع من التوحيد بين مختلف الكتاب يتم استبعاد التدفقات النقدية المتعلقة بالقروض من حسابه، وعليه فمفهوم (CHOINEL Alain) الذي تم التعرض له يستبعد منه من جهة الإيرادات: القروض الإضافية، من جهة المصاريف: أقساط إهلاك القروض، وبالرغم من ذلك يبقى تحديد التدفق النقدي يطرح مشاكل في المجالات المالية بصفة عامة، ومجال تقييم المؤسسات بصفة خاصة، لعدم توحيد المفاهيم المالية والمفهوم في حد ذاته، والذي يتجلى خاصة في مشكل المؤونات مما يجعل تحديده يخضع لاختيارات الخبير المقيم.

⁽¹⁾ J.Barrean, J. Delahaye: **Gestion financière: Manuel et application**, 9^{em} Edition, Edition Dunod, Paris, 2000, P: 301.

⁽²⁾ Choinel Alain, **Op.cit**: P: 135.

⁽³⁾ هواري سويسي: **مرجع سبق ذكره**، ص: 96-97.

2. **معدل الاستحداث:** يعرف معدل الاستحداث هو الآخر اشكالياً في تحديده، إلا أنه غالباً ما يأخذ تكلفة رأس المال لاستحداث التدفقات المستقبلية مع الأخذ في الحسبان مستوى المخاطر الخاص بالمؤسسة، فإذا كان إيجاد تكلفة رأس المال يتميز بنوع من السهولة والوضوح لوجود مؤشرات واضحة لحسابها (سعر الفائدة والأرباح الموزعة...)، فإن علاوة المخاطر تطرح مشكلاً وصعوبة في إيجادها، مما تنتج اختلافاً بين الخبراء المقيمين عند تطبيقها على نفس المؤسسة.

في الواقع تتمثل تكلفة رأس المال في معدل المردودية الأدنى الذي يمكن أن تحققه تشبيلات المؤسسة من أجل مقدرتها على تحقيق مردودية المساهمين و الدائنين.

ولهذا تسهيل عملية الحساب، غالباً ما يتم حساب تكلفة رأس المال عن طريق المتوسط الترجيحي لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة المديونية الصافية، حسب العلاقة التالية⁽¹⁾:

$$K = \left[\frac{Vcp}{Vcp + Vd} \times Kcp \right] + \left[\frac{Vd}{Vcp + Vd} \times Kd(1 - T) \right] \dots (31-01)$$

حيث أن :

K: تكلفة رأس المال؛

Vcp: قيمة الأموال الخاصة؛

Vd: قيمة الديون طويلة الأجل؛

Kcp: معدل المردودية المستحق من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة)؛

Kd: معدل الفائدة الذي يمكن أن تستدين به المؤسسة؛

T: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

توضح هذه العلاقة بأن معدل مردودية المؤسسة الذي ترغب في تحقيقه يتعلق بمجموع:

- مردودية الأموال الخاصة المرجحة بوزنها المتعلق بمكافئة الأموال من جهة؛

- مردودية الديون المالية المرجحة بوزنها المتعلق بمكافئة الأموال من جهة أخرى.

3. **الفترة المأخوذة لحساب التدفقات:** تعد الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية المحصل عليها من العناصر الهامة في حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة، لكن ما يمكن ملاحظته من خلال الكتابات في مجال التقييم أنها لا تعرف توحيداً بين الكتاب، فمنهم من يأخذ فترة طويلة جداً ومنهم من يتبنون فترة أقصر من ذلك بكثير، ولهذا الغرض سنتطرق لهما على النحو التالي⁽²⁾:

⁽¹⁾ بكاري بلخير: أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

⁽²⁾ J.Barrean, J.Delahaye: **Op.cit**, P:301-302.

أ. **الفترة الطويلة:** يعتمد أصحاب هذه الطريقة في استحداث التدفقات المستقبلية لفترة طويلة تتراوح بين 10 و12 سنة على الأقل، وغالباً ما يذهبون إلى 20 سنة، كما تصل أحياناً حتى 50 سنة؛
 ب. **الفترة القصيرة:** يعتمد الكتاب الجدد فترة قصيرة جداً بما سبق، والتي في الغالب تماثل ما هو مأخوذ في نظرية الاستثمارات والمتمثلة في خمس سنوات.

4. **القيمة النهائية (المتبقية) للمؤسسة:** تبين القيمة النهائية الجزء المتبقي من المؤسسة عند نهاية الفترة المأخوذة لحساب التدفقات المستقبلية الناتجة عنها، حيث تمثل وزناً معتبراً لا يستهان به في عملية التقييم وفق هذه الطريقة، خاصة إذا ما كانت فترة التوقعات قصيرة، غير أن تحديدها في الواقع يعرف عدة طرق، مما يجعلها أحد عناصر الاختلاف في طريقة التدفق النقدي المتاح بين الخبراء المقيمين، وتتمثل أهم طرق حسابها فيما يلي:

- الأصل الصافي المصحح لنهاية فترة التوقعات؛
- رسملة الأرباح للسنة الأخيرة للتوقعات بواسطة نسبة السعر/العائد (PER) المقدر للمؤسسة؛
- استحداث التدفق الأخير إلى ما لانهاية بمعدل استحداث يتمثل في معدل العائد الواجب الحصول عليه، وبالتالي تصبح:

$$VRn = \frac{Fn}{t} \dots\dots\dots (32-01)$$

حيث أن: **VRn**: القيمة المتبقية للمؤسسة؛

Fn: التدفق الأخير؛

t: معدل الفائدة الواجب الحصول عليه.

- الاعتماد على منظور الذمة المالية في حسابها، وذلك من خلال الميزانية المتوقعة عند نهاية الفترة، حيث تساوي القيمة النهائية الأصول الثابتة مضافاً إليها الاحتياج لرأس المال العامل المتوقع مضافاً إليها فائض قيمة محتمل (Good Will).

إن الطريقة التي تأخذ غالباً في حساب القيمة النهائية تتمثل في استحداث النتيجة العملياتية الصافية (الربح الصافي المصحح) على فترة غير منتهية، وبالمقابل نجد أن الطرق المرتكزة على الذمة المالية في حساب القيمة النهائية، تتميز بعدم كفايتها وتعبيرها على الحقيقة⁽¹⁾.

في الأخير يمكن القول أن مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة وأيضاً عملية تطبيقها صعبة نظراً للعناصر المكونة لها (إعداد التدفقات المستقبلية، تحديد تكلفة رأس المال، تحديد معدل الاستحداث، الفترة المأخوذة لحساب القيمة النهائية) وبالتالي فإن نتيجة التقييم مرهونة بشكل مباشر باختيار تلك العناصر، والاختيار بدوره مشروط جداً بما هو منتظر من نتيجة التقييم (استمرار نشاط المؤسسة، الدخول إلى البورصة).

⁽¹⁾ J.Barrean et J.Delahaye: Op.cit, P: 302.

المبحث الرابع: طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على فائض القيمة (Good Will)

استعمل مصطلح (Good Will) لفترة طويلة كأداة مفضلة لتعديل وتصحيح قيم الذمة المالية، وهذا من أجل الأخذ في الحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصاً مقارنتها مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ومن ثم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.

المطلب الأول: الطريقة غير المباشرة لحساب فائض القيمة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار، وتقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل فرقاً بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC) أو القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB))، وعليه يتم حساب فائض القيمة بعد حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة، هذه الأخيرة تحسب انطلاقاً من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية (ANCC أو VSB) والقيمة الناتجة من منظور التوقعات (قيمة المردودية (العائد)⁽¹⁾).

من خلال استعمال مفهومي الأصل المحاسبي أو القيمة الجوهرية الإجمالية في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين: الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية، وعلى هذا الأساس سنتطرق لحساب هذه الطريقة من زاويتين:

أولاً. الطريقة غير المباشرة الصافية: يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح (ANCC) لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة.

$$V = GW + ANCC \quad \dots\dots\dots (33-01)$$

حيث أن:

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة؛

GW: فائض القيمة (Good Will)؛

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتعطى الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي⁽²⁾:

$$GW = \frac{1}{2} i(B - i.ANCC) \quad \dots\dots\dots (34-01)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو الآتي⁽³⁾:

$$V = ANCC + \frac{1}{2} i(B - i.ANCC) \quad \dots\dots\dots (35-01)$$

⁽¹⁾ هواري سويسي: مرجع سبق ذكره، ص: 99.

⁽²⁾ K.Achouche, A.Labanji: Que vaut votre entreprise? Diagnostic et évaluation de l'entreprise, Edition SNC, Alger, 1996, P: 43.

⁽³⁾ J.Brilmann et C.Maire: Op.cit, P: 121.

حيث أن:

$\frac{1}{2}i(B - i.ANCC)$ يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة (غالباً معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت).

ثانياً. الطريقة غير المباشرة الإجمالية: تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة في حساب فائض القيمة وقيمة المؤسسة، ويكمن الفرق في استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB) محل الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC، وتبعاً لذلك يتغير العائد المالي المقابل، فيستبدل الربح الصافي المصحح (B) بالقدرة الربحية (النتيجة العملية بعد الضريبة) التي تتضمن الفوائد فضلاً عن الربح الصافي المصحح والتي تمثل العائد المقابل للقيمة الجوهرية الإجمالية (VSB).

وعليه يحسب فائض القيمة وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي⁽¹⁾:

$$GW = \frac{1}{2}i(CB - i.ANCC) \dots\dots\dots (36-01)$$

ومنه قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{1}{2}VSB + \left(\frac{CB}{I} E \pm AHE \right) \dots\dots\dots (37-01)$$

حيث أن:

CB: القدرة الربحية (النتيجة العملية)؛

E: الديون؛

AHE: عناصر خارج الاستغلال.

ما يمكن ملاحظته على الطريقة المباشرة بشقيها الصافي والإجمالي ما يلي:

- تتم رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث (i2) مضاعف لمعدل التوظيف المفترض (i) لقيمة الأصول المطروحة في السوق المالية (ANCC أو VSB)، مما يدل على أخذه في الحسبان المخاطر، عكس الثاني الذي لا يأخذ في حسابه المخاطر⁽²⁾؛
- تعتبر هذه الطريقة طريقة تحكيمية (تعسفية)، لاستعمالها متوسط قيمتين لحساب قيمة المؤسسة، ذلك أن القيمة الناتجة عن المتوسط غير مبنية على افتراض معين، عكس استعمال الطريقة مباشرة حيث تكون ملائمة لوضعية التقييم؛
- يساوي فائض القيمة حسب هذه الطريقة نصف فائض قيمة المردودية على قيمة الأصول (ANCC أو VSB):

⁽¹⁾ Mauguire.H: OP.cit, P: 40.

⁽²⁾ J.Brilmann et C.Maire: Op.cit P: 121.

$$GW = \frac{1}{2} \left(\frac{B}{i} - ANCC \right) \dots\dots\dots (38-01)$$

وأيضاً يساوي فائض القيمة نصف رسملة فائض الربح لفترة غير منتهية بمعامل $\frac{1}{i}$:

$$GW = \frac{1}{2} \times \frac{1}{i} (B - i.ANCC) \dots\dots\dots (39-01)$$

- يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضاً على الربح الصافي المصحح (B) أو القدرة الربحية (CB) بـ30% عندما يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة، لتقليل أثر عدم الانسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

المطلب الثاني: الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

أولاً. الطرق المباشرة: تتمثل هذه الطرق فيما يلي:

1. الطريقة الأنجلوسكسونية: تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي الناتج عن الفرق بين الربح

المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض

القيمة على النحو التالي⁽¹⁾:

- الطريقة الإجمالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{i} (CB - i.VSB) \dots\dots\dots (40-01)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i.VSB) \dots\dots\dots (41-01)$$

- الطريقة الصافية:

$$V = ANC + \frac{1}{i} (CB - i.ANC) \dots\dots\dots (42-01)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i.ANC) \dots\dots\dots (43-01)$$

حيث أن:

i: سعر الفائدة؛

t: معدل استحداث بخاطر؛

CB: القدرة الربحية؛

⁽¹⁾ Mauguere.H,: Op.cit, P: 36.

B: الربح المصحح.

مما سبق يلاحظ أن هذه الطريقة التي تقوم برسملة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث t تصبح مساوية للطريقة السابقة (الطريقة غير المباشرة) في حال ما إذا أخذت نسبة المخاطر بـ 50%، وعليه نستطيع القول أن الطريقة غير المباشرة هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

2. طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة: تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية.

تعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:

- في عندما يكون فائض القيمة ثابتاً⁽¹⁾:

$V = ANCC + an(B - i \cdot ANCC)$	(44-01)
$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$	(45-01)

حيث أن:

an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

- في حالة عدم ثبات فائض القيمة:

$V = ANCC + \sum_{i=1}^n \frac{Bt - i \cdot ANCC}{(1 + i')^t}$	(46-01)
--	---------

حيث أن:

i': معدل الاستحداث.

⁽¹⁾ Mauguier.H: Op.cit, P: 36.

ثانياً. الطرق المباشرة الأخرى لحساب فائض القيمة: وتتمثل في:

1. طريقة (Calba et Barnay): تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) والمردودية المالية، حيث أن فائض الربح حسب هذه الطريقة يساوي الفرق بين المردودية المالية وقيمة التوظيف لأموال معالجة القيم الثابتة مضافاً إليها الاحتياج في رأس المال العامل (CPNE) بمعدل بدون مخاطر. وهي تعطى بالعلاقة الآتية⁽¹⁾:

$$V = ANC - \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i. an)} \cdot CPNE \dots\dots\dots (47-01)$$

ومنه:

$$GW = \frac{CPNE + an \times RF}{1 + (i. an)} - CPNE \dots\dots\dots (48-01)$$

وبذلك فإن علاقة فائض القيمة الأخيرة تكافئ منطقياً.

$$GW = \frac{an}{1 + (i. an)} \times [RF - (i. CPNE)] \dots\dots\dots (49-01)$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

ANC: الأصل الصافي المصحح؛

an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

CPNE: القيم الثابتة مضافاً إليها الاحتياج في رأس المال العامل؛

RF: العائد المالي؛

i: معدل الفائدة.

فالأساس الذي تعتمد عليه هذه الطريقة هو مطابق لذلك المتعلق بالربح المختصر لفائض القيمة، لكن بدلا من الاعتماد على مفهومي القيمة الجوهرية (VSB) والقيمة الربحية (CB)، فقد تم اعتماد كل من مفهومي الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) والعائد المالي (RF)، ونشير هنا إلى أنه يتم إحداث تخفيض على الربح المستقبلي من 05% إلى 30% كحد أقصى.

⁽¹⁾ J.Brilmann et C.Maire: Op.cit, P: 124-125.

2. طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين: يقيم فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة الآتية:

أ. الطريقة الإجمالية⁽¹⁾:

أ.1. قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{Vs + (an.CB)}{1 + (an.t)} - Dettes \quad \dots\dots\dots (50-01)$$

أ.2. فائض القيمة:

$$GW = \frac{an}{1 + (an.t)} (CB - t.VS) \quad \dots\dots\dots (51-01)$$

ب. الطريقة الصافية⁽²⁾:

ب.1. قيمة المؤسسة:

$$V = ANCC + \frac{an.B}{1 + (an.i)} \quad \dots\dots\dots (52-01)$$

ب.2. فائض القيمة:

$$GW = \frac{an}{1 + (i.an)} (B - i.ANCC) \quad \dots\dots\dots (53-01)$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة؛

Vs: القيمة الجوهرية؛

an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

CB: القدرة الربحية؛

t: معامل استحداث؛

n: السنوات.

3. طريقة استحداث لسلسلة محدودة لربوع فائض القيمة: الأصل الاقتصادي الذي نستعمله في حساب الربوع يمكن أن يكون⁽³⁾:

- الأصل الصافي المحاسبي المصحح:

⁽¹⁾ Mauguere.H: **Op.cit**, P: 34.

⁽²⁾ J.Brilman et C.Maire: **Op.cit**, P: 120.

⁽³⁾ بكاري بلخير: أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر مرجع سبق ذكره، ص: 128.

$$V = ANCC + (B - r \times ANCC) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots\dots\dots (54-01)$$

- القيمة الجوهرية الخام:

$$V = ANCC + (B - r \times VSB) \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots\dots\dots (55-01)$$

- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

$$V = ANCC + \sum_{K=1}^n (B - r \times CPNE)(1 + i)^{-K} \dots\dots\dots (56-01)$$

في حالة (ANCC) و(VSB) ربوع فائض القيمة يفترض أنها ثابتة، وبالعكس في حالة (CPNE) يجب بذل مجهود لمعرفة الربيع لكل سنة من السنوات المعينة.

4. طريقة شراء النتائج السنوية: تعتمد هذه الطريقة في حسابها لفائض القيمة على ضرب الربح الإضافي في عدد معين من السنوات، عكس الطرق التي تقوم باستحداثه وفق معدل الاستحداث، وتحسب قيمة الفائض (GW) وقيمة المؤسسة (V) عن طريق العلاقة الآتية:

- الطريقة الإجمالية⁽¹⁾:

$$V = (VS - Dettes) + n(CB - i \times VS) \dots\dots\dots (57-01)$$

$$GW = n(CB - i \times VS) \dots\dots\dots (58-01)$$

- الطريقة الصافية⁽²⁾:

$$V = ANC + n(CB - i \times ANC) \dots\dots\dots (59-01)$$

$$GW = n(CB - i \times ANC) \dots\dots\dots (60-01)$$

5. طريقة المعدلات بخطر وبدون مخاطر: هذه الطريقة مشتقة من طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين بمعدل أعلى من معدل العائد العادي للأصل من أجل الأخذ في الحسبان المخاطر وذلك لإيجاد فائض القيمة وقيمة المؤسسة، إلا أن الاختلاف بينهما يكمن في أن هذه الأخيرة أي طريقة معدل بمخطر ومعدل بدون مخاطر تطبق على القيمة الإجمالية للحيازة وليس فقط على قيمة الأصل المرتبط، وهناك أيضاً اختلاف مع طريقة الأنجلوسكسونية متأت في الحقيقة من أن فائض الربح محدد انطلاقاً من معدل عائد عادي حول سعر الحيازة (V.i) وليس حول الأصل الصافي (i.ANC)، وتحسب وفق العلاقة التالية⁽³⁾:

⁽¹⁾ Mauguière.H: Op.cit, P: 39.

⁽²⁾ J.Brilmann et C.Maire: Op.cit, P: 123.

⁽³⁾ Choinel Alain: Op.cit, P: 148.

$$V = ANC + \frac{1}{t}(B - i \times V) \quad \dots\dots\dots (61-01)$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times V) \quad \dots\dots\dots (62-01)$$

حيث أن:

t: معدل استحداث متضمن علاوة مخطر، كثيراً ما نجده يساوي إلى المعدل (i) مضافاً إليه علاوة مخطر.

المطلب الثالث: تقييم منظور فائض القيمة

يمكن تقييم منظور فائض القيمة من خلال ذكر إيجابيات وأوجه القصور لمقاربة ((Good Will)).

أولاً. إيجابيات المنظور⁽¹⁾: يمكن أن نبين بعض إيجابيات منظور فائض القيمة (Good Will) في النقاط التالية:

- يسمح تقييم سريع يركز على الحقيقة المالية للاستغلال (النتيجة الاقتصادية،...) وبنظور عملي للمخاطر الناجمة عن عدة معطيات متعلقة بالمؤسسة ومحيطها؛

- إمكانية إزالة الأخطاء الناجمة عن تقييم خاطئ لأصول الاستغلال، فعند تقييم أصول المؤسسة بأعلى من حقيقتها، يتم تدارك ذلك بخضوعها لفائض قيمة منخفض وأحياناً نقص قيمة (Bad Will)، وبالمقابل عندما يكون هناك تقييم متدني لحقيقة الأصول فإنه يتم تغطية ذلك بزيادة في فائض القيمة (Good Will)، وعليه يلعب فائض قيمة (Good Will) دور المصحح لطرق التقييم المرتكزة على الذمة المالية، وبالتالي تظهر أهميته بشكل واضح في عملية شراء المؤسسات من خلال تقريب الرؤى بين البائع والمشتري في حالة وقوع مشاكل وأخطاء في تقييم أصول المؤسسة؛

- يتيح حساب فائض القيمة (Good Will) من الناحية العملية إيضاح مدى ملائمة بعض القرارات التسييرية، خاصة منها المتعلقة بشراء الأصول والتنازل عنها، وبالتالي فهي تلعب دوراً تسييرياً في المؤسسة حيث تساعد في اتخاذ القرارات المهمة؛ تسمح بالمقارنة بين المؤسسات ذات البنية المختلفة من ناحية الأصول، ومعرفة مدى استطاعة كل مؤسسة في تحقيق فائض الربح، وبالتالي فهي تلعب دوراً مساعداً في الاختيار عند إقدام المستثمرين لشراء المؤسسات.

ثانياً. أوجه قصور المنظور⁽²⁾: يمكن أن نبين بعض سلبيات منظور فائض القيمة (Good Will) في النقاط التالية:

⁽¹⁾ Choinel Alain: Op.cit, P: 148.

⁽²⁾ Ibid, P: 145.

- تتميز طرق هذا المنظور بالبساطة والسرعة في تقييم المؤسسات كونها تعتمد على المعطيات المتعلقة ببنية الاستغلال فحسب، وتجاهل المشاكل المتعلقة بالتوازن المالي والاستثمار والتمويل، كما أنها تركز على معطيات تقديرية بسيطة يتم التوصل إليها بواسطة امتداد بسيط؛
 - تعتبر الطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين، حسب أغلب الكتاب غير موافقة للمؤسسات ذات المردودية الضعيفة، كونها تفضي إلى نقص في القيمة (Bad Will)، كذلك الشأن بالنسبة لكل الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة؛
 - يعتبر هذا المنظور غير موافق للمؤسسات المحققة للخسائر، وبالتالي فهو يقتصر على المؤسسات ذات النتائج الإيجابية؛
 - يلاحظ أن منظور فائض القيمة أقل موافقة لتقييم المؤسسات الكبرى، وبالعكس فهو مناسب لتقييم المؤسسات ذات الحجم الصغير والمتوسط، لأنه أكثر وضوحاً وشفافيةً من الطرق الأخرى، التي تتطلب عدة معطيات عند بيع تلك المؤسسات للجمهور.
- وبالتالي، يتضح أن مختلف طرق التقييم المرتكزة على مفهوم فائض القيمة (Good Will) وبالإجماع تعرف فائض القيمة بأنه القيمة الحالية لفائض ربح مقاس بالفرق بين المردودية المحققة من طرف المؤسسة ومدخول لتوظيف بمعدل بدون خطر، إما بأموالها الخاصة وإما بأصلها الصافي.

خلاصة الفصل الأول:

إن الهدف الأسمى من وراء عملية التقييم هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة القيمة التي يتم التفاوض في شأنها من أجل القيام بعمليات الشراكة، الاندماج والخصخصة.

لأجل هذا تم إيجاد عدة مقاربات والتي تطرقنا إليها في هذه الدراسة (مقاربة الذمة المالية، مقارنة التدفقات ومقاربة فائض القيمة)، فبقدر ما تمثل نقطة إيجابية تتيح للخبير المقيم الفرصة لاختيار الطريقة الأنسب للمؤسسة بقدر ما تطرح له مجموعة من القيم للمؤسسة الواحدة في ظل وجود قيمة وحيدة لها، كما أن تطبيق نفس الطريقة على مؤسسة ما من خلال عدة خبراء تقييم بإمكانه إن يعطينا عدة قيم نظراً للاختلاف في حساب مكونات الطريقة نفسها.

وهناك أيضاً مشاكل تتعلق بالطريقة في حد ذاتها، فبالنسبة للطرق المرتكزة على الذمة المالية أهم مدخلاتها هي مخرجات النظام المحاسبي، فبقدر تمتع هذا الأخير بالمصداقية بقدر حصول الخبير على قيمة أكثر موضوعية وواقعية للمؤسسة، نفس الشيء بالنسبة للطرق المرتكزة على مقارنة التدفقات، نجد أهم مدخلاتها هي جدول حسابات النتائج ومخرجات عملية التشخيص وكذا مختلف المعطيات التي يتم الحصول عليها من السوق المالي أو البنوك، لكن في ظل غياب شبه تام للسوق المالي أدى إلى صعوبة عملية التقييم عن طريق التدفقات.

لهذا نجد أن من بين محددات تطبيق طريقة تقييم دون أخرى هو مدى توفر المعطيات المتعلقة بكل طريقة، زد على ذلك القصد المتوخى من عملية التقييم نفسها أي هل ستنتم لغرض عملية التصفية أو الاندماج أو الخصخصة.

الفصل الثاني

قرار اختيار الهيكل المالي كمحدد لقيمة المؤسسة

تمهيد

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.

للتفصيل أكثر في قرار اختيار الهيكل المالي وأسس النظرية من المصادر التمويلية ومختلف النظريات التفسيرية، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى أربعة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول تمويل المؤسسات الاقتصادية؛

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية؛

المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل للمؤسسات الاقتصادية؛

المبحث الرابع: النظريات المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول تمويل المؤسسات الاقتصادية

يحتل التمويل في العصر الحديث بأهمية بالغة لأنه أصبح يمثل الحجر الأساس في الإدارة المالية لأي مؤسسة اقتصادية، وكذا لدى المجتمع ككل لما يؤديه من دور فعال في دفع عجلة التنمية الاقتصادية، لذا سنحاول في هذا المبحث التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بتمويل المؤسسات الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية التمويل

يعد التمويل من المهام الرئيسية الأولى من واجبات المدير المالي، فهو مجموعة من الممارسات التي يتم بموجبها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة لتوفير الاحتياجات المالية، واستخدامها بكفاءة وفعالية عالية. أولاًً مفهوم التمويل: 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"⁽¹⁾، كما يقصد بالتمويل: "إتاحة الموارد النقدية التي يتم بموجبها توفير الموارد الحقيقية التي توجه لتكوين رؤوس الأموال الجديدة"⁽²⁾، فالتمويل يمثل إحدى وظائف المؤسسات التي تشمل تنظيم مجرى الأموال فيها وتخطيطه والرقابة عليه والتحفيز المالي لأفراد المؤسسات⁽³⁾.

كما ذهب بعض الباحثين إلى تعريف التمويل على أنه: الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية⁽⁴⁾: - تحديد دقيق لوقت الحاجة له؛ - البحث عن مصادر الأموال؛ - تحديد المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الإنسان.

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⁽⁵⁾.

ولقد جاء في القاموس الاقتصادي أنه عندما تريد مؤسسة زيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة أو إعادة تنظيم أجهزتها.... فإنها تضع برنامجاً يعتمد على الناحيتين التاليتين:

1. الناحية المادية: أي حصر كل الوسائل المادية الضرورية لإنجاح المشروع (آلات، أيدي عاملة، ...)
2. الناحية المالية: وهي ناحية التمويل، والمتمثلة في تكلفة ومصادر الأموال وكيفية استعمالها⁽⁶⁾.

(1) أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص: 24.

(2) محي الدين عمرو: التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ص: 452.

(3) هاشم رحيم السموراني: الإدارة المالية - منهج تحليلي شامل -، الطبعة الثانية، ليبيا، 1997، ص: 24.

(4) طارق الحاج: مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 21.

(5) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 24-25.

(6) حسين محمد سمحان، أحمد عارف العساف: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن،

ثانياً. أهمية التمويل: يعتبر التمويل عصب الشركة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدونه خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ، كما أن نقصه يؤدي إلى تأخير المشاريع وضياع الفرص، وبالتالي انخفاض الإيرادات، وفي المقابل إن التمويل بمبالغ أكثر من الحاجة يعني تعطيل الأموال مع دفع تكاليفها دون أن تنتج إيرادات.

كما يؤدي التمويل دور فعال عن طريق⁽¹⁾:

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:
- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة؛
- تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد؛
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة؛
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم.

المطلب الثاني: الاحتياجات المالية وطرق التنبؤ بها

لعل من أكثر أسباب فشل المشاريع الاقتصادية شيوعاً هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سبباً في فشل المشاريع الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضاً أحد أشكال التمويل الخاطئ للمشاريع التي يقوم بها المؤسسون، ولهذا فإنه على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية القريبة منها والبعيدة، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها⁽²⁾.

أولاً. الاحتياجات المالية⁽³⁾: تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات، والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية. هذه الاحتياجات التي تكون عادة مرتبطة بمرحلة التطور التي تمر به، أي مرحلة عمرها الإنتاجي، بدءاً من إنشائها فانطلاقها فتموها ثم نضجها. وهنا تكون الاحتياجات عبارة عن تلك الأموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ، أو لتمويل التوسعات، أو الحصول على استثمارات جديدة. وبذلك يمكن أن ندرج الاحتياجات التمويلية، والتي يراها المستثمرون في هذه المؤسسات الاقتصادية ضرورية للبدء في المشروع والاستمرار به بنجاح، ضمن العناصر التالية:

1. الاحتياجات المالية في طور التأسيس (الإنشاء): تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تجسيدها في أرض الواقع، بل تمتد إلى غاية نموها الأولي، حيث يحتاج أثناءها صاحب المشروع إلى ما يسمى برأس المال المخاطر (le capital risque). ويمكن أن نميز في هذه المرحلة بين ثلاثة أنواع من الاحتياجات المالية:

(1) حسين عطا غنيم: دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 05.

(2) محمد الفاتح محمود بشير المغربي: تمويل ومؤسسات مالية، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص: 128.

(3) أحمد بوراس: مرجع سابق، ص: 19-23.

- رأس المال الأولي (التأسيسي)؛
- تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع؛
- الاحتياجات المالية في طور النمو.

2. الاحتياجات المالية في مرحلة النمو الثانية للمؤسسة: في هذه المرحلة تفكر المؤسسة في الحفاظ على حصة معينة من المبيعات ما يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل من أجل تلبية احتياجات رأس المال العامل الناتجة عن نمو وتطور المبيعات وخاصة عندما تكون المؤسسة مقيدة أو مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزيائنها إذا أرادت كسب سوق معين. وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل إنتاج منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر لمواجهة متطلبات المنافسة.

3. الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع: بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرصة للتوسع، فإنها تبدأ في تقييم عملية تغيير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالأساليب المالية المتطورة كالتخطيط، الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي. هذه الأساليب التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية للمؤسسة أو في شبكتها التجارية. حيث تحقق المؤسسة في هذه الحالة مردودية عالية أو تكون في طريق تحقيقها، ويحدث نمو متزايد في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق. بالإضافة إلى الإخلاص والوفاء الذي تلمسه في زيائنها وبالتالي تمتعها بميزة تنافسية واضحة. ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدراتها الإنتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات وحيازات جديدة.

4. الاحتياجات المالية في مرحلة النضج: بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت أعلى مستوى مردودية ممكنة، وبذلك تصل إلى مرحلة تتسم بالنضوج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح وكذلك استقرار ونمو التدفقات النقدية. في هذه المرحلة تحاول المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات، وهذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية، وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبذلك سوف تعرف احتياجاتها التمويلية الإضافية انخفاضاً كبيراً لأن المؤسسة ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيهما. من جهة أخرى يسمح مستوى الإنتاج الذي بلغته المؤسسة من امتصاص (تغطية) جميع التكاليف والأعباء الثابتة، بالتالي إمكانية توفير مصادر تمويل ذاتية. ونظرياً ستعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمراحل السابقة.

5. الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار: في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعاً ملحوظاً، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدانها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجها إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وهنا يبرز دور

المؤسسات التمويلية مثل البنوك وغيرها في دعم هذه المشروعات ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة.

ثانياً. **أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية⁽¹⁾**: ينقسم التنبؤ المالي إلى نوعين، النوع الأول طويل الأجل ويصمم بغرض تقدير احتياجات المشروع العامة من الأموال، في حين النوع الثاني قصير الأجل والذي يركز أساساً على الموازنة التقديرية النقدية. وعلى هذا الأساس سنقدم فيما يلي أهم أساليب هذين النوعين من التنبؤ المالي.

1. **أساليب التنبؤ المالي طويل الأجل**: ونجد في هذا النوع أسلوب النسبة المئوية من المبيعات وأسلوب الانحدار. أ. **أسلوب النسبة المئوية من المبيعات في التنبؤ المالي**: ويعتبر هذا الأسلوب أبسط أساليب التنبؤ المالي وفيه يتم التعبير عن احتياجات المشروع المالية على أساس النسبة المئوية من المبيعات السنوية المستثمرة في كل بند من بنود الميزانية العمومية، ومرة أخرى فإننا لن نشغل أنفسنا بكيفية التوصل إلى تقدير رقم المبيعات، حيث أن هذا الموضوع من اختصاص رجال التسويق للمشروع، ويفترض أن طرق المبيعات هي من المعطيات التي ستستخدم في تقدير الأموال اللازمة.

عملياً يتطلب استخدام هذا الأسلوب فهم أمرين في غاية الأهمية: الأول هو التكنولوجيا الأساسية للمؤسسة؛ والثاني هو منطق العلاقة بين المبيعات وبين أصول المؤسسة، ولهذا السبب فإن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب خبرة طويلة وكمية كبيرة من الحكم الشخصي من جانب مستخدميه.

ب. **أسلوب تحليل الانحدار في التنبؤ المالي**: هناك أسلوب بديل لأسلوب النسبة المئوية من المبيعات يستخدم في تقدير الاحتياجات المالية وهو أسلوب الانحدار البسيط (والذي يطلق عليه أحياناً أسلوب شكل أو خريطة التشتت).

المطلب الثالث: مخاطر التمويل وطرق تفاديها

قد تتعرض المؤسسة الاقتصادية لعدة مخاطر، ولعل أهم هذه المخاطر نجد مخاطر التمويل والتي ترتبط بمختلف مصادر التمويل، لذلك يجب تجنبها أو البحث عن مصادر التمويل الأقل خطورة لكي تستمر المؤسسة في نشاطها ولا تتعرض لمخاطر زوالها وتصفيتها.

أولاً. **مخاطر التمويل⁽²⁾**: يمكن تقسيم مخاطر التمويل إلى:

1. **المخاطر المادية**: وهي تلك المخاطر التي تتلف بعض السلع المادية التي هي نتاج العمل الذي مولناه. فنحن في هذه الحالة لا نستطيع أن نسدد المبالغ التي اقترضناها (مولنا أنفسنا بها) مما يلحق بنا خسائر، أي تكاليف إضافية.

والأمثلة على هذا النوع كثيرة، ومنها تلف المخزون من الطعام سبب الحشرات أو الحيوانات، أو تلف المنزل بسبب حريق أو فيضان،.... إلخ.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 113-114.

⁽²⁾ طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 22-23.

2. المخاطر الفنية: وهي تلك المخاطرة التي تنبع من حقيقة أن مهرة المنتج قد لا تتناسب مع طموح خطته. ومن أجل ذلك فإنه بالرغم من الوسائل المعروفة فإن المنتج قد يفشل في عمل الشيء المرغوب، لأنه غير مؤهل فنيا لاستخدام عناصر الإنتاج، خاصة التعامل مع الآلات الحديثة. أو إذا نجح في عمله فإنه قد يستهلك من أجل ذلك موارد أكثر من تلك التي حددها عند وضع الخطة. وهذا للموارد وبالتالي لحق بالمنتج خسائر لم تكن بالحسبان.

لذا تركز المصالح على الفنيين المهرة في العملية الإنتاجية حتى ولو كانت تكلفة تشغيلهم عالية.

3. المخاطر الاقتصادية: وهي تلك المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة. وتنقسم في هذا السياق إلى نوعين:

أ. خطر انخفاض الطلب على المنتج الذي مولناه، مما يعني عدم الحصول على مردود مالي نسدد من خلاله أقساط التمويل وباقي الالتزامات الأخرى. والأسباب التي تؤدي إلى انخفاض الطلب على السلعة المنتجة أو الخدمة كثيرة، منها المنافسة، انخفاض الدخل، نوع السلعة... إلخ.

ب. مخاطر عدم كفاية عرض الموارد اللازمة لصنع المنتج المخطط له، وبالتالي قد لا يمكن إنتاجه.

ثانياً. **تفادي مخاطر التمويل⁽¹⁾:** لا يستطيع أي شخص أن ينفى وجود المخاطر، لأن حتمية وجودها وارد، كما لا يستطيع أي شخص منتج أن يزيلها كلياً عن طريق نشاطه، ولكن نستطيع أن نتفادها ونقل قدر الإمكان من آثارها وذلك من خلال ثلاث طرق.

1. الإجراءات المناسبة التي تحوي نفقات خاصة: يمكن القول تقريباً أن كل نوع من الخطر يمكن أن يخفض إلى حد ما عن طريق زيادة المنفق على إجراءات الاحتياط ضده. فمثلاً يمكن لنا أن نجعل مبنى المصنع أكثر احتمالاً ومقاومتاً للنار إذا ما أنفقنا أكثر من بنائه ووضع مواد مقاومة للحريق في جدرانها. كما أن خطر توقف الإنتاج يسبب النقص في مادة رئيسية في الإنتاج من الممكن أن يزول إن أنشأنا احتياطي كافي من المخزون من هذه المادة. ومن الأمثلة على ذلك أيضاً قيام اليابان بوضع عجلات حديدية متحركة في أساس المباني الشاهقة حتى تقاوم الزلازل، وهذا بالطبع يتطلب نفقات إضافية.

2. تحويل الخطر إلى تكاليف منتظمة وتجميعها مع الأخطار المتشابهة-التأمين: بمعنى استبدال النتائج الناجمة عن المخاطر إلى تكاليف سنوية تدفع لشركات التأمين تتعهد هذه الأخيرة بأن تعوض عن الخسائر الناجمة عن أي سبب طبيعي وذلك في مقابل سداد سنوي محدد يسمى القسط.

وهناك عدة أنواع من المخاطر الطبيعية والتي يمكن وبنفس الطريقة المقامرة بها وتحويلها إلى تكاليف سنوية منتظمة عن طريق التأمين، وذلك مثل أخطار الحريق، الفيضان، غرق السفن، السرقة... إلخ.

⁽¹⁾ طارق الحاج: المرجع نفسه، ص: 23-25.

وعلى أية حال يوجد دائما حالتين يجب أن تتوافر حتى يكون الخطر قابلا للتأمين عليه:

- أ. يجب أن يكون الخطر منفصلا ومستقلا: لأنه إذا لم تكن الأخطار منفصلة أي إذا كانت كلها من الممكن أن تتأثر بطريقة متشابهة بأي كارثة عظيمة فإن مبدأ المقامرة لن يطبق، والخسائر الكلية لن تخطئ في المتوسط من سنة إلى أخرى وفي سنة الكارثة فإن شركة التأمين من الممكن أن تتعرض لمطالبات أكبر مما تستطيع أن تواجهه.
- ب. يجب أن لا يزداد الخطر: لأن المؤمن له سوف يتجه إلى تخفيض كمية ومقدار العناية التي يقوم بها، لأن الخسارة سوف تتحملها شركة التأمين.

3. مقابلة الأخطار الأخرى التي تعمل في الاتجاه العكسي: أي خطر الخسارة التي تصاحب فرص الربح، فليس نادرا أن نجد الخسارة لشخص ما فائدة وريح بالنسبة لشخص آخر. فاذا تعاقد خباز على توريد الخبز إلى المؤسسة بسعر محدد، فإنه سوف يحقق خسارة إذا ارتفع سعر الدقيق، والعكس صحيح. و الآن إذا استطاع الاثنان أن يقوموا بمساومة والتي بمقتضاها يتعاقد الخباز على شراء الدقيق من الطحان بسعر محدد فإن كلاهما سيحقق إما أرباحا عارضة أو خسارة عارضة.

المطلب الرابع: ماهية الهيكل المالي

تؤثر طريقة التمويل في المؤسسة على ربحيتها، وبالتالي لا بد من اختيار هيكل التمويل المناسب، أي الخليط الجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك، أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد⁽¹⁾. تسعى المؤسسات الاقتصادية دائما إلى البحث عن المصادر التمويلية الأقل تكلفة والأقل خطرا، لذلك قد تقوم باختيار مجموعة من هذه المصادر، والتي تمثل في مجملها تركيبة أو مزيج تمويلي.

أولاً. مفهوم الهيكل المالي: يعرف الهيكل المالي على أنه: تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية⁽²⁾، كما يعرف على أنه: "عبارة عن نسبة خليط التمويل المرغوب والمكون من الديون وحقوق الملكية"⁽³⁾.

كما يعرف الهيكل المالي على أنه: "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل والتمويل المقترض طويل الأجل، والتمويل الممتلك والذي يتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة"⁽⁴⁾.

(1) حمزة محمود الزبيدي: أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 305.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد النعيمي: الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2009، ص: 349.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية - النظرية والتطبيق -، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008، ص: 437.

(4) محمد علي إبراهيم العامري: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 159.

وهما يجب أن نميز بين مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فيقصد بالهيكل المالي جميع مصادر التمويل التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن الهيكل المالي يتمثل في المطلوبات المتداولة والمطلوبات طويلة الأجل وحقوق المساهمين، أما هيكل رأس المال فهو يقتصر على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط والمتمثلة في المطلوبات طويلة الأجل وحقوق المساهمين⁽¹⁾.

ومن أولى مهمات الإدارة المالية إدارة الهيكل المالي مستهدفة تعظيم العائد على حقوق الملكية، فقد يترتب على تحديد الهيكل المالي الأمثل تدنية معدل تكلفة التمويل، مما يؤدي إلى تعظيم العائد على حقوق الملكية، وعليه ينبغي تحديد مزيج التمويل الذي يؤدي إلى تعظيم ربحية المؤسسة (العائد على حق الملكية)، وهذا بدوره يتطلب تحديد النسبة الملائمة لكل من التمويل الممتلك والمقترض في الهيكل المالي نظرا لاختلاف درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة باختلاف نسبة كل منهما في الهيكل المالي، وتعد أفضل التوفيق بينهما في الهيكل المالي هي تلك التي تحقق التوازن بين العائد والمخاطرة⁽²⁾. فالهدف الرئيسي لإدارة رأس المال هو كيفية اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة في السوق المالي، ويمكن التعبير عن هذا الهدف بطريقة أخرى، وهي كيف يمكن اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن؟ ويسمى هذا المزيج بهيكل رأس المال الأمثل⁽³⁾.

ومن بين المشكلات التي تواجه الإدارة المالية في إطار الهيكل المالي ما يلي⁽⁴⁾:

- تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد ممكن؛
- قياس أثر الرافعة المالية في تحديد الهيكل المالي الأمثل؛
- قياس تكلفة التمويل في إطار الظروف البيئية السائدة؛
- وضع سياسة مالية سليمة للمؤسسة.

ولسياسة التمويل أثر كبير في تحديد الهيكل المالي وكلفته، إذ أن التكلفة تتوقف على تشكيلة الهيكل المالي، أي نسبة كل نوع من أنواع التمويل فيه، وكلما كان بالإمكان تدنية تكلفة التمويل كلما أدى ذلك إلى خلق أثر إيجابي على العائد الذي تحققه المؤسسة وبالتالي تعظيم ثروة المالكين، الأمر الذي يستلزم حساب المعدل الموزون للتكلفة والمتمثل بتكلفة مزيج الهيكل المالي، والعمل على تدنيته من خلال تحديد الهيكل المالي الأمثل⁽⁵⁾.

(1) فايز تيم: مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011، ص: 339.

(2) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(3) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 339.

(4) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(5) المرجع نفسه، ص: 160.

ثانياً. **مناهج الهيكل المالي:** لحل الإشكال سابق الذكر نجد أن هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد الهيكل المالي المناسب وهي:

1. منهج التوازن: يقصد بالتوازن هو استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية في ضوء البدائل من مصادر التمويل المتاحة والعائد المتوقع تحقيقه واتجاهات أسعار الفائدة، واختيار المزيج التمويلي الذي يحقق أقل تكلفة وأفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل⁽¹⁾؛

2. منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب⁽²⁾؛

3. منهج التوازن الديناميكي: يقوم هذا المنهج على أساس أن هناك متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية، ويتأثران بالبيئة الداخلية والخارجية للشركة، ويتخذ قرار اختيار هيكل التمويل في ضوء قيود التكلفة ومركز الائتماني وطبيعة استخدامات الأموال والعمليات الإنتاجية والتسويقية واختيار المزيج الذي يتصف بالفاعلية والمرونة.

إن المناهج المذكور سابقا تكاد تكون متداخلة، ولذلك ينصح الأخذ بها جميعا عند تحديد الهيكل المالي في ضوء العناصر الأساسية التي تلعب دورا فاعلا في تحديد مصادر الأموال للشركة وهي الملاءمة والدخل والمخاطر والمرونة والسيطرة والتوقيت المناسب، والتي تعتبر من خصائص المزيج التمويلي الأمثل والتي سنتطرق لها بالتفصيل في العنصر الموالي.

ثالثاً. محددات الهيكل المالي: من أهم المحددات التي تتحكم في اختيار الهيكل المالي نجد:

1. أكثر ملاءمة: القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادرة قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول⁽³⁾، لذلك يجب أن تتلاءم الأموال التي تلجأ إليها المؤسسة لاستخداماتها كمصادر مع طبيعة الأصول الممولة، وأن تراعي ترتيب درجة السيولة للأصول مع درجة الاستحقاق لهذه الموارد⁽⁴⁾؛

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 156.

⁽²⁾ جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج: الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 287.

⁽³⁾ مفلح محمد عقلك مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 155.

⁽⁴⁾ مبارك لسوس: التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص: 162.

2. أكبر إيراد (دخل) ممكن: إن الهدف من الاستثمار هو تحقيق أرباح مستقبلية، وإن هدف المساهمين في رأس مال الشركة هو تعظيم أرباحهم، فعلى المسير المالي في المؤسسة أن يبحث عن المزيج التمويلي الأمثل من بين التوليفات الممكنة التي تعظم نسبة الربحية عن الدينار الواحد المستثمر في رأس المال⁽¹⁾.

3. الإدارة والسيطرة: من العوامل التي تؤدي دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل هو بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة. لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الافتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهتمهم مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة، لأنهم لا يملكون التدخل في الإدارة⁽²⁾؛

4. أدنى مخاطر: قد يؤدي الاستعمال المفرط في الموارد المالية من القروض إلى تقويض حظوظ المساهمين لاسترجاع أموالهم من الأموال الخاصة عندما تصبح المؤسسة مشبعة بالديون، لأن المساهمين في رأس المال هم آخر من يأخذ نصيبهم عند تصفية موجودات المؤسسة، فإذا كان المساهمون هم أكبر المتنعمين برحاء المؤسسة فهم على النقيض أكبر المتضررين من تدهورها. لذا على المسير المالي استخدام كل الطرق الرياضية الإحصائية الملائمة للبحث عن أدنى مستوى من المخاطر (تدنية الانحراف المعياري) عند كل مستوى من مستويات والإيرادات المتوقعة⁽³⁾.

5. أكبر مرونة: وتعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، ويتيح توافر المرونة للمؤسسة⁽⁴⁾:

- إمكانية الخيار من بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش من مجموع الأموال التي تستخدمها؛

- إمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة؛

- زيادة قدرتها على المساومة مع مصادر التمويل؛

6. أنسب توقيت: تمر على المؤسسة خلال عمرها الاقتصادي فترات وقت ضائع، وهي الفترات التي يقل أو ينعدم فيها نشاط المؤسسة، وخاصة عند إنشاء المؤسسة والتي تسمى بفترة النفقات الغارقة وهي نفقات لا يقابلها أي إيراد، فلتقليل التكلفة التي تتحملها من لجوئها إلى التمويل يجب أن يتوافق هذا التمويل تماما مع الاستخدام الفعلي لتلك الأموال، وقد تلجأ المؤسسة أحيانا إلى موارد منخفضة التكلفة لكن هذا ليس معيارا على نجاعة الاستخدام إذا لم يكن هناك توافق زمني بين هيكل التمويل مع هيكل الاستخدام⁽⁵⁾.

(1) مبارك لسوس: المرجع نفسه، ص: 163.

(2) مفلح محمد عقل: مرجع سبق ذكره، ص: 157.

(3) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 163.

(4) مفلح محمد عقل: مرجع سبق ذكره، ص: 157.

(5) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 164.

رابعاً. **العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:** بصفة عامة يمكن أن نوجز أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالي، والتي على المؤسسة أن تأخذها بعين الاعتبار عند وضعها لسياساتها المالية المرتبطة بقرار التمويل فيما يلي:

1. معدل نمو المبيعات: يعتبر معدل نمو المبيعات مؤشراً لقدرة المؤسسة على زيادة العائد على السهم من خلال الرفع الكلي⁽¹⁾، فهو يعتبر مقياساً لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع⁽²⁾، فإذا زادت المبيعات في حدود 10% كحد أدنى فإن بإمكان المؤسسة زيادة الاعتماد على المديونية في التمويل وبالتالي زيادة العائد على سهم الشركة من خلال الرفع⁽³⁾. ويلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات، ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلاً في مثل هذه الحالة. والواقع أنه على عاتق المؤسسة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية⁽⁴⁾.

2. درجة استقرار المبيعات: يؤثر استقرار مبيعات المؤسسة وأرباحها بشكل مباشر في قدرتها على استخدام المديونية في التمويل⁽⁵⁾. حيث أن درجة استقرار المبيعات ترتبط بنسبة الاقتراض ارتباطاً مباشراً، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات⁽⁶⁾.

3. الموقف الضريبي: من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد، حيث أن المكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة. وعليه كلما زادت امكانية الحصول على وفر ضريبي زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل⁽⁷⁾.

4. المنافسة: تعتمد قدرة الشركة في تسديد ديونها على حجم أرباحها ودرجة استقرار هذه الأرباح. فكلما ازدادت أرباحها كلما زادت قدرتها على تغطية التزاماتها المترتبة على المديونية. وتعتبر المنافسة من العوامل الرئيسية المؤثرة على الربحية، حيث أن ازدياد حدة المنافسة بين الشركات في الصناعة الواحدة يؤدي إلى تخفيض هامش الربحية ويحد بالتالي من قدرة الشركة على الاقتراض⁽⁸⁾.

5. المرونة التمويلية: تتمثل في قدرة المؤسسة في الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة وأسعار فائدة معقولة تحت الظروف المختلفة، لأنه من المعروف أن المقرض دائماً يبحث عن الشركة (المقترض) ذات المركز المالي

(1) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 345.

(2) محمد صالح الخناوي: مرجع سبق ذكره، ص: 269.

(3) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 345.

(4) عبد العزيز النجار: أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 413.

(5) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 345.

(6) عبد العزيز النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 413.

(7) عدنان تايه النعيمي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 438.

(8) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 345.

لقوي لضمان حقوقه وخاصة في الظروف الاقتصادية الرديئة. وعليه، فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة التمويلية غير متوفرة، فإن هذا يعني تركيبة رأس مال بنسبة دين أقل⁽¹⁾.

6. هيكل الأصول: تؤثر تركيبة الأصول (أي حجم الأصول إلى الأصول المتداولة) في قدرة المؤسسة على التمويل بالدين. حيث أن زيادة الأصول الثابتة مقارنة بالأصول المتداولة، يعني زيادة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وبالتالي زيادة درجة الرفع التشغيلي، كما أن زيادة الرفع التشغيلي تعني زيادة حساسية الأرباح للتغير في مبيعات المؤسسة أي ارتفاع المخاطر، وانخفاض قدرة الشركة بالتالي على الاقتراض. والعكس صحيح، فانخفاض الأصول الثابتة يخفض من درجة الرفع التشغيلي ودرجة المخاطرة ويزيد من قدرة المؤسسة على التمويل بالمدىونية⁽²⁾.

7. اتجاهات رجال الأعمال (موقف الإدارة من الخطر): إن إدارة المؤسسة هي مجموعة من البشر لذين تحكمهم عوامل سلوكية، فالبشر منهم من يتصف بالجرأة والإقدام على الخطر، ومنهم من يتصف بالتحفظ والخوف من الخطر، والدين كما هو معروف يعمل على زيادة المخاطر، ومن هنا قد تميل تركيبة رأس المال إلى استخدام دين آخر بالرغم من ملاءمة العوامل الأخرى بسبب تحفظ الإدارة⁽³⁾.

8. اتجاهات المقرضين (موقف المقرضين من الخطر): بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المؤسسة بدراستها وتحليلها لتحديد درجة الرفع المالي، فإن اتجاهات وآراء المقرضين تؤدي دوراً في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة. فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزناً كبيراً لرأيه. وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة⁽⁴⁾.

(1) عدنان تايه النعيمي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 438.

(2) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 345-346.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 438.

(4) عبد العزيز النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 415.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية

تختلف المعايير التي تعتمد في التمييز بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية، فقد يتم التفرقة بينها من حيث الزمن (طويلة، متوسطة أو قصيرة)، أو من حيث مصدرها (داخلية أو خارجية)، وسنحاول من خلال هذا المبحث التمييز بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية من حيث الزمن كما يلي:

المطلب الأول: مصادر التمويل طويلة الأجل

تمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في الموارد المالية التي يفوق تاريخ استحقاقها خمس سنوات، والتي تكون موجهة للاستثمارات طويلة الأجل، ويمكن أن نميز في هذا الصنف من مصادر التمويل عدة أنواع موضحة كما يلي:

أولاً. **مصادر التمويل الخارجية:** وهي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها. وتحدد هذه الشروط في السوق المالي (البورصة) في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرص البديلة المتاحة بعد تقييم قدرة المستفيد من التمويل⁽¹⁾، ويمكن تقسيم مصادر التمويل الخارجي إلى:

1. أموال الملكية: تتمثل أموال الملكية أساساً في الأسهم، حيث يمكن تعريف السهم على أنه: "صك قابل للتداول يصدر من شركة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة"⁽²⁾. وتنقسم الأسهم إلى نوعين أساسيين هما:

1.1. الأسهم العادية: السهم العادي هو سند ملكية لحامله، ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال⁽³⁾، وبذلك فالسهم يتخذ السهم العادي ثلاث قيم مختلفة بتغير ظروف الشركة والأحوال الاقتصادية الأخرى في السوق، وهذه القيم هي:

أ. **القيمة الاسمية:** يقصد بها تلك القيمة المنصوص عليها في عقد الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية⁽⁴⁾، هذه القيمة غير مستخدمة بشكل عملي، حيث يتم استخدامها لتسجيل رأس المال الشركة المدفوع في القيود المحاسبية، وعادة ما تكون منخفضة جداً (حوال واحد دينار)⁽⁵⁾، والقيمة الاسمية هي التي يتم على أساسها توزيع نسبة الأرباح الصافية التي تحققها المؤسسة⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص: 201.

⁽²⁾ جليل كاظم مدلول العارضي، أرشد عبد الأمير جاسم الشمري: استراتيجيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 160.

⁽³⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 180.

⁽⁴⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 201.

⁽⁵⁾ فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 186.

⁽⁶⁾ علي عباس: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص: 276.

ب. **القيمة الدفترية:** وهي تلك القيمة التي تعكسها السجلات المحاسبية للشركة، وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة⁽¹⁾، ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر لدى اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بشراء الأسهم، وتحدد بالمعادلة التالية⁽²⁾:

$$(01-02) \dots\dots\dots = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين العاديين (حقوق الملكية)}}{\text{عدد الأسهم العادية (المصدرة)}} \text{ القيمة الدفترية}$$

وتتغير القيمة الدفترية بحسب الظروف الداخلية التي تمر بها المؤسسة، فكلما زادت الأرباح زادت القيمة الدفترية لأسهمها وتبعاً لذلك تقل كلما قلت أرباحها وزادت مديونيتها⁽³⁾.

ج. **القيمة السوقية:** وهي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها، أي من خلال العرض والطلب، ولذلك فإنها تمثل القيمة الحقيقية للشركة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة⁽⁴⁾. وقد تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الاسمية له في حال كون الشركة تحقق أرباحاً ومديونيتها منخفضة، وقد تكون أقل من القيمة الاسمية أو معادلة لها وذلك تبعاً للظروف الاقتصادية⁽⁵⁾، وتحدد القيمة السوقية بالمعادلة التالية⁽⁶⁾:

$$(02-02) \dots\dots\dots = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق - الالتزامات}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \text{ القيمة السوقية}$$

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية نجد:

- سهولة بيع وشراء الأسهم؛
- لا تلتزم المؤسسة بتوزيع أرباح سنوية على المساهمين إذا كانت هناك حاجة ضرورية لاحتجازها، أو إذا ما حققت خسارة في سنة من السنوات⁽⁷⁾؛
- يعطي السهم العادي للمؤسسة مصادراً متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية؛
- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد، ولا يحتم على المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد⁽⁸⁾.

(1) دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره، ص: 203.

(2) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 133.

(3) علي عباس: مرجع سبق ذكره 2008، ص: 277.

(4) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 203.

(5) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 277-288.

(6) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

(7) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 278.

(8) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 182.

ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق الأسهم العادية ما يلي:

- كلفة إصدار الأسهم العادية أعلى من تكلفة باقي مصادر التمويل طويلة الأجل؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين لا تعتبر نفقة وبالتالي لا يجوز خصمها من الضريبة التي تدفع للحكومة⁽¹⁾؛
- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، وذلك بسبب التبادل السريع للأسهم حيث تستطيع أية جهة شراء الأسهم المتداولة وبالتالي ممارسة ضغوط على الإدارة الحالية، وهذا العامل يعتبر خطيرا خاصة في المنشآت صغيرة الحجم؛

- تحد الأسهم من قدرة المؤسسة على المتاجرة بالملكية، لأنها لا تحمل عائدا ثابتا⁽²⁾.

2.1. الأسهم الممتازة: هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية^(*) ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها⁽³⁾، ولهذا السهم قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية لسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي، حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر بدفاتر الشركة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة، بمعنى آخر أنه ليس للسهم الممتاز نصيب من الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تظهر بميزانية المؤسسة⁽⁴⁾.

بالرغم من أوجه الشبه بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية إلا أن هناك ثلاثة اختلافات رئيسية وهي⁽⁵⁾:

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة؛
- عادة نجد أن هناك حدا أقصى لمدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه؛
- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة نجد:

- نظرا لعدم اشراك حملة الأسهم الممتازة في التصويت، فإن إصدار تلك الأسهم يبقي السيطرة في يد الإدارة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبالغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معين، وهي بذلك مثل الأسهم العادية⁽⁶⁾؛

(1) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 279.

(2) يونس خان، هشام صالح غرايبة: الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، عمان، الأردن، 2007، ص: 199-200.

(*) وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي.

(3) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 207.

(4) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 53-54.

(5) عبد العزيز النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 487-488.

(6) يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 199-200.

ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق الأسهم الممتازة ما يلي:

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على العكس من فوائد القروض؛
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر فيها توزيع، وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات⁽¹⁾.

2. الأموال المقترضة: وهي الأموال التي تمنح من البنوك والمؤسسات المالية، وهي تحتوي على:

- 1.2. القروض المصرفية طويلة الأجل: وهي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض⁽²⁾، في العادة تتجاوز مدة القروض طويلة الأجل السبع سنوات، الغرض منها تمويل الأصول طويلة الأجل التي تزيد مدة اهتلاكها عن السبع سنوات، يقدم القرض كثيرا لتمويل المشاريع الاستثمارية الاستراتيجية ذات النفع العام، ويتم اهتلاك القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل⁽³⁾. ونظرا لأن مدة هذه القروض عادة تفوق السبع سنوات فإنها تتطلب بعض الضمانات التي تطلبها الجهة المقرضة⁽⁴⁾.

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بلجوتها للقروض طويلة الأجل نجد⁽⁵⁾:

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام للجمهور؛
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام للجمهور؛
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة خاصة إذا كان المقرض طرفا وحيدا؛
- الاستعانة بالقروض طويلة الأجل يغني عن اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل، وبالتالي تفادي احتمال عدم تجديد مواعيد الاستحقاق القصيرة.

ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل ما يلي⁽⁶⁾:

- إن سداد القروض طويلة الأجل بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لاهتلاك هذه القروض يعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي المستمر، وهنا تتجلى أفضلية اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم (لما تتميز به من عدم محدودية تاريخ الاستحقاق)؛

(1) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 185.

(2) دريد كامل آل شبيب: مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 137.

(3) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 190.

(4) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(5) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 190-191.

(6) المرجع نفسه، ص 191.

- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصاً مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد؛
- كون هذه القروض طويلة الأجل فالمقرض يطلب رهونا (ضمانات) قد لا تكون في متناول المؤسسة، ويلجأ إلى استقصاءات مفصلة ودقيقة عن وضعية المؤسسة، وقد تكون هذه الاستقصاءات عالية، ولذا فالمقرض يضع حداً للمقرض المقدم لغرض تغطية هذه التكاليف.

2.2. السندات: هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات⁽¹⁾. ويعتبر السند قرض طويل الأجل^(*) يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيم السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة أشهر حسب ما يتفق عليه⁽²⁾. لقد كانت السندات سابقاً تصدر باستحقاقات من 10 إلى 20 سنة، إلا أنه أصبح مألوفاً الآن إصدار سندات بفترات استحقاق أقل تتراوح بين 05 و 10 سنوات، فالسندات كمصدر تمويل طويل الأجل يشبه القروض محددة المدة، ولكن إصدار الأسهم يتم الإعلان عنه والدعاية له، ويعرض على الجمهور، ويبيع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراداً أو مؤسسات⁽³⁾.

يجوز أن تتغير قيمة السند حسب الظروف السائدة في الأسواق المالية، وفي هذه الحالة يمكن أن يتغير سعر السند ويتخذ القيم التالية⁽⁴⁾:

أ. **القيمة الاسمية:** وهو سعر الإصدار، وكذلك المبلغ الذي تلتزم المؤسسة بدفعه عند حلول موعد استحقاق السند؛

ب. **القيمة السوقية:** وهي القيمة المتغيرة التي يستحقها السند في السوق المالية. وبالطبع فإن المؤسسة لا تلتزم بدفع القيمة السوقية للسند عند الاستحقاق، كما أن الفوائد المدفوعة تحسب على أساس القيمة الاسمية وليس السوقية.

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها للسندات نجد:

- غالباً ما تكون تكلفة السند أقل من تكلفة غيره من أدوات الديون الأخرى⁽⁵⁾؛
- تستطيع المؤسسة خصم الفوائد المدفوعة على السندات من الضرائب التي تدفعها للحكومة باعتبار تلك الفوائد من النفقات التي تتحملها المؤسسة، وبالتالي تخصم من الضريبة؛

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 211.

^(*) هذا القرض الطويل ينقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية يطلق على كل منها اسم "سند".

⁽²⁾ يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 192.

⁽³⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 271.

⁽⁴⁾ يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 192.

⁽⁵⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 275.

- بما أن حامل السند لا يجوز له التصويت أو التدخل في شؤون المؤسسة، فإن ذلك يعطي إدارة المؤسسة حرية الحركة والتصرف دون قيود⁽¹⁾؛
- المرونة، حيث تستطيع المؤسسة التي أصدرت السندات أن تستغل مصادر التمويل الأخرى مثل القروض المصرفية أو إصدار أسهم عادية جديدة⁽²⁾.
- ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق السندات ما يلي:
- بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل، فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس أو التصفية⁽³⁾؛
- محدودية الاستفادة من السندات، حيث أن التشريعات القانونية في كثير من البلدان على تحديد كمية المبالغ التي تستطيع المؤسسة اقتراضها عن طريق السندات؛
- إذا قامت المؤسسة برهن بعض موجوداتها مقابل إصدار السندات، فإن ذلك يعتبر تقييدًا لحرية المؤسسة في التصرف بالموجودات المرهونة⁽⁴⁾؛
- الفوائد الثابتة والمستمرة على مدار أجل السند والذي يرجع لوجوب سداد مصدر السندات للكوبونات المستحقة عليها بغض النظر عن نتيجة الأعمال، وذلك على خلاف ما هو متبع في الأسهم عند إجراء التوزيعات والتي لا يتم دفعها للمساهمين إلا بعد تحقق الأرباح المناسبة وتقرير مجلي إدارة الشركة بذلك واعتماد الجمعية العمومية لمبلغ التوزيعات⁽⁵⁾.

ثانياً. مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة): نال موضوع التمويل بالأرباح المحتجزة أهمية كبيرة من أدبيات الفكر المالي التقليدي والمعاصر، إذ كان ولا يزال من المواضيع الأكثر جدلاً بسبب اختلاف نتائج اختبار أثره على القيمة السوقية للأسهم، فقد أثبتت هذه الاختبارات تأثير وعدم تأثير لسياسة احتجاز الأرباح على سعر السهم، حيث توصلت إلى وجود عدة أسباب تدعو إلى احتجاز الأرباح من عدمه، وبالنتيجة فإن سياسة احتجاز الأرباح للتمويل الداخلي تعد موضوعاً مثيراً للجدل⁽⁶⁾.

1. تعريف الأرباح المحتجزة: هي عبارة عن تلك الأرباح التي حُجبت عن التوزيع على المساهمين في الشركة، وهي تعتبر من أموال الملكية (حقوق المساهمين)⁽⁷⁾. يرى البعض أن هذه الأموال لا تكلف لها، باعتبار أن المشروع حصل عليها دون مقابل بل وهي جزء من الأرباح ولا تمثل تكلفة على المشروع، ولكن هذا الاعتقاد غير سليم،

(1) يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 192.

(2) أسعد حميد العلي: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013، ص: 270.

(3) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 275-276.

(4) يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 192.

(5) محب خلقة توفيق: الهندسة المالية - الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار -، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص: 150.

(6) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 722.

(7) طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 143-144.

فقد تفرض سياسة توزيع الأرباح على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى صالح الشركة والمساهمين فيها من حملة الأسهم، وللمساهمين الحق في الموافقة أو المعارضة على احتجاز جزء من أرباحهم. لذلك فلن يتوقع موافقتهم إلا إذا توقعوا الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً⁽¹⁾.

عادة ما يُسفر عن زيادة اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي زيادة النمو فيها والتمثل في معدل العائد على حق الملكية والعوائد الرأسمالية، وتحدد قدرة المؤسسة على تحقيق ذلك وإدامته بعدة عوامل هي⁽²⁾:

أ. هامش الربح: إن الزيادة في معدل هامش الربح في المؤسسة تعمل على زيادة قدرتها لتوليد التمويل الداخلي وبالتالي زيادة نموها.

ب. إجمالي دوران الأصول: إن الزيادة في إجمالي دوران الأصول تعمل على زيادة المبيعات لكل دينار في الأصول، وهذا يسفر عن حاجة المؤسسة لأصول جديدة بسبب نمو المبيعات وبالتالي زيادة نسبة النمو فيها.

ج. السياسة المالية: إن الزيادة في نسبة الدين إلى حق الملكية يزيد من قوة المؤسسة المالية، وبما أن التمويل الإضافي بالدين ممكناً فإن ذلك يزيد من نسبة النمو فيها.

2. أسباب حجز المؤسسة للأرباح: توجد عدة أسباب يمكن للمؤسسة أن تتخذ على أساسها قرار احتجاز الأرباح من أهمها⁽³⁾:

أ. تطبيق قوانين الدولة: إذ ينص القانون على وجوب اقتطاع جزء من الأرباح في شركات المساهمة، والذي يطلق عليه بالاحتياطي الإجمالي (القانوني) ويحدد القانون النسبة المئوية الإلزامية^(*) التي يتم اقتطاعها من الأرباح، وتستمر الشركة في الاقتطاع إلى أن يصل حجم الاحتياطي نسبة معينة من رأس مال الشركة المدفوع.

ب. تطبيق النظام الداخلي للشركة: تنص بعض الأنظمة الداخلية للشركات، أو يتخذ مجلس إدارة الشركة قراراً باقتطاع جزء من الأرباح تحت اسم الاحتياطي الاختياري؛

ج. التخلص من تكاليف الاقتراض: إذ تقوم الشركة باقتطاع جزء من الأرباح لتسديد القروض والتخلص من تحمل تبعاتها.

د. تمويل عمليات النمو والتوسع: إذ تقوم الشركة باستخدام الأرباح المحتجزة لتتوسع في أنشطتها بدلاً من الاقتراض، وعملية الوصول إلى الأرباح لتحقيق الهدف تكون أسهل بكثير من الاقتراض، كما تجنب الشركة زيادة الملكية وبالتالي إضافة مالكين جدد يكون لهم حق الإدارة.

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة باستخدامها لمصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) نجد:

- كلفة الأرباح المحتجزة قليلة نسبياً، وهي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك الأموال في مجالات أخرى؛
- لا يتطلب الحصول على الأرباح المحجوزة معاملات وتكاليف كثيرة لأن الإجراء يظل داخلياً؛

⁽¹⁾ محمود عزت اللحام وآخرون: الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة الجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 319.

⁽²⁾ محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 723.

⁽³⁾ طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 143-144.

^(*) يحدد في الجزائر بنسبة 05 %، وتستمر الشركة في الاقتطاع إلى أن يصل حجم الاحتياطي نسبة 10 % من رأس مال الشركة المدفوع.

- لا يترتب عن استعمال الأرباح المحجوزة أية ضمانات أو رهن لموجودات المؤسسة⁽¹⁾؛
- لا يؤثر استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المؤسسة على إدارتها من حيث التصويت أو الترشيح؛
- تستطيع الشركة استخدامها في أي وقت إذا تحقق الربح⁽²⁾؛
- تعتبر كأهم مورد في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب عليها الحصول على الأموال من مصادر أخرى⁽³⁾؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر، وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجاباً على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم⁽⁴⁾.
- ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة) ما يلي:
- قد لا تكون الأرباح المحتجزة متاحة أمام المؤسسة خاصة في بداية حياتها الإنتاجية، لأن الأرباح المحتجزة عبارة عن مبالغ متراكمة سنوياً وكلما حققت المؤسسة أرباحاً، وبالتالي فإن استعمالها يكون محدوداً أو معدوماً أمام المؤسسات التي لا تحقق الأرباح، أو المؤسسات حديثة العهد؛
- قد يتطلب استعمال الأرباح المحتجزة رسملة تلك الأرباح، أي إصدار أسهم مجانية للمساهمين مما يزيد في نفقات استعمال هذا المصدر⁽⁵⁾؛
- في حالة ما إذا كانت الأرباح الموزعة محدودة، فهو وضع يؤدي إلى عدم رضا أصحاب الأسهم⁽⁶⁾.

(1) يونس خان: مرجع سبق ذكره، ص: 199-200.

(2) طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 144.

(3) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 178.

(4) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 275-276.

(5) طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 203.

(6) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 179.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

عادة يتم اختيار مصادر التمويل التي تتوافق تواريخ استحقاقها مع مدة حياة المشروع أو الاستثمار المعني بالتمويل، لذلك نجد بعض الاستثمارات متوسطة الأجل، لذلك توجب على المؤسسة البحث عن المصادر التي تتوافق مع هذه المدة.

أولاً. ماهية التمويل متوسطة الأجل: يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، سواء في صورة نقدية أو أصول، والتي عادة تكون مدة استحقاقها تتراوح بين سنة وسبع سنوات⁽¹⁾، وهي موجهة أساساً لتمويل الاستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج، كما أن أغلب هذه القروض مرهون بضمان، وقد يصاحب تقديم هذه القروض إلزام المؤسسة المقترضة بمجموعة من الشروط نذكر منها⁽²⁾:

- شروط استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الأغراض المحددة كضمان لاسترجاع الأموال؛
- شرط تحديد سقف المديونية حفاظاً على ملاءمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلاً؛
- شروط توزيع الأرباح على المساهمين فلا تتعدى نسبة معينة للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوك والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة.

ثانياً. أنواع التمويل متوسطة الأجل: بصفة عامة يمكن تقسيم التمويل متوسطة الأجل إلى الأنواع التالية:

1. القروض محددة المدة: يعرف هذا النوع من القروض بأنه: "عقد يتم التفاوض عليه مباشرة بين المدين والدائن، إذ يوافق الأول بموجبه أن يدفع للثاني مجموعة من الدفعات التي تشمل الفوائد وأصل الدين في تواريخ محددة"⁽³⁾. تتميز هذه القروض بأجلها المتوسط والتي تستحق خلال فترات زمنية تتراوح بين ثلاث إلى سبع سنوات، مما يعطي المقترض الاطمئنان بتوفر التمويل ويقلل من أخطار إعادة أو تجديد القروض قصيرة الأجل⁽⁴⁾. يمتاز هذا النوع من القروض عن غيره من مصادر التمويل بالمزايا التالية⁽⁵⁾:

أ. **السرعة:** ويقصد بذلك أن الشروط الرئيسية التي تحكم الحصول على القرض يتم التعامل معها بسرعة أكبر مما هو عليه بالنسبة لأدوات الدين الأخرى.

ب. **المرونة المستقبلية:** إذ يستطيع المدين الجلوس مع الدائن والتفاوض على إجراء التعديلات على شروط القرض خاصة عندما تستجد في السوق ظروفًا اقتصادية تجعل من مثل هذه التعديلات عملية ضرورية، في حين لا تتوفر مثل هذه الميزة في السندات فمن المستحيل الحصول على الإذن اللازم لتعديل شروط الاتفاق لأن السندات غالباً تكون مملوكة لعدد كبير من الناس.

(1) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 42.

(2) مبارك لسلوس: مرجع سبق ذكره، ص: 189-190.

(3) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 275-276.

(4) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 42.

(5) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 270.

ج. انخفاض تكلفة القروض محددة المدة: قد يمنح القرض إما بسعر فائدة ثابت لا يتغير طيلة مدة القرض، أو بسعر فائدة متغير، ففي حالة استخدام سعر الفائدة الثابت فإنه غالباً ما يكون قريب من سعر الفائدة على السندات المماثلة في الاستحقاق ومستوى الخطورة، وإذا كان سعر الفائدة متغيراً فإنه عادة ما يحدد عند عدد معين من النقاط المثوية فوق السعر الأساسي أو السعر السوقي، أو بالأسعار المعمول بها بين البنوك مثل سعر (Ti-bill) أو سعر (T-bond) أو غيرها من الأسعار المعمول بها بين البنوك، فعندما يرتفع دليل السعر أو ينخفض فإن الشيء نفسه ينطبق على ما تبقى من القرض، ويمكن تعديل أسعار الفائدة سنوياً أو شهرياً أو حسب ما ورد في عقد الاتفاق، ووفق هذا الترتيب يتمكن المقترض من الحصول على قروض طويلة الأجل بأسعار فائدة أقل.

2. قروض التجهيزات: عندما تقوم الشركة بشراء آليات أو تجهيزات فإنها تستطيع الحصول على تمويل متوسط الأجل بضمانة هذه الموجودات، وتدعى هذه القروض قروض تمويل التجهيزات، توجد عدة مصادر لمثل هذا النوع من التمويل تشمل البنوك التجارية، الوكلاء الذين يبيعون التجهيزات⁽¹⁾، ويمكن الحصول على تمويل المعدات من البنوك والمؤسسات المالية والشركات المصنعة للمعدات. وقد تكون القروض مضمونة برهن المعدات أو عقود البيع المشروط⁽²⁾، ويمكن توضيحهما فيما يلي⁽³⁾:

أ. القروض المضمونة: وهو استخدام التجهيزات كضمانة للحصول على القرض المصرفي، فيتم عن طريق رهن هذه التجهيزات لصالح البنك التجاري الممول، ويتطلب ذلك وضع حجز على التجهيزات تمنع المقترض من إمكانية التصرف فيها.

ب. عقود البيع المشروط: تستعمل عندما يقوم وكيل الآليات أو التجهيزات بعملية البيع بالتقسيط، حيث يحتفظ بملكية الآلة إلى أن يقوم المشتري بتسديد كافة الأقساط المطلوبة، وعندما يتم التسديد بالكامل يقوم البائع بنقل ملكية الأصل للزبون.

ثالثاً. مزايا وعيوب التمويل عن طريق مصادر التمويل متوسطة الأجل: لكل مصدر تمويلي مزايا وعيوب، ومن المزايا التي تحصل عليها المؤسسة باستخدامها لمصادر التمويل متوسطة الأجل نجد⁽⁴⁾:

- المرونة في تغيير شروط ومتطلبات تمويل الشركة؛
- الاحتفاظ بالمعلومات المالية للشركة؛
- ترتيب القرض بسرعة مقارنة بالاككتاب العام؛
- تجنب التجديد الممكن للقروض قصيرة الأجل؛

(1) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 47.

(2) جليل كاظم مدلول العارضي: الإدارة المالية المتقدمة - مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 437.

(3) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 47.

(4) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، 2014، ص: 438.

ومن العيوب التي تؤخذ على التمويل عن طريق مصادر التمويل متوسطة الأجل ما يلي⁽¹⁾:

- مطلوبات الضمانات والعهود قدر الإمكان مقابل الورقة التجارية والقروض المصرفية قصيرة الأجل غير المضمونة؛
- الميزانيات والبيانات المالية يجب أن تكون مقدمة بشكل دوري للمقرض؛
- تتطلب أحياناً تحديد مقدار الأسهم أو حصة الأرباح عن طريق المصرف.

المطلب الثالث: مصادر التمويل قصيرة الأجل

إن المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشروعات، وتكون فترة التمويل عادة أقل من سنة لتغطية تكلفة دورة الاستثمار سواء كانت صناعية أو تجارية⁽²⁾.
أولاً. الائتمان التجاري (التمويل قصير الأجل التلقائي): ويسمى أحياناً بحساب الذمم الدائنة، وهو يشير إلى الأرصدة الدائنة في حسابات الشركة ويمثل تمويل تلقائي ناجم عن عمليات وأنشطة العمل التشغيلية نتيجة شراء الشركة بالدين⁽³⁾.

1. تعريف الائتمان التجاري: يمكن تعريفه على أنه: "ذلك الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المؤسسة، والمتمثل في الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة أو المواد الأولية وبين تاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات"⁽⁴⁾، أي هو المشتريات التي يمكن أن تحصل عليها المؤسسة من دون الحاجة إلى دفع قيمتها نقداً، وهذا الائتمان يكون غالباً للبضائع وليس للآلات أو الموجودات الثابتة⁽⁵⁾.
الميزة الأساسية في الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في أنه يتلاءم مع الزيادة في مشتريات الشركة خاصة في فترات المواسم، والشكل العام للائتمان التجاري المقبول في الإدارة المالية للشركة المشتري هو الحساب الجاري المفتوح لأنه أسهل في شروطه ويوفر المرونة عند التسديد⁽⁶⁾.

(1) جليل كاظم مدلول العارضي، المرجع نفسه، ص 438-439.

(2) دريد كامل آل شبيب: مرجع سبق ذكره، ص: 218.

(3) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 292.

(4) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(5) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 293.

(6) دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

2. **أساليب الائتمان التجاري:** هناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما الحساب الجاري وأوراق الدفع⁽¹⁾:

أ. **الحساب الجاري:** وهو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الإجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على السداد.

ب. **أوراق الدفع:** وهي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانون على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها إذ يمكن استخدام الكمبيالة أو السند الأذني لإثبات عملية البيع على الحساب في بعض عمليات منح الائتمان، والميزة الأساسية للبيع بهذه الطريقة هي إمكانية حزم قيمة الورقة التجارية من قبل المورد.

3. **مزايا الائتمان التجاري:** يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا أهمها ما يلي:

- **التوافر:** باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وإنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وإن هذه الخاصية تكبر عند المؤسسات الصغيرة التي تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.

- **المرونة:** ففي حالة زيادة المبيعات فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس في حالة انخفاض المبيعات⁽²⁾.

- **الاستمرارية:** يتمتع هذا المصدر التمويلي بقدرة مستمرة على التجديد.

- **السهولة وقلة التعقيد:** من السهل الحصول عليه بسبب عدم الحاجة لإجراءات ورتيبات رسمية⁽³⁾.

4. **العوامل المؤثرة على منح الائتمان التجاري:** من أهم العوامل التي تؤثر على الائتمان التجاري نجد⁽⁴⁾:

- قوة وملاءة مركز المورد الذي يحدد قدار الائتمان الممنوح للمشتري وفترة هذا الائتمان؛

- رغبة البائع في تخفيض حجم المخزون والتخلص منه، واعتبار الائتمان إحدى الوسائل الاقتصادية لتخفيض تكلفة المخزون وتنشيط المبيعات والحصول على رضا المستهلك وكسب عملاء جدد؛

- طبيعة السلعة المباعة أي مدى كونها بضاعة جديدة أو موسمية، فأحياناً تتكدس البضاعة في المخازن إذا كانت الكمية المعروضة أكبر من المطلوبة وخاصة في مواسم معينة؛

- اشتداد المنافسة في السوق بين الموردين وموقع العملاء فيه، ولتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في الاقتصاد.

(1) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي: مرجع سبق ذكره، ص: 349.

(3) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 293.

(4) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

ثانياً. الائتمان المصرفي (التمويل قصير الأجل الاتفاقي أو التفاوضي): يعتبر الائتمان المصرفي قصير الأجل الذي تمنحه البنوك التجارية مصدراً هاماً من مصادر التمويل التي تعتمد عليه المشروعات في تمويل عملياتها القصيرة⁽¹⁾.

1. تعريف الائتمان المصرفي: يعرف الائتمان المصرفي على أنه: "القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المؤسسة على عوائد مبيعات منتجاتها"⁽²⁾. وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والمصرف⁽³⁾.

2. أنواع القروض المصرفية: هناك أنواع كثيرة من القروض التي تمنحها البنوك لعملائها ولعل من أهمها نجد: أ. القروض المصرفية غير المضمونة: وهي قروض قصيرة الأجل تستعمل في الشركات الصغيرة، وبعد تقييم أهلية التسليف تستعمل هذه القروض لتمويل المشاريع التي لها سيولة نقدية سريعة⁽⁴⁾.

ب. القروض المصرفية المضمونة: وهي قروض قصيرة الأجل يتم اللجوء إليها إذا كان تقييم أهلية التسليف للمقترض غير كافية، ففي هذه الحالة يفرض المصرف ضمانات كافية فضلاً عن التأمين على ذلك القرض. فالضمان قد يأخذ أشكالاً عدة كرهن المخزون وحساب الذمم المدينة والموجودات الثابتة في بعض الحالات، وعلى الرغم من أن الشركات تكون قادرة على الحصول على القروض غير المضمونة إلا أن الضمان يكون كبديل لسعر فائدة أقل⁽⁵⁾.

وفي جميع الأحوال فإن الإدارة المالية تفضل الحصول على القروض غير المضمونة، لأن تقديم الضمان يؤدي إلى تقييد حركة الشركة في التصرف بأصولها في المستقبل⁽⁶⁾.

3. مميزات الائتمان المصرفي: يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل المهمة في التمويل قصير الأجل، ويتميز بأنه⁽⁷⁾:

- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي؛
- يمكن اعتباره مصدر لتمويل الموجودات الثابتة أيضاً؛
- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما بالائتمان التجاري يتم الحصول على البضاعة.

(1) طارق الحاج: مرجع سبق ذكره، ص: 31.

(2) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 38.

(3) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي: الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 353.

(4) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 296.

(5) المرجع نفسه، ص: 296.

(6) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 230.

(7) جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 295.

المبحث الثالث: تكلفة مصادر التمويل للمؤسسات الاقتصادية

استناداً إلى التمييز الذي جرى بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال ينبغي أن يتم التمييز في البداية بين تكلفة التمويل وكلفة رأس المال، فكلفة التمويل تمثل تكلفة الهيكل المالي، بينما تمثل تكلفة رأس المال تكلفة هيكل رأس المال، أي ذلك الجزء من الهيكل المالي الذي يتضمن التمويل طويل الأجل⁽¹⁾. ومن الملاحظ في حساب تكلفة رأس المال، الاهتمام فقط بمصادر التمويل طويلة الأجل على اعتبار أنها المصدر الرئيسي لتمويل العمليات الاستثمارية وشراء الموجودات الثابتة، إذ أنه من غير المعقول تمويل شراء الموجودات الثابتة بقروض قصيرة الأجل، لأن مردود مثل تلك الاستثمارات يتم تحصيله على فترات طويلة، بالإضافة إلى التكلفة الكبيرة لتلك الاستثمارات⁽²⁾.

ولحساب تكلفة رأس المال ثلاث خطوات، وهي⁽³⁾:

- حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على انفراد مثل حساب تكلفة القروض، السندات، الأسهم العادية، الاسهم الممتازة والأرباح المحتجزة؛
- حساب نسبة تمويل لكل من هذه المصادر، أو الوزن النسبي لكل من هذه المصادر؛
- حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال باستخدام نسب التمويل المحسوبة في الخطوة السابقة كوزن ترجيحي. وقبل حساب تكلفة رأس المال سنوضح بعض المفاهيم المرتبطة بها.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية لتكلفة رأس المال

يعتبر تحديد المفهوم الدقيق لتكلفة رأس المال من أهم المشاكل المطروحة على مستوى الإدارة المالية، لذلك ولتوضيح هذا الإشكال توجب عرض للمفهوم العام لتكلفة رأس المال وأهميتها والعوامل المؤثرة فيها. أولاً. **تعريف تكلفة رأس المال:** يمكن تعريفها بأنها: "عبارة عن تكلفة الفرصة لاستخدام الأموال في مشاريع رأسمالية"، وهي تعبر عن تكلفة المصادر المختلفة للأموال التي تحصل عليها المؤسسة، مثل الأسهم والسندات والقروض والأرباح المحتجزة⁽⁴⁾، كما يمكن تعريفها على أنها: "عبارة عن معدل العائد الذي يجب على الشركة تحقيقه في المشاريع التي تستثمر فيها من أجل المحافظة على قيمتها السوقية أو سعر سهمها في السوق"، أو هي: "عبارة عن معدل العائد الذي يقبل به أو يطالب به المستثمرون لاستثمار أموالهم في الشركة"⁽⁵⁾. كما يمكن تعريفها بأحد تعاريف سولومون (Solomon: 1963) على أنها: "أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار"، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس لحسن استخدام الأموال⁽⁶⁾.

(1) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 279.

(2) يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 164.

(3) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 285-286.

(4) المرجع نفسه، ص: 285.

(5) فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 232.

(6) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 279.

إن مفهوم تكلفة رأس المال هو مفهوم تمويلي هام جدا، هذا المفهوم يعمل كحلقة وصل أساسية بين قرارات الشركة طويلة الأجل والهدف الرئيسي للإدارة المالية ألا وهو تعظيم ثروة المساهمين، حيث يستخدم هذا المفهوم (تكلفة رأس المال) لتحديد فيما إذا كانت المشروع الاستثماري المقترح سيزيد أو يخفض من سعر سهم الشركة في السوق⁽¹⁾.

ثانياً. أهمية تكلفة رأس المال: 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⁽²⁾. وبهذا تظهر أهمية حساب تكلفة رأس المال، وفيما يلي حصر موجز لأهمية تكلفة رأس المال:

- يفيد حساب تكلفة رأس المال في المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية ذاتها وتحديد مدلولاتها، بالإضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيم الشركة في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية؛
- إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل، يستخدم حساباً دقيقاً لتكلفة رأس المال؛
- إن تعظيم القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض تكلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها⁽³⁾؛
- إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين (المالكين)، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة رأس المال؛
- من المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل تكلفة، 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⁽⁴⁾.

(1) فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 233.

(2) أسعد حميد العلي: مرجع سبق ذكره، ص: 339.

(3) حمزة محمود الزبيدي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 495.

(4) أسعد حميد العلي: مرجع سبق ذكره، ص: 339-340.

ثالثاً. **العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:** يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال؛ عوامل تقع تحت سيطرة المؤسسة وهي قرار المؤسسة بشأن هيكل رأسمالها أي تحديد مصادر التمويل، وعوامل تخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة.

1. العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة: يعتبر مستوى أسعار الفائدة وكذا معدلات الضرائب السائدة من أهم العوامل غير الخاضعة لسيطرة المؤسسة والمؤثرة على تكلفة التمويل.

أ. **مستوى أسعار الفائدة:** إذا كان الاتجاه العام لأسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني يميل نحو الارتفاع فتكلفة التمويل ستزيد وترتفع بنفس النسق بحيث ستكون المؤسسة مضطرة لدفع معدلات فائدة أكبر للمقرضين وحملة السندات، ولا يمس الارتفاع فقط القروض بل يتعداه إلى كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية وذلك حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

ب. **معدلات الضرائب:** أسعار الضرائب تتحدد بموجب تشريعات ضريبية خارجة عن نطاق سيطرة المؤسسة، وبالتالي تؤثر على تكلفة الأموال بصفة عامة ومن ثم على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال حيث يتم أخذ أسعار الضرائب في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض هذا من جهة، وتؤثر مستوى الضرائب على تكلفة الأموال بطريقة أخرى حيث إذا قررت الحكومة مثلاً تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الأرباح بحيث يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية مما يخفض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الاقتراض مما يرفع من نسبة التمويل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة⁽¹⁾.

ج. **هيكل رأس مال المؤسسة:** إن لكل من الخصائص المميزة لكل مصدر تمويل وكذا الحقوق التي يتمتع بها تأثيراً على تكلفة الأموال بحيث درجات المخاطر التي تتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة فالمقرضين أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم حيث أن لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية فحين حملة الأسهم هم أكثر عرضة للمخاطر من المقرضين حيث أنهم يحصلون على العوائد فقط في حالة تحقيق المؤسسة للأرباح وتوزيعها على المساهمين هذا نظراً لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتمثل في العائد الذي يحصل عليه المستثمرون وتتوقف على درجة المخاطر التي يتعرض لها كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة⁽²⁾.

(1) عاطف وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 425.

(2) محمد صالح الخناوي، رسمية زكي قرياقص: الإدارة المالية - التحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 393.

2. **العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة:** تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة والتي تؤثر على هيكلها المالي وبالتالي على تكلفة التمويل فيها، ومن بين هذه العوامل نجد⁽¹⁾:

أ. **سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي:** إن تغيير المؤسسة لهيكلها المالي من شأنه أن يغير تكلفة الأموال وكما ذكرنا سابقاً فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية. فإذا قررت المؤسسة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا سيغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي غير أن الزيادة في الاعتماد على القروض في مواجهة تناقص الاعتماد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى.

ب. **سياسة التوزيعات:** الأرباح المحتجزة تمثل الرصيد المتراكم للأرباح والتي لم يتصرف فيها بالتوزيع على المساهمين. إن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة عند مستوى معين من الأرباح المحققة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة مما قد يجعل المؤسسة في حالة لا تكفيها الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية لتنفيذ الاستثمارات الجديدة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

ج. **السياسة الاستثمارية للمؤسسة:** عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير حيث تعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية⁽²⁾. لذلك نفترض ضمناً أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها بمعنى وجود هيكل مالي مستهدف، هذا الافتراض يكون صحيحاً لما تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية، ولكن يسقط هذا الافتراض في حالة ما إذا غيرت المؤسسة سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية. لهذا يمكن القول أن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الأموال نتيجة تباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

رابعاً. **افتراضات تكلفة رأس المال:** بسبب تأثير تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالمؤسسة نفسها، فإنه لا بد من وضع بعض الافتراضات الخاصة والمتعلقة بتكلفة رأس المال وكل من المخاطرة والضرائب⁽³⁾:

1. **خطر الأعمال:** والمقصود به الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على تغطية تكاليفها التشغيلية، وسيتم افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر. هذا الافتراض يعني أن قبول الشركة لأي مشروع لا يؤثر على قدر على تغطية تكاليفها التشغيلية.

(1) عاطف وليم أندراوس: مرجع سبق ذكره، ص: 426.

(2) عاطف وليم أندراوس: المرجع نفسه، ص: 427.

(3) فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 233.

2. **الخطر التمويلي:** والمقصود به الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالي (الفائدة، توزيع أرباح الأسهم الممتازة، دفعات الإيجار)، وسيتم أيضا افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر. هذا الافتراض يعني أن الشركة قادرة على سداد التزاماتها المالية.

3. **الضريبة:** سيتم قياس تكلفة رأس المال بعد الضريبة.

المطلب الثاني: قياس تكلفة مصادر التمويل

تتكون مصادر التمويل المتاحة للشركات كما أشرنا سابقا من المصادر الرئيسية التالية: الاقتراضات، السندات، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، وقياس تكلفة هذه المصادر يعني حساب معدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه المؤسسة من استثماراتها والذي يعني بنفس الوقت معدل العائد المطلوب من المستثمر، وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار مصاريف الإصدار التي تتحملها المؤسسة للحصول على الأموال، ومعدل الضريبة على المؤسسة، حيث أنها تحصل على إعفاء ضريبي على الفوائد المدفوعة على الديون⁽¹⁾.

أولاً. **قياس تكلفة الأسهم العادية:** تعبر تكلفة الأسهم العادية عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي المتوقعة لتحديد سعر السهم في السوق⁽²⁾.

إن تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية تعتمد على العناصر التالية:

- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار الرأسمالي المقترح؛

- سعر الإصدار للسهم الواحد؛

- سعر السهم في السوق؛

- الأرباح المتوقعة لكل سهم؛

- الزيادة المتوقعة الحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الاستثمار الممول بالأسهم العادية؛

- كلفة الإصدار والعمولات المترتبة على المشروع وعدد الأسهم المصدرة.

وهناك عدة أساليب يمكن استخدامها لحساب تكلفة السهم العادي: الأول يعتمد على نموذج جوردن

(Gordan Model) لتقييم توزيعات الأرباح النامية، والثاني يعتمد على نموذج العائد الخالي من المخاطرة

والثالث يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model).

⁽¹⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 286.

⁽²⁾ فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 243.

1. نموذج جوردن (Gordan Model) لتقييم توزيعات الأرباح النامية الثابتة: ويطلق عليه أيضا نموذج تقييم الحصة الذي تم تطويره من قبل (Gordan Shapiro) سنة 1959، ويعتمد هذا النموذج على الوعد بأن المعدل المتوقع هو المعدل الذي يجعل سلسلة من مقسوم الأرباح المتوقعة بشكل غير محدد في المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم، لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع كما في المعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad \dots \dots \dots (03-02)$$

حيث أن: k_e : تكلفة السهم العادي؛

D_1 : حصة توزيع الأرباح للسهم في الفترة الأولى؛

P_0 : السعر الحالي للسهم في السوق؛

g : معدل النمو المتوقع لتوزيع الأرباح.

الطريقة السهلة والتقليدية لتقدير تكلفة التمويل الأسهم العادية هي استخدام نموذج (Gordan) مع تكييف هذا النموذج ليتضمن تكلفة الإصدار للتمويل الجديد، تحت افتراض أن توزيعات الشركة سوف تنمو بنسبة ثابتة، وعليه فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة تكتب كما يلي:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0(1 - F)} + g \quad \dots \dots \dots (04-02)$$

حيث أن: F : كلفة الإصدار للأسهم العادية الجديدة.

كما أن تكلفة الأسهم العادية الجديدة يمكن تحديدها عن طريق حساب تكلفة الأسهم العادية بعد الأخذ بعين الاعتبار بيع الإصدار بأقل من قيمته الاسمية، والتكاليف العائمة. وغالبا ما يتم بيع الإصدارات من الأسهم العادية الجديد بسعر أقل من سعر السوق، وذلك للعديد من الأسباب⁽²⁾:

- عندما يكون السوق في وضع توازن (الطلب على الأسهم يساوي العرض عليها) فإن طلبا أكبر يمكن تحقيقه عن طريق تخفيض السعر؛
- عند إصدار أسهم عادية جديدة فإن نسبة ملكية الأسهم ستخفض بسبب زيادة عدد الأسهم المتداولة، وبالتالي انخفاض سعر السهم في السوق؛
- يرى العديد من المستثمرين بأن إصدار أسهم عادية جديدة كإشارة تدل على أن إدارة الشركة تستخدم التمويل عن طريق الملكية لأنها تعتقد بأن سعر سهم الشركة الحالي في السوق أعلى من قيمته الحقيقية.

⁽¹⁾ جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 362.

⁽²⁾ فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 248.

وبالأخذ بهذه الأسباب جميعاً، فإن المستثمرين سيقومون بشراء أسهم هذه الشركة فقط في حالة أن يكون سعر السهم الجديد أقل من سعر السوق. إضافة إلى ذلك، فإن التكاليف العائمة التي سيتم دفعها من أجل إصدار هذه الأسهم الجديدة وبيعها ستخفض المبالغ التي سيتم تحصيلها نتيجة لبيع هذا الإصدار. ويمكن استخدام نموذج **جوردن (Gordan)** كنقطة بداية لحساب الأسهم العادية الجديدة (k_n)، وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

$$k_n = \frac{D_1}{N_n} + g \quad \dots\dots\dots (05-02)$$

حيث أن: k_n : تكلفة الأسهم العادية الجديدة؛

N_n : المبالغ المحصلة من بيع الأسهم العادية الجدد بعد طرح الانخفاض في السعر، والتكاليف العائمة (مصاريف الإصدار).

من أهم مزايا هذا النموذج هي بساطته حيث أنه سهل في البداية وفي الاستخدام، وما يؤخذ على هذا النموذج من عيوب أنه⁽²⁾:

- ينطبق على الشركات التي تدفع توزيعات، وهذا يعني أن هذا المدخل عديم الجدوى في كثير من الحالات؛
- حتى للشركات التي تعمل على دفع توزيعات فإن الافتراض الأساسي لنمو الأرباح هو نسبة ثابتة وهذا ليس صحيح دائماً؛
- افتراضه بأن معدل النمو في التوزيعات ناجم بأكمله عن استثمار التمويل الممتلك واغفاله لأثر التمويل المقترض؛
- لا يدخل المخاطرة في حساب تكلفة التمويل الممتلك.

2. نموذج العائد الخالي من المخاطرة (Risk Free Rate Model): يستند هذا النموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قرض المؤسسة وبين أسهمها العادية، لذلك تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستعمل المؤسسة نموذج العائد الخالي من المخاطرة في قياس تكلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس تكلفة القرض بعد الضريبة ثم تضيف إليه علاوة مخاطرة تتراوح بين (4%-6%)، لكي تحصل على تكلفة حق الملكية كما في المعادلة التالية:

$$k_e = \text{Bond yield} + \text{Risk premium} \quad \dots\dots\dots (06-02)$$

حيث أن: **Bond yield**: تكلفة القرض بعد الضريبة؛

Risk premium: علاوة المخاطرة.

⁽¹⁾ المرجع نفسه، ص: 249.

⁽²⁾ محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 285.

ويعاب على هذا النموذج أنه بالرغم من توكيده على ضرورة معالجة المخاطرة في حساب تكلفة التمويل الممتلك إلا أنه لم يبين ماهية صيغة المعالجة للمخاطرة⁽¹⁾.

3. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM: Capital Asset Pricing Model): يستند هذا النموذج على آلية قياس حالة المخاطرة في استثمار ما، ويرتبط قياس تلك المخاطرة بمعدل العائد الذي يجب أن يقدم إلى المستثمرين⁽²⁾، كما أن هذا النموذج يحتل مكانة متميزة في حساب تكلفة التمويل الممتلك، لأنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، والمخاطرة التي يعتمدها النموذج هي المخاطرة السوقية المقاسة بمعامل (Beta) عند حساب تكلفة التمويل الممتلك (معدل العائد المطلوب)⁽³⁾. وينظر هذا النموذج للعائد من خلال منحني السوق للورقة المالية وذلك على النحو التالي⁽⁴⁾:

$$k_e = R_f + \beta(E(R_M) - R_f) \quad \dots\dots\dots (07-02)$$

حيث أن: k_e : تكلفة السهم العادي؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

β : معامل المخاطر المنتظمة (معامل بيتا)؛

$E(R_M)$: معدل العائد المتوقع في السوق؛

$(E(R_M) - R_f)$: علاوة مخاطر السوق.

ولاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية⁽⁵⁾:

- تقدير السعر الخالي من المخاطرة، إما على أساس السندات الحكومية طويلة الأجل، أو قصيرة الأجل (30 يوم)؛

- تقدير معامل بيتا للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم؛

- تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي؛

- إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الأصول الرأسمالية لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم.

إن هذا النموذج يكون حديثاً - بالنسبة للنماذج الأخرى - ويأخذ العائد والمخاطر بعين الاعتبار في قياس معدل العائد على حق الملكية، وأن هناك شبه إجماع بين الباحثين في مجال الإدارة المالية حول استعماله⁽⁶⁾.

⁽¹⁾ المرجع نفسه، ص: 285-286.

⁽²⁾ جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، 2014، ص: 363.

⁽³⁾ محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 286.

⁽⁴⁾ فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 245.

⁽⁵⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 174.

⁽⁶⁾ جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 363.

بممتلك نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ميزتان أساسيتان هما⁽¹⁾:

- يتميز بالتعديل الواضح للمخاطرة؛
 - ينطبق هذا النموذج على الشركات الأخرى التي لا يكون فيها نمو توزيعات الأرباح ثابت، وهكذا يمكن أن يكون مفيد في مختلف الظروف الواسعة.
 - وما يؤخذ على هذا النموذج نجد:
 - يفرض النموذج أن العوائد على الأصول توزع بشكل عشوائي وبنسب متغيرة، ولكن العوائد غالباً ما توزع بشكل طبيعي؛
 - باستخدام هذا فإن المستثمرين لهم نفس الإمكانية في الحصول على المعلومات وأن جميعهم يوافقون على العائد المتوقع على الأصول؛
 - لا يستطيع النموذج أن يوضح اختلاف وتباين عوائد الأسهم؛
 - يقوم النموذج بتجاهل الضرائب وتكلفة المعاملات التجارية؛
 - يفرض النموذج بأن المستثمرين الأفراد ليس لديهم أي تفضيلات في الأصول أو الأسواق سوى العلاقة بين العائد والمخاطرة؛
 - يعتمد تقدير النموذج على المعلومات التاريخية، لكن ليس دائماً ما يكون المستقبل امتداداً للماضي⁽²⁾؛
 - صعوبة معرفة بيتا السهم^(*)، وعدم ثباتها لفترة طويلة⁽³⁾.
- ثانياً. قياس تكلفة الأسهم الممتازة: يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز⁽⁴⁾، وبذلك فهي عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز إلى المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السهم الممتاز، والمبلغ المتحصل عليه نتيجة لبيع السهم الممتاز هو عبارة عن المبلغ الذي تم استلامه ناقص التكلفة العائمة⁽⁵⁾، وتحديد تكلفة السهم سهلة، حيث أن السهم الممتاز يصدر بتوزيعات ثابتة مدفوعة دائماً لكل فترة، كما أن عائد السهم الممتاز في الحقيقة مستمر⁽⁶⁾.

(1) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 287.

(2) براق محمد، غربي حمزة: مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015، ص: 54.

(*) يوجد في الولايات المتحدة الأمريكية مؤسسات متخصصة تهتم بحساب بيتا الشركات المهمة وتنشر ما يعرف باسم كتاب البيتا (The Beta Book) وتقوم بمراجعته دورياً، وتساعد المعلومات الموجودة في هذا الكتاب المحللين الماليين والمستثمرين الذين يستخدمون النماذج التي يدخل معامل البيتا في تكوينها مثل نموذج (CAPM).

(3) زيد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 393.

(4) علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 171.

(5) فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 242.

(6) محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 287.

وعلى هذا الأساس فإن تكلفة السهم الممتاز تحسب كما يلي:

$$k_p = \frac{D_p}{P_0 - C} \quad \dots\dots\dots (08-02)$$

حيث أن: k_p : تكلفة السهم الممتاز؛

D_p : الأرباح الموزعة لحملة الأسهم الممتازة؛

P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز؛

C : تكلفة إصدار السهم الممتاز.

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة -على العكس من نفقات الفائدة على الديون- غير قابلة للخصم، وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز⁽¹⁾.

ثالثاً. قياس تكلفة الاقتراض: يمكن تعريف تكلفة الأموال المقترضة بأنها معدل العائد الواجب كنسبة على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل عدم تأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية، وعلى ذلك فإن تكلفة الأموال المقترضة هي ذاتها معدل الفائدة على القرض⁽²⁾. وتحسب هذه التكلفة بعد معالجتها ضريبياً، ذلك أن الحكومة (من خلال النظام الضريبي) تتحمل جزءاً من تكلفة القرض، حيث تعامل الفائدة ضمن المصاريف (النفقات) التي تطرح من الإيرادات لغرض حساب الضريبة على الأرباح. وعليه فإن الوفورات الضريبية تقلل من تكلفة الفائدة المدفوعة وبالتالي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، لأن قيمة المؤسسة أو ثروة حملة الأسهم تتحدد بالمجرى النقدي (صافي الدخل والأرباح الموزعة) بعد الضريبة، ومعادلة تكلفة الاقتراض يمكن كتابتها على النحو التالي⁽³⁾:

$$k_D(1 - T) = k_D - k_D \cdot T \quad \dots\dots\dots (09-02)$$

حيث أن: k_D : تكلفة الاقتراض قبل الضريبة (معدل الفائدة)؛

T : الضريبة على الأرباح؛

$k_D \cdot T$: الوفر الضريبي.

⁽¹⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 172.

⁽²⁾ جليل كاظم مدلول العارضي: مرجع سبق ذكره، ص: 357.

⁽³⁾ أسعد حميد العلي: مرجع سبق ذكره، ص: 341.

ثالثاً. قياس تكلفة السندات: يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة، وهذه التكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات⁽¹⁾.

ولاستخراج تكلفة السندات لاعتبارها أحد مصادر الأموال يمكن استخدام المعادلة التالية:

$$k_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{M - N_d}{2}} \quad \dots \dots \dots (10-02)$$

حيث أن: I : الفوائد السنوية؛

M : قيمة السند عند تاريخ الإطفاء (أي عند انتهاء مدته)؛

N_d : سعر بيع السند الصافي (القيمة الاسمية - عمولة الإصدار)؛

n : فترة الدين.

مع ملاحظة أن تكلفة الدين تحسب بعد الضريبة كما يلي:

$$k_D = k_d \times (1 - t) \quad \dots \dots \dots (11-02)$$

يمكن بسهولة ملاحظة أن تكلفة الديون تقل بعد احتساب الضريبة، وتكون مرتفعة قبل احتساب الضريبة على الأرباح التي تحققها الشركة، هكذا تهتم الشركات بتكلفة الديون قبل أو بعد دفع الضريبة لأن الفوائد التي تدفعها على الدين تخصم من الأرباح باعتبارها مصاريف تشغيلية تدخل ضمن تكاليف عملية الإنتاج، ولهذا السبب تفضل الشركات استخدام أموال الغير لأن هذا المصدر هو من مصادر الدين قليلة التكلفة في الدول التي تكون فيها نسب الضرائب عالية بوجه خاص⁽²⁾.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

⁽²⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 171.

المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لرأس المال

نقصد بالتكلفة المرجحة لرأس المال (WACC: Weighted Average Cost of Capital) تكلفة الميزج الأمثل من مصادر الأموال المتاحة للشركة والتي تشكل هيكلها المالي، أي تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في هيكل رأس مال الشركة للوصول إلى تكوين الهيكل الأمثل لرأس مال الشركة⁽¹⁾، ولحساب التكلفة المرجحة لرأس المال يمكن التطرق للمداخل التالية: أولاً. مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية): الفكرة الأساسية لهذا المدخل أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي للمؤسسة وبنفس النسب، ويقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن هيكل التمويل الحالي للمؤسسة يعتبر مثالياً ومستقراً، أي لا يتغير من وقت لآخر، وهذا افتراض غير واقعي إلى حد كبير لأنه يعني أن أي أموال إضافية لا تغير من نسب التشكيلة التي يتكون منها هيكلها الحالي، أما إذا ترتب على ذلك تعديل في الهيكل المالي الحالي للمؤسسة سواء في العناصر أو النسب فقد يترتب على ذلك تغير وعدم استقرار تكلفة الأموال مما يضعف فعاليتها كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية⁽²⁾.

هذا وتحسب تكلفة الهيكل المالي للمؤسسة وفق هذا المدخل إما على أساس القيمة الدفترية للعناصر التي يتكون منها، أو على أساس القيمة السوقية لها، وفي ما يلي عرض مختصر لهاتين الطريقتين:

1. التكلفة المرجحة لرأس المال على أساس القيمة الدفترية: يعتمد هذا المدخل على حساب أوزان العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي، وفقاً للقيمة الدفترية لهذه العناصر، ولكن يقتضي التفاوت في القيمة الدفترية وكذا التفاوت في تكلفتها ضرورة استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لحساب تكلفة الأموال، ويكون ذلك كما تبينه المعادلة التالية⁽³⁾:

$$K = \sum_{i=1}^n k_i g_i = k_1 g_1 + k_2 g_2 + \dots + k_n g_n \dots \dots \dots (12-02)$$

حيث أن: K : متوسط تكلفة الأموال؛
 g_i : وزن العنصر؛
 k_i : تكلفة العنصر.

⁽¹⁾ يونس خان، هشام صالح غرايبة: مرجع سبق ذكره، ص: 195.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص: مرجع سبق ذكره، ص: 43-42.

⁽³⁾ أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 92.

2. **التكلفة المرجحة لرأس المال على أساس القيمة السوقية⁽¹⁾**: يختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي وفقاً لقيمتها السوقية، ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملاءمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر k_i تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن العنصر g_i على أساس القيمة السوقية.

يعاب على مدخل القيمة السوقية لحساب الأوزان، عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، بالأسلوب الذي لجأنا إليه لا يخرج عن كونه إجراء تقريبي قد لا يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح، لذا قد يكون من الملائم البحث عن مدخل آخر لتقدير تكلفة الأموال.

ثانياً. **مدخل الأوزان المستهدفة⁽²⁾**: سبق أن ذكرنا أنه من أهم الانتقادات الموجهة إلى مدخل الأوزان الفعلية، هو أن التشكيلة التي يتكون منها الخليط قد تختلف من وقت لآخر، مما قد يترتب عليه عدم الاستقرار في تكلفة الأموال، وجعلها عديمة الجدوى. وللتغلب على هذه المشكلة يقترح استخدام مدخل بديل هو مدخل الأوزان المستهدفة. ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه بقدر الإمكان. ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.

من أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف. وإذا لم يطرأ تغير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر عن الهيكل المالي الفعلي، أي سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمؤسسة يماثل الهيكل المستهدف أم لا.

ثالثاً. **المدخل الحدي⁽³⁾**: يقوم مدخل الخليط الفعلي على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان الفعلية للعناصر المكونة للهيكل المالي، بينما يقوم المدخل المستهدف على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان المستهدفة للعناصر داخل الهيكل المالي المستهدف. أما في المدخل الحدي فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة. ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في ظل هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح إلى آخر إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

يتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال بأنه مدخل واقعي، غير أن استخدامه كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يمتثل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل.

(1) منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص: 577-578.

(2) أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 93.

(3) منير إبراهيم هندي: مرجع سبق ذكره، ص: 579-580.

المبحث الرابع: النظريات المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

رغم تعدد مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية إلا أنه تبقى مشكلة اختيارها 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.

المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

ظهرت عدة مداخل لدراسة علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة وهذا بعد ظهور أفكار (David Durand: 1952) في هذا المجال، فبالرغم من عدم واقعية الفرضيات التي انطلقت منها النظريات التقليدية إلا أنها قدمت إضافة للنظرية المالية ومالية المؤسسة، وفيما يلي عرض وتحليل لأهم هذه المداخل:

أولاً. مدخل صافي الربح (NI: Net Income Theory): يعتبر مدخل صافي الربح وجهة النظر الأولى ل(David Durand: 1952)، حيث يهدف هذا المدخل أساساً إلى توضيح أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على كل من معدل تكلفة القروض ومعدل تكلفة حق الملكية⁽¹⁾، وفقاً لهذا المدخل فإن كلا من تكلفة الأموال الخاصة (Ke) وتكلفة الاقتراض (Kd) هما ثابتتان بغض النظر عن نسبة الاقتراض في هيكل رأسمال المؤسسة، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد الذي يطلبه المقرضون أو الملاك⁽²⁾.

1. فروض نظرية صافي الربح: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية⁽³⁾:

- إن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين (الملاك) للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي؛
- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سيكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون؛
- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير، وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل التمويل، ونظر لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

⁽¹⁾ محمد صالح حناوي، رسمية قرياقص: مرجع سبق ذكره، ص: 382-406.

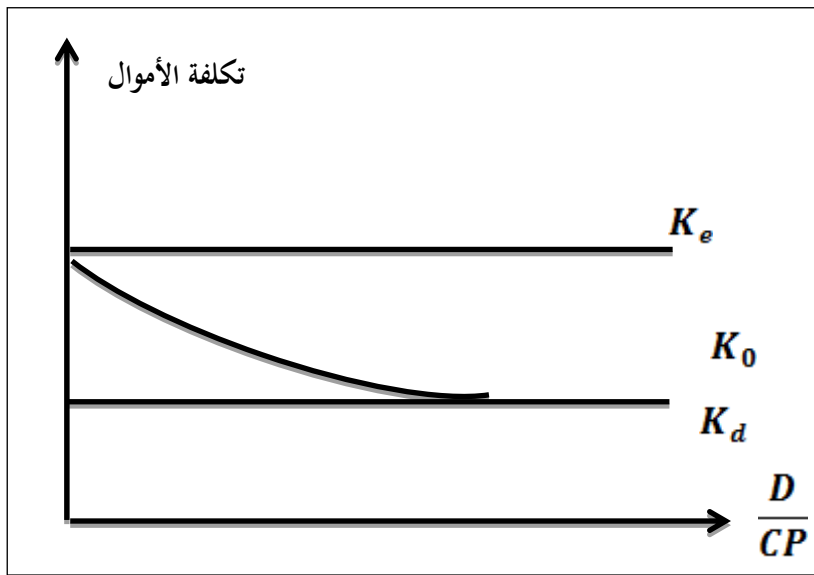
⁽²⁾ ناصر دادي عدون، يوسف مامش: أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص: 87.

⁽³⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 534.

2. نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة: يرى مؤيدي نظرية صافي الربح أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل الأموال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية ومن خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذو التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذو التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للشركة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للشركة⁽¹⁾.

وهذا ما يوضحه الشكل رقم (01-02) التالي:

الشكل رقم (01-02): نظرية صافي الربح وتكلفة رأس المال



Source: James Van-Horn, Gestion et politique financière, tome1, Dunod, Paris, 1972, P: 154.

إن تحليل الفروض أعلاه يعطي تصورا واضحا لمضمون هذه النظرية، فتكلفة الأموال المقترضة ثابتة كما أن تكلفة الأموال المملوكة ثابتة أيضا، ونظرا لأن تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة الأموال المملوكة، لذلك فإن زيادة التمويل المقترض في المساهمة في هيكل الأموال في شركة ما من خلال زيادة نسبة الرفع المالي سوف يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) - بسبب زيادة مساهمة المصدر ذو التكلفة الأقل - ونظرا لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الاستثمار، فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة (WACC)⁽²⁾.

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 533-534.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص: 534.

وبذلك تكون قيمة الشركة حسب هذه النظرية كما يلي⁽¹⁾:

$$V = S + B \quad \dots\dots\dots (13-02)$$

حيث أن: V : القيمة السوقية للمؤسسة؛

S : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (القيمة السوقية)؛

B : القيمة السوقية الديون.

ويمكن تحديد القيمة السوقية لحق الملكية من خلال المعادلة التالية:

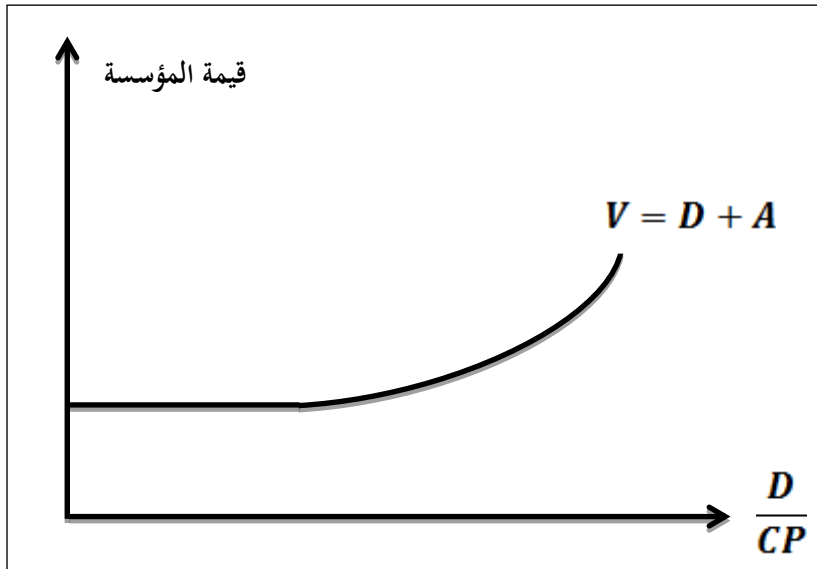
$$S = \frac{NI}{K_e} \quad \dots\dots\dots (14-02)$$

حيث أن: NI : العوائد المتاحة للمساهمين؛

K_e : معدل رسملة حق الملكية.

ويمكن توضيح قيمة المؤسسة في ظل نظرية صافي الربح حسب الشكل رقم (02-02) التالي:

الشكل رقم (02-02): نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 180.

⁽¹⁾ جليل كاظم مدلول العرضي: مرجع سبق ذكره، ص: 386.

ما يعاب على هذه النظرية هو افتراض ثبات كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، وهذا الثبات يعني أن المقرضين لا يوجد لهم أي رد فعل تجاه تغير الهيكل المالي للمؤسسة (لا يغيرون في مطالبهم تبعاً لهذه التغيرات)، كما أن هذه النظرية لم تأخذ بعين الاعتبار المخاطر المالية للمؤسسة من وجهة نظر المستثمرين، والتي تنجم عن ارتفاع نسبة القروض في هيكلها المالي.

ثانياً. **مدخل صافي ربح العمليات (NOI: Net Operating Income Theory)**: يعتبر مدخل صافي ربح العمليات وجهة النظر الثانية لـ **(David Durand: 1952)**، يركز هذا المدخل على فرضية ثبات تكلفة الاقتراض (**Kd**) وعدم تغيرها مع تغير نسبة الاقتراض، كما أن تكلفة الأموال الخاصة (**Ke**) ترتفع كلما زادت نسبة الاقتراض - بسبب ارتفاع درجة المخاطرة بالنسبة لحاملي الأسهم -، هذا ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**)⁽¹⁾.

1. فروض نظرية صافي ربح العمليات: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية⁽²⁾:

- تتحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات (**NOI**) بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**)، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية؛
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم - تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**) - يظل ثابت لا يتغير؛
- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي؛
- ثبات معدل الفائدة على القروض؛
- عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.

2. **نظرية صافي ربح العمليات وقيمة المؤسسة**: يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات (**NOI**) في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**) ولا في القيمة السوقية للشركة، والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية مضافاً إليه القيمة السوقية للقروض، بمعنى أن القيمة لسوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال، وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (**WACC**).

⁽¹⁾ ناصر دادي عدون، يوسف مامش: مرجع سبق ذكره، ص: 88.

⁽²⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 540.

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها أصحاب الأسهم العادية، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضاً عن هذه المخاطر الإضافية، وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك، لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي. إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة لا تتغير وبالتالي القيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير⁽¹⁾.

وطبقاً لهذا المدخل فإنه يتوصل إلى القيمة السوقية الكلية للمؤسسة (V) بقسمة صافي ربح العمليات (NOI) على تكلفة الأموال (K)، وهذا كما يلي⁽²⁾:

$$V = \frac{NOI}{K} \dots\dots\dots (15-02)$$

حيث أن: NOI: صافي ربح العمليات؛
K: تكلفة الأموال.

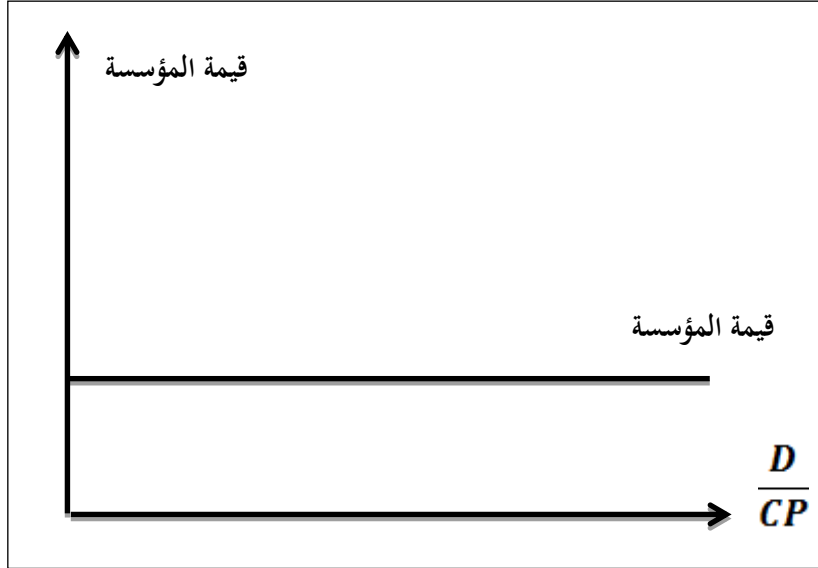
أما القيمة السوقية للأموال الخاصة (E) فتحدد عن طريق طرح قيمة القروض (D) من القيمة السوقية الكلية للمؤسسة (V)، أي:

$$E = V + D \dots\dots\dots (16-02)$$

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي: المرجع نفسه، ص: 539-540.

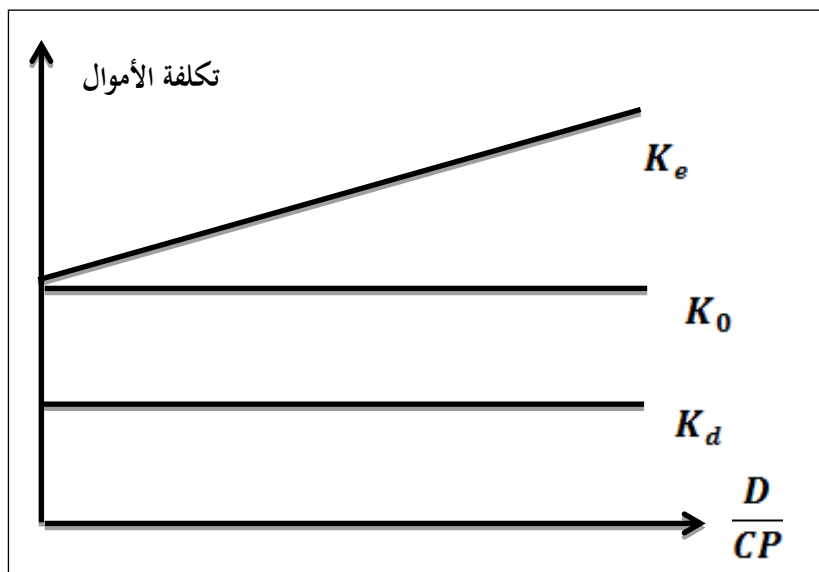
⁽²⁾ ناصر دادي عدون، يوسف مامش: مرجع سبق ذكره، ص: 89.

والشكل رقم (02-03) الموالي يوضح لنا قيمة المؤسسة في ظل نظرية صافي ربح العمليات:
الشكل رقم (02-03): نظرية صافي ربح العمليات وقيمة المؤسسة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 185.

كما أن الشكل رقم (02-04) الموالي يوضح لنا تكلفة رأس المال في ظل نظرية صافي ربح العمليات:
الشكل رقم (02-04): نظرية صافي ربح العمليات وتكلفة رأس المال



المصدر: محمد صالح حناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 388.

ثالثاً. **النظرية التقليدية**^(*): تسلم النظرية التقليدية بوجود هيكل رأس مال أمثل يتضمن نسب مثالية للتمويل المقترض تجعل تكلفة 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⁽¹⁾.

جاء هذا المدخل تحت قيادة (David Durand & Gordan Shapiro)، حيث يتركز مفهومه في أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما يتركز 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⁽²⁾.

طبقاً لهذا المدخل، فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن⁽³⁾.

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 وحق الملكية يمكن أن يزيد من قيمة المؤسسة عن طريق تخفيض التكلفة الإجمالية لرأس المال عند مستوى معين من الدين⁽⁴⁾. 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⁽⁵⁾:

(*) يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية.

(1) محمد علي ابراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 172.

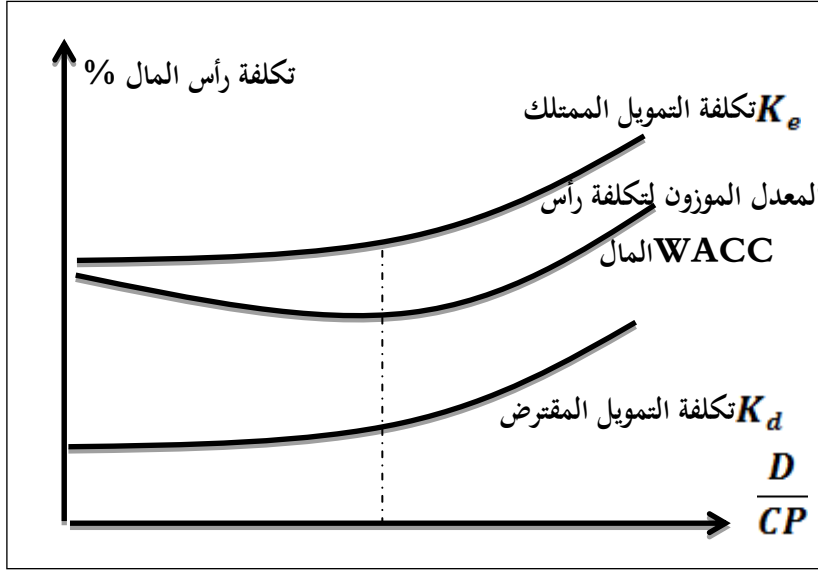
(2) Samira Rafiki, Abdessadeq Sadaq: **La Structure Financière de la Ferme a-t- elle une Influence sur sa Valeur? Problèmes Economiques**, Revue du Financier, N° 2728, 2001, Paris, P: 25.

(3) Jacques Teulié, Patrick Topsacalian: **Finance**, 3^{ème} Edition, Edition Vuibert, Paris, 2000, P: 352.

(4) جليل كاظم مدلول العرضي: مرجع سبق ذكره، ص: 382.

(5) محمد علي ابراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 172-173.

الشكل رقم (05-02): النظرية التقليدية وتكلفة رأس المال



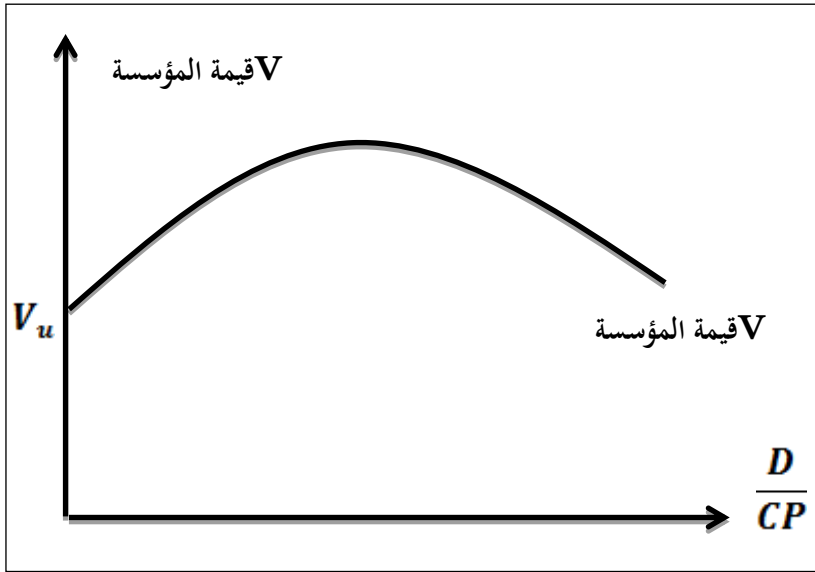
المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 173.

من خلال الشكل رقم (05-02) نجد أن السبب في وجود نسبة الاقتراض المثالية يعود إلى انخفاض تكلفة التمويل المقترض والتي تفوق الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك، لذلك يستمر المعدل الموزون لكلفة رأس المال (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 أن المغالاة في استخدام التمويل المقترض يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على التمويل المقترض ذي التكلفة 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 تكلفة 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⁽¹⁾.

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 554-555.

الشكل رقم (06-02): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 174.

رابعاً. نظرية ميلر ومودغلياني (Modigliani & Miller Theory): قدم ميلر ومودغلياني 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⁽¹⁾.

1. نظرية ميلر ومودغلياني 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 (02-07) و(02-08)، وإن تكلفة التمويل لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية ميلر ومودغلياني 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، وأن قيمة المؤسسة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحددها مكونات الهيكل المالي من الدين وحقوق الملكية، وقد طور ميلر ومودغلياني نظريتهما بالاستناد إلى الافتراضات التالية⁽²⁾:

- 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؛

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 195.

⁽²⁾ محمد علي ابراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 174-175.

- 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 لميلر ومودغلياني تسمح بفصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وتنص على أن: "القيمة السوقية لأي مؤسسة لا تعتمد على هيكل رأسمالها، وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب" وكما هو مبين في الشكل رقم (07-02)، فإن:

$$\text{قيمة المؤسسة المرفوعة (المستدينة)} = \text{قيمة المؤسسة غير المرفوعة (غير المستدينة)} \quad \dots (02-17)$$

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$V_L = S_L + D = \frac{EBIT}{K_E^V} = V_U \quad \dots (18-02)$$

حيث أن: V_L : القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة؛

S_L : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة؛

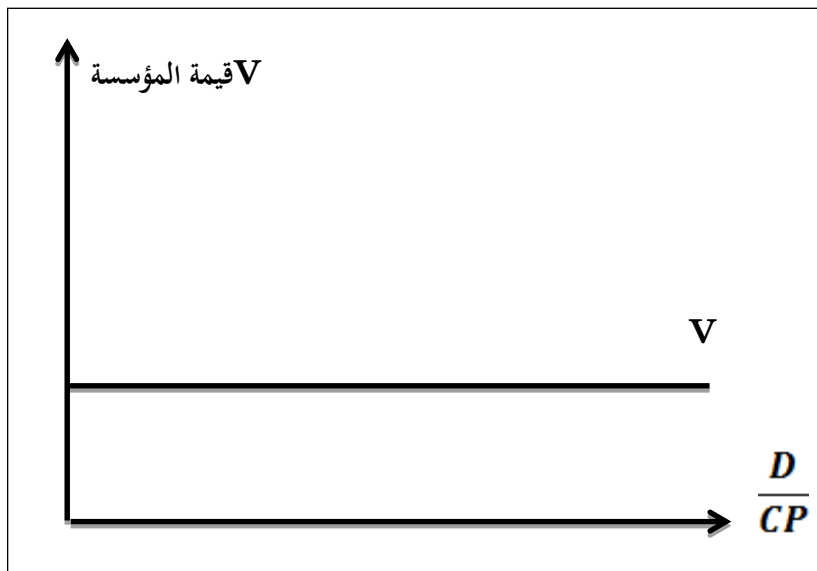
D : قيمة الديون؛

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 (07-02): قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 176.

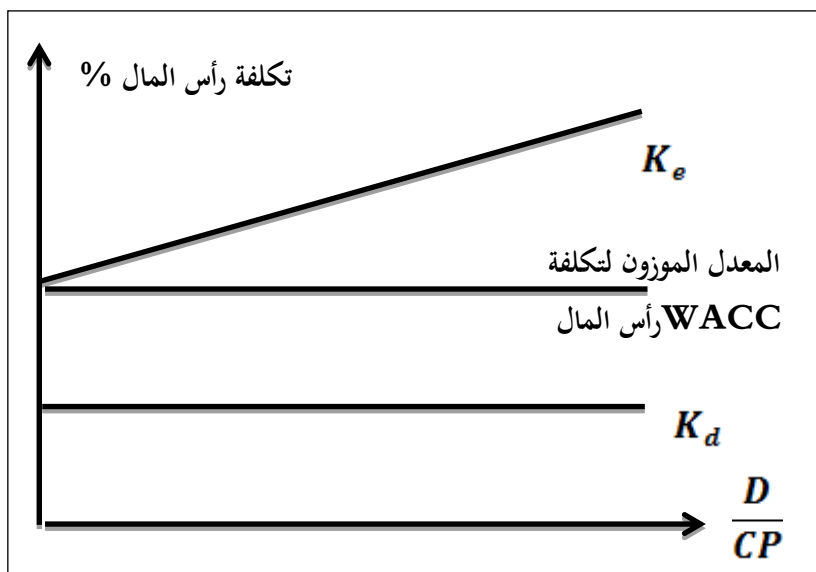
وعلى أساس هذه الافتراضات، وباستخدام مبدأ رافعة التمويل والقيام بعمليات البيع والشراء في آن واحد في السوق، أي المراجعة (Arbitrage) يتوصل ميلر ومودغلياني إلى الاستنتاج بأن هيكل رأس المال لا يؤثر على تكلفة رأس المال أو قيمة المؤسسة.

وتنص الفرضية الثانية لميلر ومودغلياني على أن: "تكلفة رأس المال الممتلك K_E تزداد بنسبة كافية لجعل المعدل الموزون لتكلفة رأس المال ثابتاً". وهذا يتطابق مع مدخل صافي الدخل لتشغيلي لدوراند ويبين الشكل رقم (02-08) أنه عندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض والذي يعد أقل تكلفة من التمويل الممتلك فإن هذا الانخفاض يقابله ارتفاع في تكلفة 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⁽¹⁾:

$$R_E = R_A + \frac{D}{E} (R_A - R_D) \dots\dots\dots(19-02)$$

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 (02-08): تكلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب

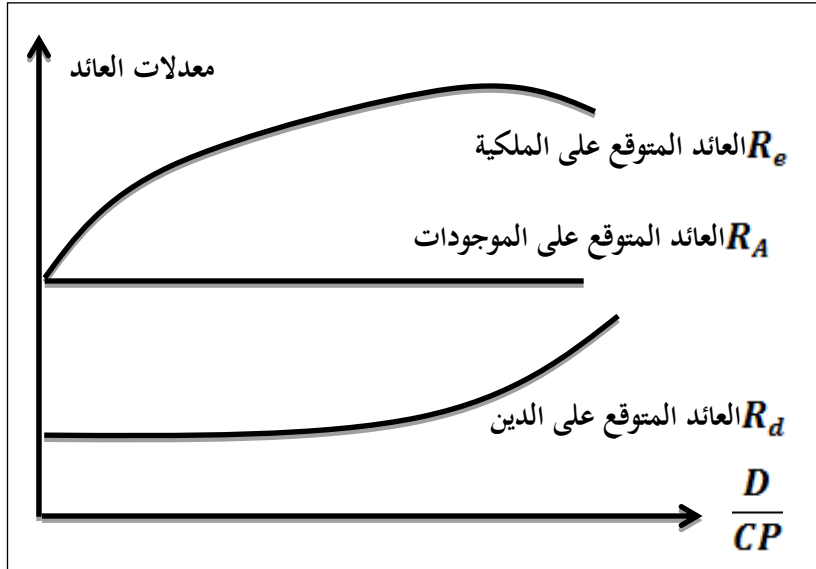


المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 178.

⁽¹⁾ محمد علي ابراهيم العامري: المرجع نفسه، ص: 176-177.

ويبين الشكل رقم (09-02) 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 على الدين أعلى وهذا بدوره سوف يؤدي تباطؤ نسبة الزيادة في معدل العائد على الملكية (R_E).

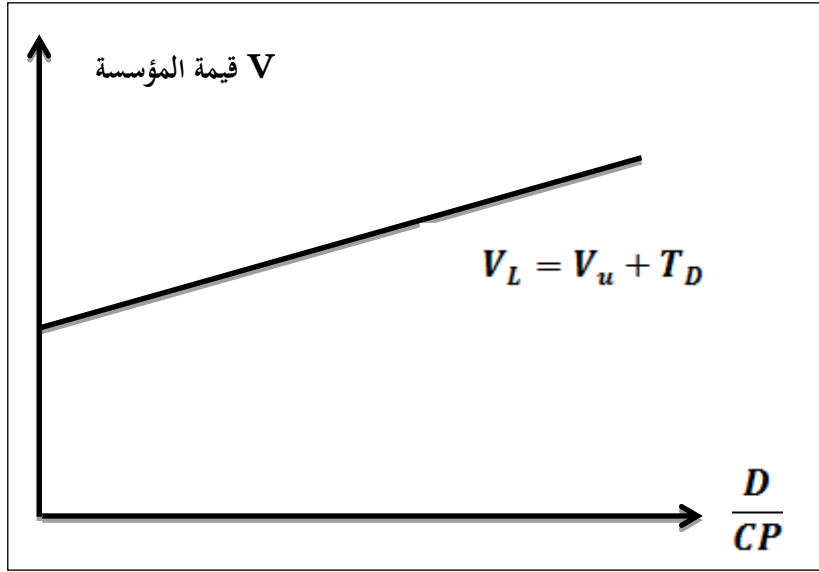
الشكل رقم (09-02): الفرضية الثانية لميلر ومودغلياني في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 179.

2. النظرية المصححة لميلر ومودغلياني في ظل وجود الضرائب (With Taxes): قدم ميلر ومودغلياني بحث لاحق بعنوان: "ضرائب دخل الشركة وتكلفة 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 الممتمك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية"، وأن مزيا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضه والتي نصت عليها النظرية التقليدية. ويبين الشكل رقم (10-02) 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 لميلر ومودغلياني كانت في ظل غياب الضرائب، لكن بعد إدخال الضريبة على دخل المؤسسة تم تعديل الفرضية الأولى والفرضية الثانية في ضوء الافتراض الجديد.

الشكل رقم (10-02): قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 174.

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

$$V_L = V_U + T_C \dots\dots\dots(20-02)$$

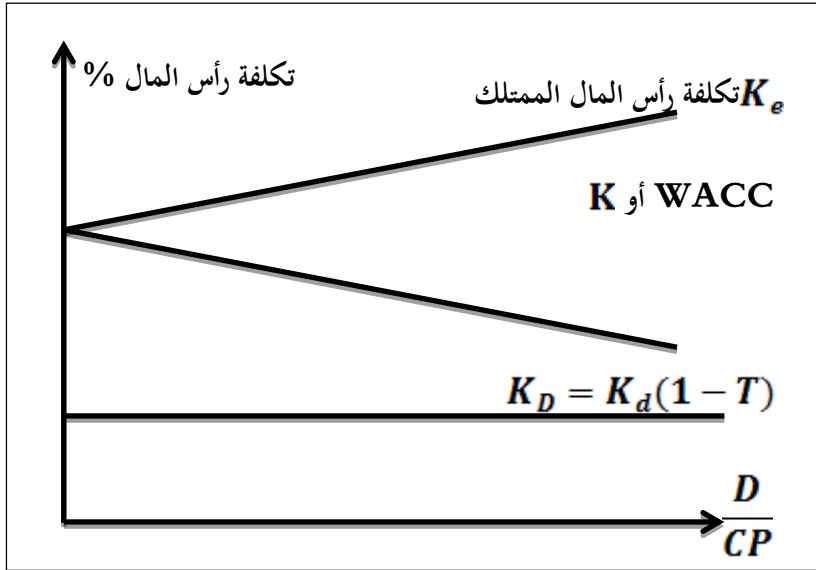
حيث أن: V_L : قيمة المؤسسة المرفوعة؛

V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية فقط؛

T_C : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ويبين الشكل رقم (11-02) 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 تكلفة رأس المال، وهذه هي ميزة استخدام التمويل المقترض والتي تساهم في انخفاض تكلفة رأس مال المؤسسة بزيادة استخدام الديون.

الشكل رقم (11-02): تكلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



Source: Michel Albouy: **Décisions Financières et création de valeur**, 2^{eme} Edition, Edition Economica Paris, 2003, P: 347.

واستنادا إلى الفرضية الثانية المصححة لميلر ومودغلياني، فإنه يمكن احتساب تكلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب كما في المعادلة أدناه:

$$WACC (or K) = K_d(1 - T) \left(\frac{D}{D + E} \right) + K_E \left(\frac{E}{D + E} \right) \dots\dots\dots(21-02)$$

حيث أن: $\frac{D}{D+E}$: وزن التمويل المقترض؛
 $\frac{E}{D+E}$: وزن التمويل الممتلك.

المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للشركة وهيكل رأس المال والأسباب التي دعت إلى ظهور هذه النظريات: - تكاليف الوكالة، حيث يقوم المقرض برقابة أنشطة الشركة؛ - زيادة احتمالية الإفلاس، نتيجة الالتزامات بالقروض؛ - التكلفة المتعلقة بحصول الإداريين على معلومات أكثر عن مستقبل الشركة⁽¹⁾. ومن أهم هذا النظريات الحديثة نجد:

أولاً. **نظرية تكاليف الإفلاس**: تنفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعاً من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما⁽²⁾. فعند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً ولا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس على الجانب القانوني وما يصاحبه من تكاليف مباشرة للعملية، بل يشمل في معناه الواسع على كل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة لفترة طويلة⁽³⁾، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات الشركة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة⁽⁴⁾.

تنطوي تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فأما التكاليف المباشرة فهي المصاريف الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية. أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح الشركة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين وفقدان ثقة الدائنين والموردين. ويشير في هذا الصدد **بريجهام وجابنسكي** أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها، كلما زادت نسبة الأموال المقترضة⁽⁵⁾.

يمكن صيغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس على النحو التالي:

$$V_L = V_u + T_D - V_a(F) \quad \dots\dots\dots(22-02)$$

⁽¹⁾ صبيحة قاسم هاشم: نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد: 73، المجلد: 02، بغداد، العراق، 2015، ص: 68.

⁽²⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2014، ص: 160.

⁽³⁾ Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard: **Gestion Financière D'entreprise**, 11^{ème} Edition, Edition Dalloz, Paris, 1997, P: 820.

⁽⁴⁾ زغيب مليكة: علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية-دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الانسانية - **بحوث اقتصادية**، العدد: 31، المجلد: ب، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009، ص: 166.

⁽⁵⁾ المرجع نفسه، ص: 166.

حيث أن: V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة؛

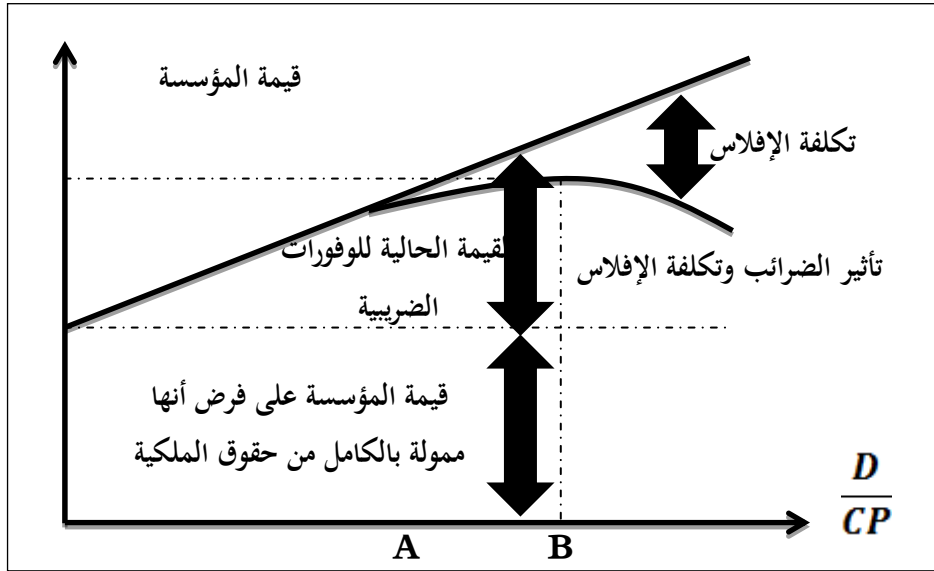
V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة؛

T_D : القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

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

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، وهذا كما يوضحه الشكل رقم (12-02) التالي:

الشكل رقم (12-02): العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



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

من خلال الشكل رقم (12-02) يمكن القول أنه عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من (A) لم تكن هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة رأس المال خضعت فقط لتأثير الضريبة على الربح (الوفورات الضريبية) مما ترتب عليه انخفاضاً مضطرباً في تلك التكلفة، ولقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة (A) إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت الزيادة في نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة رأس المال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة (B). في هذه النقطة فقط ازدادت حدة تكلفة رأس المال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول بأن النسبة المثلى للرافعة المالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس تتحدد بالنقطة (B) التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى، ولما كانت العلاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وبين القيمة السوقية للمؤسسة، فإن الشكل رقم (12-02) يعتبر تمثيلاً صادقاً للعلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة، وذلك في ظل تأثير الضرائب على الأرباح وتكلفة رأس المال.

ثانياً. نظرية الوكالة: تعود نظرية الوكالة (Agency Theory) لكل من جونسن وماكلينغ (Jenson&Meckling)، حيث تعرف بأنها: "إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني، تنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الموكل أو الأصيل شخصاً آخر (أو مجموعة من الأشخاص) ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة".
ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات التالية⁽¹⁾:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدراً من التعارض في المنافع بينهما؛
- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو بقاء المؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى؛
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
- يترتب على ما سبق، ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل لكي يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل؛
- للأصيل الرغبة في تعميم عقود الوكالة التي تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرفي الوكالة ويجول دون تصرف الوكيل على نحو يضر بمصالح الموكل.

في عام 1976 أسقط كل من (Jenson&Meckling) افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتنا أن هناك تكلفة وكالة للديون تؤدي دوراً هاماً في قرار التمويل، وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل متحددًا بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معاً، وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي أيضاً إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة⁽²⁾. كما يشير كيم وسورنس (Kim&Sorensen) رداً على ما أشارت إليه نتائج دراسة ميلر من ثبات نسبة الاقتراض خلال فترة العشرينيات والخمسينيات رغم تغير معدلات الضريبة، إلى أن ذلك يؤكد على أهمية تأثير تكلفة الوكالة. ففي الخمسينيات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية والصغيرة، وصحب ذلك ارتفاعاً في تكلفة الوكالة، مما أدى بالشركات إلى الحد من

⁽¹⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

⁽²⁾ Jensen. M, Meckling, **The Theory Of The Firm-Managerial Behavior Agency Costs And Ownership Structure-**, Journal Of Financial Economics, N°3, oct, 1976, P: 305-306.

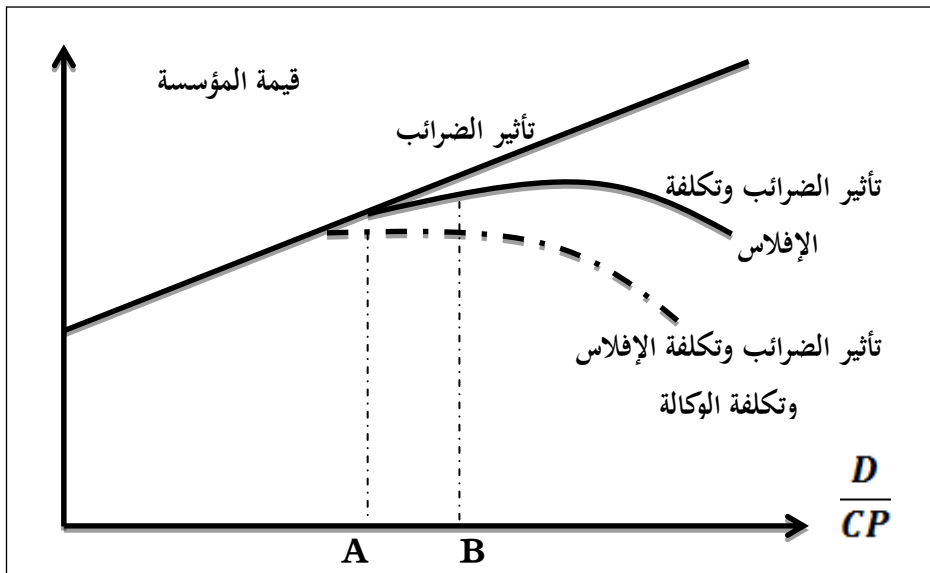
الاقتراض رغم المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. بعبارة أخرى يمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفورات الضريبية، وترتب عن ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال⁽¹⁾.
يمكن صيغة العلاقة الرياضية للقيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على النحو التالي:

$$V_L = V_u + T_D - V_a(F) - V_a(A) \quad \dots\dots\dots(23-02)$$

حيث أن: $V_a(A)$: القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكاليف الوكالة، وهذا كما يوضحه الشكل رقم (13-02) التالي:

الشكل رقم (13-02): العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



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

من خلال الشكل رقم (13-02) يتبين لنا أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية، أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل المالي المثالي، وبعبارة أخرى سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي، فالشكل رقم (13-02) يبين لنا أن النسبة المثالية للرافعة المالية قد انخفضت من النقطة (A) إلى النقطة (B)، على أن يراعى إلى أن هذه النقطة (أي النقطة B) تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة كل من الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس.

⁽¹⁾ زغيب مليكة: مرجع سبق ذكره، ص: 168-169.

ثالثاً. نظرية الإشارة: يفترض مدخل ميلر ومودغلياني أن نوعية المعلومات التي تملكها إدارة المؤسسة هي نفس المعلومات التي يملكها المساهمون في الشركة (وتسمى هذه الحالة بحالة التماثل (أو التناظر) المعلوماتي (**Symétrique Information**))، وذلك فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية المستقبلية المتاحة للمؤسسة. إلا أن ذلك غير صحيح في الواقع العملي، حيث نلاحظ أن نوعية المعلومات لدى الإدارة أفضل من نوعية المعلومات لدى المساهمين (وتسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات (**Asymétrie de L'information**))، مما يترتب عليه نتائج هامة على القرارات المرتبطة باستخدام المديونية أو الأسهم في التمويل⁽¹⁾.

تقوم هذه النظرية والتي يعود الفضل في ظهورها إلى الباحث روس (**Ross: 1977**)، على قاعدة أساسية هي عدم تماثل المعلومات، الذي تتصف به الأسواق، والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنص على أنه بإمكان المسيرين في المؤسسات الأحسن أداءً إصدار إشارات (**Signaux**) خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة⁽²⁾. وبهذا فإن نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين أساسيتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المسيرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

حسب هذه النظرية فإن المعلومات حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للمؤسسة وكذا الظروف الحالية تكون أفضل عند المسيرين مقارنة بالمستثمرين، مما يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالي للمؤسسة، فتلجأ المؤسسة إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة، بينما تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة كمنط تمويلي لما تتوقع ظروف مستقبلية سيئة، وبذلك فالهيكل المالية للمؤسسة تتوقف على الإشارات الصادرة عنها والتي تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي تواجهها⁽³⁾.

رابعاً. نظرية الالتقاط التدريجي: على الرغم من أن نظرية ميلر ومودغلياني حازت على عالم رأس مال الشركات مدة طويلة، إلا أن الانتباه تحول إلى نظرية الالتقاط التدريجي والتي تسمى أيضاً نظرية أولوية مصادر التمويل والتي تركز على أهمية دور المدير في تحديد هيكل رأس المال الجديد من خلال الاختيار بين إصدار السندات وإصدار الأسهم. حيث تعتبر نظرية الالتقاط التدريجي نظرية للمفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية، كما أن بدايات هذه النظرية كانت مع دراسة (**Donaldson: 1961**) عن ممارسات التمويل

⁽¹⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 342.

⁽²⁾ دادن عبد الوهاب: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية-، مجلة الباحث، العدد: 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص: 112.

⁽³⁾ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي: مرجع سبق ذكره، ص: 432-433.

لعينة من الشركات الكبيرة، فقد لاحظ أن الإدارة تفضل استخدام التمويل الداخلي (احتجاز الأرباح) على مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في الاقتراض وإصدار الأسهم العادية الجديدة⁽¹⁾.

ومن أهم النماذج المستحدثة لنظرية الالتقاط التدريجي نموذج مايرز (Mayers: 1984)، حيث يعالج الرهانات والقرارات التي تتخذها المؤسسة في الأجل البعيد تحت فرضية تعظيم قيمة المؤسسة كهدف أساسي يسعى المسكرون إلى تحقيقه، وتتلخص نظرية الالتقاط التدريجي التي قدمها مايرز في أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي، كما أنها تفضل ضمن التمويل الخارجي التمويل بالقروض على التمويل بالأسهم، ويقدم المدخل المقترح من طرف مايرز الترتيب التالي لأفضل المصادر⁽²⁾:

- تفضل المؤسسات في المقام الأول التمويل الذاتي، وهي تكيف بذلك معدل توزيع الأرباح مع الفرص الاستثمارية؛

- إذا لم يكف التمويل الداخلي واضطرت المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي فإنها تفضل أولاً الاستدانة، ثم الأوراق المالية المهجنة ليأتي في النهاية دور إصدار الأسهم.

⁽¹⁾ محمد علي إبراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 249.

⁽²⁾ Jacques Teulié, Patrick Topsacalian: **Op.cit**, P: 370.

خلاصة الفصل الثاني:

تهدف جميع القرارات المالية في المؤسسات 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 أو بمعنى آخر، ينعكس على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي. وتشمل القرارات التمويلية جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف مصادر التمويل قصيرة، متوسطة أو طويلة على قيمة المؤسسة وربحياتها، فبعد أن تكون الإدارة المالية قد تعرفت على احتياجاتها من الأموال تبدأ بالبحث عن مصادر التمويل المناسبة لمواجهة هذه الاحتياجات، وعندها تحدد المصدر الذي ستلجأ إليه لتمويل احتياجاتها، وعليها أن تراعي في ذلك الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، وأن تهتم أيضاً بالتكلفة والزمن والتركيبة المناسبة للهيكل المالي وكل ذلك في إطار هدفها العام وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

وبهذا تظهر أهمية حساب تكلفة رأس المال، فتعظيم القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض تكلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها، ومن المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل تكلفة، 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.

الفصل الثالث

القرار الاستثماري كمحدد لقيمة المؤسسة

تمهيد:

يعتبر قرار الاستثمار وبغض النظر عن شكل الاستثمار من أصعب القرارات وأكثرها حساسيةً، فهو في جوهره ومحتواه يمثل عملية تخصيص للموارد من جهة، ومن جهة أخرى فإنه يعد شكلاً من أشكال توزيع الدخل القومي.

في الآونة الأخيرة زاد الاهتمام بالمشاريع الاستثمارية بشكل كبير في جميع أنواع الاقتصاديات، بغض النظر عن طبيعة النظم الاقتصادية السائدة وغنى أو فقر البلدان، سواء كانت متقدمة أو نامية. فالبلدان النامية وبالنظر لمحدودية الموارد المالية والمادية المخصصة للاستثمار ورغبة هذه البلدان في تجاوز حلقات التخلف التي تعاني منها، فلا بد أن تعطي أهمية خاصة في تحديد الأسلوب والكيفية التي تنفق بها الأموال، وعلى هذا الأساس تبرز الأهمية القصوى لعملية دراسة وتقييم القرارات الاستثمارية.

تهدف دراسة وتقييم القرارات الاستثمارية إلى قياس الربحية الخاصة التي تحققها المؤسسة، استناداً إلى عدد من الطرق والمعايير بحيث يتسنى للمسیر المالي في النهاية القدرة على اختيار الفرصة الاستثمارية المقبولة اقتصادياً، وتعتمد دراسة وتقييم الاستثمارات على البيانات والمعلومات الخاصة بالإيرادات والتكاليف المختلفة للمؤسسة، ومصادر تلك المعلومات مستمدة من النتائج التي يتم التوصل إليها من خلال دراسة وضعية الطلب في السوق والدراسة الفنية والتمويلية للمؤسسة، حيث يتم تحليلها وتبويبها في قوائم مالية تقديرية والتي يتوقف عددها وأنواعها ومكوناتها على العديد من العوامل التي تعتمد على احتياجات المؤسسة ذاتها من تلك القوائم.

للتفصيل أكثر في قرار الاستثمار وأساسه النظرية وعلاقته بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري؛

المبحث الثاني: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية؛

المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية المشروع الاستثماري

إن نجاح المشروع الاستثماري يتوقف إلى حد كبير على مدى لامة القرارات الاستثمارية التي اتخذت في بدء حياة المشروع ، ويرجع هذا إلى أن القرارات الاستثمارية تتميز عن القرارات التشغيلية بمجموعة من الخصائص التي تجعلها أكثر خطورة، وفي ما يلي سنقوم بالتفصيل أكثر في المشروع الاستثماري وماهيته.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

يعد مدلول المشروع الاستثماري معقد وغير محدد، ويختلف المفهوم الذي يعطيه له الاقتصاديون عن المالىين وعن المهندسين، ويختلف هذا المفهوم باختلاف الجهة التي تنظر إليه.

أولاً. تعريف الاستثمار: الاستثمار في اللغة من التمر، والتّمر حمل الشجر وأنواع المال، ثمّ ماله، نماء، ويقال ثمّ الله مالك أي كثّره، وثمر الرجل ماله تثيراً أي نمّاه وكثّره. ويقال لكل نفع يصدر عن شيء ثمرته، مثل قولك ثمرة العلم، العمل الصالح، وثمره العلم الصالح الجنة⁽¹⁾.

كما يمكن تعريف الاستثمار على أنه: التخلي عن أموال يمتلكها الفرد (المستثمر) في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن⁽²⁾:

- القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول؛
- النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم؛
- المخاطر الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع.

الاستثمار هو التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها عن طريق الاستهلاك بهدف الحصول على منفعة مستقبلية أكبر يمكن تحقيقها من إشباع مستقبلي عن طريق زيادة الدخل ثم الاستهلاك⁽³⁾.

ثانياً. تعريف المشروع الاستثماري: يمكن تعريف المشروع الاستثماري على أنه: "اقتراح بتخصيص قدر من الموارد في الوقت الحاضر لتستخدم في خلق طاقة إنتاجية جديدة أو إعادة تأهيل طاقة إنتاجية قائمة أو توسيعها، بهدف الحصول على منفعة صافية من تشغيلها في المستقبل عبر فترة زمنية طويلة نسبياً"⁽⁴⁾، كما يمكن تعريفه على

⁽¹⁾ محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 19.

⁽²⁾ زيد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 13.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 265.

⁽⁴⁾ السيد أحمد السريتي: تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسات الجدوى، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 24-23.

أنه: "فكرة أو اقتراح باستثمار قدر من الأموال في فرصة استثمارية يتحقق منها عائد اقتصادي واجتماعي، وتتضمن هذه الفكرة أو الاقتراح إنشاء مشروع جديد، أو استكمال مشروع قيد التنفيذ، أو توسيع مشروع قائم، أو القيام بعمليات المقارنة بين شراء أو تأجير آلات أو تصنيع قطع غيار أو إنتاج منتج جديد، أو إنشاء خط جديد... إلخ"⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفه أيضا على أنه: عبارة عن وحدة إنتاجية أو تنظيم يؤلف بين عناصر الإنتاج من أجل إنتاج سلعة أو خدمة، ويتمتع بالاستقلال في اتخاذ القرارات المتعلقة بالنشاط القائم من أجله، ويظهر هذا الاستقلال في تحمل المشروع للربح أو الخسارة الناتجين عن هذا النشاط، وقد يظهر في تمتع المشروع بالشخصية المعنوية⁽²⁾.

ثالثاً. خصائص، أهمية وأهداف الاستثمار: إن من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بالأجل الطويل، وعادة تحتاج إلى إنفاق مبالغ كبيرة قد يصعب استردادها إذا لم ينجح المشروع، فالقرارات الاستثمارية تمثل درجة من الخطورة على حياة المشروع، خصوصاً وأن المستقبل يسوده عنصر المخاطرة وعدم التأكد وسيخصص هذا الجزء لدراسة خصائص، أهمية وأهداف الاستثمار.

1. خصائص وأهمية الاستثمار: يعتبر تقييم الاستثمار مهماً لأنه يؤدي إلى القرارات التي يتعين على المدير المالي اتخاذها، حيث أن نتائج هذا النوع من القرارات الاستثمارية تستمر لعدة سنوات قادمة⁽³⁾، كما يعد اتخاذ القرارات الاستثمارية من أهم وأخطر القرارات في حياة المشروع أو المستثمر كونها تؤثر على بقاء واستمرار ونمو واتجاه أعمال المشروع الحالية والمستقبلية، وتؤثر هذه القرارات على طبيعة الأصول الثابتة ومكوناتها وكلفتها والرافعة التشغيلية للمشروع وكذلك تزيد من قيمة الأصول المتداولة للمشروع⁽⁴⁾.

وتأتي أهمية الاستثمارات للخصائص التي تتصف بها وهي كما يلي:

- يترتب على اتخاذ القرارات في الاستثمار أعباء مالية ضخمة ولفترة زمنية طويلة كبناء مصنع أو إضافة خط إنتاجي جديد، وإن حجم المبالغ المنفقة على الاستثمارات كبير، والأعباء المالية ضخمة وتحملها المؤسسة لفترات طويلة، إضافة إلى ما يسمى بالتكلفة الغارقة - وهي تلك التكلفة التي ستدفع من قبل المؤسسة سواء نفذ المشروع أم لم ينفذ كنفقات دراسات الجدوى الاقتصادي، الفنية والبحث -؛

⁽¹⁾ السيد أحمد السيريني: المرجع نفسه، ص: 23-24.

⁽²⁾ عبد الله حسين جوهر: إدارة المشروعات الاستثمارية - اقتصادياً - تمويلاً - محاسبياً - إدارياً، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 19.

⁽³⁾ علي عباس: مرجع سبق ذكره، ص: 189.

⁽⁴⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

- تتعرض النفقات الاستثمارية لدرجة خطر كبيرة جداً، كونها لا تعطي عائد أو ربح سريع في الفترة قصيرة الأجل، وأن أي خطأ في تقدير مدى نجاح هذا الإنفاق في توليد التدفقات النقدية يؤدي إلى نتائج تؤثر على قيمة المؤسسة، وأن تكلفة الخطأ عالية تؤثر على أعمال المشروع وترفع من درجة الخطر المالي والتشغيلي له مع ضرورة تحديد درجة الخطر التي يتعرض لها الاستثمار، وما إذا كان العائد يتناسب مع درجة الخطر، ويتطلب ذلك المقارنة بين العائد في ظروف التأكد (معدل العائد الخالي من الخطر) والعائد مقابل الخطر؛

- إن الاستثمار يتطلب عملية قراءة وتقييم لأحداث مستقبلية تعتمد على دقة التنبؤ في المستقبل والتي هي عمليات معقدة كونها خاضعة لعناصر لا يمكن السيطرة عليها كالظروف السياسية، الاقتصادية، التطور التكنولوجي، التغيرات الاجتماعية، الظروف الأمنية والاستقرار. وأن التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها نتيجة للاستثمار تتحقق بعد فترة طويلة ولسنوات مستقبلية قادمة، وهي غير مؤكدة وتتعرض لتأثير جملة العناصر سابقة الذكر؛

- يتطلب إعداد دراسات مقارنة دقيقة لغرض مقارنتها مع الاستثمارات البديلة، وهذا يقع ضمن مفهوم التحلي عن عوائد الفرص البديلة عند اختيار الاستثمار؛

- صعوبة الرجوع عن المشروع أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال وطبيعة البناء مما يؤدي إلى تحقق خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح المشروع وتحقيق الأهداف المطلوبة⁽¹⁾.

2. أهداف الاستثمار: تشير النظرية الاقتصادية إلى أن الهدف الرئيسي من إنشاء المشاريع الاقتصادية هو تحقيق أقصى ربح ممكن⁽²⁾، إلا أنه تختلف أهداف الاستثمار باختلاف الجهة التي تقوم بعملية الاستثمار، ويمكن إجمال أهم أهداف عملية الاستثمار في ما يلي:

أ. **تحقيق عائد مناسب:** حيث أن هدف أي مستثمر هو الحصول على عائد مناسب، يساعد على استمرارية المشروع؛

ب. **المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية:** أي المحافظة على قيمة رأس المال الأصلي المستثمر في المشروع، ومن أجل ضمان ذلك لا بد من اللجوء إلى أسلوب المفاضلة والاختيار والتي تتضمنها دراسات الجدوى الاقتصادية وصولاً إلى اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسبة من بين عدة فرص مختارة أو مقترحة؛

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، المرجع نفسه، ص: 268-269.

⁽²⁾ نضال الحواري، ضرار العتيبي: إدارة المشاريع الإنمائية - دراسة وتقرير الجدوى -، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص:

ج. استمرارية الحصول على الدخل والعمل على زيادته: وهذا يعني أن المستثمر يسعى دائما من وراء استثماره

لأمواله في المشاريع الاستثمارية إلى الحصول على عائد مستمر وزيادته وتنميته باستمرار؛

د. ضمان السيولة اللازمة: من الأهداف الأخرى للمستثمر هو توفر حد مناسب من السيولة لتغطية متطلبات

العمل والعمليّة الإنتاجية، من أجل التمكن من تغطية حالات الطوارئ والحالات غير المحسوبة التي قد تواجه العمليّة الإنتاجية⁽¹⁾؛

هـ. تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينا، وهم على

أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة؛

و. حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب

رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القوة الشرائية لنقوده المستثمرة؛

ز. حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من

المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية⁽²⁾.

3. دورة المشروع الاستثماري: يمر المشروع الاستثماري بثلاث مراحل تسمى دورة المشروع، وتتمثل في المراحل

التالية⁽³⁾:

أ. مرحلة ما قبل الاستثمار والتنفيذ: وتضم الدراسات اللازمة لتقييم جدوى المشروع قبل أن يدخل حيز

التنفيذ، وتشمل التقييم المالي والاقتصادي للمشروع قبل تنفيذه لتقرير التنفيذ من عدمه، ويقوم بتقييم المشروع قبل

تنفيذه الجهات الممولة للمشروع سواء كانت جهات قومية أو بنوك محلية أو جهات أجنبية مقدمة للتمويل في

صورة قروض أو مشاركة في المشروع.

ب. مرحلة الاستثمار والتنفيذ: ويتم فيها إنشاء المشروع وتجربته، وتتضمن تحديد مراحل التنفيذ المختلفة

وتوقيتها والإشراف عليها، وتسجيل ما تم تنفيذه من المشروع، وإذا أثبتت التجربة الأولى للمشروع انحرافا عن القيم

المقدرة في دراسات الجدوى فيجب البحث عن أسباب هذا الانحراف، من خلال مراقبة أسلوب التطبيق

لاكتشاف مصدر الانحراف وتصحيحه قبل الاستمرار في التطبيق.

⁽¹⁾ محمود حسين الوادي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 20-21.

⁽²⁾ سيد سالم عرفة: دراسة جدوى المشروعات، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 158-159.

⁽³⁾ السيد أحمد السريتي: مرجع سبق ذكره، ص: 22-23.

ج. مرحلة التشغيل: ويتم فيها استخدام المشروع في الإنتاج، وتشمل التقييم المالي والتجاري والاقتصادي والاجتماعي والبيئي للمشروع أثناء وبعد التنفيذ، ويختلف التقييم بعد التنفيذ عن التقييم قبل التنفيذ رغم أن المقاييس المستخدمة واحدة فيهما، ولكن مع ملاحظة أنه أثناء التقييم بعد التنفيذ تستخدم بيانات لقيم الفعلية، والتي يتم مقارنتها قبل التنفيذ ببيانات المقاييس التي تعتمد على القيم المقدرة.

4. مقومات (مبادئ) الاستثمار: لكي يتمكن المستثمر من الاختيار بين البدائل الاستثمارية المتاحة في ضوء نتائج تحليلها، لا بد له من مراعاة مجموعة من المبادئ العامة والتي يمكن إيجازها في ما يلي:

أ. مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: ينطلق هذا المبدأ من حقيقة مفادها أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة بينما المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة، لذلك يجب على متخذ القرار أخذ ذلك في الحسبان واختيار الأداة الاستثمارية التي تناسبه⁽¹⁾. وحتى يكون القرار المتخذ مثالي يفضل أن لا يقل عدد البدائل عن ثلاثة، والبديل قد تكون ضمن القطاع الواحد أو حسب القطاعات أو في مختلف الأدوات الاستثمارية المتاحة⁽²⁾؛

ب. مبدأ الخبرة والتأهيل: يقضي هذا المبدأ بأن القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لدى كل المستثمرين، لذا فإنه في حال عدم الدراية الكافية الاستعانة بمشورة المحللين المتخصصين⁽³⁾؛

ج. مبدأ الملاءمة: ونقصد بذلك ملاءمة نوعية وحجم وتكنولوجيا الاستثمارات لطبيعة المستثمر (تفضيلاته)، أي تتلاءم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع وكفاءته وخبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات؛

د. مبدأ تنويع المخاطر الاستثمارية: تتمثل المخاطر الاستثمارية في عدم التأكد من انتظام العوائد والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار واحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار⁽⁴⁾، وحتى يتم توزيع وتقليل درجة الخطر التي يتحملها المشروع يتطلب الأمر القيام بعملية التنويع، لأن تنويع الأدوات الاستثمارية يؤدي إلى تخفيض الخطر، وفي ضوء العلاقة بين العائد والمخاطرة نقوم باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة، والتنويع يجب أن يكون محسوب وإيجابي وبمعامل ارتباط سبلي بين الأدوات المختارة⁽⁵⁾.

(1) محمود عزت اللحام وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 251.

(2) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 269.

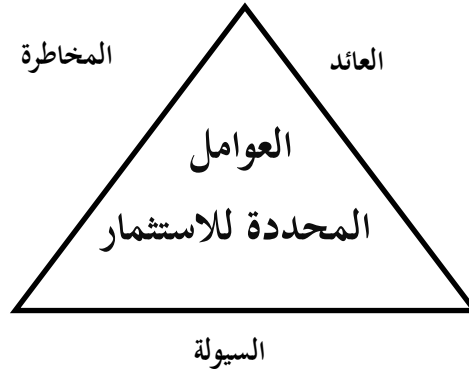
(3) محمود عزت اللحام وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 252.

(4) حمزة عبد الكريم حماد: مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 25.

(5) دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 270.

5. محددات الاستثمار والعوامل المؤثرة: يتحدد الاستثمار وفقاً لثلاثة عوامل هي: العائد، المخاطرة والسيولة، ويتناسب العائد مع المخاطرة طردياً فإذا كان العائد المطلوب أو المتوقع مرتفع فعلى المستثمر أن يتهيأ لتحمل مخاطر أعلى، كما وتتعارض السيولة مع العائد. فالاحتفاظ بسيولة عالية يعني انخفاض في العائد لأن السيولة ليس لها عائد ولكن وجود السيولة يقلل من المخاطرة⁽¹⁾.

الشكل رقم (01-03): العوامل المحددة للاستثمار



المصدر: شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013، ص: 17.

كما أن المتغيرات والعوامل التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري متعدد، ويمكن أن نوجزها في العناصر التالية⁽²⁾:

أ. **الاستقرار السياسي:** ويعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على الاستثمار، إذ أن عدم الاستقرار السياسي يؤثر على حجم الاستثمارات لأن البلد غير المستقر سياسياً يعيش في دوامة الاضطرابات وانخفاض حجم الطلب وتذبذب الأسعار وقيمة العملة وارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع معدلات التضخم وكلها عوامل ومتغيرات تؤثر على الاستثمارات؛

ب. **الاستقرار الاقتصادي:** أي استقرار استراتيجيات الدولة فيما يتعلق بالإيديولوجية التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي للحكومة، هل هو تداخلي أو انفتاحي؟ وكذلك فيما يتعلق بتوازن ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والبطالة وحجم الديون الخارجية، كلها عوامل تؤثر على قرار الاستثمار؛

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013، ص: 17.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 270-271.

- ج. **سعر صرف العملة:** من أهم العناصر التي تؤثر على حجم وأنواع الاستثمارات أسعار صرف العملات لأن انخفاض وارتفاع أسعار الصرف يؤثر على الرقم القياسي للأسعار وتكاليف الإنتاج ومستلزمات الإنتاج، وعلى الربح المتوقع، فكلما كان سعر الصرف ثابت ومستقر أدى إلى ارتفاع معدل الاستثمار؛
- د. **أسعار الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة في حجم الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية، فارتفاع أسعار الفائدة مثلاً يؤدي إلى انخفاض قيمة السندات، وكذلك قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف تمويل للمشاريع، فسعر الفائدة له دور مؤثر على قرار الاستثمار؛
- هـ. **الدخل القومي ومعدل التبادل التجاري:** للدخل القومي ومعدل نموه تأثير كبير على الاستثمارات، فنمو الدخل القومي معناه زيادة في الطلب الكلي وزيادة في حجم المبيعات وزيادة في الأرباح مما يحفز على الاستثمار؛
- و. **الاستثمارات والسياسات الحكومية:** تؤدي السياسات الحكومية دور كبير في التأثير على قرارات المستثمرين كونها تعمل على تبسيط إجراءات الاستثمار وخلق الحفزات للمستثمرين ومنحهم الإعفاءات الضريبية أو التأثير على الاستثمار باتجاه الركود أو الراج نظراً لما تتمتع به الدولة من إمكانية كبيرة في التأثير على السياسات المالية والنقدية وفي الدخول كمستثمر ومشجع للاستثمارات أو العكس؛
- ز. **التضخم:** للتضخم النقدي في اقتصاد بلد ما تأثير على الاقتصاد في ذلك البلد لأن التضخم يؤدي إلى ارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع التكاليف، مما يؤثر على الأرباح والقدرة الشرائية للنقود، فكلما انخفض معدل التضخم كلما أدى إلى تشجيع الاستثمارات وإيجاد أرضية مناسبة لزيادة حجمها؛
- ح. **التقدم التكنولوجي:** فالاختراعات الجديدة تتطلب عادة رأس مال جديد، كما أن التحسينات التكنولوجية تشجع على الاستثمار في مكائن جديدة وإحلالها محل القديمة أو المستهلكة⁽¹⁾؛
- ط. **النمو السكاني:** والذي يضمن نمو الطلب على السلع وهذا يتطلب الحاجة إلى طاقات إنتاجية جديدة.

⁽¹⁾ ثامر علوان المصلح: تقييم قرارات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 19.

المطلب الثاني: أنواع المشاريع الاستثمار

هناك عدة تصنيفات للاستثمار، فهناك ما يخص الهدف من الاستثمار وهناك حسب زمن خروج أو دخول التدفقات النقدية، وهناك أيضا حسب العلاقات المتبادلة بين مختلف المشروعات الاستثمارية باعتبارها كمقياس للتصنيف، ويمكن عرض أهم التصنيفات كما يلي:

أولاً. من حيث الهدف من إقامة المشروع الاستثماري: يأخذ المشروع الاستثماري حسب هذا المعيار أربعة أشكال:

1. المشاريع الاستثمارية الإحلالية: وهي استثمارات تهدف إلى إحلال المكائن والمعدات الجديدة بل القديمة، وإن من أسباب الاستبدال استهلاك الآلة...، ويتخذ قرار الإحلال عند المقارنة بين التكاليف المستقبلية في حالة الاستمرار لاستخدام الآلة القديمة وتكاليف عند استخدام الآلة الجديدة وتنخفض درجة الخطر على مثل هذا النوع من الاستثمارات لعدم تغير طبيعة المنتج؛

2. المشاريع الاستثمارية الابتكارية (التطويرية): وهي التي تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين أو لمواكبة التطور التكنولوجي وزيادة القدرة على المنافسة، وتعرض مثل هذه الاستثمارات إلى ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه؛

3. المشاريع الاستثمارية التوسعية: وتهدف هذه الاستثمارات إلى توسيع الطاقة الإنتاجية للمؤسسة نظرا لحصول المؤسسة على أسواق جديدة، ويكون القرار الاستثماري على أساس جدوى القيام بتوسيع الطاقة الإنتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الإيراد الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع ويمثل صافي الزيادة في الإيراد العائد على الاستثمار الإضافي، وتنخفض درجة الخطر فيها نسبيا إذا لم يحصل أي تغير في طبيعة السلعة المنتجة⁽¹⁾؛

4. المشاريع الاستثمارية الاستراتيجية: وهي مشاريع ذات أهمية كبيرة للمجتمع ككل على المدى الطويل، وتتمثل في مشاريع ذات أهمية استراتيجية للدولة مثل الكهرباء أو المياه⁽²⁾، وتكون ضرورية داخل المؤسسة كحماية تواجدها واستمرارها لمجابهة المنافسة أو النهضة التقنية كالدعاية والإشهار أو كالتفقات على البحوث أو كاستثمارات قصد التنويع في الإنتاج أو النشاط⁽³⁾.

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

⁽²⁾ السيد أحمد السريتي: مرجع سبق ذكره، ص: 27-31.

⁽³⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 120.

ومن بين الاستثمارات الاستراتيجية للمؤسسة نجد⁽¹⁾:

أ. الاستثمارات الهجومية: تمكن المؤسسة من الحصول على أقساط جديد من السوق، وتمركز استراتيجي مقارنة مع منافسيها؛

ب. الاستثمارات الدفاعية: تسمح للمؤسسة على الحفاظ على مركزها التنافسي على مستوى سوق يمتاز بحدّة المنافسة (استراتيجية التكامل العمودي)؛

ج. استثمارات التنوع: تخص هذه الاستثمارات ميدان تنوع نشاط المؤسسة (استراتيجية التنوع).

ثانياً. من حيث القابلية للقياس: وفقاً لهذا المعيار تنقسم المشاريع الاستثمارية إلى نوعين هما⁽²⁾:

1. المشاريع الاستثمارية القابلة للقياس: وهي تلك المشاريع التي تنتج منتجات أو تولد منافع قابلة للتقييم النقدي، وهذه المنتجات قد تكون سلعا أو خدمات ولها أسواق تحدد أسعارها، ومن أمثلتها المشاريع الزراعية والصناعية والسياحية، ...

2. المشاريع الاستثمارية غير القابلة للقياس: وتتمثل في المشاريع التي يصعب تقييم منتجاتها بسهولة ودقة في صورة نقدية، دون أن يتطلب ذلك إجراء أبحاث إضافية أو وضع افتراضات من قبل المحللين قد لا تعكس الواقع، من أمثلتها تلك المشاريع المتعلقة بالتعليم والصحة والبيئة والصرف الصحي وغيرها.

ثالثاً. من حيث شكل وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشروع: وتتمثل التدفقات النقدية في تلك التدفقات الناجمة عن الاقتراح الاستثماري سواء كانت خارجة أو داخلية، وطبقاً لهذا المعيار تنقسم المشاريع الاستثمارية إلى أربعة أنواع هي:

1. المشاريع الاستثمارية وحيدة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة: وتتمثل في تلك المشاريع التي ينتج عنها تدفقات نقدية مرة واحدة في لحظة زمنية واحدة؛

2. المشاريع الاستثمارية وحيدة التدفقات النقدية الداخلة ومتعددة التدفقات الخارجة: وهي تلك المشاريع الاستثمارية التي تحدث فيها التدفقات الداخلة مرة واحدة في لحظة زمنية معينة، بينما تحدث التدفقات النقدية الخارجة مرات متعددة خلال فترات زمنية متعددة؛

3. المشاريع الاستثمارية متعددة التدفقات النقدية الداخلة ووحيدة التدفقات الخارجة: وهي تلك المشاريع الاستثمارية التي تحدث فيها سلسلة من التدفقات النقدية الداخلة على فترات زمنية متعددة، بينما تحدث التدفقات النقدية الخارجة مرة واحدة في لحظة زمنية معينة؛

⁽¹⁾ خميسي شيحة: التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص: 149.

⁽²⁾ السيد أحمد السريتي: مرجع سبق ذكره، ص: 27-31.

4. المشاريع الاستثمارية متعددة التدفقات: وتتمثل في المشاريع الاستثمارية التي تتم تدفقاتها النقدية الداخلة والخارجة على فترات زمنية متعددة.

رابعاً. من حيث العلاقة التبادلية: وفقاً لهذا المعيار تنقسم المشاريع الاستثمارية إلى ثلاثة أنواع وهي:

1. المشاريع المستقلة: وهي تلك المشاريع التي لا يمنع إقامة أحدها إقامة الآخر طالما توافرت الموارد المطلوبة، كما أن إقامة أحدهما لا يكون مشروطاً لإقامة الآخر، أي أنهما مشاريع ليست بديلة أو مكاملة، ولا يوجد ارتباط بينها من الناحية الفنية؛

2. المشاريع المانعة للتبادل: وهي تلك المشاريع البديلة التي تأخذ أكثر من شكل لتوفير السلعة أو الخدمة للمستهلك، ويحق للمستثمر اختيار أي منها للاستثمار فيها، بمعنى أن هذه المشاريع تتنافس على قدر محدد من الموارد بحيث يمنع اختيار أحدها اختبار الآخر؛

3. المشاريع المتكاملة: وهي تلك المشاريع التي يلزم إقامة أحدها لإقامة الآخر، مثل ذلك مصنع إنتاج السيارات ومصنع إنتاج العجلات فإقامة الثاني لازماً لإقامة الأول حتى يكون له منفعة. ولكي نقول عن مشروعين أنهما مرتبطين يجب توفر الشروط التالية⁽¹⁾:

- أن يكون المشروع مكماً للآخر؛ - أن يكون المشروع ضرورياً وحتمياً لتنفيذ المشروع الآخر؛

- أن يكون المشروع منافساً مالياً للمشروع الآخر؛ - أن يكون المشروع منافياً ومانعاً للمشروع الآخر.

خامساً. من حيث الطبيعة: يتقارب ترتيبها مع تلك المقترحة من طرف النظام المحاسبي المالي، وهي⁽²⁾:

1. الاستثمارات المادية (العينية): حيث تشكل الاستثمارات المادية الجهاز الإنتاجي للمؤسسة، كالمباني، المعدات والأدوات، معدات النقل،... إلخ؛

2. الاستثمارات غير المادية: وهي الاستثمارات المعنوية، كالمحل التجاري، براءة الاختراع، التكوين، البحث،... إلخ؛

3. الاستثمارات المالية: وتتمثل في شراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وأذونات الخزنة وما إلى ذلك، وهو بهذا المعنى لا يشكل إضافة حقيقية إلى الأصول الثابتة، بل مجرد تحويل للملكية، ويترتب على الاستثمارات المالية استثمار عيني فقط في حالة إصدار أوراق مالية جديدة وأسهم وسندات، لأول مرة بغرض تمويل أصول رأسمالية جديدة⁽³⁾.

⁽¹⁾ عبد الكريم يعقوب: دراسة جدوى المشروع، الطبعة الأولى، دار أسامة النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص: 163.

⁽²⁾ خميسي شيخة: مرجع سبق ذكره، ص: 148.

⁽³⁾ إبراهيم متولي حسن المغربي: دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي-من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية

المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015، ص: 37.

المبحث الثاني: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية

تتميز المشاريع الاستثمارية بطول الفترة الزمنية التي تفصل بين التدفقات النقدية الخارجة والتدفقات النقدية الداخلة، كما تتميز هذه المشاريع بضخامة المبالغ التي تستثمر فيها، والتي تجعل من الصعب على إدارة المؤسسة التراجع عن قرار الاستثمار بعد البدء في تنفيذه، كما أنه من الصعب على المؤسسة أن تنمو وتتطور دون البحث عن فرص استثمارية مربحة على المدى الطويل، ولذا يصبح لزاماً عليها أن تبحث باستمرار عن فرص استثمارية جديدة، وأن تقوم بتقييم هذه المشاريع لاختيار ذات الربحية منها، حتى تتجنب المؤسسة مخاطر اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة قد تكلفها الكثير. لذلك سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى مختلف معايير اختيار المشاريع الاستثمارية وهذا حسب حالة الطبيعة السائدة.

وتتمثل عملية تقييم المشاريع الاستثمارية في العملية التي من خلالها يتم وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب بين عدة بدائل مقترح، والذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة واستنادا إلى أسس علمية⁽¹⁾.

المطلب الأول: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة التأكد التام

تتمثل حالة التأكد في الظروف التي يفترض أن تكون فيها كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بالمستقبل محددة ومعلومة بدقة، وأن متخذ القرار على علم تام بالظروف التي سوف تتحقق في المستقبل، ولا يوجد أي احتمالات للأحداث المتوقعة سواء كانت احتمالات ذاتية (شخصية) أو احتمالات موضوعية، بل هناك تأكيد تام لوقوع حدوثها، كما يوجد ناتج واحد فقط لكل حدث نظرا لوجود حالة واحدة من حالات الطبيعة⁽²⁾. وتوجد مجموعة من المعايير في حالة التأكد التام ويمكن عرضها في ما يلي:

أولاً. فترة استرداد رأس المال (DRC): تعرف فترة الاسترداد بأنها عدد السنوات المطلوبة لاستعادة قيمة الاستثمار الأصلي⁽³⁾، لفترة الاسترداد تشير إلى المدة الزمنية اللازمة لتساوي التدفق النقدي الصافي الداخل من إنفاق رأسمالي معين مع التدفق النقدي الخارج للمشروع المقترح⁽⁴⁾.

والهدف الأساسي من استخدام هذه الطريقة هو نقدي أي قياس درجة سيولة المشروع المقترح تنفيذه والتدفقات المالية التي يحققها، أي الحصول على أكبر سيولة نقدية كافية من التدفقات النقدية الداخلة لإعادة رأس

(1) رائد محمد عبد ربه: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص: 61.

(2) حسين بلعجوز: المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 110.

(3) عبد العزيز النجار: مرجع سبق ذكره، ص: 182.

(4) محمود عزت اللحام وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 261.

المال المستثمر في أقل فترة زمنية بعد تلبية الالتزامات النقدية المترتبة على تشغيل المشروع، ويهتم بهذه النسبة المستثمرون الذين يرغبون في سرعة استعادة الأموال المستثمرة⁽¹⁾.

1. حساب فترة استرداد رأس المال (DRC): لإيجاد فترة استرداد رأس المال لأي مشروع نتبع الخطوات التالية:

أ. تحديد قيمة الاستثمار المبدئي للمشروع؛

ب. حساب متوسط صافي التدفق النقدي السنوي للمشروع؛

ج. حساب فترة الاسترداد: والتي يمكن حسابها بطريقتين حسب انتظام التدفق كما يلي:

ج.1. حالة التدفقات السنوية متساوية: في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:

$$DRC = \frac{I_0}{NCF_t} \quad \dots\dots\dots (01-03)$$

حيث أن:

NCF_t : التدفق النقدي السنوي؛

I_0 : تكلفة الاستثمار المبدئية؛

DRC : فترة استرداد رأس المال.

ج.2. حالة التدفقات السنوية غير متساوية: في هذه الحالة يتم حساب مجموع التدفقات النقدية (التدفقات المتراكمة) بحيث يصبح مساوي للقيمة المبدئية للاستثمار⁽²⁾، أي أن فترة الاسترداد تحسب من تاريخ الاستثمار إلى غاية تاريخ تساوي مجموع التدفقات مع التكلفة المبدئية للاستثمار.

وفي حالة اختلاف قيمة التدفقات المجمعة مع تكلفة الاستثمار نستطيع احتساب عدد الأشهر لتكملة فترة الاسترداد بقسمة المبلغ المتبقي من مبلغ الاستثمار الأصلي على التدفقات النقدية للسنة الأخيرة ونضرب النتيجة في عدد أشهر السنة كما يلي⁽³⁾:

$$\text{المدة المتبقية من فترة الاسترداد} = \frac{\text{تكلفة الاستثمار} - \text{التدفقات النقدية المجمعة}}{\text{التدفقات النقدية للسنة التالية}} \quad \dots\dots\dots (03-02)$$

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 285.

⁽²⁾ حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 131.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 286-287.

ومنه:

فترة استرداد رأس المال = عدد السنوات التي لا	+	المدة المتبقية
(DRC)		من فترة الاسترداد
تغطي تكلفة الاستثمار		

..... (03-03)

2. مزايا وعيوب فترة استرداد رأس المال (DRC):

أ. مزايا فترة استرداد رأس المال (DRC): يعتبر معيار فترة الاسترداد من أفضل المعايير وهذا لبساطته

حيث يتميز بالخصائص التالية:

- تتميز بالبساطة وسهولة الحساب والفهم والاستخدام؛
- تتلاءم هذه الطريقة مع الانفاق الاستثماري في المشروعات التي تخضع لعوامل التقلب وعدم اليقين؛
- تهتم أساسا بالمدة الزمنية التي يتحقق خلالها سرعة استرداد تكلفة الاستثمار كدليل على ربحية الاستثمار وقلة المخاطر المصاحبة له؛
- تركز على عامل السيولة أكثر من الربحية، ويفضل استخدامها إذا كانت المدة الزمنية المثلى للعمر الإنتاجي المقدر، يتم خلالها تحقيق تدفقات نقدية ثابتة أو مستقرة نسبيا؛
- تعتبر فترة الاسترداد من الأساليب الأساسية في عملية التقييم التجاري للمشروع، خاصة إذا كان المستثمر يخشى من دخول منافسين جدد ويريد أن يسترد أمواله قبل دخول هؤلاء المنافسين⁽¹⁾؛

ب. عيوب فترة استرداد رأس المال (DRC): على الرغم من بساطة هذه الطريقة وسهولة حسابها إلا أنها

تعرض لعدة انتقادات أهمها:

- تهمل التدفقات النقدية المتحققة بعد فترة الاسترداد، بمعنى آخر أنها لا تحسب الإيرادات التي يحققها المشروع بعد فترة استرداد تكلفة رأس المال وتتحيز للمشاريع التي تعطي عوائد في السنوات الأولى من عمرها الاقتصادية ولا تهتم بالمشاريع التي تعطي معظم عوائدها في الأجل الطويل؛
- لا تدخل في حسابها القيمة الزمنية للنقود⁽²⁾؛
- تركز هذه الطريقة أساسا على عامل السيولة دون أن تعطي اهتماما لعامل الربحية⁽³⁾؛

⁽¹⁾ يحيى غني النجار: تقييم المشروعات - تحليل معايير ومؤشرات دراسات الجدوى وتقييم كفاءة الأداء-، الطبعة الأولى، دار دجلة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 152-153.

⁽²⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 289-290.

⁽³⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 412.

- يتجاهل معيار فترة الاسترداد القيمة البيعية للاستثمار في نهاية عمره الافتراضي والتي تشكل تدفق نقدي⁽¹⁾؛
- يؤدي هذا المعيار إلى إبعاد المشاريع الاستثمارية التي تمتاز بمدة حياة أطول⁽²⁾.

ثانياً. **معدل العائد المحاسبي (TRC) (معدل العائد على رأس المال):** وهو ما يعرف بالطريقة المحاسبية نظراً لاعتماده على البيانات المحاسبية⁽³⁾، ويعبر عنه بسعر الفائدة للتدفقات النقدية للمشروع، وهو يبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترح، وبالتالي فهو تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال التي تعتبر إحدى المفاهيم التي بني عليها التحليل الكينزي فيما يتعلق بقرارات رجال الأعمال بشأن الاستثمار⁽⁴⁾.

1. حساب معدل العائد المحاسبي: يتم حسابه بقسمة متوسط صافي الربح بعد الضريبة على متوسط التكلفة المبدئية المترتبة على ذلك الاقتراح⁽⁵⁾، ويمكن حساب معدل العائد المحاسبي وفق العلاقة التالية⁽⁶⁾:

$$TRC = \frac{\bar{R}}{I_0} \times 100 \quad \dots\dots\dots (04-03)$$

حيث أن:

TRC: معدل العائد المحاسبي (معدل العائد على رأس المال المستثمر)؛

\bar{R} : متوسط الربح المحاسبي؛

I_0 : تكلفة الاستثمار المبدئية*.

ويقارن معدل العائد المحاسبي مع معدل الفائدة المستعمل في السوق، فإذا كان أعلى من معدل الفائدة يقبل المشروع مبدئياً ثم يتم اختيار المشروع الذي يحقق أحسن معدل عائد محاسبي⁽⁷⁾.

(1) شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 143.

(2) خميسي شيخة: مرجع سبق ذكره، ص: 154.

(3) حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 137.

(4) زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 167.

(5) شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 145.

(6) زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

* هناك من يأخذ متوسط قيمة الاستثمار بدلاً من إجمالي الأموال المستثمرة.

(7) ناصر دادي عدون: الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1995، ص: 159.

2. مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي (TRC):

أ. مزايا معدل العائد المحاسبي (TRC): من المزايا التي يتميز بها هذا المعيار نجد:

- سهولة الحساب والفهم؛

- يفيد في تقييم أداء المشروع من خلال العائد السنوي على وحدة رأس المال المستثمر (إنتاجية رأس المال مقارنة بتكلفة الوحدة الواحدة من رأس المال) أي أنه مقياس نسبي وليس مقياس مطلق⁽¹⁾.

ب. عيوب معدل العائد المحاسبي (TRC): يؤخذ على المعيار العيوب التالية:

- يركز على الربحية المتوقعة من المشروع الاستثماري وليس على التدفق النقدي⁽²⁾، لأنه ليس هناك ما يضمن لنا أن الأرباح المحققة ستكون متاحة في شكل نقدية، فالنقدية المتاحة قد تكون أقل أو أكثر من الأرباح المحققة وذلك اعتماداً على السياسات البيعية وسياسات التحصيل وسياسات السداد، لذلك يقترح البعض استخدام التدفقات النقدية بدلاً من صافي الربح في حساب متوسط معدل العائد المحاسبي⁽³⁾؛

- يتجاهل القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة تحقيقها خلال العمر المقترح للاستثمار، أي يتجاهل القيمة الزمنية للنقود⁽⁴⁾؛

- لا يأخذ بعين الاعتبار إمكانية تغيير معدل الفائدة السوقية المتغير عادة⁽⁵⁾.

ثالثاً. معيار صافي القيمة الحالية (VAN): هذه الطريقة شائعة في تقييم البدائل الاستثمارية، وأهمية هذه الطريقة تأتي من أنها تعكس مقدار ما تضيفه الإدارة المالية من تعظيم في ثروة الملاك وبالتالي تعظيم في القيمة السوقية للسهم⁽⁶⁾، ويعالج هذا المعيار تأثير تباعد الفترات الزمنية على قيمة التدفق النقدي، فتحسب التدفقات النقدية حسب تسلسل حدوثها الزمني مع افتراض ثبات الظروف الأخرى كتجاهل عامل المخاطرة، وهذا المعيار على علاقة مباشرة بمعدل تكلفة التمويل الذي يستخدم كمعدل استحداث للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة⁽⁷⁾.

(1) شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 148.

(2) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 416.

(3) شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 148.

(4) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 416.

(5) ناصر دادي عدون: مرجع سبق ذكره، ص: 161.

(6) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 418.

(7) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 121.

1. حساب صافي القيمة الحالية: يتم تحديد صافي القيمة الحالية من خلال مقارنة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أي المكاسب الناتجة عن الاقتراح الاستثماري بالقيمة الحالية للاستثمار المبدئي لهذا الاقتراح، وذلك على أساس معدل خصم مناسب وهو الذي يتمثل في معدل العائد المطلوب كحد أدنى على الاستثمار⁽¹⁾، ويمكن حساب صافي القيمة الحالية وفق العلاقة التالية⁽²⁾:

$$VAN = \sum_{p=1}^n C_p \frac{1}{(1+t)^p} - I_0 \quad \dots\dots\dots (05-03)$$

حيث أن:

VAN : صافي القيمة الحالية؛

C_p : التدفقات النقدية الصافية للفترة p (تدفقات الخزينة الصافية)؛

t : معدل الخصم؛

I_0 : تكلفة الاستثمار المبدئية.

وفي حالة تساوي التدفقات النقدية الصافية تكون العلاقة كالتالي:

$$VAN = C_p \left[\frac{1 - (1+t)^{-P}}{t} \right] - I_0 \quad \dots\dots\dots (06-03)$$

يقبل تنفيذ المشروع إذا كان صافي قيمته الحالية موجبا، وتزيد أهمية هذا المشروع كلما كبر صافي قيمته الحالية، هذا يعني أنه يرفض المشروع إذا كان صافي قيمته الحالية أقل أو يساوي الصفر، وفي حالة وجود مقارنة بين عدة مشاريع استثمارية، فإنه يفضل المشروع الاستثماري الذي يعطي أكبر صافي قيمة حالية، إذا كانت هذه المشاريع بديلة، أما إذا كانت المشاريع الاستثمارية مستقلة فيمكن المؤسسة قبولها جميعا بشرط توفر الأموال اللازمة لتنفيذها⁽³⁾.

2. مزايا وعيوب صافي القيمة الحالية (VAN):

أ. مزايا صافي القيمة الحالية (VAN): يتميز هذا المعيار بالخصائص التالية:

- تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود عند احتساب تدفقات المشروع؛
- إن قرار اختيار المشاريع ينسجم مع هدف تعظيم قيمة المؤسسة في المدى طويل الأجل؛

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، رسمية ركي قرياقص: أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2013، ص: 91.

⁽²⁾ زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي - حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 167.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص: 174-175.

- تحسب كافة التدفقات النقدية التي تتحقق خلال العمر الإنتاجي للمشروع؛
- إن هذه الطريقة تعرض بشكل منطقي الأرباح التي يحققها المشروع مقارنة بكلفة الاستثمار والحد الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه مقارنة مع معدل الخصم (معدل العائد في السوق تقريباً أو الحد الأدنى للعائد في السوق) ⁽¹⁾.
- ب. عيوب صافي القيمة الحالية (VAN): من أهم ما يعاب على هذا المعيار نجد:
 - لا تعطي ترتيباً سليماً للمشروعات الاستثمارية في حالة اختلاف العمر الاقتصادي لكل مشروع عن الآخر؛
 - تطبيق هذا المعيار يثير مشكلة تحديد المعدل المناسب لخصم التدفقات النقدية (وهو المعروف بتكلفة التمويل) فلا يوجد اتفاق محدد لكيفية قياس ⁽²⁾؛
 - تعطي صافي القيمة الحالية كرقم مطلق وليس كربحية نسبية، مما يؤدي إلى نتائج مضللة عند المقارنة بين مشروعات استثمارية تتطلب استثمارات مختلفة ⁽³⁾، وبذلك فهي لا تعطي نتائج مقنعة إذا اختلفت تكلفة الاستثمار للبدائل المختارة عند اعتماد هذه الطريقة في اختيار الاستثمار من قبل متخذ القرار ⁽⁴⁾.
- رابعاً. معيار دليل الربحية (IP) (مؤشر الربحية): يقصد بمؤشر الربحية نسبة مكاسب المشروع إلى تكاليفه المبدئية ⁽⁵⁾، فإذا كان معيار صافي القيمة الحالية يقيس الميزة المطلقة التي من الممكن الحصول عليها من المشروع الاستثماري، فإن مؤشر الربحية يقيس الميزة النسبية أي الربحية المحققة عن كل دينار من رأس المال المستثمر.
- 1. حساب دليل الربحية (IP) (مؤشر الربحية): يتم تحديد دليل الربحية بقسمة المكاسب من المشروع على تكلفته المبدئية، ويمكن حساب مؤشر الربحية وفق العلاقة التالية ⁽⁶⁾:

الصيغة الأولى:

$$IP = \frac{\sum_{P=1}^n CP(1+t)^{-P}}{I_0} \quad \dots\dots\dots (07-03)$$

الصيغة الثانية:

$$IP = 1 + \frac{VAN}{I_0} \quad \dots\dots\dots (08-03)$$

⁽¹⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 295-296.

⁽²⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 124.

⁽³⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 170.

⁽⁴⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 296.

⁽⁵⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 170.

⁽⁶⁾ زغيب مليكة، بوشنقير ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 183-184.

تنص قاعدة القرار على قبول كل مشروع استثماري تكون ربحيته أكبر من الواحد والعكس صحيح، فكلما كان مؤشر الربحية أكبر كلما كان المشروع الاستثماري أفضل

2. مزاي وعيوب دليل الربحية (IP) (مؤشر الربحية):

أ. مزاي دليل الربحية (IP) (مؤشر الربحية): من أهم ما يتميز به مؤشر الربحية نجد:

- يراعي هذا المعيار القيمة الزمنية للنقود وذلك عند خصم التدفقات النقدية؛
- يعتبر مؤشراً جيداً لقياس الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية للمشروع، ويرجع ذلك إلى أن الاستثمارات المبدئية تشكل وزناً هاماً في هذا المعيار؛
- غالباً ما يستخدم هذا المعيار كمُرجح لمعيار صافي القيمة الحالية بغرض ترتيب المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالة موجبة⁽¹⁾.

ب. عيوب دليل الربحية (IP) (مؤشر الربحية): من أهم ما يعاب على هذا المؤشر نجد:

- لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛
- يعتمد في تطبيقه على تحديد سعر الخصم المناسب لخصم التدفقات النقدية، وهذا يعني أن الخطأ في تقدير هذا السعر سيكون له أثراً سلبياً في تطبيقه⁽²⁾.

خامساً. معيار المعدل الداخلي للمردودية (TRI) (معدل العائد الداخلي): تعتبر هذه الطريقة إحدى الطرق الدقيقة لقياس العائد على الاستثمار وتسمى أحياناً بطريقة المعدل الحقيقي للفائدة الاقتصادية⁽³⁾، والمعدل الداخلي للمردودية يعبر عن الحد الأدنى من العائد على رأس المال المستثمر الذي يحتاجه المشروع، ويعرف بأنه سعر الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للمشروع مساوية للصفر⁽⁴⁾.

1. حساب المعدل الداخلي للمردودية (TRI) (معدل العائد الداخلي): من خلال التعريف السابق يمكن

تحديد علاقة معدل العائد الداخلي كما يلي⁽⁵⁾:

$$I = \sum_{p=1}^n Cp \frac{1}{(1+x)^n} \dots\dots\dots (09-03)$$

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 163-164.

⁽²⁾ زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

⁽³⁾ دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 296.

⁽⁴⁾ حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 145-146.

⁽⁵⁾ زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 177-179.

$$\sum_{P=1}^n Cp \frac{1}{(1+x)^n} - 1 = 0 \quad \dots\dots\dots (10-03)$$

حيث أن: x : يمثل العائد الداخلي للمردودية (TRI).

يقبل تنفيذ المشروع إذا كان معدل مردوده الداخلي أكبر من معدل المردودية الأدنى الذي تطلبه المؤسسة ($t < x$)، ويسمى أيضا بمعدل الرفض مع مراعاة نوعية المشاريع مستقلة أو بديلة في حالة المقارنة بينها.

2. مزاي وعيوب المعدل الداخلي للمردودية (TRI) (معدل العائد الداخلي):

أ. مزاي المعدل الداخلي للمردودية (TRI) (معدل العائد الداخلي): يتميز هذا المعدل بالخصائص التالية:

- يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود؛

- يمثل وسيلة جيدة وأكثر منطقية للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتنافسة⁽¹⁾.

ب. عيوب المعدل الداخلي للمردودية (TRI) (معدل العائد الداخلي): من أهم ما يعاب على هذا المعيار نجد:

- يعاب على هذا المعيار أنه يفترض أن التدفقات النقدية الداخلة سيعاد استثمارها بمعدل يساوي المردود الداخلي، وهذا يصعب تحقيقه في ظل اعتبارات عدم التأكد، وفي حالة وجود مشاريع بديلة فإن معيار صافي القيمة الحالية يكون أكثر جدوى في المفاضلة بهذه المشروعات⁽²⁾؛

- يتطلب عمليات حسابية طويلة ومجهودا أكبر مقارنة بالطرق السابقة، ويهمل أيضا فرص الاستثمار المتاحة أمام المؤسسة بعد الانتهاء من العمر الاقتصادي للاستثمار⁽³⁾؛

- قد يتواجد أكثر من معدل خصم واحد، وبالتالي فإنه يكون لنفس الاقتراح الاستثماري أكثر من معدل عائد داخلي؛

- يفشل معدل العائد الداخلي في تزويدنا بمقدار الزيادة بوحدة النقود في ثروة الملاك التي تترتب على قبول اقتراح استثماري معي، فكبر أو صغر معدل العائد الداخلي لا يعني كبر أو صغر المبلغ المضاف إلى ثروة الملاك نتيجة لقبولهم على الاقتراح الاستثماري⁽⁴⁾.

(1) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 132.

(2) زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

(3) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 132.

(4) شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 171.

المطلب الثاني: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد

يقصد بحالة عدم التأكد الموقف الذي لا تتوفر فيه لمتخذ القرار أي معلومات تاريخية للاعتماد عليها في وضع توزيع احتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم عليه أن يضع تخمينات معقولة للصورة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الاحتمالي، ولذلك يطلق عليه التوزيع الاحتمالي الشخصي⁽¹⁾. كما تعتبر حالة عدم التأكد من المسائل العادية التي يواجهها متخذ القرار، والتي يجب التعامل معها بدقة، حيث يقرر درج المخاطرة التي يمكن تحملها والبحث عن حل للمشاكل المطروحة وفق المعطيات المتوفرة⁽²⁾.

كما تجدر الإشارة إلى الطرق المعتمد لتقييم المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد هي وجهة نظر لمتخذ القرار، فهو يستخدم تقديراته الشخصية وخبراته السابقة حيث لا يستطيع تحديد أو توقع احتمالات تحقق كل حالة من حالات الطبيعة، وهنا يلجأ إلى استعمال المعايير الشخصية، وهي معايير مستخدمة ومتعارف عليها في ميدان العلوم التجارية⁽³⁾.

أولاً. معيار القيمة العظمى (معيار التفاؤل) (Max/Max): في هذا المعيار ينظر متخذ قرار الاستثمار إلى المستقبل بتفاؤل كبير، فيفترض حدوث أفضل الحالات والظروف، وبالتالي يختار من البدائل المطروحة البديل الذي يحقق أكبر ربح، وداخل مصفوفة القرار يختار القيمة التي تحقق أكبر صافي قيمة حالية $\text{Max}\{\text{Max } G_{ij}\}$ ⁽⁴⁾. هذا المعيار يستعمله أكثر المستثمرين المتفائلين بنتائج المستقبل، ولكنه قد يؤدي إلى قرارات غير منطقية أحيانا لأنه يميل نحو المخاطرة لتحقيق الأهداف⁽⁵⁾.

ثانياً. معيار ولد Wald (معيار التشاؤم) (Max/Min): ينسب هذا المعيار إلى (Abraham wald) وهو على النقيض من المعيار السابق، قد يصادف متخذ القرار صعوبة في تحديد الاحتمال لكل حالة من حالات الطبيعة المتوقعة، فيلجأ إلى تجنب الخسارة المحتملة، هذا المعيار عكس معيار التفاؤل، فمتخذ القرار ينظر إلى المستقبل بحذر شديد وبالتالي يختار أسوأ الحالات، فيحدد صافي القيمة الحالية لكل اختيار مرافق لكل

(1) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 155.

(2) براق محمد، غربي حمزة: مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

(3) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 156.

(4) المرجع نفسه، ص: 157.

(5) أحمد أمين سعد الله: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003/2002، ص: 52.

حالة من حالات الطبيعة في مصفوفة القرار، ثم يختار الاختيار الذي يعظم صافي القيمة الحالية من بين القيم الدنيا⁽¹⁾.

فمتخذ القرار يبحث عن أسوأ النتائج ويحاول اختيار البديل الذي يحقق أعلى العوائد:

$$\text{Max}\{\text{Min } G_{ij}\} \dots\dots\dots (11-03)$$

ثالثاً. معيار هيروييز (Hurwicz)⁽²⁾: هو معيار توفيق بين معيار التفاؤل والتشاؤم، فحسب (Hurwicz) لا يجب أن يكون متخذ القرار متفائلاً للغاية، واقتراح تعديل معيار ولد Wald بإدخال فكرة معامل التفاؤل α والذي يتراوح بين القيمتين صفر وواحد، وهي أن يختار متخذ القرار أكبر القيم في مصفوفة القرار، وأن يرحح أهميتها بحسب شعوره لدرجة التفاؤل، فإذا كانت $\alpha = 1$ فإنه قد اختار معيار التفاؤل، وإذا كانت $\alpha = 0$ فإنه قد اختار معيار التشاؤم، ونكتب المعيار بالعلاقة التالية:

$$\text{Max}\{\alpha \text{Max} G_{ij} + (1 - \alpha) \text{Min} G_{ij}\} \dots\dots\dots (12-03)$$

رابعاً. معيار لابلاس (الاحتمالات المتساوية) (Laplace): يعتمد معيار (Laplace) على أن المستقبل غامض ومجهول وليس أمام متخذ القرار أسباب كافية لتمييز حالة عن حالة أخرى من حالات الطبيعة، لذلك سمي بمعيار "عدم كفاية الأسباب"، حيث يفترض متخذ القرار تساوي احتمالات حالات الطبيعة، ويكتب هذا المعيار بالعلاقة التالية:

$$\text{Max} (G_{i1} + G_{i2} + \dots G_{in})/n \dots\dots\dots (13-03)$$

ويناسب هذا المعيار المستثمرين الحياديين الذين لا يعيرون اهتماماً لأنه ينظر إلى كافة حالات الطبيعة بنفس الاحتمال. ونقصد بالحيادي ذلك المستثمر الذي لا يظهر رغبة في المخاطرة في المشاريع الكبرى كما أنه لا يبدي أي حذر من الدخول فيها بمعنى أنه ينظر إلى كل المشاريع بنظرة واحدة⁽³⁾.

خامساً. معيار سافاج (تدنية الأسف الأعظم) (Savage): ينسب هذا المعيار إلى (Savage) لأنه عمل على تطويره، وهو يقوم على تحويل العوائد الشريطية إلى جدول الأسف (الندم)، حيث ينتج الأسف نتيجة إحساس متخذ القرار بخسارة ناتجة عن الفرق بين العائد المتحصل من قرار ما وبين ما يجب أن يتحصل عليه لو تم اختيار أفضل قرار، ويعتمد فيه على معيار (Max/Min)⁽⁴⁾، فهذا المعيار أقل تشاؤماً من معيار ولد (Wald) ومتخذ القرار يبقى ينظر بتشؤم إلى الظروف والمتغيرات والبيئة المحيطة المؤثرة على قراره، فمعيار

⁽¹⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 157-158.

⁽²⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 158.

⁽³⁾ أحمد أمين سعد الله: مرجع سبق ذكره، ص: 51.

⁽⁴⁾ حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 279.

(Savage) يحاول قدر المستطاع تقليل الأسف، فيجعل الأسف الأعظم في حدوده الدنيا، وعادة ما ندعوه بالحد الأدنى لتكلفة الفرصة البديلة⁽¹⁾، ويمكن إيضاح كيفية اعتماد هذا القرار رياضياً كما يلي⁽²⁾:

$$R_{ij} = \text{Max} g_{ij} - g_{ij} \quad \dots \dots \dots (14-03)$$

حيث أن:

R_{ij} : القيم (العوائد) التي تظهر في مصفوفة الأسف؛
 g_{ij} : العائد البديل (i) في حالة وقوع حالة الطبيعة (j).

ويتم الاختيار وفق العلاقة التالية:

$$\text{Mini}(\text{Max} R_{ij}) \quad \dots \dots \dots (15-03)$$

لقد ذكر بعض المختصين هذه المعايير من حيث أن لها علاقة بموضوع عدم التأكد، ولكن في نفس الوقت فإن الكثير منهم يرفض استخدامها كوسائل أساسية في أخذ قرار الاستثمار، لأن الواقع في دراسة الاستثمارات أن المعلومات عادة ما تكون متوفرة إلى حد ما بحيث ينصح هؤلاء بمحاولة إعطاء بعض الاحتمالات حتى لو كانت ذاتية، بدل من الاعتماد على أساليب تفترض مبدأ عدم معرفة كلي باحتمالات المستقبل وقد تؤدي إلى نتائج غير منطقية. ولذلك لا يعتبر الاقتصاديون هذه المعايير كأساليب رئيسية أو حتمية في قرار الاستثمار⁽³⁾.

المطلب الثالث: معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة

تحتل عملية تقييم الاستثمارات بأهمية كبيرة عندما يراعى في اتخاذ القرار الاستثماري الواقع الديناميكي وليس الساكن، ففي المطالب السابقة تطرقنا إلى معايير التقييم في ظل التأكد وعدم التأكد وتجاهلنا عنصر المخاطرة الذي يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري، فقد افترضنا سابقاً دقة التنبؤات، وعليه فإن التسليم بدقة التنبؤات يعد خاطئاً، ففي العادة يتم اتخاذ القرار الاستثماري دون معرفة الأحداث المستقبلية للظروف المحيط بالاستثمار والمؤثرة فيه، وفي هذه الحالة يكون القرار اتخذ في ظل حالة المخاطرة.

أولاً. معيار التوقع-التباين للتدفقات النقدية: هناك عدة معايير احصائية لقياس درجة المخاطرة منها: الانحراف المعياري، والتباين، ومعامل الاختلاف، ففي عملية التقييم يُلجأ إلى معرفة التدفقات النقدية للاستثمار من خلال التوزيع الاحتمالي⁽⁴⁾. وقبل التطرق لطرق قياس الخطر توجب التعريف به أولاً.

(1) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 160.

(2) حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 279.

(3) أحمد أمين سعد الله: مرجع سبق ذكره، ص: 53.

(4) مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 136.

1. تعريف الخطر: يمكن تعريفه بأنه عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها من رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساساً إلى حالة عدم التأكد بالتنبؤات المستقبلية⁽¹⁾.

2. معيار التوقع للتدفقات النقدية: باعتبار الظروف في هذه الحالة تتميز بالمخاطرة، فهذا يعني أن صافي القيمة الحالية (VAN) لا تظهر بقيمة واحدة وإنما تختلف هذه القيمة باختلاف الظروف، ولإيجاد القيمة الوحيدة يتطلب الأمر حساب التوقع الرياضي الذي يعرف على أنه: "مجموع حاصل ضرب كل متغير في الاحتمال المناظر لحدوث هذا المتغير"، وبذلك يمكن حساب القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية كما يلي⁽²⁾:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n P_i \times VAN_i \quad \dots\dots\dots (16-03)$$

حيث أن:

VAN: صافي القيمة الحالية؛

P_i: الاحتمال المناظر لصافي القيمة الحالية **i**.

وما يعاب على تعظيم صافي القيمة الحالية المتوقعة منفردة أنها لا تأخذ بعين الاعتبار المخاطر المباشرة، لذلك يتوجب دراسة التباين المرتبط بها.

3. التباين: يساعد التباين والانحراف المعياري على قياس درجة تشتت العائد المتوقع حدوثه عن القيمة المتوقعة له، فكلما كان التباين للتوزيع كبيراً كلما دل ذلك على كبر درجة التغير في العنصر محل القياس، وبالتالي ترتفع المخاطر مع التشتت والعكس صحيح، وبذلك يمكن حساب تباين القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية كما يلي⁽³⁾:

$$V(VAN) = \delta^2 = \sum_{i=1}^n P_i(VAN_i)^2 - E(VAN)^2 \quad \dots\dots\dots (17-03)$$

حيث أن:

VAN: صافي القيمة الحالية؛ **P_i:** الاحتمال المناظر لصافي القيمة الحالية **i**.

ثانياً. **معيار شجرة القرارات:** هي تمثيل تصويري لعلاقات وعناصر مشكلة القرار، وتستخدم في حالة المخاطرة⁽⁴⁾، ويعد معيار شجرة القرارات من المعايير الهامة التي ينصح باتباعها في اتخاذ القرارات التي تتسم بالتعقيد

⁽¹⁾ شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: مرجع سبق ذكره، ص: 217.

⁽²⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 139.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص: 139.

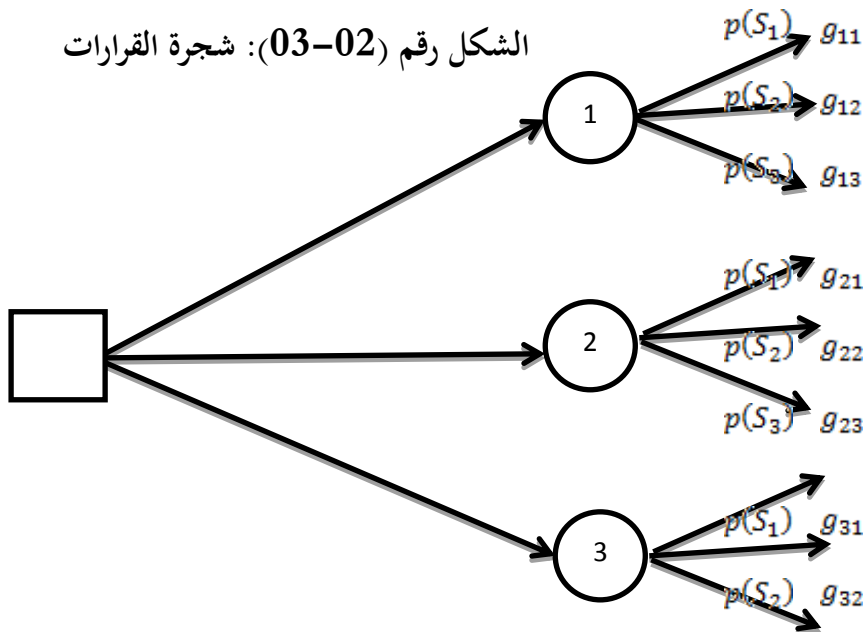
⁽⁴⁾ حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 188.

والتتالي في حدوثها في فترات زمنية متعددة، ولا يعتبر هذا المعيار طريقة لتحليل المخاطر فقط بل في المفاضلة بين الاستثمارات⁽¹⁾.

بعد أن يتم تحديد المشكلة ويتم ترتيب عناصرها بشكل جيد عن طريق نقاط القرار ويعبر عنها بالعقد وتأخذ الرمز □ أو فروع يعبر عنها بمتجه لتمثيل العلاقة بين نقاط القرار، أو نقاط أو عقد حالات الطبيعة ويرمز لها بالرمز ○، وحتى نوضح خطوات رسم شجرة القرارات نفترض أنه لدينا مصفوفة القرار التالية⁽²⁾:

الاحتمالات		P_1	P_2	P_3
d_i	s_j	S_1	S_2	S_3
	d_1	g_{11}	g_{12}	g_{13}
	d_2	g_{21}	g_{22}	g_{23}
	d_3	g_{31}	g_{32}	g_{33}

يتم تحديد نقطة القرار والبدائل المتاحة كما يلي:



المصنفين حسين بلعجوز: المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 191.

ثم يتم تحديد العائد لكل بديل، حيث يتم حساب القيمة النقدية المتوقعة (EMV) لكل بديل كما يلي:

$$EMV(d_1) = p(S_1)g_{11} + p(S_2)g_{12} + p(S_3)g_{13} \dots\dots\dots (18-03)$$

⁽¹⁾ مبارك لسوس: مرجع سبق ذكره، ص: 150-151.

⁽²⁾ حسين بلعجوز: مرجع سبق ذكره، ص: 189.

المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة

في ما سبق تطرقنا لكلٍ من قرار التمويل وقرار الاستثمار في معزل عن بعضهما البعض، وبذلك لا يظهر التفاعل بينهما كقراران ماليان، لذلك سنحاول في هذا الجزء إظهار العلاقة بينهما من خلال أثر كل قرار على الآخر، أي الأثر المتبادل بينهما، وكذا إبراز كيفية التوفيق بين هذين القرارين وذلك من أجل تحقيق الهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية ألا وهو تعظيم ثروة الملاك وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل

سبق وأن عرفنا الهيكل المالي على أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها⁽¹⁾، وبذلك تتضح العلاقة بين كل من القرار الاستثماري والقرار التمويلي، وسنحاول في هذا الجزء دراسة أثر كل قرار على الآخر، أي العلاقة المتبادلة بين كل من القرار الاستثماري والقرار التمويلي.

أولاً. أثر قرار التمويل على قرار الاستثمار: تعرضنا فيما سبق للكيفية التي يتم بها تقييم الاقتراحات الاستثمارية في ظل استخدام تكلفة الأموال كمعدل للخصم، فقرار قبول الاقتراح الاستثماري أو رفضه يتوقف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، أي يتوقف على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه، وعلى تكلفة الأموال التي سوف تستخدم في تمويله⁽²⁾، وحيث أن المقصود بتكلفة الأموال معدل العائد الذي يجب على الشركة تحقيقه في المشاريع التي تستثمر فيها من أجل المحافظة على قيمتها السوقية أو سعر سهمها في السوق، أو معدل العائد الذي يقبل به أو يطالب به المستثمرون لاستثمار أموالهم في الشركة⁽³⁾، فإن تطبيق المعادلة التقليدية لصافي القيمة الحالية يحمل في طياته اعتراف صريح بتأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار.

غير أن ما يؤخذ على المعادلة التقليدية لصافي القيمة الحالية أنها لا توضح بجلاء مدى مساهمة طريقة التمويل المستخدمة (قرار التمويل) في تحقيق صافي القيمة الحالية المحقق. أو بعبارة أكثر شمولاً لا توضح بجلاء أثر قرار التمويل على قرار قبول أو رفض الاقتراح الاستثماري، لتفادي هذا القصور فقد اقترح ستوارت مايرز (Myres, 1974) أسلوب صافي القيمة الحالية المعدلة الذي توضحه المعادلة التالية⁽⁴⁾:

$$\text{صافي القيمة الحالية المعدل} = \text{القيمة الحالية للاستثمار} - \text{التكلفة المبدئية} \pm \text{القيمة الحالية للتمويل} \quad \dots (19-03)$$

(1) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي: الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 349.

(2) منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص: 727.

(3) فايز سليم حداد: مرجع سبق ذكره، ص: 232.

(4) منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 727.

ويطلق على الشق الأول والثاني من الطرف الأيسر بصافي القيمة الحالية الأساسي للاقتراح الاستثماري، إذ يمثل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للاقتراح الاستثماري على فرض أنه ممول من مصدر تمويل لا يترتب عليه أي تدفقات نقدية إضافية، وهو القيمة الحالية للتدفق النقدي المتولد عن الاقتراح على فرض أنه ممول من أرباح محتجزة، في حين أن القيمة الحالية للتمويل تمثل القيمة الحالية للتدفقات الإضافية التي تتولد من المصدر المستخدم في تمويل الاقتراح. ومن الأمثلة على هذا النوع الأخير من التدفقات تكلفة إصدار أوراق مالية جديدة والوفورات الضريبية التي تنجم عن الاقتراض. هذا ويمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة في صورة أخرى وذلك على النحو التالي⁽¹⁾:

$$VAN_{aj} = \sum_{P=1}^n C_p \frac{1}{(1+t^*)} - I_0 \pm VA_S \quad \dots\dots\dots (20-03)$$

$$VAN_{aj} = VAN \pm VA_S \quad \dots\dots\dots (21-03)$$

حيث أن:

t^* : معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة؛

C_p : التدفق النقدي الصافي المتولد عن الاقتراح الاستثماري ذاته؛

VA_S : القيمة الحالية للتدفق النقدي الإضافي المتولد عن قرار التمويل.

تكشف المعادلة السابقة عن أحد أنماط التفاعل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، ويتمثل هذا النمط في أن قرار الاستثمار يتأثر بالتدفقات النقدية الإضافية التي تصاحب طريقة التمويل المستخدمة، غير أن هذا ليس النمط الوحيد للتفاعل بين القرارين، إذ قد يترتب على قرار الاستثمار زيادة في مقدرة المؤسسة في الحصول على أموال من مصادر خارجية، وهذا ما يشير إلى وجود تأثير لقرار الاستثمار على قرار التمويل.

ثانياً. أثر قرار الاستثمار على قرار التمويل: سبق أن أشرنا إلى ضرورة قيام المؤسسة بوضع سياسة تحدد الهيكل المالي المستهدف، على أن تلتزم به عند تمويل الاقتراحات الاستثمارية المستقبلية، فإذا كان الهيكل المالي المستهدف يتكون من 40% قروض و60% حقوق ملكية فينبغي تمويل أي اقتراح استثماري بنفس هذه التشكيلة من الأموال.

وهكذا يمكن القول بأنه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها الهيكل المالي بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضية للمؤسسة، ويصبح من المتوقع قيام المؤسسة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي تتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 728-729.

الاستثماري (وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الافتراض إلى حقوق الملكية، وبذلك فإن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلى الطاقة الافتراضية سوف ترد إليه، حيث من المعروف أن حصول المؤسسة على قروض إضافية سوف يزيد من الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة، بما يعادل قيمة الفوائد على القروض الإضافية مضروبة في معدل الضريبة. ولما كان السبب الأساسي في تحقيق الوفورات الضريبية الإضافية هو الاقتراح الاستثماري، فينبغي (طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل) أن تعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عند تقييمه، وبالتالي سوف ترفع من قيمة المؤسسة على المدى الطويل والمتوسط⁽¹⁾.

ونظراً لخضوع فوائد القروض للضريبة، فإن الزيادة في الطاقة الافتراضية يتولد عنها وفورات ضريبية، تقدر بقيمة الفوائد المترتبة على زيادة الطاقة الافتراضية مضروبة في معدل الضريبة، أما القيمة الحالية لهذه الوفورات فيتم تحديدها بالمعادلة العامة التالية⁽²⁾:

$$VAN_{EI} = \sum_{P=1}^n \frac{1}{(1+t)^P} I_0 \times \frac{D}{CP} \times i \times IS \quad \dots\dots\dots (22-03)$$

حيث أن:

VAN_{EI} : القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

$\frac{D}{CP}$: نسبة الهيكل المالي؛

i : معدل الفائدة؛

IS : معدل الضريبة.

كما يظهر أثر قرار الاستثمار على قرار التمويل عند تقدير تكلفة الأموال حيث يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير حيث تعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية⁽³⁾. لذلك نفترض ضمناً أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها بمعنى وجود هيكل مالي مستهدف، هذا الافتراض يكون صحيحاً لما تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية، ولكن يسقط هذا الافتراض في حالة ما إذا غيرت المؤسسة سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية. لهذا يمكن القول أن تغيير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الأموال نتيجة تباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، المرجع نفسه، ص 733.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص: 734-735.

⁽³⁾ عاطف وليم أندراوس: مرجع سبق ذكره، ص: 427.

المطلب الثاني: التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل

إن العديد من المشروعات يعود سبب فشلها إلى عدم التكامل بين القرارات المتخذة (الاستثمارية والتمويلية)، وأن نجاح هذه القرارات يكمن في مدى التوفيق والتنسيق بينها، ولذلك سنحاول في هذا الجزء إبراز الكيفية التي يتم بها إجراء التنسيق والتوفيق بين القرارات عند اتخاذها، وبالتالي نجاح الإدارة المالية في تحقيق الهدف الذي تسعى إليه وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

أولاً. التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل من حيث القيمة: إن قرار الاستثمار في مشروع معين يتماشى مع قدرة المؤسسة في تحقيق الأموال الكافية والمناسبة له في كل مرحلة من مراحل حياته، حتى يتجنب المشروع الوقوع في صعوبات مالية واحتياج ملح للأموال التي قد لا تكون ضمن الحسابات، الأمر الذي يجعل المشروع الاستثماري في موقف حرج، فإذا كان المبلغ الممول به الاستثمار أقل من احتياجات هذا الأخير فإن ذلك يؤدي بالمؤسسة إلى طلب القروض بصفة متكررة مما قد يضعف سمعتها الاقتراضية⁽¹⁾.

كذلك في حالة حصول المؤسسة على مبالغ تفوق احتياجاتها فإن ذلك يؤدي بالمؤسسة إلى تحمل تكاليف إضافية في غنى عنها في حالة قروض أو أموال ملكية، وهذا ما يؤثر على عائد الاستثمارات الذي يذهب جزء منه إلى تحمل تكاليف أموال عاطلة، وإذا ما استطاعت المؤسسة سداد هذه التكاليف الإضافية، فإن ذلك يؤدي إلى فقدان القدرة الائتمانية للمؤسسة، حتى تصفية المؤسسة.

ومن جهة أخرى فإن من أهم القيود على القرار التمويلي من حيث القيمة أنه يجب أن يمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث على الأقل) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة، حيث تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي، فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة⁽²⁾.

ومنه نلاحظ التفاعل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار وهنا يكمن دور أهمية التوفيق بين هذه القرارات من حيث القيمة.

⁽¹⁾ بوعلام لطيفة: التوفيق بين السياسة الاستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها-دراسة حالة المجمع الصناعي

صيدال-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010/2009، ص: 152.

⁽²⁾ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية) -دروس وتطبيقات-، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 317.

ثانياً. التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل من حيث الزمن: دور القرار التمويلي هو الحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكن، أي اختيار المؤسسة الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة عن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، ولكن في بعض الأحيان تجعل الحاجة إلى الأموال ضرورة حتمية حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً، وفي بعض الأحيان قد تتوفر أموال بتكلفة رخيصة نسبياً، لكن لعدم الحاجة إليه لا يتم اللجوء إليها، ومنه تؤدي ظروف السوق وحاجة المؤسسة في تلك الفترة دوراً مهماً.

ولهذا وجب التوفيق من حيث الزمن بين القرارات التمويلية في سعيها وراء الحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة مع القرارات الاستثمارية وقت الحاجة لهذه الأموال⁽¹⁾.

ثالثاً. التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل من حيث طبيعة الاستثمار: من أهم القيود التقليدية المتحكمة في قرار التمويل هي قاعدة التوازن المالي الأدنى التي مفادها أن الاستثمارات يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلاً يجب أن تمول الاستثمارات بالأموال الخاصة أو الديون طويلة الأجل والمتوسطة⁽²⁾، ويرجع السبب في ذلك إلى فكرة أن الأصول الثابتة تقوم بتقديم خدمات لفترات زمنية طويلة، وعند بيع هذه الخدمات يحصل المشروع على تدفق نقدي داخل يضمن استرداد جزء من قيمة الأصول المستثمرة، ومعنى هذا أنه لاسترداد الأموال المستثمرة في هذا الشكل يأخذ فترة زمنية طويلة نسبياً، ومنه لا يكون من الحكمة أن يتعهد المشروع لمن يقوم بتمويل هذه الأصول بسداد ما أقرضه بمعدل أسرع من معدل الحصول على التدفقات النقدية المتولدة منها وإلا يترتب عن ذلك مشاكل خاصة بالسيولة⁽³⁾.

ومن ناحية فإن استخدام القروض طويلة الأجل وأموال الملكية لتمويل الأصول المتداولة قد يكون له الأثر السلبي على ربحية المشروع، لأن المشروع سوف يستمر بدفع الفائدة عليها على الرغم من وجود أموال عاطلة في البنك، ولا شك هذا الوضع سوف يؤدي إلى تخفيض أرباح المشروع.

وعلى هذا ولنجاح القرارات الموضوعية وجب تحقيق عنصر ملاءمة مصدر التمويل لطبيعة الاستثمار، أي يتعين تمويل الأصول المتداول المؤقتة عن طريق الاقتراض قصير الأجل، والأصول الثابتة الدائمة عن طريق الاقتراض طويل الأجل وأموال الملكية⁽⁴⁾.

(1) بوعلام لطيفة: مرجع سبق ذكره، ص: 153.

(2) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية) - دروس وتطبيقات -، مرجع سبق ذكره، ص: 315.

(3) بوعلام لطيفة: مرجع سبق ذكره، ص: 153.

(4) المرجع نفسه، ص: 153.

رابعاً. التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل التدفقات النقدية للمؤسسة: يقصد به قدرة المؤسسة على توفير الأموال لمقابلة التكاليف الثابتة وهي فوائد القروض والأرباح الموزعة على الأسهم، وبالتالي على الإدارة المالية عندما تفكر في اتخاذ قرار التمويل أن تقوم بتحليل تدفقاتها النقدية المتوقعة في المستقبل الناتجة عن الاستثمارات المقرر تنفيذها والممولة بهذه الأموال، وذلك لمواجهة المصاريف الثابتة، أي يجب أن يكون القرار التمويلي متماشياً مع قدرة السياسة الاستثمارية في تحقيق أكبر عائد من المشروعات الاستثمارية لكي تضمن سداد الالتزامات الثابتة، فمثلاً المؤسسات التي تعتمد على سياسة استثمارية واضحة ورشيده وتوقع تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة في المستقبل يمكنها أن تستخدم قروض وبنسبة كبيرة في هيكل رأسمالها.

ومنه تعتمد القرارات التمويلية على مدى نجاح القرارات الاستثمارية في تحقيق أكبر عائد على استثماراتها، وبالتالي على الإدارة المالية أن تعتمد على نسبة هامة يجب فحصها وهي نسبة صافي التدفقات النقدية الداخلة للمصاريف الثابتة، وهي نسبة يستدل بها على عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بواسطة صافي التدفقات النقدية التي تتولد من المشروعات الاستثمارية.

ولتحديد طاقة استيعاب المؤسسة للقروض يجب فحص التدفقات الداخلة للمؤسسة تحت الظروف المعاكسة مثلاً: ظروف الكساد، وذلك عن طريق إعداد بيانات افتراضية توضح الحالة المالية للمؤسسة تحت هذه الظروف المعاكسة، وبالتالي يكون على المؤسسة صورة واضحة على قدرتها لخدمة التزاماتها المالية الثابتة وبالتالي تقرر هيكلها المالي.

وبالتالي نستخلص أن الإدارة المالية عند اتخاذها قرار التمويل تأخذ بعين الاعتبار التأثير الواضح لقرارات الاستثمار على قرارات التمويل فلا يكون هناك خطورة إذا كان معدل القروض إلى أموال الملكية مرتفع طالما أن المؤسسة لديها القدرة على توليد تدفقات نقدية كافية في المستقبل عن طريق اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل الذي يحقق أكبر عائد، وبالتالي يكون مناسب لسداد الالتزامات المالية الثابتة الناتجة عن قرار التمويل⁽¹⁾.

خامساً. التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل من حيث المخاطر (التشغيلية والمالية): حيث يمكن القول أنه كلما كانت الزيادة المتوقعة في مبيعات المؤسسة أكبر كلما كانت زيادة الاعتماد على التمويل بالقروض مطلوبة، وذلك للاستفادة من مزايا الرفع المالي، كلما كانت هناك مخاطر التشغيل وكانت التوقعات تشير إلى انخفاض كبير في المبيعات كلما وجب التقليل من التمويل بالقروض لتجنب المخاطر المالية.

⁽¹⁾ بوعلام لطيفة: المرجع نفسه، ص: 153-154.

ومن هنا تتضح ضرورة التوفيق بين مخاطر التشغيل الناتجة عن القرارات الاستثمارية، والمخاطر المالية الناتجة عن القرارات التمويلية، أي الناتجة عن تمويل القروض وما تتحمله من فوائد وأعباء واحتمالات عدم القدرة على سداد الأصل وفوائده، حتى تأتي كل من القرارات التمويلية والاستثمارية صائبة.

ولقد أبرزت هذه الدراسة أساليب التوفيق بين القرارات التمويلية والقرارات الاستثمارية، لأن نجاحهما يكمن في مدى التوفيق والتنسيق بينهما، ويمكن القول أن التوليف الجيد بين الاستثمار والتمويل يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة الاستراتيجية والمرجوة منهما، والمتمثلة أساس في تعظيم قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

المطلب الثالث: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

يهدف المسير المالي من خلال اتخاذه لمختلف القرارات إلى تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال تعظيم قيمة السهم، لذلك فإن الإدارة تساعد في تعظيم ثروة المساهمين، وللقيام بذلك يجب على المدراء اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل التي تضمن أن إجمالي قيمة التدفقات النقدية الداخلة تتجاوز إجمالي قيمة التدفقات الخارجة بمقدار أكبر ما يمكن، على أن يتم التركيز على تعظيم قيمة التدفقات النقدية وليس الأرباح⁽²⁾.

بالإضافة إلى ذلك فإن معيار القيمة الحالية الصافية المستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية يتفق مع تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي يجب أن تكون القيمة الحالية الصافية موجبة، وبالمقابل فإن التدفقات النقدية المحصومة للمؤسسة يمكن استخدامها لتقدير قيمة المؤسسة كما يلي⁽³⁾:

$$\text{Max}\{\text{Min } G_{ij}\} \dots\dots\dots (23-03)$$

$$FV = \sum_n^{\infty} \frac{E(CF_n)}{(1 + WACC_n)^n} \dots\dots\dots (24-02)$$

حيث أن: FV : قيمة المؤسسة؛
 $E(CF_n)$: التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة؛
 $WACC_n$: معدل الخصم (التكلفة الوسيطة المرجحة لمصادر التمويل).

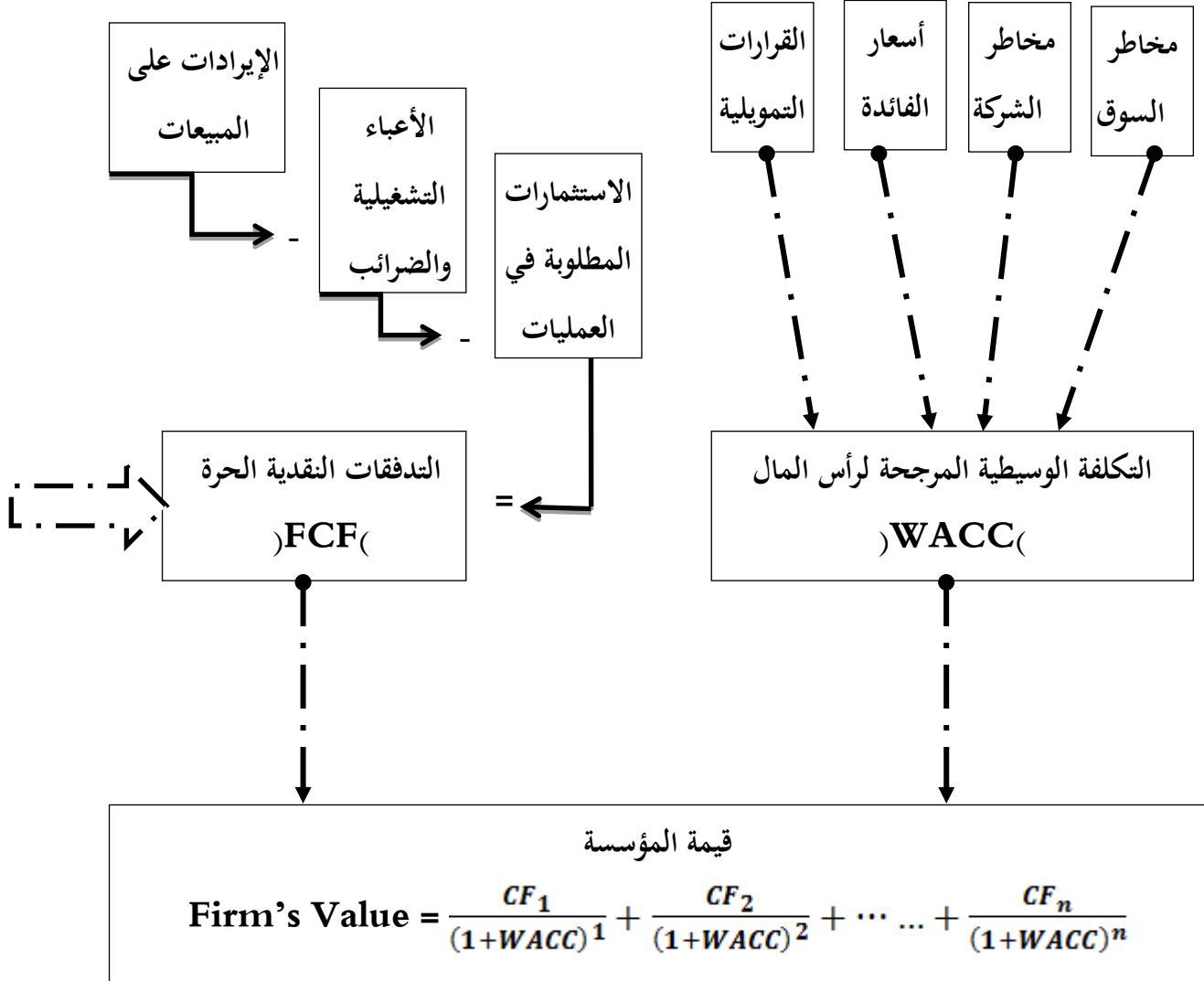
⁽¹⁾ بوعلام لطيفة: المرجع نفسه، ص: 154-155.

⁽²⁾ Petter Moles and Others , **Corporate Finance**, European Edition, John Wiley & Sons, 2011, Great Britain, P: 18.

⁽³⁾ Gerhard Schroeck, **Risk Management And Value Creation In Financial Institutions**, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2002, P: 12.

وفقا للمعادلة رقم (02-04) فإن قيمة المؤسسة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، ويمكن توضيح قيمة المؤسسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (03-03): علاقة التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري بقيمة المؤسسة



Source: F. Brigham, C.Ehrhardt, **Financial management: Theory and Practices**, 13^{emc} Edition, South-Western Cengage Learning, USA, 2011, P: 48.

كما رأينا في الفصل الأول عند معالجتنا لطرق تقييم المؤسسة فإن طرق التقييم على أساس التدفقات النقدية المستحدثة تعتمد في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الممكن تحقيقها، والتي تقوم باستحداثها بمعدل، آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموماً نجد مدتها تتراوح بين 05 و10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية).

ضمن هذه الطريقة نعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بربحها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح⁽¹⁾.

كما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية نقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة لثلاث أو خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأن المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة إلى أخرى، لأنه لا نستحدث نفس المركبات⁽²⁾.

وبالرجوع إلى الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة فإنها تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من **ميلر ومودغلياني** أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، بعبارة أخرى مهما كان المزيح الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية لأجزاء الاستثمارات المكونة لها، سواء تم تمويل هذه الأجزاء عن طريق قروض أو حقوق ملكية. وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل⁽³⁾.

⁽¹⁾ بكاري بلخير: أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP-، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

⁽²⁾ J.Brilmann, C.Maire, **Op.cit**, P: 155.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 645.

خلاصة الفصل الثالث:

يتبين لنا مما سبق ومن خلال معالجتنا لموضوع قرار الاستثمار وأثره على القيمة السوقية للسهم أن دراسة وتقييم القرارات الاستثمارية تهدف إلى قياس الربحية الخاصة التي تحققها المؤسسة، وهذا استناداً إلى عدّة طرق ومعايير بحيث يتسنى للمسير المالي في النهاية القدرة على اختيار الفرصة الاستثمارية المقبولة اقتصادياً، وتعتمد دراسة وتقييم الاستثمارات على البيانات والمعلومات الخاصة بالإيرادات والتكاليف المختلفة للمؤسسة، ومصادر تلك المعلومات مستمدة من النتائج التي يتم التوصل إليها من خلال دراسة وضعية الطلب في السوق والدراسة الفنية والتمويلية للمؤسسة، حيث يتم تحليلها وتبويبها في قوائم مالية تقديرية والتي يتوقف عددها وأنواعها ومكوناتها على العديد من العوامل التي تعتمد على احتياجات المؤسسة ذاتها من تلك القوائم.

كما تبين لنا كذلك أن الإدارة المالية عند اتخاذها لقرار التمويل تأخذ بعين الاعتبار التأثير الواضح لقرارات الاستثمار على قرارات التمويل فلا يكون هناك خطورة إذا كان معدل القروض إلى أموال الملكية مرتفع طالما أن المؤسسة لديها القدرة على توليد تدفقات نقدية كافية في المستقبل عن طريق اتخاذ القرار الاستثماري الأمثل الذي يحقق أكبر عائد، وبالتالي يكون مناسب لسداد الالتزامات المالية الثابتة الناتجة عن قرار التمويل.

وبالرجوع إلى الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة فإنها تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من **ميلر ومودغلياني** أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، بعبارة أخرى مهما كان الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية لأجزاء الاستثمارات المكونة لها، سواء تم تمويل هذه الأجزاء عن طريق قروض أو حقوق ملكية. وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل.

الفصل الرابع

قرار توزيع الأرباح كمحدد لقيمة المؤسسة

تمهيد

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، لما لهذا القرار من أثر مباشر على المستثمر والمؤسسة، حيث أن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق الأرباح، ودائما ما يسعى المستثمرون إلى تحقيق أرباح جارية ومستمرة تكون ناتجة عن عملية التوزيع، كما أنه على الإدارة أن تُوازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، خاصة في المؤسسات الجديدة والنامية التي تكون بحاجة إلى التمويل.

فما بين توزيع الأرباح واحتجازها داخل المؤسسة لغرض إعادة استثمارها وجدت الكثير من التيارات نظمتها مجموعة من النظريات، بعضها ينظر إلى عملية توزيع الأرباح على أنها مسألة لا بد منها ويبنى اعتقاده على أن عملية توزيع الأرباح دون احتجازها سوف تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي التأثير على ثروة الملاك (قيمة المؤسسة)، في حين يرى فريق آخر بأن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للشركة ولا بالقيمة السوقية للسهم العادي، فتوزيع الأرباح أو احتجازها ليس له علاقة بالتغيرات التي تحصل في أسعار الأسهم السوقية.

للتفصيل أكثر في الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح ومنطلقاتها الفكرية، سيتم التطرق في هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مدخل لسياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: مدخل لسياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسات الاقتصادية، إضافة إلى انعكاس هذه العلاقة على المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي، وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين.

المطلب الأول: ماهية سياسة توزيع الأرباح

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في القرار المالي للمؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجاز تلك الأرباح بهدف إعادة استثمارها، لتعتبر أحد المصادر التمويلية، لذلك سنحاول في هذا الجزء التطرق لمفهوم سياسة توزيع الأرباح من تعريف وطبيعة لهذا القرار المالي ومن ثم التطرق لأهم خصائصها، ودافعها وإجراءاتها.

أولاً. مفهوم سياسة توزيع الأرباح: يمكن معالجة مفهوم سياسة توزيع الأرباح من خلال تعريفها وتحديد طبيعتها كما يلي:

1. تعريف سياسة توزيع الأرباح: تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: "إحدى السياسات المعتمدة من قبل الشركة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالاحتجاز أو التوزيع على المساهمين"⁽¹⁾، كما يمكن تعريفها على أنها: "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين باتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة"⁽²⁾، فبعض الشركات تركز في سياساتها على توزيع الأرباح المحققة على المساهمين، وبعضها الآخر يركز على الاحتجاز، ولكل من الاستخدامين السابقين ضروراته وأهميته الخاصة، فالأرباح المحجوزة هي مصدر تمويل للملكية، وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية والممتازة، ويمكن أن تكون في بعض الحالات هي مصدر التمويل الوحيد للملكية إذا لم تستطع الشركة إصدار أسهم جديدة لتمويل استثماراتها، أو أن الشركة مملوكة لعدد قليل من الأفراد، ولا ترغب الإدارة بتوسيع قاعدة المساهمين عن طريق إدخال مساهمين جدد، أما الأرباح الموزعة فتتمثل دخلاً جارياً يفضله كثير من المساهمين، وبالتالي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقي للشركة⁽³⁾.

⁽¹⁾ مفيد الظاهر: تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث

والدراسات، العدد: 23، المجلد: 02، حزيران 2011، ص: 122.

⁽²⁾ عاطف جابر طه عبد الرحيم: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 390.

⁽³⁾ مفيد الظاهر: مرجع سبق ذكره، ص: 122.

2. طبيعة سياسة توزيع الأرباح: تتأثر قيمة المؤسسة بثلاثة قرارات مالية متمثلة في القرار الاستثماري والقرار التمويلي وقرار توزيع الأرباح، والسؤال المطروح يكمن في طبيعة كون هذا القرار الأخير -قرار توزيع الأرباح- قراراً استثمارياً أو قراراً تمويلياً أو قراراً قائماً بحد ذاته.

أ. سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري: تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قراراً استثمارياً إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية، وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم قرار توزيع الأرباح هنا يعكس مشكلة استثمارية يتحتم على المؤسسة اتخاذ قرار حاسم لمجابهتها، وبالتالي فإن البحث عن حلول لسياسية توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة⁽¹⁾.

ب. سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي: قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض والأسهم الجديدة...) مشكلة تمويلية خاصة إذا كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، هذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل التمويلي المناسب، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).

يمكن توضيح الارتباط بين كل من قرار توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل من خلال العلاقة التالية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصدر التمويل الخارجي}) - \text{الأموال المطلوبة للاستثمار} \dots (01-04)$$

هذه العلاقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أو خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا

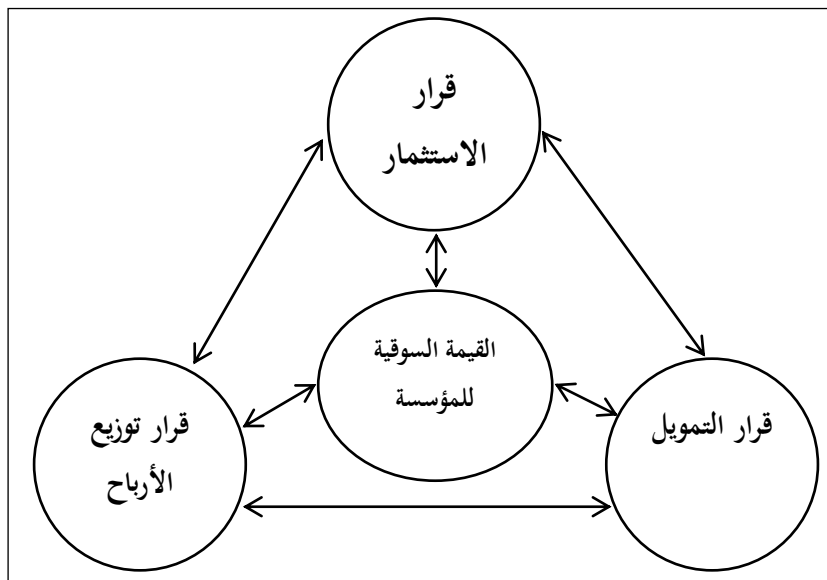
⁽¹⁾ فتحي إبراهيم محمد أحمد: مذكرات في: مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص: 338-339.

ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر لتمويل عملية التوزيع⁽¹⁾.

ج. سياسة توزيع الأرباح كقرار مستقل بذاته: على الرغم من أنه في الدراسات الأكاديمية تتم دراسة كل قرار من القرارات المالية (القرار الاستثماري، القرار التمويلي وقرار توزيع الأرباح) بصفة مستقلة ومنفصلة عن باقي القرارات الأخرى، إلا أنه من المهم معرفة وإدراك أن هذه القرارات الثلاثة متداخلة معاً، وهناك تأثير متبادل في ما بينها، فالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد الأرباح المستقبلية، وبالتالي حجم توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر على تكلفة التمويل التي تعتبر بدورها من ضمن العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة (من خلال حساب الأرباح المحتجزة) وهذا يمتد أثره إلى تكلفة الأموال⁽²⁾.

يعتبر الهدف من اتخاذ القرارات المالية المتداخلة هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، ويمكن توضيح هذا التداخل والتأثير المتبادل بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01-04): علاقة التأثير والتأثر بين القرارات المالية للمؤسسة وقيمتها



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية - مدخل القيمة واتخاذ القرارات -، الدار الجامعية،

الاسكندرية، 2002، ص: 31.

⁽¹⁾ فتحي إبراهيم محمد أحمد: المرجع نفسه، ص: 339.

⁽²⁾ عاطف جابر طه عبد الرحيم: مرجع سبق ذكره، ص: 389.

ثانياً. خصائص سياسة توزيع الأرباح: تتصف سياسة توزيعات الأرباح بعدة خصائص نجدها في أغلب المؤسسات منها ما يلي⁽¹⁾:

1. التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: يتم توزيع الأرباح اعتماداً على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك علاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام (John Lintner) بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالاعتماد على الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح، أما (Fama&Babiak) فقد لاحظ تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه (John Lintner) بأن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح؛

2. توزيعات الأرباح مستقرة: في الغالب لا تحبب المؤسسات فكرة إجراء تعديلات على قيمة توزيعات الأرباح، ويرجع هذا التخوف من تعديل قيمة توزيعات الأرباح إلى عدة عوامل منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح؛

3. توزيعات الأرباح تتبع دورة حياة المؤسسة: على العموم تتبع سياسة توزيعات الأرباح موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات استثمارية؛

4. تطور توزيعات الأرباح أكثر مرونة من تطور الأرباح المحققة من قبل المؤسسة: وهذا نتيجة لقيام المؤسسات بالرفع من توزيعات الأرباح والحفاظ دائماً على مستواها، حيث أظهرت العديد من الأبحاث أن توزيعات الأرباح أقل تغيراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة كونها تتحكم في توزيعات الأرباح على عكس الأرباح؛

5. اختلاف سياسة توزيع الأرباح عبر الدول: تختلف سياسة توزيع الأرباح من دولة لأخرى ويرجع ذلك إلى عدة عوامل كالاختلاف في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، الاختلاف في مستويات الضرائب المفروضة على توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية واختلاف حوكمة المؤسسات بين الدول.

⁽¹⁾ Aswath Damodaran: Pratique de la finance d'entreprise: théorie et pratique, 2^{ème} Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006, P: 454-459.

ثالثاً. دوافع سياسة توزيع الأرباح: يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ إلى توزيع جزء من هذه الأرباح وذلك نظراً للأسباب التالية⁽¹⁾:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة برفع رأس مالها؛

- عند توزيع الأرباح فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت؛

- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة؛

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

- في حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة متراكمة خلال السنوات السابقة؛
- إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة الحالية في وضعية جد صعبة من حيث المردودية والاستغلال؛
- إذا ما قررت المؤسسة احتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة؛
- إذ حققت المؤسسة نمواً معتبراً، مما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة احتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع يؤدي إلى اختلال توازن المؤسسة ومن ثم عدم القدرة على تسديد التزاماتها.

بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين كنتيجة لإحدى الحالات التالية:

- نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي، كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛
- إذا عازمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتيجياتها، وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.

⁽¹⁾ زرقون محمد: أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، العدد: 08، 2010، جامعة ورقلة، ص: 85-86.

رابعاً. إجراءات سياسة توزيع الأرباح: يعد قرار توزيع أرباح السهم من صلاحيات مجلس الإدارة أو الجمعية العاملة من خلال الاجتماعات الدورية، ويمر إجراء توزيع أرباح السهم بأربعة تواريخ رئيسية، تتمثل في موعد الإعلان عن التوزيع، موعد فقدان حق المطالبة بأرباح السهم، موعد تسجيل أسماء أصحاب الحقوق في هذه الأرباح وموعد التوزيع⁽¹⁾.

1. تاريخ الإعلان عن توزيعات أرباح الأسهم: في هذا التاريخ تصادق الجمعية العامة للمساهمين على مقترح إجراء التوزيعات وتاريخ تسليمها وتاريخ التوزيعات السابق وتاريخ التسجيل، لذا فهذا التاريخ يحدد أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع أو الاحتفاظ أو التخفيض من مقدار التوزيعات، والتي تعتبر كمعلومة جديدة في السوق المالي تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة⁽²⁾؛

2. تاريخ التوزيعات السابق (تاريخ فقدان حق المطالبة بالتوزيعات) (Ex-dividend date): يعتبر هذا التاريخ بمثابة تاريخ لاستحقاق الحصول على التوزيعات من الأرباح، حيث إلى غاية هذا التاريخ كل مساهم في المؤسسة له الحق في الحصول على التوزيعات⁽³⁾، حتى وإن تخلى عن حصته في المؤسسة بعد هذا التاريخ، كما أن المستثمر الذي يشتري حصة في المؤسسة بعد هذا التاريخ لن يحصل على أرباح السهم ولا يكون له الحق في المطالبة بها، وبعد هذا الموعد مباشرة ينخفض سعر السهم نتيجة فقدان الاستفادة من التوزيعات⁽⁴⁾؛

3. تاريخ التسجيل (تاريخ إحصاء دفتر تحويلات الأسهم) (Date of record): تقوم المؤسسة بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق بغلاق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، ويكون كل المستثمرين المسجلين في هذه السجلات كحاملة أسهم المؤسسة لهم الحق في الحصول على التوزيعات، هؤلاء يكون لهم الحق في المطالبة بها، بينما لا يستفيد المساهمون الذين اشتروا أسهم المؤسسة بعد تاريخ التوزيعات السابق من هذه التوزيعات، وفي هذا التاريخ لا تتغير القيمة السوقية للسهم مع ثبات العوامل الأخرى⁽⁵⁾؛

4. تاريخ توزيع الأرباح (الدفع) (Payment date): يتم تحديد موعد توزيع أرباح السهم من قبل مجلس الإدارة أو الجمعية العامة، وهو التاريخ الذي يجب أن تقوم فيه المؤسسة فعلاً بإرسال أرباح السهم إلى حملة الأسهم

⁽¹⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

⁽²⁾ Aswath Damodaran: Op.cit, P: 450.

⁽³⁾ Idem.

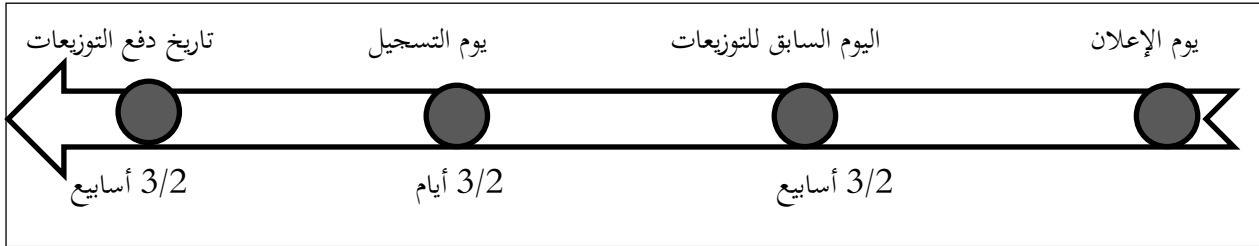
⁽⁴⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 217.

⁽⁵⁾ Aswath Damodaran: Op.cit, P: 450.

المسجلين لديها، ويكون هذا التاريخ بعد أسابيع من تاريخ التسجيل، وفي هذا التاريخ لا يتغير السعر السوقي للسهم في ظل ثبات باقي العوامل⁽¹⁾.

ويمكن تمثيل مختلف هذه التواريخ من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (02-04): السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح



Source: Aswath Damodaran: **Pratique de la finance d'entreprise: théorie et pratique**, 2^{ème} Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006, P 450.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعدة عوامل، بعضها يرتبط بالمؤسسة في حد ذاتها (عوامل داخلية)، والبعض الآخر يرتبط بالبيئة التي تعمل بها المؤسسة (عوامل خارجية)، ويمكن توضيح أهم هذه العوامل فيما يلي:

أولاً. **العوامل الداخلية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:** العوامل الداخلية هي العوامل التي تؤثر على المؤسسة في حد ذاتها دون غيرها، ويمكن إيجازها فيما يلي:

1. حجم الأرباح: تتأثر سياسة توزيع الأرباح بحجم الأرباح، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقرار في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية، وذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات (**Information Content**) التي تعكسها سياسة التوزيعات، وذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة انخفاض أرباحها⁽²⁾. أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية، فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة المؤسسة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة، نظراً لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، وعندما تتحقق هذه الأرباح فإن إدارة المؤسسة تحتجز قدراً أكبر من الأرباح لسد احتياجاتها، ولذلك فإن نسبة التوزيعات تقل في هذه الحالة، وبالعكس فإن استقرار الأرباح في المؤسسة يزيد

⁽¹⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 217-218.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 334.

من ثقة الإدارة في توفر الأرباح وبالتالي يزيد من قدرتها على توزيع جزء أكبر نسبياً من هذه الأرباح على المساهمين⁽¹⁾.

2. السيولة: إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح تعتمد على حجم النقدية لديها، حيث أن التوزيعات تدفع نقداً، ولا يعتمد ذلك على حجم الأرباح المحتجزة لديها، لأن التوزيعات لا تدفع من الأرباح المحتجزة وإنما من النقدية، فزيادة الأرباح المحتجزة في المؤسسة تؤدي إلى زيادة استثماراتها زيادة قدرتها على خلق تدفقات نقدية، غير أن هذه التدفقات يعاد استثمارها في الغالب أو تستخدم لتسديد المديونية القائمة للمؤسسة⁽²⁾.

من ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تنمو بسرعة عادة ما تفضل الحد من إجراءات التوزيعات، وحتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيطرة في مواجهة عدم التأكد، دون الرغبة أو الاستعداد من جانب المؤسسة لاستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات⁽³⁾.

3. بدائل التمويل المتاحة: تشمل بدائل التمويل المتاحة على ما يلي⁽⁴⁾:

- تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإذا احتاجت المؤسسة إلى أموال جديدة فإنه بإمكانها أن تصدر أسهما جديدة أو تحتجز الأرباح، أما إذا كانت تكلفة الإصدار كبيرة مما يرفع من تكلفة حقوق الملكية، فإن المؤسسة تلجأ إلى تخفيض نسبة توزيع أرباح السهم واحتجازها لتمويل حاجاتها من الأموال؛
- إمكانية استبدال الدين، فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الديون في هيكلها المالي لتمويل حاجاتها بسبب تكلفة التمويل، فإنها لا بد أن تستخدم مصادر التمويل بالملكية بما فيها الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يقلل من نسبة توزيعات أرباح السهم؛
- رغبة إدارة المؤسسة في التحكم، فإذا كانت للمؤسسة رغبة في التحكم فيها، فلن تلجأ إلى التمويل بإصدار أسهم جديدة لمساهمين جدد، بل تلجأ إلى الأرباح المحتجزة.

⁽¹⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 267.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص: 266.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 334.

⁽⁴⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

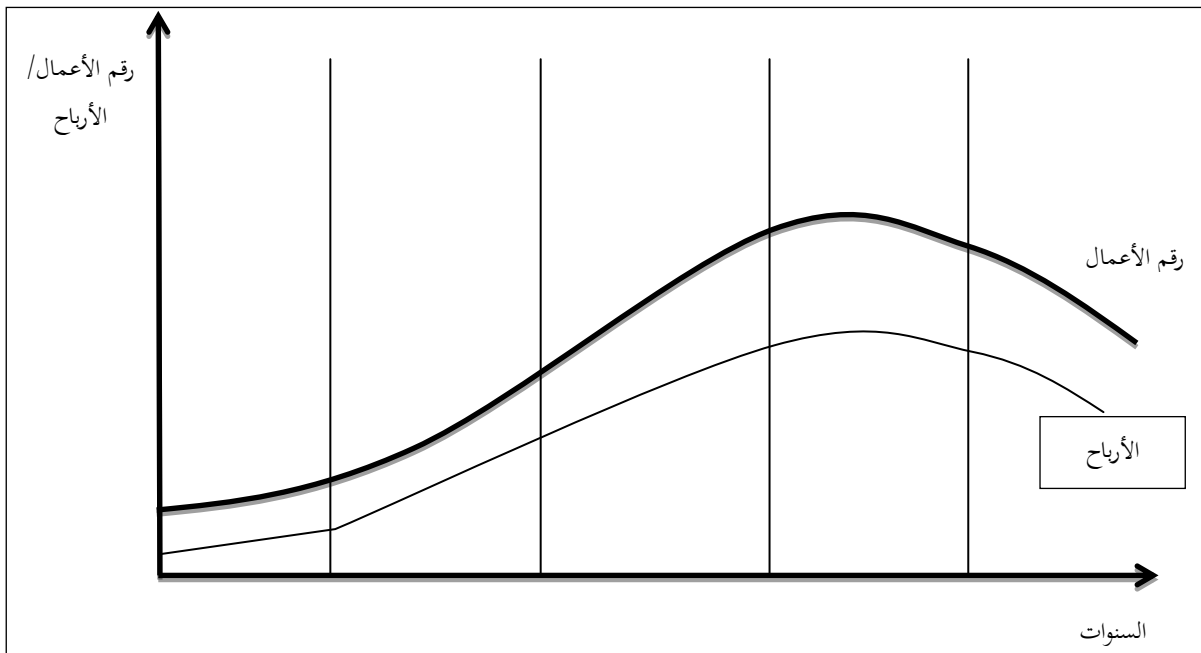
4. الإشارات المالية (المحتوى المعلوماتي)⁽¹⁾: يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات، لذا فإن المسير لا يُقدم على دفع توزيعات إلا إذا كانت ذات دلالة على مستقبل مبشر للمؤسسة، لهذا ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي معلومات عن الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع، فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن نسبة الأرباح الموزعة ثم تجري عليها تعديل، فسوف يفهمه المتعاملون في السوق على أنه إشارات للتوقعات بشأن الربحية المستقبلية، مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم.

5. دورة حياة المؤسسة: تحتاج المؤسسات الاقتصادية لعدة أنواع من التمويلات، والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية. هذه الاحتياجات التي تكون عادة مرتبطة بمرحلة التطور التي تمر به، أي مرحلة عمرها الإنتاجي، بدءاً من إنشائها فانطلاقها فتموها ثم نضجها⁽²⁾، وهنا يجب الربط بين سياسة توزيع الأرباح ودورة حياة المؤسسة، بحيث أن لكل مرحلة من مراحل دورة الحياة متطلبات خاصة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 333.

⁽²⁾ أحمد بوراس: مرجع سبق ذكره، ص: 19-23.

الشكل رقم (03-04): سياسة توزيع الأرباح خلال دورة حياة المؤسسة



Source: Aswath Damodaran: **Pratique de la finance d'entreprise: théorie et pratique**, 2^{ème} Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006, P 457.

مراحل دورة حياة المؤسسة	مرحلة الإعداد والتحضير	مرحلة الانطلاق	مرحلة النمو	مرحلة النضج	مرحلة الزوال
الحاجة إلى التمويل الخارجي	مرتفع ومرتبطة بتطوير الهياكل القاعدية	مرفوع مقارنة بقيمة المؤسسة	معقول مقارنة بقيمة المؤسسة	ضعيف وتابع للنقص في المشاريع الاستثمارية	ضعيف وتابع للنقص في المشاريع الاستثمارية
التمويل الداخلي	سالب أو ضعيف	سالب أو ضعيف	ضعيف بالمقارنة مع الحاجات التمويلية	مرتفع بالمقارنة مع الحاجات التمويلية	أعلى من الحاجات التمويلية
القدرة على دفع التوزيعات	لا توجد	لا توجد	ضعيف جدا	في حالة ارتفاع	مرتفع

Source: Aswath Damodaran: **Pratique de la finance d'entreprise: théorie et pratique**, 2^{ème} Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006, P 457.

ثانياً. العوامل الخارجية المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح: ويمكن إيجازها فيما يلي:

1. القيود القانونية⁽¹⁾: ونعني بذلك وجود قيود قانونية على المؤسسة تحد من قدرتها على توزيع الأرباح، وتنقسم هذه القيود عادة إلى قسمين:

أ. قيود عامة يفرضها القانون على جميع الشركات: مثل وجود احتياطي قانوني كنسبة معينة من الربح يجب احتجازها، أو عدم جواز توزيع أرباح إذا كانت الخصوم أكبر من الأصول، أو إذا كانت قيمة التوزيعات أكبر من قيمة الأرباح المحتجزة في الميزانية؛

ب. قيود يفرضها الدائنون أو حملة الأسهم الممتازة على إدارة المؤسسة: كشرط لمنح القرض، مثل عدم جواز توزيع الأرباح إلا بعد تسديد الديون المستحقة على المؤسسة، أو عدم جواز توزيع أرباح على حملة الأسهم العادية إذا لم يتم دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة في أي سنة من السنوات، أو ضرورة وجود حد أدنى من رأس المال العامل قبل توزيع أية أرباح على المساهمين.

2. القيود التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية، حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيود على الاستثمارات، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة الجمعية للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة السهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة⁽²⁾.

3. الضرائب: تشجع الميزة الضريبية للديون الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي استخدام الديون في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي لتمويل استثماراتها عن طريق الديون، ونتيجة لذلك فإنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالديون، مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي مقارنة بالأموال الخاصة، وتطبيق هذا الأسلوب في التمويل يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد، بينما يتبقى الجزء الأقل لمقابلة التوزيعات النقدية⁽³⁾.

(1) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 266.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 402.

(3) المرجع نفسه، ص: 402.

4. فرص الاستثمار والنمو: تتوقف سياسة توزيع الأرباح على فرص الاستثمار المتاحة أمامها، فإذا كانت المؤسسة في مرحلة النمو، فإن حاجتها إلى الأرباح لإعادة استثمارها تكون أكبر من حاجة مؤسسة أخرى في مرحلة النضج، فالمؤسسة التي تعيش في مرحلة النمو سوف تقرر احتجاز كل أو جزء كبير من الأرباح مما يمثل قيوداً كبيراً على سياسة توزيع الأرباح⁽¹⁾.

5. السياسات المتبعة من طرف المؤسسات المثيلة⁽²⁾: تحاول المؤسسة التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو المؤسسات التي تتمتع بنفس الخصائص (كمعدل النمو)، ذلك أن اتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبرراً لسياسة المؤسسة.

6. الوضع الاقتصادي العام: تعمل المؤسسة كمتعامل اقتصادي ضمن محيط اقتصادي تؤثر فيه وتتأثر به، ومنه فإذا كانت الظروف الاقتصادية العامة التي تمر بها البلاد تنسم بعدم الاستقرار والتقلبات السريعة والمفاجئة فإن كل ذلك من شأنه أن يدفع المؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح لمواجهة أي مشكل يعترض تطورها مستقبلاً⁽³⁾.

كما أن التضخم يؤدي إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة وعدم كفاية اقتطاعات الاهتلاك لاستبدال هذه الأصول، وبالتالي فإن المؤسسة تلجأ إلى احتجاز الأرباح في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول، مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي انخفاض التوزيعات في فترات التضخم⁽⁴⁾.

(1) غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 219.

(2) منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 337.

(3) أحمد بوراس: مصادر التمويل وقيمة المنشأة-دراسة لأثر سياسة توزيع الأسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2001، ص: 132.

(4) فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 267.

المبحث الثاني: أنواع ونماذج سياسة توزيع الأرباح

تنوع سياسة توزيع الأرباح وتعدد نماذجها من مؤسسة لأخرى وهذا وفق ما يتناسب مع طبيعتها وخصائصها وخططها المستقبلية، لذلك في هذا المبحث سنحاول عرض أهم سياسات توزيع الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى التطرق لمختلف النماذج التي حاولت تفسير العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة.

المطلب الأول: أنواع سياسة توزيع الأرباح

تمتلك الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين، لذلك تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة لأخرى، ويمكن عرض أهم أنواع سياسات توزيع الأرباح والتي يمكن تقسيمها إلى سياسات نقدية وأخر غير نقدية.

أولاً. السياسات النقدية لتوزيع الأرباح: حيث تحتوي على مختلف السياسات التالية:

1. سياسة توزيع مجمل الأرباح: قام (Rubner: 1966) باقتراح توزيع إجمالي أرباح الأسهم، حيث أنه يستند في اقتراحه على فكرة مفادها أن المساهمين يفضلون الحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، لكن عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الاستراتيجية لأنها غير مشجعة لا جبايا ولا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة، ومن جهة أخرى كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالبا ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم⁽¹⁾؛

2. سياسة غياب التوزيعات: تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث يرى كل من (Clarkson et Elliot: 1966) بأن التوزيعات تعتبر ترف (Luxe) بالنسبة للمؤسسات والمساهمين، لذلك يريا أنه لا يوجد داعٍ لإجراء هذه التوزيعات، لكن في الواقع العملي مهما كانت مزايا هذه السياسة فإنه من النادر أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون القيام بإجراء أي توزيعات⁽²⁾.

وعادة ما يتم اتباع هذه السياسة في الحالات التالية:

- عندما يكون الاقتراض صعبا أو تكاليفه عالية؛
- عندما يفضل المساهمون الأرباح الرأسمالية على الأرباح الحالية؛

⁽¹⁾ Mondher Bellalah: Réflexion Sur La Politique Optimale de Dividendes en Présence de Coûts D'information, Cahiers de Recherche n°209, Université Paris IX Dauphine, P:

4.

⁽²⁾ Ibid, P: 5.

- عندما تكون المؤسسة حديثة النشأة ونموها سريع(1)؛
- المؤسسات الجديدة حتى تعزز مركزها المالي؛
- المؤسسات التي تعمل في نشاط يتصف بالنمو والتقنيات العالية، كالمؤسسات من نوع (Start Up) وفي مقدمتها (Microsoft) والتي ظلت لسنوات عديدة لا توزع أرباحا على مساهميها رغم تحقيقها لأرباح مرتفعة، فالربح الذي يجنيه المساهم في هذا النوع من المؤسسات هو ربح رأسمالي ينمو مع مرور الوقت بشكل مغري؛
- المؤسسات التي تواجه منافسة شديدة(2).

3. سياسة توزيع المتبقي من الأرباح: تعتمد المؤسسة في ظل هذه السياسة على التدفق النقدي المتولد داخليا لكي تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة الإيجابية، وتوزيعات الأرباح يمكن دفعها مما تبقى، يسمى هذا المتبقي بالفائض، ومثل هذه السياسة تدعى بسياسة توزيع الفائض (Residual Dividend Policy)، وتعتمد هذه السياسة إذا أرادت المؤسسة تفادي بيع جديد لأسهم الملكية(3)، في مثل هذه الحالة يمكن اعتبار أن قرار توزيع الأرباح قرار تابع لقرار الاستثمار(4).

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة. وهذا ممكن جدا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة، وكذلك عمولات وسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة(5).

4. سياسة التوزيعات المستقرة: رغم أن الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية تمتلك الحق في اختيار السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح وفق ما يتناسب وخططها وعلاقتها بالمساهمين إلا أن الملاحظ أن أكثر شركات الأعمال تركز إلى سياسة تتسم بنوع من الشيعوع أكدتها العديد من الدراسات الاختبارية، وهي رغبتها في سياسة توزيع

(1) صباح أسامة علي شراب: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة

تطبيقية-، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 70.

(2) محسن نمر: توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات، مجلة المساهم، العدد: 03، عمان، الأردن، مارس 1997، ص: 11-12.

(3) محمد علي ابراهيم العامري: مرجع سبق ذكره، ص: 435.

(4) منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2011، ص: 307.

(5) عدنان تايه النعيمي وآخرون: مرجع سبق ذكره، ص: 460.

أرباح مستقرة (**Stable Dividend Policy**) وتمثل هذه السياسة باللجوء إلى أحد الإجراءات الثلاث الشائعة وهي⁽¹⁾:

أ. **توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد:** تلجأ لكثير من المؤسسات الاقتصادية إلى اعتماد سياسة توزيعات للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم، ولذلك فإن أي تغييرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية للمؤسسة سوف لن تكون رغبة في زيادة مقدار التوزيع من الأرباح إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموم فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.

ب. **توزيع الأرباح بنسب ثابتة:** وفق هذا الإجراء فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المحققة، وكما يلاحظ من هذا الإجراء أن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة.

ج. **النمط المستقر مع علاوة إضافية:** من الإجراءات الشائعة لكثير من المؤسسات هو لجوؤها إلى توزيع أرباح بنمط مستقر مع علاوة إضافية للتوزيع، وعادة ما تلجأ المؤسسات إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع الأرباح، وفي مثل هذه الحالة تقوم الإدارة المالية في المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك لها المرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض، ومثل هذا الإجراء يضفي صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق.

ولابد من الذكر أن هناك عدة أسباب لتفضيل سياسة توزيع الأرباح المستقرة وهي:

- يفضل المساهمون والمستثمرون اعتماد سياسة توزيع أرباح مستقرة بشكل أفضل من سياسة توزيع متقلبة فإنهم يرضون بعائد أقل ضمن سياسة توزيع مستقرة؛

- إن عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح سوف تؤثر على سمعة الشركة وعلى سعر السهم في السوق وهذا يؤدي إلى خسارة رأسمالية تلحق بالكي الأسهم ناجمة عن انخفاض سعر السهم بالسوق⁽²⁾؛

(1) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 611-613.

(2) دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

- يجسد فكرة وجود محتوى المعلومات أو ما يعرف بفرضية التأثير، إذ أن تقلبات التوزيع المستمرة تؤدي إلى زيادة عدم التأكد وبالتالي ترتفع تكلفة التمويل المرجحة (WACC) وتنخفض أسعار الأسهم في السوق قياساً بالنمط المستقر؛

- يستخدم العديد من المستثمرين وحملة الأسهم العادية الأرباح الموزعة في تغطية الاستهلاك، فالتقلب المستمر يعرضهم لمشاكل ونفقات تصفية جزء من الأسهم، ناهيك عن القلق بمستقبل الأسعار السوقية والتوزيع المتوقع، وإزاء قاعدة الاستقرار فإن تكلفة الأموال المرجحة سوف تنخفض وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي القيمة السوقية للسهم الواحد كنتيجة لذلك⁽¹⁾.

ثانياً. السياسات غير النقدية لتوزيع الأرباح (التوزيع في شكل أسهم أو تجزئة الأسهم): بالرغم من أن الشائع في توزيع الأرباح هو الشكل النقدي، إلا أن المؤسسة تستطيع أن توزع أرباحها في شكل أسهم (Stock Dividends) أو أنها تلجأ إلى عملية تجزئة السهم (Stock Splits) كوسيلة من وسائل توزيع الأرباح.

1. التوزيعات في شكل أسهم مجانية⁽²⁾: في كثير من الحالات تلجأ العديد من الشركات إلى توزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بدلا من دفع أرباح نقدية، إن هذا الإجراء يتطلب أن تمتلك الشركة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، لكن بعض القوانين نحول دون زيادة قيمة الاحتياطات على سقف (رأس المال المدفوع مثلاً)، حينئذٍ يمكن لهذه الشركات أن تزيد من رأسمائها من خلال تحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى رأس المال ومن ثم القيام باحتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، وهذا يتطلب قيام الشركة (عند زيادة رأس المال) بتوزيع أسهم مجانية على حملة الأسهم بنسبة تتوافق مع حجم الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي تم تمويلها إلى حساب رأس المال.

وهنا السؤال المطروح: ما هي المنافع التي يمكن تحقيقها من توزيع الأسهم المجانية مع العلم أن قيمة السهم في السوق ستنخفض؟ والإجابة تتمثل في:

- عند قيام الشركة بتحويل الاحتياطات والأرباح المحتجزة إلى حساب رأس المال، فإن هذه العملية توفر لها إمكانية لاحتجاز أرباح مستقبلية على شكل احتياطات وهذه العملية تزيد من فرص الشركة في التوسع والنمو مستقبلاً؛

(1) حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 613.

(2) عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية - النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص: 462-463.

- عند انخفاض سعر السهم في السوق، فإن هذا لا يعني انخفاض ثروة المساهم، بل على العكس، فالمساهم حصل على أسهم إضافية بحيث بقيت قيمة ثروته ثابتة، ثم إن قيمة السهم المتدنية تشجع صغار المستثمرين على شراء سهم الشركة مما يزيد الطلب عليها وبالتالي احتمال ارتفاع سعرها مستقبلاً؛

- تعطي عملية توزيع أسهم مجانية محتوى معلوماتي (إشارة) حول توقعات الشركة المستقبلية حيث أنها تعطي انطباعاً بأن الشركة ترغب في التوسع وزيادة حجم أعمالها مما يدل على نجاح أعمالها.

2. سياسة تجزئة الأسهم: وهو الإجراء الذي يمكن أن تلجأ إليه إدارة الشركة من أجل تنشيط الطلب على أسهمها في السوق، فإذا وصل سعر السهم للشركة إلى مستوى مرتفع لا بد وأن يؤثر على تداول السهم مما تضطر الشركة إلى زيادة عدد أسهمها المتداولة لكي تخلق طلباً نشيطاً على أسهمها مما يؤدي إلى ارتفاع جديد في أسعار أسهمها في السوق⁽¹⁾. فسياسة تجزئة السهم تتضمن تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنسبة معينة وإصدار أسهم جديدة بنفس النسبة دون التأثير على رأس مال الشركة ودون أن تتأثر قيمة رأس المال السوقي للشركة ومن ثم عدم تأثر ثروة المساهمين، حيث أن كل ما يحدث هو زيادة عدد الأسهم التي في حوزة كل مساهم نتيجة التقسيم مع ثبات القيمة السوقية الإجمالية للشركة قبل وبعد التجزئة لأسهمها، وخلافاً للسياسة السابقة (التوزيعات في شكل أسهم مجانية) فإن تجزئة السهم لا تؤدي إلى أي تغيير في حسابات الأسهم العادية وعلاوات الإصدار والأرباح المحتجزة⁽²⁾.

3. التجزئة العكسية للأسهم (تجميع أو توحيد الأسهم): تهدف التجزئة العكسية إلى زيادة سعر السهم بدلا من تخفيضه كما هو الحال في سياسة التجزئة، ويتم ذلك عن طريق تخفيض عدد الأسهم في السوق⁽³⁾، ومن أهم الأسباب التي تدفع بالمؤسسة للجوء لهذه السياسة نجد⁽⁴⁾:

- يفرض التعامل في سوق الأوراق المالية في كثير من الأحيان سعر أدنى، فتجميع الأسهم قد يمكن المؤسسة من رفع قيمة أسهمها عن الحد الأدنى؛

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 619.

⁽²⁾ محمد أمين عزت الميادي: الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة الأولى، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993، ص: 651.

⁽³⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 272.

⁽⁴⁾ Hkent Baker: Dividendes and Dividende Policy, John Wiley and Sons In, Nez Jersey, 2009, P: 442.

- الرغبة في التخلص من صغار المستثمرين الذين يملكون كمية من الأسهم والتي تؤول دون المستوى المحدد للتوحيد، وهذا بسبب كثرة المصاريف الإدارية التي تتحملها المؤسسة تجاههم.

4. سياسة إعادة شراء الأسهم: يمكن لإدارة أي شركة إعادة شراء أسهم الشركة نفسها، مما يؤدي إلى انخفاض عدد أسهم هذه الشركة، وبالتالي انخفاض حقوق الملكية في الميزانية، ولا تعتبر هذه الأسهم أصلا من أصول الشركة، كما أنها لا تحصل على أي توزيعات للأرباح، وعادة ما تتم إعادة شراء الأسهم بثلاث طرق وهي⁽¹⁾:

- شراء أسهم الشركة في السوق المفتوحة وبسعر السهم المتداول في السوق، وتتم عملية الشراء عن طريق وسيط مما يستوجب في هذه الحالة دفع عمولة للوسيط، وتؤدي هذه العملية إلى رفع سعر السهم في السوق المالي حتى تتم عملية الشراء؛

- شراء الأسهم عن طريق العطاء (Tender Offer)، وفي هذه الحالة يتم شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد مسبقا، وفي العادة فإن هذه السعر يكون أكبر من السعر السوقي للسهم، وذلك من أجل تحفيز المستثمرين على بيع الأسهم التي يمتلكونها؛

- شراء أسهم من مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين الرئيسيين في الشركة، وفي هذه الحالة فإنه يتم التفاوض على السعر، ويراعى أن يكون السعر في هذه الحالة عادلا حتى لا يؤدي انخفاض السعر إلى خسارة لبقية المستثمرين.

المطلب الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح

حاول عدة علماء وباحثين في مجال المالية بتقديم نماذج نظرية حاولوا من خلالها مناقشة العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وهذا في ظل افتراض مجموعة من الفروض، ويمكن عرض أهم هذه النماذج فيما يلي:

- أولاً. نموذج والتر (Walter's Model: 1963): يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يؤديه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد بني هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات، وهي⁽²⁾:

⁽¹⁾ فايز تيم: مرجع سبق ذكره، ص: 272.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى: الإدارة المالية - التحليل المالي لمشروعات الأعمال-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 362.

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل؛
- يتم اعتماد سياسة توزيع أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.

يعتبر والتر في نموده أن قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الاستثمار في المؤسسة، حيث نجد في هذا النموذج أن مقدار التوزيعات يُحدد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المسيرين، أما المساهمون فيفضلون احتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد استثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الاستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحمل نفس المخاطر⁽¹⁾.

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة على النحو التالي⁽²⁾:

$$P = \frac{D + \frac{R(B - D)}{k_e}}{k_e} \quad \dots\dots\dots (02-04)$$

حيث أن: P : سعر السهم السوقية؛

D : توزيعات السهم السنوية؛

k_e : معدل العائد المطلوب؛

R : معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

B : ربحية السهم (نصيب السهم من الربح السنوي).

عموما فإن نموذج والتر يعد من أول النماذج النظرية التي ناقشت العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية لأسهم الشركات، وفي ظل افتراض مجموعة من الفروض المبسطة، رغم أن بعض الفروض ما هي إلا فروض نظرية. فلقد افترض والتر بأن استثمارات الشركة سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة، وهذا يعني عدم وجود تمويل خارجي، أي أن تطبيقه سيتم فقط في الشركات التي تمول بمصدر ملكية وهي ما تعرف بالشركات غير المرفوعة.

⁽¹⁾ Jacques Teulié, Patrick Topscalian: **Op.cit**, P: 450-452.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى: الإدارة المالية - التحليل المالي لمشروعات الأعمال-، مرجع سبق ذكره، ص: 362-363.

كما افترض أن معدل العائد المتوقع على الاستثمار ثابت، وهذا افتراض غير منطقي، لأن أي زيادة في استثمارات الشركة لا بد وأن يصاحبها تغير في معدل العائد المتوقع من الاستثمار.

أخيرا فإن افتراض النموذج لثبات معدل العائد المطلوب يكون قد تجاهل المخاطر التي تتعرض لها الشركة وتأثيرها على القيمة السوقية للسهم الواحد.

رغم هذه المحددات فإن نموذج والتر يعد من النماذج المهمة لتفسير العلاقة بين توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم الواحد، وبالتالي التأثير في ثروة الملاك⁽¹⁾.

ثانياً. نموذج لنتنر (John lintner Model: 1956)⁽²⁾: قام جون لنتنر بإجراء سلسلة من المقابلات مع 28 مسيراً لعدة مؤسسات، حيث ركزت هذه المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم. من خلال تلك المقابلات، توصل لنتنر إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة.

بافتراض أن المؤسسة تستهدف نسبة توزيع أرباح (d)، ففي العامل المقبل ستكون أرباح السهم الموزعة (DIV₁) تساوي نسبة ثابتة من الأرباح لكل سهم (MPA₁)، ومنه فإن (DIV₁) تعطى كما يلي:

$$DIV_1 = d \times MPA_1 \quad \dots\dots\dots (03-04)$$

ويكون التغير في أرباح السهم في العام المقبل (DIV₁) مقارنة بأرباح السهم في العام الحالي (DIV₀) كما يلي:

$$DIV_1 - DIV_0 = (d \times MPA_1) - DIV_0 \quad \dots\dots\dots (04-04)$$

كما يوضح النموذج الموالي تعديلاً جزئياً للنموذج السابق، فهو يبين وجود معمل التعديل (c) وثابت (a):

$$DIV_1 - DIV_0 = a + c(d \times MPA_1 - DIV_0) \quad \dots\dots\dots (05-04)$$

⁽¹⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 635-636.

⁽²⁾ أنظر في ذلك:

- براق محمد، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص: 210-212.
- غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 223-224.

توصل لنتنر إلى أن الأولوية تعطى لقرار توزيع أرباح السهم، أما باقي القرارات المالية فهي تابعة له، فإذا كانت طاقة التمويل الذاتي غير كافية لتمويل الاحتياجات الاستثمارية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى التمويل الخارجي، كما أن أرباح السهم الخاصة بالنسبة لمؤسسة ما تتعلق بالأرباح الحالية للمؤسسة وبدرجة أكبر على الأرباح الماضية.

تم اختبار نموذج لنتنر لتوزيع أرباح السهم على عدة دراسات تجريبية، وقد خلصت أغلبها إلى واقعية هذا النموذج، مثل الدراسة التي قام بها كل من فاما وبيبياك (Fama & Babiak: 1968)، حيث قاما بدراسة توزيعات أرباح السهم لمجموعة مكونة من 392 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية بين سنة 1946 وسنة 1964، وكانت نتائج الدراسة متوافقة مع نموذج لنتنر.

ثالثاً. نموذج جوردن (Gordon Model: 1962): يقوم هذا النموذج على أساس تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في السوق، وبالتالي على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾، واستند هذا النموذج على عدة فروض أهمها⁽²⁾:

- المؤسسة ممولة بالكامل بمصدر تمويل ممتلك، ولا يوجد تمويل خارجي كما وأن جميع الاستثمارات سيتم تمويلها من احتياطي الأرباح (الأرباح المحتجزة)؛
- معدل العائد المتوقع على الاستثمار ومعدل العائد المطلوب ثابتان؛
- معدل العائد المطلوب أكبر من معدل نمو الأرباح؛
- جميع المستثمرين ييغضون المخاطرة لأنهم يتمتعون بالرشد والعقلانية.

لقد اعتمد جوردن في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة بمعدل خصم مناسب⁽³⁾. حيث صاغ جوردن نموذجاً وفق متغيرات المعادلة الرياضية التالية:

$$P_0 = \frac{B(1-T)}{R - k_e \times T} = \frac{D_1}{k_e - g} \quad \dots\dots\dots (06-04)$$

⁽¹⁾ دريد كامل ال شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

⁽²⁾ حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص: 639.

⁽³⁾ المرجع نفسه، ص: 639.

حيث أن: P_0 : السعر الحالي للسهم في السوق؛

D_1 : حصة توزيع الأرباح للسهم في الفترة الأولى؛

k_e : تكلفة السهم العادي؛

g : معدل النمو المتوقع لتوزيع الأرباح؛

T : نسبة احتجاز الأرباح؛

R : معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

B : ربحية السهم (نصيب السهم من الربح السنوي).

رابعاً. نموذج كالاي (Kalay 1980): يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسناً في التدفقات النقدية والعكس⁽¹⁾.

يقوم نموذج كالاي لتوزيع الأرباح على مجموعة من الافتراضات وهي⁽²⁾:

- غياب كل من تكاليف الصفقات، تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس؛
- التحليل مبني على فترة زمنية واحدة؛
- المستثمرون يعلمون بأن المسيرين على دراية بوضعية المؤسسة الحالية والمستقبلية؛
- يتميز المستثمرون بالحيادية تجاه المخاطرة.

يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك فالمسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيراً فعالاً في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق⁽³⁾.

⁽¹⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

⁽²⁾ Robert Cobbaut: **Théorie Financière**, 4^{ème} Edition, Economica, Paris, 1997, P: 457.

⁽³⁾ غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

خامساً. نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعاملات (Merton&Marsh 1987)⁽¹⁾: يفترض نموذج ميرتون لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشمل على مركبتين أساسيتين المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة. تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة. كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون ومارش (Merton&Marsh) كما يلي:

$$R_S - r = \beta_S [R_m - r] + \lambda_S - \beta_S \lambda_m \quad \dots\dots\dots (07-04)$$

حيث أن: R_S : عائد الأصل S في حالة التوازن؛

R_m : عائد محفظة السوق في حالة التوازن؛

r : معدل العائد بدون مخاطرة؛

β_S : بيتا الأصل؛

λ_S : تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل S؛

λ_m : التكلفة المتوسطة للمعلومات.

يعتبر نموذج ميرتون ومارش (Merton&Marsh) كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم وكذلك لمحفظة السوق.

⁽¹⁾ المرجع نفسه، ص: 230-231.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

تختلف الآراء حول أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم وبالتالي على قيمة المؤسسة، فبينما يرى البعض أن زيادة توزيعات الأرباح تؤثر على سعر السهم بالزيادة، يرى البعض الآخر أن تخفيض توزيعات الأرباح يؤثر على زيادة سعر السهم، في حين يرى رأي ثالث أنه لا علاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم. وفيما يلي استعراض أهم هذه الآراء في شكل نظريات مقدمة من طرف أصحابها.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل

أولاً. النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل التأكد

1. نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومودغلياني (Miller&Modigliani's Theory)

1961): جاء كل من ميلر ومودغلياني من خلال مقالهما لسنة 1961 ليؤكدوا دعمهما للنهج القائل بعدم تأثر قيمة المؤسسة بسياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة إما من خلال التوزيع أو الاحتجاز، وذلك من خلال نظريتهما المسماة: عدم ملائمة التوزيعات (Dividend Irrelevance Theory)⁽¹⁾، فقد أبرز أن قيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة أصولها على توليد الربحية، إضافة إلى تأثير مخاطر الأعمال، وبالتالي يكون الدخل المتولد من إدارة الأصول هو المحدد لقيمة هذه المؤسسة، على عكس طريقة التصرف في الأرباح إما باحتجازها أو توزيعها، والتي لا تحدث أي تغيير على قيمة المؤسسة⁽²⁾.

ولقد اعتمد كل من ميلر ومودغلياني في تحليلهما على مجموعة من الافتراضات الأساسية والمتمثلة في⁽³⁾:

- المستثمر رشيد؛

- المؤسسة تعمل في ظل السوق الكامل، حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق، وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات ولا توجد ضرائب، أم المعلومات عن السوق فهي متاحة بالجملة؛

⁽¹⁾ M.Miller, F.Modigliani: **Dividend Policy-Growth and The Valuation of Shares** , The Journal of Business, Vol 34, N°04, October, 1961, P: 411-433.

⁽²⁾ عبد الكريم بوحادة: أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم -مع دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة-، الجزائر، 2012/2011، ص: 126.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 690-691.

- المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام حيث الاستثمارات والأرباح المستقبلية معروفة مسبقاً؛
- لا توجد تكاليف للإصدار، أي لا تتكبد المؤسسة أي مصاريف عند إصدارها للأسهم والسندات؛
- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير.

تقوم فكرة ميلر ومودغلياني على أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية لهذه الأخيرة ولا على تكلفة رأسمالها، كما أنه ليس هناك أي أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع أرباح على شكل توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو احتجازها على ثروة المساهمين، حيث إذا أجريت توزيعات ستزداد ثروة المساهمين بمقدار هذه التوزيعات، أما في حالة عدم إجراء توزيعات فسوف تزيد القيمة السوقية للسهم بنفس المقدار من التوزيعات التي لم يحصل عليها⁽¹⁾، وعليه وبما أن سياسة توزيع الأرباح لا تهم المساهمين فعلى المؤسسة أن تختار سياسة توزيع الأرباح التي تناسبها دون الاهتمام بمدى جاذبية هذه السياسة لحملة الأسهم.

ولإثبات وجهة نظر ميلر ومودغلياني رياضياً فإننا سنعتمد على المثال الذي قدمه مايرز (Myres) سنة 1970⁽²⁾ والذي يفترض أن مؤسسة ما يتكون هيكلها المالي من الأموال فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها برفع رأس المال عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تباع بالسعر (P^*) للسهم، ومن ثم تصبح المعادلة مكونة من الموارد والاستخدامات كالتالي:

$$N \times D = M \times P^* \quad \dots\dots\dots (08-04)$$

حيث أن: N : عدد الأسهم قبل رفع رأس المال؛

D : توزيعات السهم السنوية؛

M : عدد الأسهم الجديدة التي يتم إصدارها؛

P^* : سعر بيع السهم الجديد.

وبناءً على أحد الفرضيات المقدمة في نموذج ميلر ومودغلياني والتي تقضي بأن سياسة الاستثمار والتي تحدد بدورها حجم استثمارات المؤسسة ثابتة ولا تتغير، فإن الأرباح السنوية ستظل على ما كانت عليه سواءً من حيث نمط هذه الأرباح أو المخاطر التي تتعرض لها، وإن كان الأمر كذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة والتي تتحدد من خلال القيمة السوقية للأسهم العادية قبل إجراء التوزيعات سوف تساوي قيمتها بعد إجراء التوزيعات، وهذا ما تعكسه المعادلة التالية:

⁽¹⁾ بوراس أحمد: مصادر التمويل وقيمة المنشأة-دراسة لأثر سياسة توزيع الأسهم، مرجع سبق ذكره، ص: 215.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 692.

$$N \times P = (N + M) \times P^* \quad \dots\dots\dots (09-04)$$

حيث أن: P : سعر بيع السهم القديم.

ولكن كما وسبق شرحه، فإذا كانت القيمة السوقية الكلية للأسهم واحدة فإن قيمة السهم الواحد قبل إصدار الأسهم الجديدة (P) تفوق قيمته بعد الإصدار الجديد ($P > P^*$) وهذا راجع إلى ثبات الأرباح مع ارتفاع عدد الأسهم.

يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم: (04-09) على النحو التالي:

$$N \times P = N \times P^* + M \times P^* \quad \dots\dots\dots (10-04)$$

حيث أن: $N \times D = M \times P^*$ من المعادلة رقم: (04-10) فإن:

$$N \times P = N \times P^* + N \times D \quad \dots\dots\dots (11-04)$$

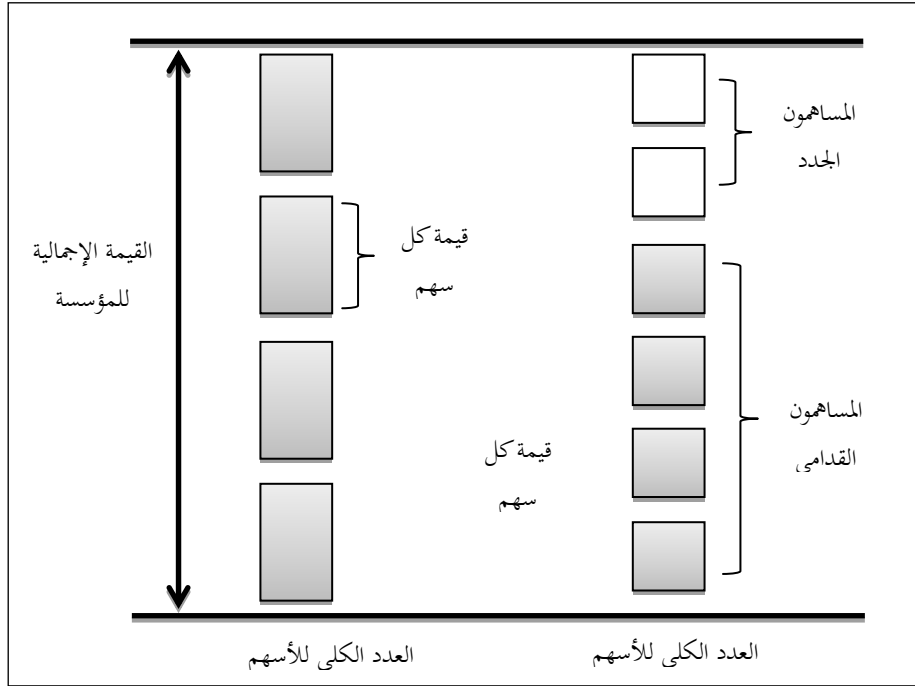
ومنه يمكن إعادة صياغة المعادلة رقم: (04-11) على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} N \times P - N \times P^* &= N \times D \\ N(P - P^*) &= N \times D \quad \dots\dots\dots (12-04) \\ P - P^* &= D \end{aligned}$$

ونلاحظ من المعادلة الأخيرة أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية للسهم، فأى زيادة أو تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض أو زيادة في القيمة السوقية للسهم بنفس المقدار، أي لن تؤثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة الملاك وعليه لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

ويمكن تلخيص كل ما توصل إليه الباحثان من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (04-04): تساوي القيمة السوقية للمؤسسة قبل وبعد دفع التوزيعات



Source: Richard Brealey, Stewart Myers, Principle of Corporate Finance, 07^{eme} Edition, Edition MC Graw-Hill Companies, USA, 2003, P: 449

2. نظرية جوردن (Gordon's Theory 1963): يختلف فكر جوردن اختلافا جوهريا عن فكر ميلر

ومودغلياني إذ يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وقبل أن نتناول الإثبات الرياضي لوجهة النظر هذه يجب أن نعرض الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية، والتي تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- معدل المددودية المتوقع على استثمارات المؤسسة ثابت K^* ؛
- معدل المددودية المطلوب على الاستثمارات ثابت K ؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت g يساوي نسبة الأرباح المحتجزة (TNDIV) مضروبا في معدل المددودية المتوقع؛

⁽¹⁾ John.D Stowe and Others: Analysis of Equity Investments-Valuation-, United Book Press, USA, 2002, P: 60.

- معدل المردودية المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو؛
- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية ثابتة لا تتغير.

انطلق برهان جوردن لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالتالي⁽¹⁾:

$$P = \frac{D_1}{K - g} \quad \dots\dots\dots (13-04)$$

حيث أن: P : السعر السوقي للسهم؛

D_1 : توزيعات السهم في الفترة t_1 ؛

K : معدل المردودية المطلوب؛

g : معدل نمو.

وبما أن التوزيعات إنما تمثل ربحية السهم (R) مضروبة في النسبة المتخوية للتوزيعات ($1-TNDIV$) تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$P = \frac{R(1 - TNDIV)}{K - g} \quad \dots\dots\dots (14-04)$$

ولدينا $g = TNDIV \times K^*$ وبالتالي تصبح المعادلة كالتالي:

$$P = \frac{R(1 - TNDIV)}{K - (TNDIV \times K^*)} \quad \dots\dots\dots (15-04)$$

وبالتالي لم تظهر ($TNDIV$) وهي المتغير الذي يعكس سياسة توزيع الأرباح في المعادلة الأخيرة، بينما ظهرت قيمة (R) و(K)، فهذا يعني أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المؤسسة، وأن المؤثرات الرئيسية في هذا الشأن تتمثل في ربحية السهم (R) وفي معدل العائد المطلوب على الاستثمار (K) الذي يعكس المخاطر التي تتعرض لها هذه الربحية، وبعبارة أكثر تحديدا، تعتبر القيمة السوقية

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 695-696.

للسهم محصلة لقرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل، ولكن هذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الاستثمار⁽¹⁾.

أما في حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز حالتين، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات الدنيا إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصاً استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

أما في الحالة التي يكون معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، والتي عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذا تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في احتجاز الأرباح قد تؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم وبالتبعية على المؤسسة⁽²⁾.

وهكذا يظهر الاختلاف بوضوح بين وجهة نظر جوردن الذي يعتقد أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي على قيمة المؤسسة، وبين وجهة نظر كل من ميلر ومودغلياني وكذلك فان هورن اللذين يعتقدون أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم العادية.

وكما سبق أن ذكرنا فإن التحليل الذي أسفر عن هذه النتيجة يقوم على افتراض أن المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام وحتى تكتمل الصورة فإن الأمر يقتضي أن نمتد بالتحليل إلى حالة عدم التأكد.

3. نظرية فان هورن (Van Horn's Theory 1989): قام فان هورن بإثبات عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك بالاعتماد على رسملة التدفقات النقدية، حيث اعتبر أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات وسعر السهم في نهاية الفترة والمعادلة التالية توضح ذلك⁽³⁾:

⁽¹⁾ زيرام وليد: أثر توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة -دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003/2011-

مذكرة ماجستير في العلوم التجارية (غير منشورة)، جامعة فرحات عباس بسطيف، الجزائر، 2012، ص 68.

⁽²⁾ عبد الكريم بوحادرة: مرجع سبق ذكره، ص: 130-131.

⁽³⁾ Jacques Teulié, Patrick Topscalian: **Op.cit**, P: 454.

$$P_0 = \frac{(D + P_1)}{(K + 1)} \dots\dots\dots (16-04)$$

حيث أن: K : معدل الاستحداث أو معدل المردودية المطلوب؛

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة قامت برفع رأسمالها عن طريق إصدار أسهم جديدة خلال الفترة عددها N^* سهم فتصبح قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) قبل الرفع تساوي:

$$N \times P_0 = \frac{(N \times D + N \times P_1)}{(K + 1)} \dots\dots\dots (17-04)$$

وتصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات كما يلي:

$$N \times P_0 = \frac{(N \times D + (N + N^*) \times P_1 - N^* \times P_1)}{(K + 1)} \dots\dots\dots (18-04)$$

مما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي إلى القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها الملاك القدامى في نهاية الفترة $N \times D$ والقيمة الحالية للأسهم القديمة في نهاية الفترة $(N + N^*) \cdot P_1 - N^* \cdot P_1$ أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها إنما تعمل على إحداث التوازن بين الموارد المتاحة للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة منها، فإن اقتصرت الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فإن القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$R_{net} + N^* \times P_1 = I + N \times D \dots\dots\dots (19-04)$$

حيث أن: R_{net} : النتيجة الصافية (الأرباح المحققة خلال الفترة)؛

I : الاستثمارات المقرر تمويلها.

عليه فإن:

$$N^* \times P_1 = I + N \times D - R_{net} \dots\dots\dots (20-04)$$

وبتعويض هذه الأخيرة في المعادلة نجد:

⁽¹⁾ Ibid, P: 455.

$$N \times P_0 = \frac{(N \times D + (N + N^*) \times P_1 - I - N \times D + R_{net})}{(K + 1)} \dots(21-04)$$

$$N \times P_0 = \frac{((N + N^*) \times P_1 - I + R_{net})}{(K + 1)} \dots\dots\dots(22-04)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة إنما تمثل القيمة الحالية للقيمة السوقية لكل من الأسهم القديمة والأسهم الجديدة، مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة خلال الفترة مطروحا منها قيمة الاستثمارات التي تم تنفيذها خلال الفترة.

بالنظر للمعادلة الأخيرة نلاحظ أن لا وجود للتوزيعات في هذه المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (قيمة المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، وهي تابعة إلى النتيجة المحققة والاستثمارات وسعر السهم في نهاية المدة.

ثانياً. النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل عدم التأكد

إن المقصود بعدم التأكد هو ذلك المجال أو المحيط الاقتصادي الذي تعمل فيه المؤسسة والذي يكون متسماً بالتغير المستمر والمنافسة التامة، وبالتالي فإن كل الأمور المستقبلية تبقى مجرد تنبؤات وغير مؤكدة التحقق.

1. نظرية التوزيعات الشخصية لميلر ومودغلياني (Miller&Modigliani's Theory): يصر ميلر ومودغلياني على ما توصلا إليه من نتائج، وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه (Hom Made Dividend) بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقا لاحتياجاته من الدخل، فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه سيتجه نحو اقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لاحتياجات المستثمر من السيولة، يتجه بالضرورة إلى سد هذه الاحتياجات، ويكون هذا بالتنازل عن جزء من الأسهم التي يمتلكها لغيره، وكل هذا الاثبات بطبيعة الحال كان تحت جملة من الافتراضات والتي لا تختلف عن سابقتها سوى في إسقاط افتراض حالة التأكد⁽¹⁾.

⁽¹⁾ علي بن الضب: دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009/2008، ص: 146.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يكون لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقييد بتلك التي تنتهجها المؤسسة، ويتم له ذلك من خلال إمكانية شراء وبيع الأسهم التي يمتلكها، وبناءً على ذلك فالمؤسسة يمكنها اختيار سياسة التوزيعات التي تلائمها دون التقييد برغبات مستثمريها، وهذا نظراً لأن هذه السياسة لا تؤثر على القيمة السوقية للأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل في الأثر إنما يكون نتيجة تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات⁽¹⁾.

ولتوضح الفكرة رياضياً، نفترض أن ربح السنة الماضية لمؤسسة ما (R_0) وهذا الربح مؤكد بطبيعته، أما الربح المتوقع في نهاية السنة الحالية وهو ربح غير مؤكد فتبلغ قيمته (R_1)، ولقد اعتمدت المؤسسة بالفعل على مبالغ لاستثمارها خلال السنة الحالية قدرها (I) وهي بذلك تمثل تدفقات مؤكدة، وسوف نفترض أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل في الأرباح المحتجزة و (أو) إصدار أسهم عادية و (أو) إصدار سندات جديدة.

فإذا ما قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية قدرها (DIV) فسوف يترتب على ذلك حرمان المؤسسة من زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات التي تقرر إجراؤها وقد يترتب على ذلك ضرورة حصول المؤسسة على زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات التي تقرر إجراؤها، وقد يترتب على ذلك ضرورة حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية قدرها (E) إذ قد لا يكفي ما تبقى من الأرباح المتولدة من السنة السابقة لتمويل الاستثمارات والتوزيعات المعتمدة، ويمكن أن نوضح كل ما سبق ذكره في شكل معادلة وذلك على النحو التالي⁽²⁾:

$$R_0 + E = DIV + I \quad \dots\dots\dots (23-04)$$

حيث يمثل الجانب الأيسر مصادر الأموال المتمثلة في الأرباح المتولدة إضافة إلى الأموال التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية أما الجانب الأيمن فيمثل استخدامات هذه الأموال وهي الاستثمارات الجديدة إضافة إلى التوزيعات المقرر إجراؤها، ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (23-04) على النحو التالي:

$$DIV = R_0 + E - I \quad \dots\dots\dots (24-04)$$

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 700.

⁽²⁾ المرجع نفسه، ص: 701.

وزيادة في التحليل فإن حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية سوف يترتب عليه مصاريف مالية (FF) تتمثل في تكلفة هذه الأموال، ولنفتراض أن المؤسسة سوف يتم تصفيتها بنهاية العام الحالي، وهذا لتسهيل المعادلات الرياضية دون الإخلال بسلامة التحليل، وعليه فإن الربح المتوقع (R_1) سوف يتم توزيعه بين الملاك الحاليين الذين سيحصلون على ما قيمته (DIV_1)، وبين مصادر التمويل الجديدة التي ستحصل على ما قيمته (FF)، وهذا ما تعكسه المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$R_1 = DIV_1 + FF \quad \dots\dots\dots (25-04)$$

حيث أن: R_1 : دخل المؤسسة من الأرباح الصافية إضافة إلى دخلها من أموال التصفية؛

DIV : دخل الملاك من الأرباح إضافة إلى نصيبهم من أموال التصفية.

FF : تكلفة الأموال المتحصل عليها من مصادر خارجية فقط بل نصيبها أيضا من أموال التصفية.

هذا ويمكن إعادة صياغة المعادلة رقم (25-04) على النحو التالي:

$$DIV_1 = R_1 - FF \quad \dots\dots\dots (26-04)$$

إذا رجعنا إلى فرضية التمويل بالأموال الخاصة فقط لتبسيط الحل، فإن قيمة السهم عبارة عن التوزيعات

الحالية مضافا إليها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات، ونكتب:

$$P_0 = DIV + P_1 \quad \dots\dots\dots (27-04)$$

حيث أن (P_1) تمثل القيمة الحالية للتدفقات المتوقع أن يحصل عليها الملاك في نهاية الفترة، أي نهاية السنة (العمر

الافتراضي للمؤسسة هو سنة واحدة) وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$P_1 = \frac{DIV_1}{1 + K} \quad \dots\dots\dots (28-04)$$

وإذا ما أعدنا صياغة لمعادلة رقم (28-04) وفقا لنموذج تسعير الأصول المالية يجب علينا استعمال ما

يسمى بأسلوب المعادل المؤكد (Certainty Equivelant) هذا الأخير يمكننا من تحويل معدل الخصم

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص:701.

للتدفق النقدي غير المؤكد إلى معدل خصم للتدفق المقدي المؤكد، وهذا من خلال معامل يمكن أن نعرفه بالمعادلة التالية⁽¹⁾:

$$F = 1 - \frac{PR \cdot COV(DIV_1, RM)}{DIV_1} \dots\dots\dots (29-04)$$

$$\frac{1}{1+k} = \frac{F}{1+RSF} \dots\dots\dots (30-04)$$

وعليه فإن المعادلة رقم (04-28) تصبح بهذا الشكل:

$$P_1 = \frac{DIV_1 - PR \cdot COV(DIV_1, RM)}{1+RSF} \dots\dots\dots (31-04)$$

PR: بدل المخاطرة؛ حيث أن:

RM: عائد السوق؛

COV(DIV₁, RM): التباين المشترك بين DIV₁ و RM؛

RSF: عائد الأصل الخالي من المخاطرة.

وبتعويض قيمة DIV₁ المتحصل عليها في المعادلة رقم (04-26) نجد:

$$P_1 = \frac{(R_1 - FF) - PR \cdot COV((R_1 - FF), RM)}{1+RSF} \dots\dots\dots (32-04)$$

وبما أن:

$$COV((R_1 - FF), RM) = COV(R_1, RM) - COV(FF, RM) \dots\dots (33-04)$$

فإن:

⁽¹⁾ Hkent Baker, Gray Powell: Understanding Financial Management, Black Well Publishing, USA, 2005, P: 308.

$$P_1 = \frac{R_1 - PR. COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - \frac{FF - PR. COV(FF, RM)}{1 + RSF} \quad \dots(34-04)$$

والآن نضع:

$$E = \frac{FF - PR. COV(FF, RM)}{1 + RSF} \quad \dots\dots\dots (35-04)$$

فتصبح المعادلة رقم (34-04) بهذا الشكل:

$$P_1 = \frac{R_1 - PR. COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \quad \dots\dots\dots (36-04)$$

حيث أن: **E**: القيمة الحالية للأموال الإضافية التي تحصلت عليها المؤسسة من المصادر الخارجية؛

إذا تم الرجوع إلى قيمة السهم في الزمن (0) والمتمثلة في المعادلة رقم (27-04) نجد:

$$P_0 = DIV + \frac{R_1 - PR. COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \quad \dots\dots\dots (37-04)$$

ولدينا المعادلة رقم (24-04):

$$DIV = R_0 + E - I \quad \dots\dots\dots (24-04)$$

ومنه:

$$P_0 = R_0 + E - I + \frac{R_1 - PR. COV(R_1, RM)}{1 + RSF} - E \quad \dots\dots (38-04)$$

$$P_0 = \frac{R_1 - PR. COV(R_1, RM)}{1 + RSF} + R_0 - I \quad \dots\dots\dots (39-04)$$

ومن خلال المعادلة الاخيرة نلاحظ عدم بروز أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح (لا توزيعات
حالية ولا مستقبلية)، وهو دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، وملتغيرات المتحكمة في قيمة السهم

السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل (I)، وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية (R_1)، (R_0)، وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.

وفي الأخير يمكن القول أن كل من ميلر ومودغلاني يؤكدان استقلالية وعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في انتهاجها، ولا تبالي بردود أفعال المساهمين.

2. نظرية عصفور في اليد لجوردن ولينتنر (Bird in The Hand Theory of Gorden&lintner)

لا يتفق كل من جوردن ولينتنر مع ميلر ومودغلاني في تحليلهما لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، إذ يعتقدان أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على القيمة السوقية للأسهم، ولتأكيد وجهة نظرهما قدم نموذج يسمى بنموذج عصفور في اليد، وتعود هذه التسمية لكون التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل إذ أن المستقبل غير أكيد⁽¹⁾.

يقوم هذا النموذج على فكرة منطقية مفادها أن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم فإن المستثمرين يسعون إلى تجنب المخاطر، فهم يرون أن توزيعات الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية⁽²⁾، فتوزيعات الأرباح الحالية تخفض درجة عدم التأكد عند المستثمرين مما يجعلهم يخضمون الأرباح المستقبلية للمؤسسة بمعدل خصم أقل، وبالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق⁽³⁾، وبالعكس إذا خفضت توزيعات الأرباح أو لم تدفع فإن درجة عدم التأكد ستزيد مما يرفع من العائد المطلوب، وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق، إلا أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة⁽⁴⁾، وتمثل القيمة السوقية للسهم حسب هذا النموذج في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية والمتمثلة في التوزيعات، وعلى فرض أن المؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة يتم خصم هذه التدفقات بمعدل خصم (K) والذي يمثل معدل المردودية المفروض من جهة، وتكلفة مصادر التمويل من جهة

⁽¹⁾ زرقون محمد: مرجع سبق ذكره، ص: 87.

⁽²⁾ عبد الكريم بوحادة: مرجع سبق ذكره، ص: 132.

⁽³⁾ نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار: أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم

الاقتصادية، العدد: 01، المجلد: 02، 2015، ص: 35.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية-مدخل القيمة واتخاذ القرارات-، مرجع سبق ذكره، ص: 376.

أخرى، هذا المعدل يكون في تزايد من سنة لأخرى لأن المستثمر يتحمل مخاطر متزايدة بسبب زيادة احتجاز الأرباح وبذلك يمكن إيجاد قيمة الأسهم وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$P = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1 + Kn)^n} \dots\dots\dots (40-04)$$

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + Kn)^n} \dots\dots (41-04)$$

وهذا في حالة سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة) بالإضافة إلى أن معدل الخصم ففي الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه $(K_n > \dots > K_2 > K_1)$.

لمزيد من التحليل دعنا نفترض أن المؤسسة قررت احتجاز الأرباح التي كان مقرراً توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى (D_1) وقامت باستثمارها بمعدل استثمار متوقع قدره (g) على أن يضاف العائد على هذا الاستثمار ($D_1 \cdot g$) للتوزيعات في السنوات التالية، في هذه الحالة سيتم الحصول على المعادلة التالية⁽²⁾:

$$P = \frac{0}{(1 + K_1)^1} + \frac{D_2 + (D_1 \cdot g)}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n + (D_1 \cdot g)}{(1 + Kn)^n} \dots\dots (42-04)$$

بمقارنة المعادلة رقم (04-41) مع المعادلة رقم (04-42) يتبين بأن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (04-41) تفوق قيمتها في ظل المعادلة رقم (04-42) وذلك راجع إلى أن متوسط قيمة معدل الخصم (K) في المعادلة رقم (04-41) يقل عن مثيله في المعادلة رقم (04-42) وطالما توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم، فإن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة رقم (04-41) تفوق قيمتها في ظل المعادلة رقم (04-42) وهذا يعني أن لسياسة توزيع الأرباح أثراً على القيمة السوقية للأسهم العادية⁽³⁾.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 705.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي: المرجع نفسه، ص: 705-706.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر- المرجع السابق، ص: 706.

إن أهم مبدأ يقوم عليه نموذج جوردن ولينتر هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، أي أن العلاقة طردية بين الزمن وعدم التأكد⁽¹⁾.

إن النتيجة الهامة التي توصل إليها جوردن ولينتر هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمر سوف يفضل التوزيعات الحالية بدلا من التوزيعات المستقبلية أو الأرباح الرأسمالية، إذ قد تتعرض المؤسسة لهزات تضعيع معها الأرباح التي سبق احتجازها، كما أن ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير مؤكد⁽²⁾.

3. نموذج والتر (Walter's Model 1963): سبقا وأن تطرقنا لهذا النموذج والذي يعتبر من أهم النظريات التي عاجلت إشكالية تأثير قيمة المؤسسة بسياسة توزيع الأرباح.

فحسب هذا النموذج فإن سياسة توزيع الأرباح تعتمد على الفرص الاستثمارية أمام المؤسسة والعلاقة بين معدل العائد وتكلفة رأس المال، حيث عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن زيادة حجز الأرباح لاستخدامها في تمويل الاستثمارات لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم، وعندما يكون العكس فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، وفي حالة التساوي فكلا السياستين لا يكون لها أي تأثير على القيمة السوقية للسهم⁽³⁾.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق غير الكامل

إن افتراض الكفاءة التامة للأسواق المالية هو افتراض غير واقعي، في الواقع لا وجود للأسواق المالية ذات الكفاءة المطلقة بل توجد أسواق مالية ذات كفاءة اقتصادية، أين توجد ضرائب مفروض على الأرباح وعلى الدخل كما أن هناك تكاليف للصفقات والمعاملات وللمعلومات، وهذه الأخيرة غير متماثلة فالمسيرين لهم معلومات غير متوفرة لدى المساهمين.

⁽¹⁾ عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد: 17، المجلد: 01، 2003، ص: 46.

⁽²⁾ أحمد البدوي محمد: محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد: 12، أبريل 2008، السودان، ص: 32.

⁽³⁾ بدروي عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص: 36.

سنقوم في هذا الجزء بإسقاط افتراضات السوق الكفاء واحدة تلوى الأخرى عدا فرضية الرشادة التي تبقى كشرط ضروري للتحليل، وهذا بهدف دراسة أثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم في ظل ظروف تتصف بالواقعية.

تقتضي الحكمة من اتخاذ القرارات بمسايرة المحيط الذي تُتخذ فيه، فأبي مؤسسة تعمل في ظل نظام ضريبي معين يحوي بعض التحفيزات التي يجب على المسير الحكيم أن يتماشى معها من أجل تعظيم ثروة الملاك وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، ونظرا لأن سياسة التوزيعات ينتج عنها إما ضريبة على التوزيعات أو ضريبة على الأرباح الرأسمالية، ذلك حسب قرار الإدارة الذي يقضي باحتجاز كل أول جزء من الأرباح، وبالتالي يفرض حالتين يتم تحليلهما فيما يلي:

1. تأثير سياسة التوزيع في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية: يوجد بالإضافة للدور الكلاسيكي للضريبة المتمثل في تحقيق الإيرادات العامة دور مهم وهو توجيه النشاط الاقتصادي، فعلى مستوى التوزيعات قد تعفي الدولة فوائض القيم من الضرائب لتشجيع التعاملات المالية في البورصة، وحتى إن لم تعفيها تترك هامش بينها وبين معدل الضريبة على الأرباح الموزعة.

إن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وفق نظرية التمييز الضريبي تكون عن طريق احتجاز الأرباح، والتي تمثل السياسة المثلى الواجب اتباعها من طرف المؤسسة، إذ توافق بذلك رغبات المستثمرين التي تميل إلى تفضيل سياسة التوزيعات القاضية باحتجاز أكبر نسبة من الأرباح، وقد يرجع هذا التفضيل إلى جملة من الأسباب، وهي⁽¹⁾:

- خضوع الأرباح الرأسمالية عادة إلى معدلات ضريبية أقل من الضريبة المفروضة على الدخل من التوزيعات، مما يؤدي إلى تقبل المستثمرين لاحتجاز الأرباح من قبل المؤسسة لإعادة استثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو وبالتالي ارتفاع قيمة أسهمها مع الخضوع لمعدلات ضريبية أقل؛

⁽¹⁾ بريش عبد القادر، بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد: 10، جوان 2013، جامعة الشلف، ص: 14.

- الضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي بيع الأسهم، وبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلاً أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالياً؛

- في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم، فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع ذلك السهم، ذلك أن سعره السوقي عند وفاة المساهم يعد كتكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة.

بناءً على ما سبق إذا أخذنا مؤسستين متماثلتين عدا سياسة التوزيعات فما هو الفرق بين قيمة المؤسستين؟ للإجابة على التساؤل نعرض المقاربات التالية:

1.1. نظرية فارار وسلوين (Farrar&Selwyn's Theory): إن التباين في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات ينتج عنها ظاهرة تدعى بمضلة التوزيعات (Dividend Tilt)⁽¹⁾، والتي تعني أن السهم الذي يحصل على التوزيعات يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عنه في حالة أسهم مؤسسة أخرى تقوم باحتجاز أرباحها، بحيث تنتمي إلى نفس درجة المخاطر، وهذا لتعويض الفرق الناتج عن معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة، ومن هنا كانت انطلاقة كل من **فارار وسلوين**.

فباعتماد أن المستثمر يسعى إلى تعظيم الدخل المتولد بعد الضريبة، وانطلاقاً من ذلك فقد تناولت دراسة كل من **فارار وسلوين** أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات، وهو ما ينعكس على قيمة السهم.

2.1. مقارنة برنان (Branenn's Approach 1970): تشكل وجهة نظر برنان امتداداً لدراسة **فارار وسلوين** لكن برنان سعى إلى تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بحيث قام بالتركيز على العائد بعد الضريبة⁽²⁾، وهو ما يهم المساهم بالدرجة الأولى، ومن الإضافات التي جاء بها هو أنه عند تساوي المخاطر التي تتعرض لها مؤسستين، فإن معدل العائد بعد الضريبة يجب أن يتساوى لدى كلا المؤسستين، وفي حالة توزيع الأرباح بنسبة عالية فإن ذلك سينجم عنه بالتأكيد مدفوعات ضريبية عالية، وبالتالي انخفاض العائد بعد الضريبة، ومنه سوف تنخفض قيمة المؤسسة عما كانت عليه لو أنها تبنت سياسة توزيعات أقل، ولقياس مدى

⁽¹⁾ D.Ferrar, I.Selwyn: **Corporate Financial Policy and Returns to Investor**, National Tax Journal, N^o: 30, 1967, P: 444-454.

⁽²⁾ Jack Broyles: **Financial Management and Real Options**, John Wiley and Sons, England, 2003, P: 293.

تأثير الوفر الضريبي المحقق من سياسة توزيع أقل فإنه يرى بأن قيمة المؤسسة التي لا تجري التوزيعات تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تجري التوزيعات لكافة الأرباح المحققة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي يحققها المستثمر، ويمكن صياغة ذلك في العلاقة التالية:

$$V_{END} = V_{ED} + \frac{(irg.DIV - ipv.NDIV)}{k} \dots\dots\dots (43-04)$$

حيث أن: V_{END} : قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح؛

V_{ED} : قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح؛

k : تكلفة رأس المال؛

DIV : التوزيعات؛

$NDIV$: الأرباح غير الموزعة؛

irg : معدل الضريبة على التوزيعات؛

ipv : معدل الضريبة على فائض القيمة.

نلاحظ أن للوفر الضريبي دور في رفع قيمة المؤسسة التي تجري توزيعات أقل، فبعدها كان الإشكال في طريقة التوزيع، أصبح في الظرف الذي يتم فيه التوزيع، حيث كان للأثر الضريبي دور جعل تأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة واضحا⁽¹⁾.

3.1. مقارنة ميلر وشولز (Miller&Sholes's Approach 1978): لقد كان ميلر وشولز مع

وجهة النظر القائلة بجاذبية احتجاز الأرباح، وخاصة في ظل معدلات ضريبية مختلفة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، ولكنهما ركزا في تحليلهما على امكانية استخدام المستثمر لحيل ضريبية (Tax Dodge) تمكنه من تحقيق ميزة ضريبية على العائد.

فباعتبار أن احتجاز الأرباح يترتب عليه تأجيل سداد الضريبة إضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم، وفي حال تفضيل المستثمر الحصول على التوزيعات فيمكنه القيام باقتراض مبلغ من المال بحيث تكون الفوائد المدفوعة تساوي إلى التوزيعات المتوقع الحصول عليها، كما يوجه هذه الأموال المقترضة إلى استثمارها بحيث يتولد عنها

⁽¹⁾ M.Brennan: Market Valuation and Corporate Financial Policy, National Tax Journal, N°: 33, 1970, P: 417-427.

عائد خالي من المخاطر، فبالإضافة إلى عدم دفع أي ضرائب على التوزيعات وذلك كونها تغطي الفوائد المدفوعة على القرض، ما يعني أن وعاء الضريبة يكون معدوماً، إلى جانب ميزة أخرى يحققها المستثمر وهي زيادة الأرباح الرأسمالية المحققة، فزيادة على الأرباح الرأسمالية المحققة من البداية نجد هناك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن استثمار القرض (من خلال شراء أسهم المؤسسة)⁽¹⁾.

ولكن المشكل يكمن في المخاطر المصاحبة لهذا الأسلوب، مما يفرض ضرورة توخي الحذر من قبل المستثمر، وهذا من خلال العمل على استثمار أصل القرض بحيث يترتب عنه عائد خالي من الخطر، مثل الاستثمار في شركات التأمين والتي يترتب عنها فوائد مركبة والتي لا يتم دفع الضرائب إلا عند حلول تاريخ الاستحقاق، الأمر الذي يحقق للمستثمر نفس الميزة الضريبية في حال حصوله على أرباح رأسمالية لا على التوزيعات⁽²⁾.

2. تأثير سياسة التوزيع في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية: عند تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية تبقى سياسة توزيع الأرباح تؤثر على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تأجيل دفع الضريبة على تلك العوائد أو الأرباح المحتجزة إلى تاريخ التنازل عن السهم بدلا من دفعها عند تاريخ إثبات الأرباح المحققة، وهذا ما يكسب مرونة للمستثمر وكلما كانت القيمة الحالية للضريبة المدفوعة أقل بسبب القيمة الزمنية للنقود وهذا ما يعود على قيمة السهم بالارتفاع.

هذا يعني أن ما سبق ذكره من نظريات في ظل افتراض ضريبة يتباين فيها معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية، يظل ساريا حتى في حالة تساوي معدلات الضريبة عليها، مع فرق قد يكون جوهري هو أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه⁽³⁾.

⁽¹⁾ M.Miller, M.Schles, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economic, N^o: 06, 1970, P: 417-427.

⁽²⁾ منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 355-356.

⁽³⁾ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية-مدخل تحليلي معاصر-، مرجع سبق ذكره، ص: 692.

خلاصة الفصل الرابع:

يتبين لنا مما سبق ومن خلال معالجتنا لموضوع قرار توزيع الأرباح وأثره على القيمة السوقية للسهم أن سياسة توزيع الأرباح تتمثل في القرار المالي للمؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجاز تلك الأرباح بهدف إعادة استثمارها، لتعتبر أحد المصادر التمويلية، فهي إحدى السياسات المعتمدة من قبل الشركة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالاحتجاز أو التوزيع على المساهمين ففي حين بعض الشركات تركز في سياساتها على توزيع الأرباح المحققة على المساهمين، نجد البعض الآخر يركز على الاحتجاز، ولكل من الاستخدامين السابقين ضروراته وأهميته الخاصة، فالأرباح المحجوزة هي مصدر تمويل للملكية، وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية والممتازة، ويمكن أن تكون في بعض الحالات هي مصدر التمويل الوحيد للملكية إذا لم تستطع الشركة إصدار أسهم جديدة لتمويل استثماراتها، أو أن الشركة مملوكة لعدد قليل من الأفراد، ولا ترغب الإدارة بتوسيع قاعدة المساهمين عن طريق إدخال مساهمين جدد، أما الأرباح الموزعة فتتمثل دخلاً جارياً يفضلها كثير من المساهمين، وبالتالي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقى للشركة.

وقد اختلف الفكر المالي في طبيعة قرار توزيع الأرباح في كونه قراراً استثمارياً أو قراراً تمويلياً أو قراراً قائماً بحد ذاته، فتشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قراراً استثمارياً إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية، وقد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض والأسهم الجديدة...) مشكلة تمويلية خاصة إذا كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة.

الفصل الخامس

دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة

تمهيد:

لقد عرفت العلاقة بين قيمة المؤسسة ومختلف القرارات المالية (قرار اختيار الهيكل المالي، قرار استثمار وقرار توزيع الأرباح) جدلا واسعا من الناحيتين النظرية والتطبيقية، حيث أكدت بعض النظريات على أثر هذه القرارات كلها أو بعضها على القيمة السوقية للأسهم وبالتالي قيمة المؤسسة، كما أكد البعض الآخر على التأثير المتبادل بين هذه القرارات في حد ذاتها، بينما لم تتفق الدراسات التطبيقية أيضا حول طبيعة هذه العلاقة.

ولمعرفة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، سنقوم في هذا الفصل بتطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP: Analyse en Composantes principales) ثم تأكيد النتائج باستعمال تقنية التصنيف التسلسلي التصاعدي (CHA: Classification Ascendante Hiérarchique)، لأنها تعتبر الطريقة المثالية، وهذا بهدف تجميع المتغيرات المستقلة المؤثر على قيمة المؤسسة، وذلك من أجل معرفة أي المتغيرات المستقلة المؤثرة على قيمة المؤسسة ودرجة تأثير المتغيرات ببعضها البعض.

وعلى هذا الأساس عمدنا إلى تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث: سنقوم في المبحث الأول بتقديم بورصة الجزائر والمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة المسعرة بها، وفي المبحث الثاني سنقوم بتحليل القرارات المالية وعلاقتها بقيمة المؤسسة الاقتصادية، بينما نعرض في المبحث الثالث تحليلا للنتائج باستعمال (ACP).

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة بها؛

المبحث الثاني: تحليل القرارات المالية وعلاقتها بقيمة المؤسسة؛

المبحث الثالث: تحليل النتائج باستعمال طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP).

المبحث الأول: تقديم بورصة الجزائر والمؤسسات المسعرة بها

لقد برزت في العصر الحديث أهمية البورصة كأحد أهم سمات الاقتصاديات المعاصرة، لاسيما في العقود الأخيرة، إذ ازداد اللجوء إليها أكثر من قبل الشركات والحكومات للتزود برؤوس الأموال من مختلف الآجال، على حساب التوجه إلى الاستدانة، حيث عرف هذا التوجه بالتحول من التمويل غير المباشر أو بوساطة بنكية إلى التمويل المباشر أو اللأوساطة المالية، كما عُرف أيضا بالتحول من اقتصاد السوق الذي تسيطر فيه المصارف كمصادر أساسية للتمويل إلى اقتصاد السوق المالية الذي يعتمد على تمويل الاقتصاديات الوطنية بالأوراق المالية.

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر

في الجزائر نجد أن برامج الحكومات المتعاقبة عملت على القيام بعدة إصلاحات في المجال الاقتصادي والمالي، والتي منها إنشاء بورصة الجزائر والعمل على توفير المناخ المناسب لأداء دورها في الحياة الاقتصادية، لذلك سنحاول في هذه الجزئية تقديم بورصة الجزائر بشكل عام.

أولاً. **لمحة حولة بورصة الجزائر⁽¹⁾**: يقع موقع بورصة الجزائر المعروفة باسم شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)^(*)، في 27 شارع العقيد عميروش بالجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره: 475.200.000 دج، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم: 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، وتم إنجازها بتاريخ 25 ماي 1997، حيث تمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

تكفل شركة تسيير بورصة القيم بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
 - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ هذه المهام تحت إشراف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)^(*).
- يمكن تصنيف مؤسسي شركة تسيير بورصة القيم إلى:
- البنوك الوطنية: والمتمثلة في: - بنك التنمية المحلية (BDL)، - بنك الجزائر الخارجي (BEA)، - بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)، - القرض الشعبي الجزائري (CPA)، - البنك الوطني الجزائري (BNA)، - الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)؛
 - البنك الخاص (Union Bank)؛

⁽¹⁾ http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe (consulté le: 25/12/2017 a: 17:14).

^(*) Société de Gestion de la Bourse des Valeurs.

^(*) Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse.

- شركات التأمين الوطنية: والمتمثلة في: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR)، - الشركة المركزية لإعادة التأمين (CCR)، - الشركة الجزائرية للتأمين (SAA)، - الشركة الجزائرية للتأمينات (CAAT)، - الصندوق الوطني للتعاضديت الفلاحية (CNMA).

وفيما يخص المساهمين في شركة تسيير بورصة القيم نجد البنوك الوطنية سابقة الذكر.

ثانياً. نشأة وتطور بورصة الجزائر⁽¹⁾: ظهرت فكرة إنشاء بورصة في الجزائر سنة 1990 في إطار الاصلاحات الاقتصادية لسنة 1988، وقد تم تأسيسها بموجب القوانين التالية:

- القانون رقم 01-88 والمتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية؛
- القانون رقم 03-88 والمتعلق بإنشاء ثمانية صناديق للمساهمة؛
- القانون رقم 04-88 المعدل والمتمم للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 والمتضمن للقانون التجاري؛

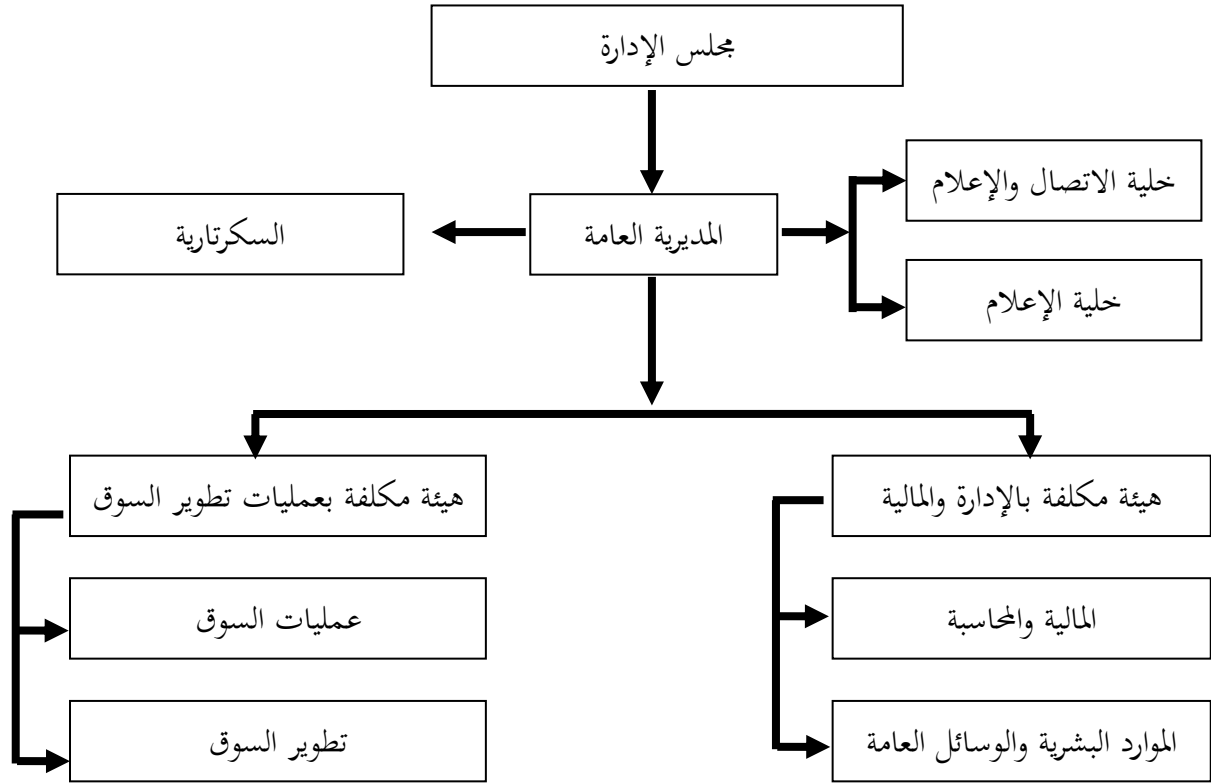
هذه القوانين فصلت بين دور الدولة كمساهم ودورها كسلطة عمومية، ففي سنة 1990 تأسست شركة القيم المنقولة (SVM)، كان رأسمالها محتفظ به من طرف صناديق المساهمة الثمانية، والذي ارتفع إلى 9.320.000 دج سنة 1992، وفي نفس السنة تم تغيير اسمها وأصبح بورصة القيم المنقولة (BVM)، ولكن مع غياب القانون الخاص والقانون التجاري المتكيف مع اقتصاد السوق لم تستطع البورصة ممارسة نشاطها. مرت الانطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر بالمراحل التالية:

- 25 ماي 1997 تم تأسيس شركة تسيير بورصة القيم مع ستة بنوك عمومي كمساهمين (BDL، BEA، BADR، BNA، CPA، CNEP)؛
- 13 ماي 1999 تم إعداد أو تسعيرة في بورصة الجزائر مع المؤسسة العمومية للمواد الغذائية "رياض سطيف"، التي قامت بفتح 20% من رأسمالها؛
- 20 سبتمبر 1999 تم إدراج مجمع المنتجات الصيدلانية «صيدال» في البورصة؛
- 14 فيفري 2000 تم إدراج مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي" في البورصة؛
- 07 مارس 2011 تم إدراج شركة «أليانس للتأمينات» في البورصة؛
- 07 أبريل 2013 تم فتح رأس مال مؤسسة «أن سي أ روية»؛
- 18 جانفي 2016 تم إدراج المجمع الخاص للمنتجات الصيدلانية «بيوفارم» في البورصة، حيث قام بفتح 20% من رأس ماله.

ثالثاً. الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر: يمكن عرض الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر كما يلي:

⁽¹⁾ http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe (consulté le: 25/12/2017 a: 17:26).

الشكل رقم: (01-05): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



Source: http://www.sgbv.dz/ar/?page=ligne_societe (consulté le: 25/12/2017 a: 17:44)

المطلب الثاني: أسواق أسهم بورصة الجزائر

تحتوي بورصة الجزائر على خمس مؤسسات تمثل في مجملها أسواق الأسهم وهي كالتالي:

أولاً. مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»⁽¹⁾: تم افتتاح مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» المصنفة من المؤسسات ذات الخمسة (05) نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983، وعدّل الفندق في 12 فيفري 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

⁽¹⁾ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26 (consulté le: 25/12/2017 a: 17:55).

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه، لكن وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصخصة الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي جوان 1999 فتحت مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي. في 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

ثانياً. مؤسسة «أليانس للتأمينات»⁽¹⁾: مؤسسة «أليانس للتأمينات» هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2013 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2013: شرعت «أليانس للتأمينات» في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1,44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011: بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة «أليانس للتأمينات» في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

⁽¹⁾ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23 (consulté le: 25/12/2017 a: 18:09).

ثالثاً. مؤسسة «أن سي أ روية»⁽¹⁾: الشركة ذات الأسهم أن سي أ-روية هي شركة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849195000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (ذ م م) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت الشركة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمربيات تحت العلامة التجارية "الروية"، في سنة 2003 غيرت الشركة شكلها القانوني وأصبحت شركة ذات أسهم. في سنة 2006:

- ارتفع رأس مال الشركة من 109472000 إلى 152044000 دينار جزائري مخصص لمؤسسة مساهمة أجنبية، وهي شركة رأس المال الاستثماري غير المقيمة "افريسيفست المحدودة"؛
- تمديد فترة حياة الشركة لمدة 99 سنة.
في سنة 2008:

- تم تغيير الاسم السابق للشركة من "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية" إلى "أن سي أ روية" ش.ذ.أ؛
- رفع رأس المال الشركة من 792195000 دينار جزائري إلى 849195000 دينار جزائري.
في سنة 2011: صدر قرار مجلس الإدارة في 27 مايو 2011 بإدراج الشركة في البورصة وصادقت عليه الجمعية العمومية للمساهمين في 31 يناير 2012.
في أبريل 2013: شرعت مؤسسة أن سي أ- الروية في بيع أسهمها من خلال العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 25% من رأس المال، أي ما يعادل 849195200 دينار جزائري موزعة على 8491950 سهم.

في يونيو 2013: وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال للشركة ذات الأسهم أن سي أ-روية في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 03 يونيو 2013. وقُدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري.

رابعاً. مجمع «صيدال»⁽²⁾: تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC)" و"فارمال (PHARMAL)".

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982.

(1) http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=29 (consulté le: 25/12/2017 a: 18:23).

(2) http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28 (consulté le: 25/12/2017 a: 18:39).

وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح «صيدال»، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت «صيدال» مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

في فبراير 1999: قام مجمع «صيدال» بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

في سبتمبر 1999: وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع «صيدال» في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري).

خامساً. مؤسسة «بيوفارم»⁽¹⁾: هي مجموعة موجودة في المهن المختلفة للصناعة الصيدلانية، أنشئت سنة 1991، حققت بيوفارم سنة 2014 رقم أعمال مجمع بقيمة 49 مليار دينار ويمثل 13% من حجم سوق الأدوية، وقد تطورت المجموعة بشكل مستمر على مدى 20 سنة الماضية، من خلال تحسن معايير جودة أداء إنتاجها، وتعزيز شبكة توزيعها.

تواصل بيوفارم تطورها من خلال فتح رأس مالها في سوق الأوراق المالية، ومن خلال توفير إمكانية التوفير الوطني الجزائري للمشاركة في فرص النمو في قطاع الصيدلة الجزائري، من خلال الاستثمار في مؤسسة وضع جيد لمتابعة تطورها بطريقة قوية، حيث تتميز مؤسسة بيوفارم بالمواصفات التالية:

- الاسم: بيوفارم؛
- رأس المال الاجتماعي: 5.104.375.000 دج موزع على: 25.521.875 سهم بقيمة اسمية قدرها: 200 دج للسهم؛
- الكمية المعروضة: 5.104.375 سهم وتمثل 20% من رأس المال؛
- سعر الإصدار: 1225 دج؛
- فترة العرض: من 13 مارس إلى 07 أبريل 2016؛
- الوسيط في عمليات البورصة: البنك الخارجي الجزائري؛
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي أ بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر، تال ماركت.

⁽¹⁾ http://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=44 (consulté le: 25/12/2017 a: 18:42).

المبحث الثاني: تحليل علاقات الارتباط والسببية بين قيمة المؤسسة والقرارات المالية

يهدف هذا المبحث إلى محاولة إلقاء نظرة مبدئية على طبيعة علاقة القرارات المالية بقيمة بعض المؤسسات الاقتصادية المختارة، و هذا من خلال تحليلنا لعلاقات الارتباط بين المؤشرات المالية الممثلة للقرارات المالية وقيمة المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة (2013-2016)، باستخدام طرق تحليل المعطيات، ثم نقدم صورة ملخصة حول اتجاهات السببية التي تم الوقوف عليها من خلال المؤشرات المالية للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، وفي هذا السياق يركز التحليل على المتغيرات المالية التالية: (معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)).

تبدأ الدراسة بتحديد متغيرات الدراسة وأداة الدراسة المستعملة، ثم عرض ملخص عن البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة، ثم استعراض الخصائص الإحصائية للمؤشرات المستخدمة في هذا التحليل، و بعد ذلك تقوم بتحليل كل من معاملات الارتباط وعلاقات السببية بين المتغيرات.

المطلب الأول: تحديد متغيرات وأداة الدراسة التطبيقية

تكمن أهمية البحث العلمي من خلال تحديد متغيرات البحث التي تشكل القاعدة العلمية والتطبيقية لإجراء البحث العلمي، إذ أن الباحث حينما يقوم بتحديد المشكلة المراد دراستها وتحليلها، لا بد أن يحدد العلاقات بين المتغيرات التي تساهم في خلق المشكلة، إذ يقوم بتحديد واضح ودقيق في كل المتغيرات التي تؤدي دورا واضحا في حصول المشكلة أو الظاهرة المراد دراستها، إذاً لا بد أن يحدد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة وربما هناك متغيرات وسيطية لها دور في حصول المشكلة، وبتعبير أبسط فإن المتغير المستقل يمثل السبب والمتغير التابع هو النتيجة.

أولاً. أبعاد قيمة المؤسسة (المتغير التابع): يمكن توضيح أبعاد قيمة المؤسسة حسب ما جاء في بعض دراسات النظرية المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01-05): أبعاد قيمة المؤسسة (المتغير التابع) حسب ما جاء في بعض الدراسات

الرقم	الدراسة	أبعاد قيمة المؤسسة
01	دراسة الباحث: ضيف ياسين بعنوان: "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012".	- نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛ - نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة؛ - حجم الشركة؛ - المخاطر النظامية.

<ul style="list-style-type: none"> - ربحية السهم؛ - التوزيعات النقدية للسهم؛ - الأرباح المحتجزة للسهم؛ - نسبة توزيع الأرباح؛ - الأسهم المجانية؛ - أسهم الخزينة. 	<p>دراسة الباحثة: عدنان فايزة بعنوان: "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج البائل-".</p>	<p>02</p>
<ul style="list-style-type: none"> - نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة؛ - نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة؛ - نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛ - نسبة توزيع الأرباح؛ - توزيعات الأسهم المجانية؛ - توزيعات أسهم الخزينة؛ - الأرباح المحتجزة للسهم. 	<p>دراسة الباحث: علي بن الضب بعنوان: "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-".</p>	<p>03</p>
<ul style="list-style-type: none"> - العائد على الاستثمار؛ - نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛ - ربحية السهم الواحد؛ - نصيب السهم من التوزيعات. 	<p>دراسة الباحث: بنية محمد بعنوان: "القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015-".</p>	<p>04</p>
<ul style="list-style-type: none"> - نصيب السهم من التوزيعات؛ - ربحية السهم الواحد؛ - إعادة شراء الأسهم. 	<p>دراسة الباحثة: حورية بديدة بعنوان: "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي-دراسة اختبارية وحديثه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009".</p>	<p>05</p>
<ul style="list-style-type: none"> - نصيب السهم من الأرباح المحققة؛ - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؛ - نصيب السهم من الأرباح الموزعة. 	<p>دراسة الباحث: عبد الكريم بوحادرة بعنوان: "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة-".</p>	<p>06</p>

<p>- الربحية؛ - معدل الفائدة.</p>	<p>دراسة الباحث: أيمن سيد محمد سرحان بعنوان: "أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية".</p>	<p>07</p>
---------------------------------------	---	-----------

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول رقم (05-01) يمكن القول بأن هذه الدراسات التي تناولت قيمة المؤسسة ركزت على عدة متغيرات أهمها:

- نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛
- نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة؛
- ربحية السهم؛
- التوزيعات النقدية للسهم؛
- الأرباح المحتجزة للسهم؛
- نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛
- نسبة توزيع الأرباح؛
- العائد على الاستثمار.

ثانياً. أبعاد قرار التمويل (المتغير المستقل): يمكن توضيح أبعاد قرار التمويل حسب ما جاء في بعض دراسات النظرية المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05-02): أبعاد قرار التمويل (المتغير المستقل الأول) حسب ما جاء في بعض الدراسات

أبعاد قرار التمويل	الدراسة	الرقم
<p>- تكلفة التمويل المقترض؛ - تكلفة مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة)؛ - الرافعة المالية.</p>	<p>دراسة الباحث: بسام محمد الأغا بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين-".</p>	<p>01</p>
<p>- التدفق النقدي؛ - نسبة الاستدانة الكلية؛ - معدل نمو رقم الأعمال؛ - تكلفة التمويل بالاستدانة؛ - حجم المؤسسة.</p>	<p>دراسة الباحث: بوساق محمد بعنوان: "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2013".</p>	<p>02</p>

<p>- تكلفة التمويل؛ - الرافعة المالية؛</p>	<p>دراسة الباحث Kane وزملاؤه بعنوان: "The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment" "أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار".</p>	<p>03</p>
<p>- حجم المؤسسة؛ - المردودية؛ - الضمانات؛ - النمو؛ - الشكل القانوني.</p>	<p>دراسة الباحث حمزة غربي بعنوان: "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر".</p>	<p>04</p>

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول رقم (02-05) يمكن القول بأن هذه الدراسات التي تناولت قرار التمويل ركزت على عدة متغيرات أهمها:

- تكلفة التمويل المقترض؛

- تكلفة مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة)؛

- الرافعة المالية؛

- نسبة الاستدانة الكلية؛

- تكلفة التمويل بالاستدانة.

ثالثاً. أبعاد قرار الاستثمار (المتغير المستقل): يمكن توضيح أبعاد قرار الاستثمار حسب ما جاء في بعض دراسات النظرية المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03-05): أبعاد قرار الاستثمار (المتغير المستقل الثاني) حسب ما جاء في بعض الدراسات

أبعاد قرار الاستثمار	الدراسة	الرقم
<p>- تكلفة التمويل المقترض؛ - تكلفة مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة)؛ - الرافعة المالية.</p>	<p>دراسة الباحث: بسام محمد الأغا بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار -دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين-".</p>	<p>01</p>
<p>- التدفق النقدي؛ - نسبة الاستدانة الكلية؛ - معدل نمو رقم الأعمال؛</p>	<p>دراسة الباحث: بوساق محمد بعنوان: "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2013".</p>	<p>02</p>

<p>- تكلفة التمويل بالاستدانة؛ - حجم المؤسسة.</p>		
<p>- تكلفة التمويل؛ - الرافعة المالية؛</p>	<p>دراسة الباحث Kane وزملاؤه بعنوان: "The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment" "أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار".</p>	03
<p>- الاستدانة؛ - تكلفة التمويل.</p>	<p>دراسة الباحث حمزة غربي بعنوان: "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر".</p>	04

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول رقم (03-05) يمكن القول بأن هذه الدراسات التي تناولت قرار التمويل ركزت على عدة

متغيرات أهمها:

- تكلفة التمويل المقترض؛

- تكلفة مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة)؛

- الرافعة المالية؛

- نسبة الاستدانة الكلية؛

- تكلفة التمويل بالاستدانة.

رابعاً. أبعاد قرار توزيع الأرباح (المتغير المستقل): يمكن توضيح أبعاد قرار توزيع الأرباح حسب ما جاء في

بعض دراسات النظرية المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (04-05): أبعاد قرار توزيع الأرباح (المتغير المستقل الثالث) حسب ما جاء في بعض الدراسات

أبعاد قرار توزيع الأرباح	الدراسة	الرقم
<p>- ربحية السهم؛ - التوزيعات النقدية للسهم؛ - الأرباح المحتجزة للسهم؛ - نسبة توزيع الأرباح؛ - الأسهم المجانية؛ - أسهم الخزينة.</p>	<p>دراسة الباحثة: عدمان فايزة بعنوان: "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج البائل-"</p>	01

02	دراسة الباحث: بنية محمد بعنوان: "القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015"	- ربحية السهم الواحد؛ - نصيب السهم من التوزيعات.
03	دراسة الباحثة: حورية بديدة بعنوان: "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي-دراسة اختبارية وحديثه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009"	- نصيب السهم من التوزيعات؛ - ربحية السهم الواحد؛ - إعادة شراء الأسهم.
04	دراسة الباحث: عبد الكريم بوحادرة بعنوان: "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-دراسة حالة-"	- نصيب السهم من الأرباح المحققة؛ - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؛ - نصيب السهم من الأرباح الموزعة؛
04	دراسة الباحث حمزة غربي بعنوان: "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر".	- أرباح السنوات السابقة؛ - الاستدانة الكلية.

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول رقم (04-05) يمكن القول بأن هذه الدراسات التي تناولت قرار التمويل ركزت على عدة

متغيرات أهمها:

- نصيب السهم من الأرباح المحققة؛
- نصيب السهم من الأرباح المحتجزة؛
- نصيب السهم من الأرباح الموزعة؛
- التوزيعات النقدية للسهم؛
- الأرباح المحتجزة للسهم؛
- نسبة توزيع الأرباح؛
- الأسهم المجانية؛
- أسهم الخزينة.

وعليه وبناءً على ما تقدم من أبعاد قيمة المؤسسة وأبعاد القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) سوف نعتد على الأبعاد أو المتغيرات التي أجمعت عليها مختلف الدراسات السابقة، وبذلك سوف نختار ما يلي:

- نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC) ونسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL) كمتغيرات ممثلة لقرار التمويل؛
- معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re) والمردودية المالية (Rf) كمتغيرات ممثلة لقرار الاستثمار؛
- نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) كمتغيرات ممثلة لقرار توزيع الأرباح.

وبذلك يمكن تحديد متغيرات الدراسة على النحو التالي:

1. المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع الذي سيتم الاعتماد عليه في هذه الدراسة في قيمة المؤسسة (VE) والمتمثلة أساساً في القيمة السوقية لأسهم المؤسسات المسعرة في البورصة، حيث سيتم التعبير عنها بالمتوسط السنوي لأسعار الأسهم.

2. المتغيرات المستقلة: كما رأينا سابقاً فإن قيمة المؤسسة تعتمد على ثلاثة متغيرات مستقلة تتمثل في القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح)، ويمكن توضيح هذه المتغيرات في ما يلي:

أ. قرار التمويل: يرتبط قرار التمويل أساساً بالهيكل المالي للمؤسسة أي اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يرفع من قيمة المؤسسة، وسيتم الاعتماد على نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، كأبعاد ممثلة لقرار التمويل؛

ب. قرار الاستثمار: يرتبط قرار الاستثمار أساساً بالعائد على الأموال المستثمرة الذي يرفع من قيمة المؤسسة، وسيتم الاعتماد على العائد على الاستثمار (ROI) والمتمثل في نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع رؤوس الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية، المردودية الاقتصادية (Re) والمتمثلة في نسبة النتيجة الاقتصادية إلى مجموع الأصول الاقتصادية، المردودية المالية (Rf) والمتمثلة في نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة، كأبعاد ممثلة لقرار الاستثمار؛

ج. قرار توزيع الأرباح: يرتبط قرار توزيع الأرباح أساساً بتوزيعات الأرباح الممنوحة للمساهمين نظير مساهمتهم والتي تزيد الطلب على الأسهم وبالتالي ترفع من قيمتها وبذلك ترتفع قيمة المؤسسة، وسيتم الاعتماد على نصيب السهم من التوزيعات (DAP) والمتمثل في نسبة النتيجة الموزعة إلى عدد الأسهم المصدرة، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) والمتمثلة في نسبة الأرباح المحققة إلى عدد الأسهم المصدرة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) والمتمثلة في نسبة الأرباح المحتجزة إلى عدد الأسهم المصدرة، كأبعاد ممثلة لقرار توزيع الأرباح.

خامساً. أدوات الدراسة التطبيقية: من أجل تحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة سيتم الاعتماد على أسلوب التحليل العاملي بالمركبات الأساسية (**ACP- Analyse en Composantes Principales**) حيث تم إنشاء هذه الطريقة على يد (Hotteling) سنة 1933، حيث يعتبر هذا النوع من التحليل أحد طرق التحليل العاملي التي تستخدم لمعالجة البيانات الكمية، وهي تهدف إلى تحليل البيانات الموجودة في فضاء متعدد الأبعاد في فضاء جزئي مولد بمحاور عاملية (أقل في البعد من الفضاء الأول). تعتبر طريقة التحليل بالمركبات الأساسية من أكثر طرق التحليل العاملي دقةً واستعمالاً في مجال البحث العلمي ولهذه الطريقة عدة مزايا، منها أنها تؤدي إلى تشبّعات دقيقة وتصل إلى أقل قدر ممكن من البواقي كما أن مصفوفة معاملات الارتباط تختزل إلى أقل عدد من العوامل المتعامدة (غير المرتبطة)⁽¹⁾. تأتي الفكرة الأساسية للتحليل بهذه الطريقة، لإيجاد نظام جديد للعوامل الرئيسية تكون متعامدة مع محاور موجّهات المتغيرات التي كونت نظام معين.

تسعى طريقة التحليل بالمركبات الأساسية إلى تحقيق الأهداف التالية⁽²⁾:

- عرض البيانات في فضاء ذو بعد منخفض مع المحافظة على أكبر قدر من المعلومات دون إقصاء؛
- تكوين متغيرات غير مرتبطة خطياً فيما بينها انطلاقاً من المتغيرات الأصلية؛
- تفسير أكبر نسبة ممكنة من التباينات للمتغيرات الأصلية.

(1) هيشر أحمد التيجاني: مدى مساهمة قطاع الزراعة الجزائري في الاقتصادي الوطني من خلال سلوك متغيرات حساب الإنتاج وحساب الاستغلال للفترة 1974-2012، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016/2015، ص: 87.

(2) Jean Louis Guigou: **Analyse Des Données Et Choix A Critères Multiples**, Dunod, Paris, 1973, P: 111,

(نقلاً عن: بليخاري سامي: استخدام التحليل العاملي للمتغيرات في تحليل استبيانات التسويق -دراسة تطبيقية على بعض البحوث-، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009/2008، ص: 51).

المطلب الثاني: ملخص عن البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة

يمكن تلخيص أهم المعطيات المالية المساعدة في إجراء الدراسة من خلال الجداول الموالية لكل مؤسسة على حدى، وذلك وفقا لما تتطلبه الدراسة من عناصر، وهذا بالتركيز على البيانات المالية المرتبطة بالقرارات المالية، حيث تمت هذه العملية بعد جمع البيانات المالية وتصنيفها. وقد تم الاعتماد على رموز معبرة سواء على المؤسسات محل الدراسة، أو البيانات المالية الخاصة بهذه المؤسسات، والتي تتمثل في:

الجدول رقم (05-05): أهم المصطلحات والرموز المعتمدة في الدراسة التطبيقية

الاسم باللغة العربية	الاسم باللغة الأجنبية	الرمز	الرقم
مؤسسة «أليانس للتأمينات»	ALLIANCE	ALLI	01
مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»	AURASSI	AUR	02
مؤسسة «أن سي أ روية»	ROUIBA	ROU	03
مجمع «صيدال»	SAIDAL	SAI	04
قيمة المؤسسة	Valeur D'entreprise	VE	05
معدل العائد على الاستثمار	Rate Of Return On Investment	ROI	06
المردودية الاقتصادية	Rentabilité économique	Re	07
المردودية المالية	Rentabilité financière	Rf	08
الديون الاجمالية	Dettes	D	09
الديون قصيرة الأجل	Dettes Courtes	DC	10
الديون طويلة الأجل	Dettes Longues	DL	11
نصيب السهم من الأرباح الموزعة	Dividendes Par Action	DPA	12
نصيب السهم من الأرباح المحققة	Le Bénéfice Par Action	BPA	13
نصيب السهم من الأرباح المحتجزة	Réserves Par Action	RPA	14

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على متطلبات الدراسة التطبيقية.

أولاً. مؤسسة «أليانس للتأمينات» (ALLIANCE): في الجدول الموالي تلخيص لأهم البيانات المالية الخاصة بمؤسسة «أليانس للتأمينات»، والمتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وهذا لكل سنة من سنوات الدراسة.

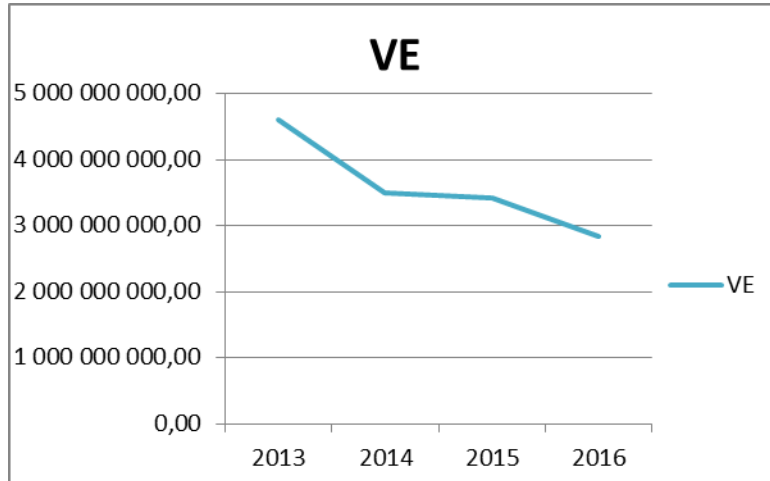
الجدول رقم (05-06): البيانات المالية لمؤسسة «أليانس للتأمينات» للسنوات من 2013 إلى 2016

متغيرات قرار توزيع الأرباح			متغيرات قرار التمويل			متغيرات قرار الاستثمار			القيم السوقية للمؤسسة	السنوات
BPA	RPA	DPA	DL	DC	D	Rf	Re	ROA		
63,28	15,87	30,00	0,28	1,48	1,77	%14,30	%6,46	%11,14	4 608 950 797,43	2013
61,22	18,21	35,00	0,24	1,44	1,69	%12,98	%5,17	%10,44	3 498 892 255,67	2014
62,54	24,33	35,00	0,21	1,29	1,50	%12,60	%4,93	%10,40	3 421 591 796,68	2015
72,69	30,58	45,00	0,26	1,23	1,49	%13,67	%4,84	%10,85	2 828 560 973,09	2016

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم: (01، 05 إلى 12).

ويمكن تمثيل تطور قيمة مؤسسة «أليانس للتأمينات» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-02): تطور قيمة مؤسسة «أليانس للتأمينات»

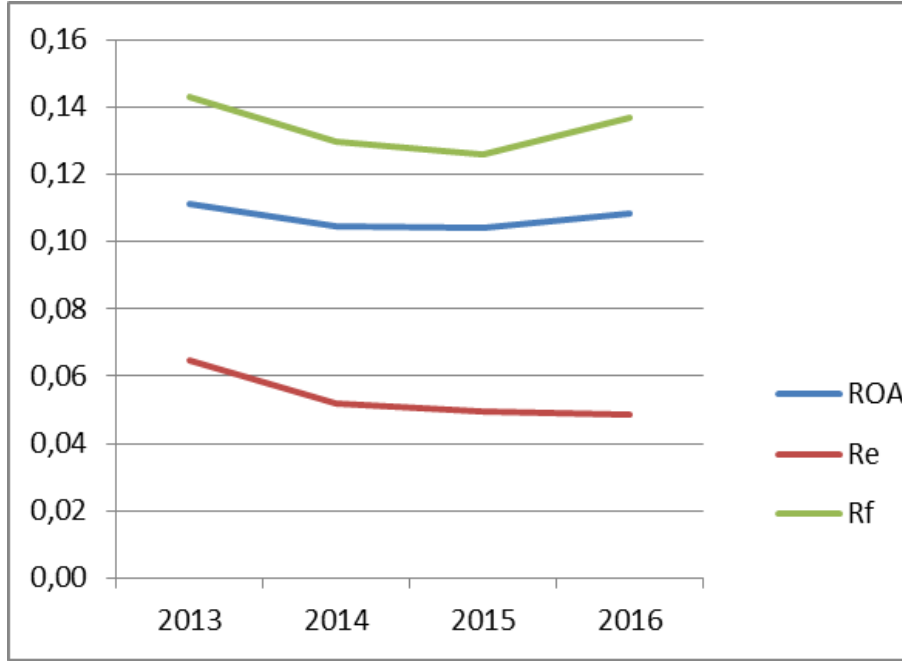


المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-06).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-06)، وكذا الشكل رقم (05-02) نلاحظ انخفاض ملحوظ في قيمة المؤسسة خلال سنوات الدراسة، أي أن قيمة أو سعر السهم لمؤسسة «أليانس للتأمينات» في تناقص، وهذا على العموم يدل على سوء الأداء المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يمكن الحكم نهائياً على الوضعية المالية للمؤسسة إلا بعد دراسة وتحليل المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار الاستثمار (R_f , R_e , ROI) لمؤسسة «أليانس للتأمينات» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (03-05): تطور متغيرات قرار الاستثمار (R_f , R_e , ROI) لمؤسسة «أليانس للتأمينات»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-06).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-06)، وكذا الشكل رقم (03-05) نلاحظ انخفاض طفيف لمعدل العائد على الاستثمار (ROI) خلال السنوات 2013، 2014 و 2015 ليستعيد ارتفاعه نسبيا في سنة 2016، وهذا يدل على أن سياسة الاستثمار في مؤسسة «أليانس للتأمينات» متوازنة على العموم، ويمكن للمؤسسة تحسين هذا المعدل بالاستثمار في مجالات أكثر ربحية وهذا من أجل رفع نتائجها، كما يمكنها الاعتماد على رؤوس أموالها الخاصة والاستغناء عن الديون طويلة الأجل وهذا في حال ما إذا كان للاستدانة أثر سلبي (الأثر السلبي للرافعة المالية).

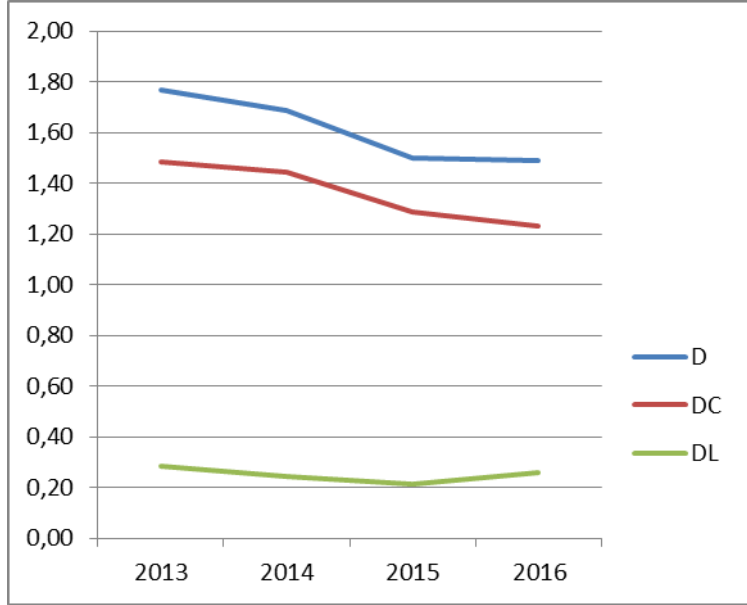
كما نلاحظ انخفاض طفيف ومستمر لمعدل المردودية الاقتصادية (Re) خلال كل السنوات، وهذا يدل على أن مردودية الأصول الاقتصادية لمؤسسة «أليانس للتأمينات» في تراجع مستمر، أي تراجع الفعالية الإنتاجية للمؤسسة أو انخفاض ما يسمى بمعدل دوران الأصول الاقتصادية، إلا أنه يمكن الرفع من هذا المعدل من خلال التقليل من احتياجات الدورة من خلال محاولة التسيير الجيد لعناصر الاستغلال (التسريع في دوران المخزونات، تقليص فترة تحصيل حقوق العملاء، تمديد فترة تسديد ديون الموردين، ... إلخ).

كما نلاحظ أيضا انخفاض طفيف لمعدل المردودية المالية (R_f) خلال السنوات 2013، 2014 و 2015 ليستعيد ارتفاعه نسبيا في سنة 2016، وهذا يدل على تراجع مردودية الأموال الخاصة، وهذا ما قد

يؤثر على نظرة المساهمين اتجاه المسيرين مستقبلا، ويمكن للمؤسسة تحسين هذا المعدل بالاستعانة بالأثر الإيجابي للاستدانة على مردودية الأموال الخاصة (الأثر الإيجابي للرافعة المالية).

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمؤسسة «أليانس للتأمينات» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (04-05): تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمؤسسة «أليانس للتأمينات»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (06-05).

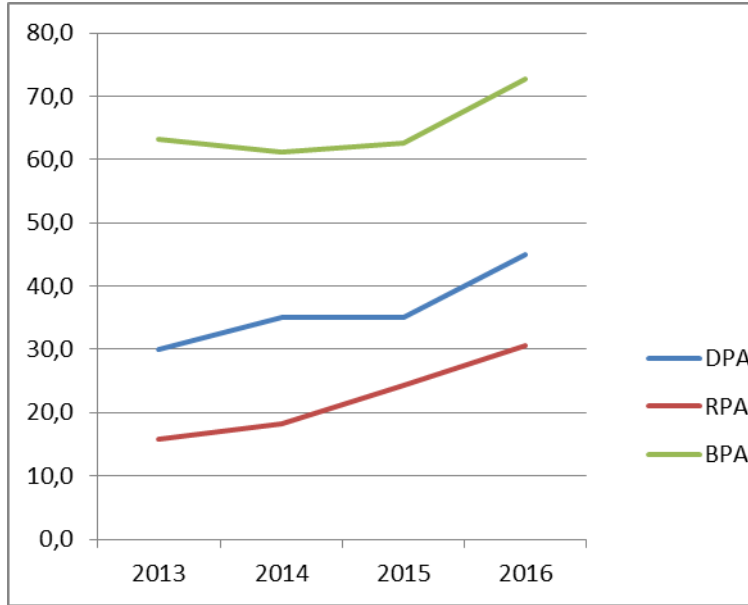
من خلال القراءة المالية للجدول رقم (06-05)، وكذا الشكل رقم (04-05) نلاحظ انخفاض نسبة الديون الإجمالية إلى رؤوس الأموال الخاصة (الرافعة المالية) (DL)، وهذا ما يدل على أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» تحاول تقليص ديونها من أجل المحافظة على استقلاليتها، وإذا ما ربطنا هذا القرار التمويلي المتمثل في تقليص الديون مقارنة بالأموال الخاصة بقرار الاستثمار فإننا نلاحظ أن الإدارة المالية اتخذت قراراً صائباً وهذا بحكم أن معدل العائد على الاستثمار (ROI) في تناقص فالقرار الجيد في هذه الحالة هو تخفيض الديون (أثر رفع مالي سالب).

كما نلاحظ انخفاض نسبة الديون الطويلة إلى رؤوس الأموال الخاصة (نسبة الاستقلالية المالية) (DL)، وهذا ما يفسره التحليل السابق، فانخفاض نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (الرافعة المالية) (DL) راجع لانخفاض الديون طويلة الأجل، الهادفة إلى المحافظة على الاستقلالية المالية من جهة، والرفع من معدل العائد على الاستثمار (ROI).

كما نلاحظ أيضا انخفاض نسبة الديون القصيرة إلى رؤوس الأموال الخاصة (DC)، وهذا ما تفسره التحليل السابقة، فنلاحظ أن المؤسسة عمدت إلى تخفيض كامل الديون سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA و RPA) لمؤسسة «أليانس للتأمينات» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-05): تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA، RPA) لمؤسسة «أليانس للتأمينات»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-06).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-06)، وكذا الشكل رقم (05-05) نلاحظ ارتفاع مستمر في نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) خلال كامل سنوات الدراسة، فمؤسسة «أليانس للتأمينات» تنتهج سياسة تشجيعية للمساهمين من خلال تقديمها لتوزيعات سنوية للأرباح، وهذا ما قد يكون عاملاً أساسياً في ارتفاع قيمة المؤسسة، إلا أنه وعند ملاحظتنا لتطور قيمة المؤسسة نجد أنها تتجه نحو الانخفاض وهذا ما يدل على وجود عوامل أخرى تؤثر على قيمة المؤسسة.

كما نلاحظ انخفاض في نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) خلال سنة 2014 إلا أنه ما لبث أن ارتفع خلال السنوات الموالية 2015 و 2016، وهذا ما يؤكد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» تنتهج سياسة تشجيعية للمساهمين من خلال تقديمها لتوزيعات سنوية للأرباح متزايد على الرغم من انخفاض نتيجة دورة 2014.

كما نلاحظ أيضاً ارتفاع مستمر في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) خلال كامل سنوات الدراسة، فعلى الرغم من أن هذه الأرباح محتجزة ولم توزع إلا أن هذا المؤشر يعتبر كمؤشر أمان لأصحاب الأسهم، فهو يبين لهم مقدار ما لهم من أرباح محتجزة

ثانياً. مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»: في الجدول الموالي تلخيص لأهم البيانات المالية الخاصة بمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»، والمتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب

السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وهذا لكل سنة من سنوات الدراسة.

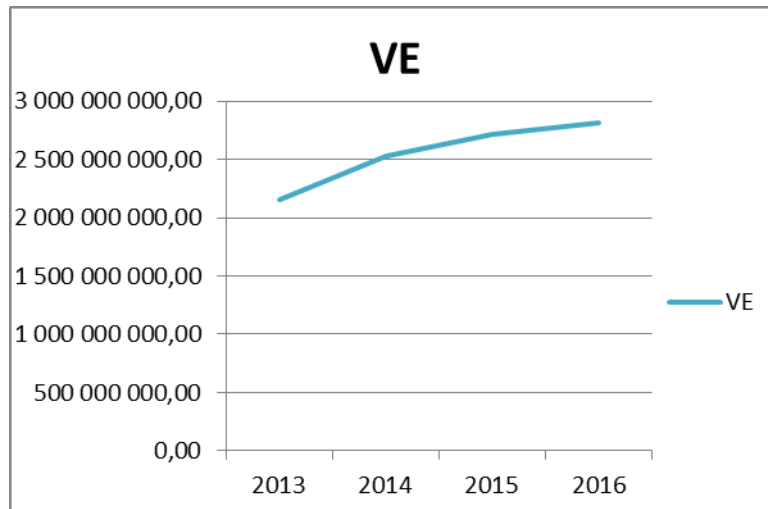
الجدول رقم (05-07): البيانات المالية لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» من 2013 إلى 2016

متغيرات قرار توزيع الأرباح			متغيرات قرار التمويل			متغيرات قرار الاستثمار			القيم السوقية للمؤسسة	السنوات
BPA	RPA	DPA	DL	DC	D	Rf	Re	ROA		
59,48	392,50	20,00	1,83	0,39	2,22	%9,62	%3,79	%3,40	2 153 009 708,74	2013
123,02	371,57	30,00	1,64	0,42	2,06	%18,75	%7,99	%7,11	2 525 192 307,69	2014
101,56	360,60	40,00	1,33	0,28	1,61	%13,24	%4,26	%5,69	2 712 115 384,62	2015
55,31	402,27	30,00	1,23	0,32	1,55	%7,21	%6,76	%3,24	2 821 470 588,24	2016

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم: (02، 13 إلى 20).

ويمكن تمثيل تطور قيمة مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-06): تطور قيمة مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»



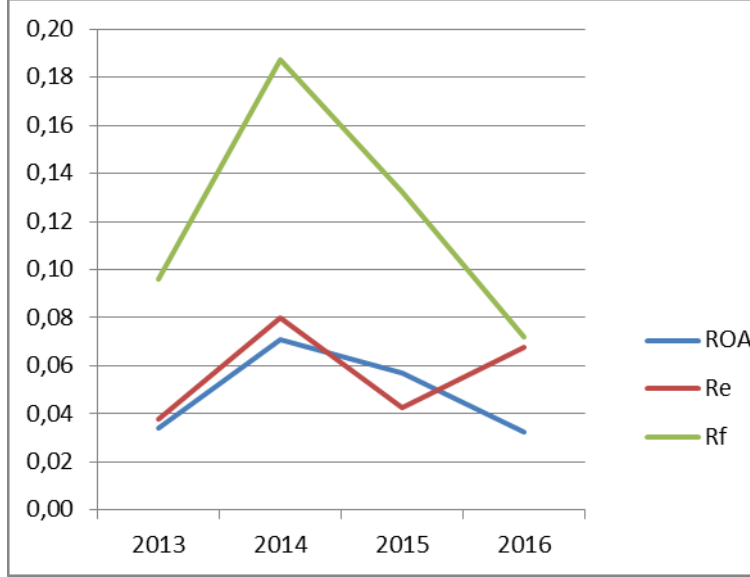
المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-07).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-07)، وكذا الشكل رقم (05-06) نلاحظ ارتفاع ملحوظ في قيمة المؤسسة خلال سنوات الدراسة، أي أن قيمة أو سعر السهم لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» في تزايد، وهذا على العموم يدل على حسن الأداء المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يمكن الحكم نهائياً على الوضعية المالية للمؤسسة إلا بعد دراسة وتحليل المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة والمتمثلة في معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وهذا لكل سنة من سنوات الدراسة.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار الاستثمار (Rf و Re ، ROI) لمؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-07): تطور متغيرات قرار الاستثمار (Rf و Re ، ROI) لمؤسسة «التسيير الفندقية

الأوراسي»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً رؤ على معطيات الجدول رقم (05-07).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-07)، وكذا الشكل رقم (05-07) نلاحظ ارتفاع كبير لمعدل العائد على الاستثمار (ROI) للسنة المالية 2014 وهذا ناتج على الارتفاع الملحوظ في نتيجة السنة المالية لتلك السنة، ولكن ما لبث أن تراجع باستمرار خلال باقي السنوات 2015 و 2016، وهذا يدل على أن سياسة الاستثمار في مؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» غير متوازنة على العموم، ذلك على المؤسسة إعادة النظر في خططها الاستثمارية للسنوات المالية 2015 و 2016 من أجل رفع نتائجها.

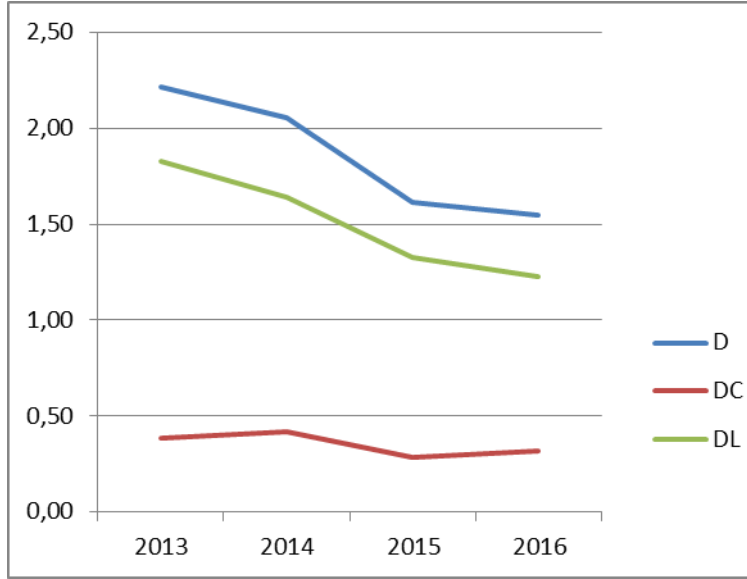
كما نلاحظ تذبذب في معدل المردودية الاقتصادية (Re) خلال كل السنوات، حيث نلاحظ ارتفاعه لسنة 2014 ثم انخفاضه لسنة 2015 ومن ثم الارتفاع في سنة 2016، وهذا يدل على أن مردودية الأصول الاقتصادية لمؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» في تذبذب مستمر، أي تذبذب في الفعالية الإنتاجية للمؤسسة والسبب هنا يمكن إرجاعه إلى تذبذب النتيجة العملية، حيث نلاحظ ارتفاعها في سنة 2014 ومن ثم انخفضت في سنة 2015 لترتفع في سنة 2016، ومن أجل استقرار هذا المعدل يمكن للمؤسسة التقليل من احتياجات الدورة من خلال محاولة التسيير الجيد لعناصر الاستغلال (التسريع في دوران المخزونات، تقليص فترة تحصيل حقوق العملاء، تمديد فترة تسديد ديون الموردين، إلخ....).

كما نلاحظ أيضا ارتفاع كبير لمعدل المردودية المالية (Rf) للسنة المالية 2014 وهذا ناتج على الارتفاع الملحوظ في نتيجة السنة المالية لتلك السنة، ولكن ما لبث أن تراجع باستمرار خلال باقي السنوات 2015

و2016، وهنا يجب على المسيرين إعادة النظر في السياسة التمويلية، فالملاحظ أن الديون في تراجع وقد قابلها تراجع في هذا المعدل، وهنا يتبين وجود أثر إيجابي للرافعة ويجب استغلاله.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار التمويل (D، DC، DL) لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-08): تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC، DL) لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-07).

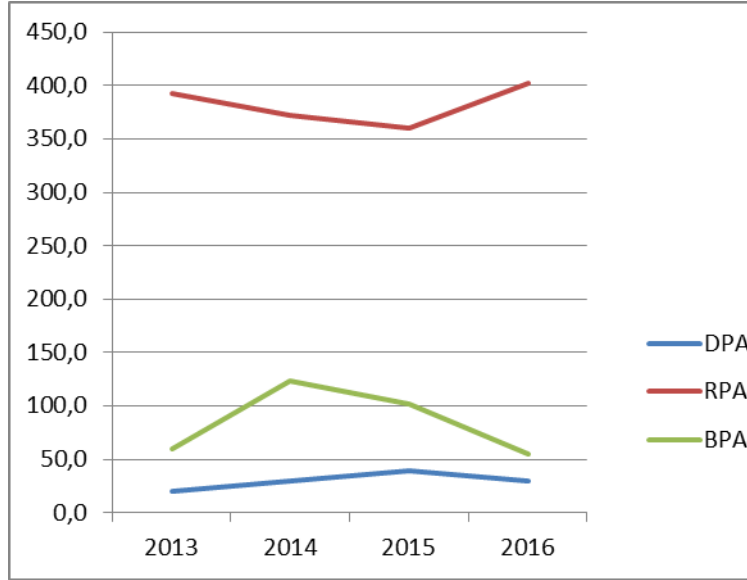
من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-07)، وكذا الشكل رقم (05-08) نلاحظ انخفاض نسبة الديون الإجمالية إلى رؤوس الأموال الخاصة (الرافعة المالية) (DL)، وهذا ما يدل على أن مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» تحاول تقليص ديونها من أجل المحافظة على استقلاليتها، وإذا ما ربطنا هذا القرار التمويلي المتمثل في تقليص الديون مقارنة بالأموال الخاصة بقرار الاستثمار فإننا نلاحظ أن الإدارة المالية اتخذت قراراً صائباً في السنة الأولى حيث أن تقليص الديون أدى إلى ارتفاع مختلف معدلات المردودية المرتبطة بالأموال الخاصة (ROI وRf) وهذا ما يدل على وجود أثر سلبي للرافعة المالية، أما بالنسبة لباقي السنوات حيث أن تخفيض الديون لا يعتبر قراراً صائباً بحكم أن هذا التخفيض تبعه انخفاض في معدلات المردودية، وهذا ما يدل على وجود أثر رافعة مالية موجب لم تستفد منه المؤسسة، وتفسير كل ذلك هو إما أن تكلفة الديون قد انخفضت خلال السنوات الأخيرة لتقل عن معدل المردودية الاقتصادية أو أن المردودية الاقتصادية قد ارتفعت لتفوق تكلفة الديون.

كما نلاحظ أيضاً ارتفاع نسبة الديون القصيرة إلى رؤوس الأموال الخاصة (DC)، خلال سنة 2014 وانخفاضها سنة 2015 لترتفع سنة 2016، وتفسر ذلك أن الديون قصيرة الأجل مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بالنتيجة العملية (النتيجة الاقتصادية).

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA و RPA) لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (09-05): تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA و RPA) لمؤسسة

«التسيير الفندقي الأوراسي»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (07-05).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (06-05)، وكذا الشكل رقم (05-05) نلاحظ ارتفاع مستمر في نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) خلال السنوات الأولى من الدراسة إلا أنه انخفض في السنة الأخيرة، فمؤسسة «أليانس للتأمينات» على العموم تنتهج سياسة تشجيعية للمساهمين من خلال تقديمها لتوزيعات سنوية للأرباح، وهذا ما قد يكون عامل أساسي في ارتفاع قيمة المؤسسة، وهذا ما يظهر جلياً عند ملاحظتنا لتطور قيمة المؤسسة فنجدها تتجه نحو الارتفاع وهذا ما يدل على أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) يؤثر على قيمة المؤسسة.

كما نلاحظ ارتفاع في نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) خلال سنة 2014 إلا أنه ما لبث أن انخفض خلال السنوات الموالية 2015 و 2016، وهذا ما يبين أن نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) مرتبط بالنتيجة الصافية للدورة، فنلاحظها قد ارتفعت خلال سنة 2014 إلا أنها ما لبثت أن انخفضت خلال السنوات الموالية 2015 و 2016.

ثالثاً. مؤسسة «أن سي أ روية»: في الجدول الموالي تلخيص لأهم البيانات المالية الخاصة بمؤسسة «أن سي أ روية»، والمتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وهذا لكل سنة من سنوات الدراسة.

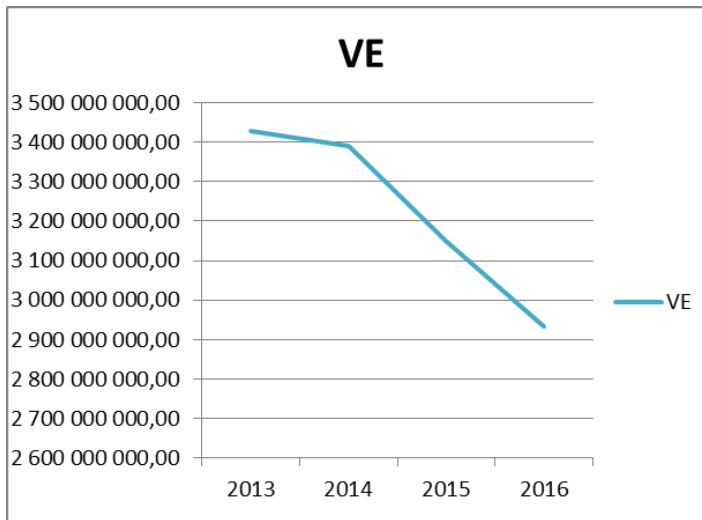
الجدول رقم (05-08): البيانات المالية لمؤسسة «أن سي أ روية» للسنوات من 2013 إلى 2016

السنوات	القيم السوقية للمؤسسة	متغيرات قرار الاستثمار			متغيرات قرار التمويل			متغيرات قرار توزيع الأرباح		
		Rf	Re	ROA	DL	DC	D	BPA	RPA	DPA
2013	3 427 917 150,00	%13,04	%6,98	%7,02	0,86	1,27	2,12	26,95	79,70	10,00
2014	3 391 064 264,42	%15,69	%0,63	%6,67	1,35	1,29	2,64	36,61	96,65	12,00
2015	3 148 553 769,23	%9,14	%5,27	%3,63	1,51	1,52	3,03	22,25	121,29	15,00
2016	2 933 469 198,53	%6,31	%3,42	%2,62	1,41	2,07	3,48	15,39	128,55	12,00

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم: (03، 21 إلى 28).

ويمكن تمثيل تطور قيمة مؤسسة «أن سي أ روية» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-10): تطور قيمة مؤسسة «أن سي أ روية»

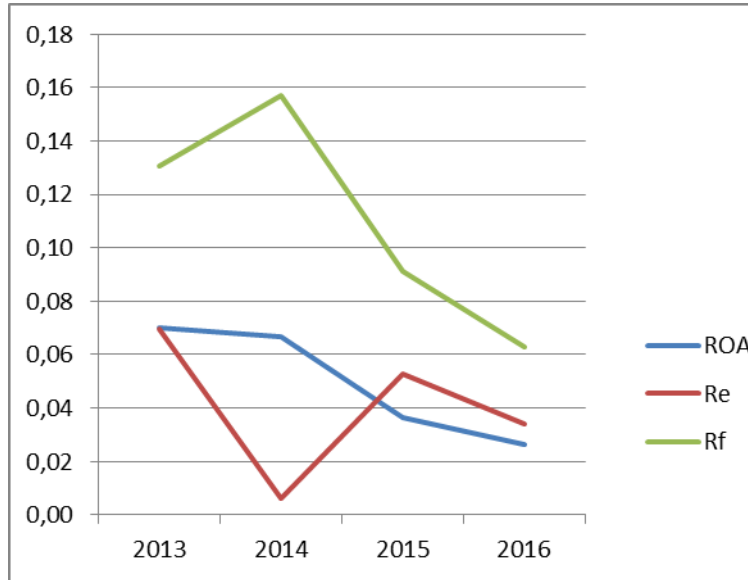


المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-08).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-08)، وكذا الشكل رقم (05-10) نلاحظ انخفاض ملحوظ في قيمة المؤسسة خلال سنوات الدراسة، أي أن قيمة أو سعر السهم لمؤسسة «أن سي أ روية» في تناقص، وهذا على العموم يدل على سوء الأداء المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يمكن الحكم نهائياً على الوضعية المالية للمؤسسة إلا بعد دراسة وتحليل المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار الاستثمار (ROI, Re, Rf) لمؤسسة «أن سي أ روية» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (11-05): تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI, Re, Rf) لمؤسسة «أن سي أ روية»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-08).

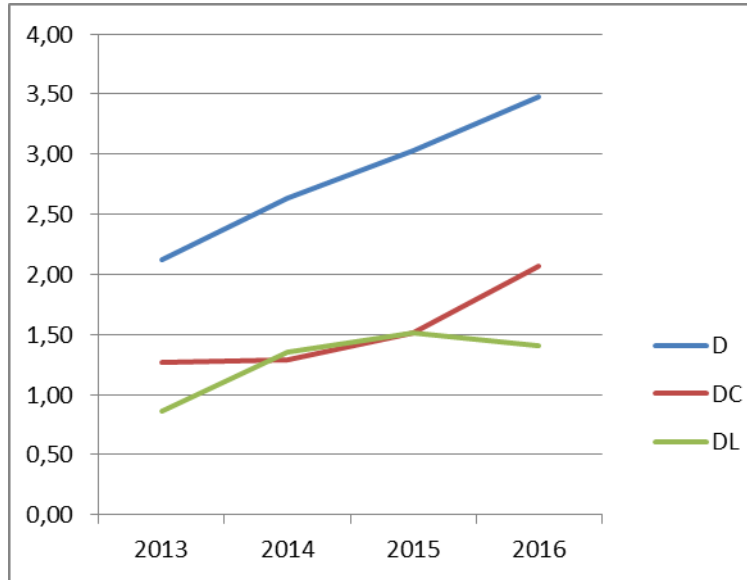
من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-08)، وكذا الشكل رقم (11-05) نلاحظ انخفاض مستمر في معدل العائد على الاستثمار (ROI) خلال كل سنوات الدراسة، وهذا يدل على ضعف سياسة الاستثمار في مؤسسة «أن سي أ روية»، والسبب يعود أساساً إلى ضعف النتائج السنوية، ويمكن للمؤسسة تحسين هذا المعدل بالاستثمار في مجالات أكثر ربحية وهذا من أجل رفع نتائجها، كما يمكنها الاعتماد على رؤوس أموالها الخاصة والاستغناء عن الديون طويلة الأجل وهذا في حال ما إذا كان للاستدانة أثر سلبي (الأثر السلبي للرافعة المالية).

كما نلاحظ تذبذب في معدل المردودية الاقتصادية (Re) خلال كل السنوات، حيث نلاحظ انخفاضه لسنة 2014 ثم ارتفاعه لسنة 2015 ومن ثم الانخفاض في سنة 2016، وهذا يدل على أن مردودية الأصول الاقتصادية لمؤسسة «أن سي أ روية» في تذبذب مستمر، أي تذبذب في الفعالية الإنتاجية للمؤسسة والسبب هنا يمكن إرجاعه إلى تذبذب النتيجة العملية، حيث نلاحظ ارتفاعها في سنة 2014 ومن ثم انخفضت في سنة 2015 لترتفع في سنة 2016، ومن أجل استقرار هذا المعدل يمكن للمؤسسة التقليل من احتياجات الدورة من خلال محاولة التسيير الجيد لعناصر الاستغلال (التسريع في دوران المخزونات، تقليص فترة تحصيل حقوق العملاء، تمديد فترة تسديد ديون الموردين، ... إلخ).

كما نلاحظ أيضاً ارتفاع كبير لمعدل المردودية المالية (Rf) للسنة المالية 2014 وهذا ناتج على الارتفاع الملحوظ في نتيجة السنة المالية لتلك السنة، ولكن ما لبث أن تراجع باستمرار خلال باقي السنوات 2015 و2016، وهنا يجب على المسيرين إعادة النظر في السياسة التمويلية، فالملاحظ أن الديون في تراجع وقد قابلها تراجع في هذا المعدل، وهنا يتبين وجود لأثر إيجابي للرافعة ويجب استغلاله.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمؤسسة «أن سي أ روية» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (12-05): تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمؤسسة «أن سي أ روية»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-08).

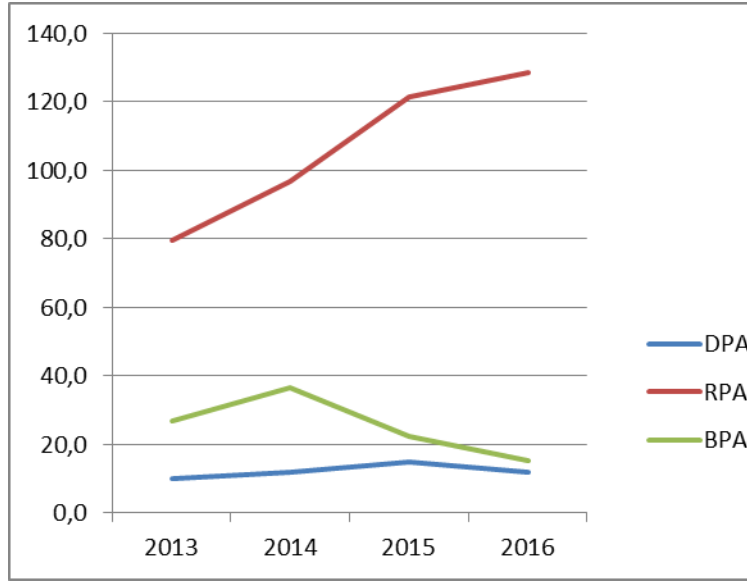
من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-06)، وكذا الشكل رقم (05-04) نلاحظ ارتفاع نسبة الديون الإجمالية إلى رؤوس الأموال الخاصة (الرافعة المالية) (DL)، وهذا ما يدل على أن مؤسسة «أن سي أ روية» تحاول الرفع من ديونها من أجل الرفع من مردودية أموالها الخاصة والاستفادة من الأثر الإيجابي للرافعة المالية، وإذا ما ربطنا هذا القرار التمويلي المتمثل في رفع الديون مقارنة بالأموال الخاصة بقرار الاستثمار فإننا نلاحظ أن الإدارة المالية اتخذت قراراً غير صائب وهذا بحكم أن معدل العائد على الاستثمار (ROI) في تناقص فالقرار الجيد في هذه الحالة هو تخفيض الديون (أثر رفع مالي سالب).

كما نلاحظ ارتفاع نسبة الديون طويلة إلى رؤوس الأموال الخاصة (نسبة الاستقلالية المالية) (DL) خلال سنة 2014 وما لبثت أن تراجعت، وإذا ما لاحظنا تطور معدل المردودية المالية (Rf) نجده قد ارتفع في سنة 2014 عند زيادتها للديون طويلة الأجل وانخفضت عند تخفيضها لها، وهذا ما يبين وجود أثر إيجابي للاستدانة، إلا أن مؤسسة «أن سي أ روية» لم تستفد من هذا الأثر.

كما نلاحظ أيضا ارتفاع نسبة الديون القصيرة إلى رؤوس الأموال الخاصة (DC)، وهذا ما تفسره التحاليل السابقة، فنلاحظ أن المؤسسة عمدت إلى رفع كامل الديون سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA و RPA) لمؤسسة «أن سي أ روية» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (13-05): تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA، RPA) لمؤسسة «أن سي أروبية»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (08-05).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (08-05)، وكذا الشكل رقم (13-05) نلاحظ ارتفاع مستمر في نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) خلال السنوات الأولى من الدراسة 2014، 2015 وانخفاض بسيط في السنة الأخيرة 2016، فمؤسسة سي أروبية تنتهج سياسة تشجيعية للمساهمين من خلال تقديمها لتوزيعات سنوية للأرباح.

كما نلاحظ ارتفاع في نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) خلال سنة 2014 إلا أنه ما لبث أن انخفض خلال السنوات الموالية 2015 و2016، وهذا ما يبين أن نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) مرتبط بالنتيجة الصافية للدورة، فنلاحظها قد ارتفعت خلال سنة 2014 إلا أنها ما لبثت أن انخفضت خلال السنوات الموالية 2015 و2016.

كما نلاحظ أيضا ارتفاع كبير في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) خلال سنة 2014 و2015، إلا أنه في سنة 2016 كان ارتفاعه طفيف وهذا ناتج على انخفاض النتائج في السنوات الاخيرة.

رابعاً. مجمع «صيدال» (SAIDAL): في الجدول الموالي تلخيص لأهم البيانات المالية الخاصة بمجمع «صيدال»، والمتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وهذا لكل سنة من سنوات الدراسة.

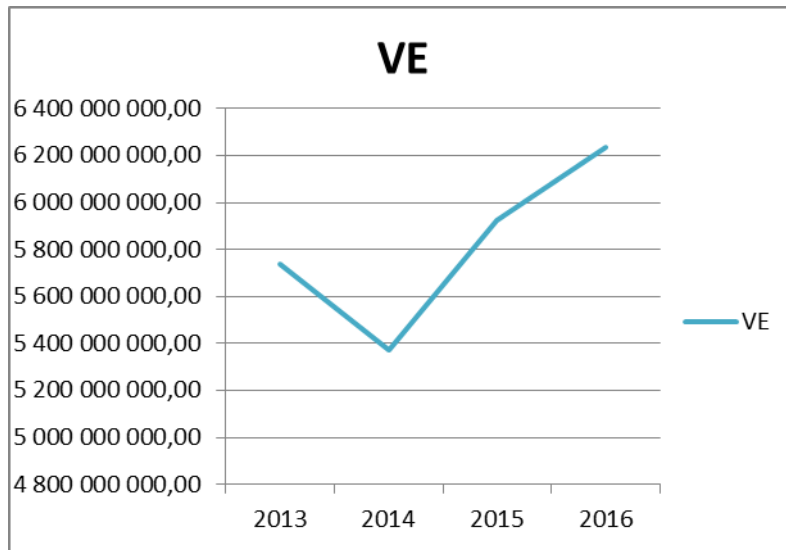
الجدول رقم (05-09): البيانات المالية لمجمع «صيدال» للسنوات من 2013 إلى 2016

السنوات	القيم السوقية للمؤسسة	متغيرات قرار الاستثمار			متغيرات قرار التمويل			متغيرات قرار توزيع الأرباح		
		ROA	Re	Rf	D	DC	DL	DPA	RPA	BPA
2013	5 736 893 203,88	%12,22	%9,79	15,87	0,80	0,50	0,30	40,00	942,17	265,81
2014	5 369 711 538,46	%5,67	%5,12	8,40	0,80	0,31	0,48	40,00	1 128,27	147,78
2015	5 925 480 769,23	%4,05	%4,11	5,59	0,71	0,33	0,38	40,00	1 225,18	114,38
2016	6 234 313 725,49	%3,88	%4,51	5,50	0,69	0,27	0,41	40,00	1 286,18	150,92

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الملاحق رقم: (04، 29 إلى 36).

ويمكن تمثيل تطور قيمة مجمع «صيدال» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-14): تطور قيمة مجمع «صيدال»

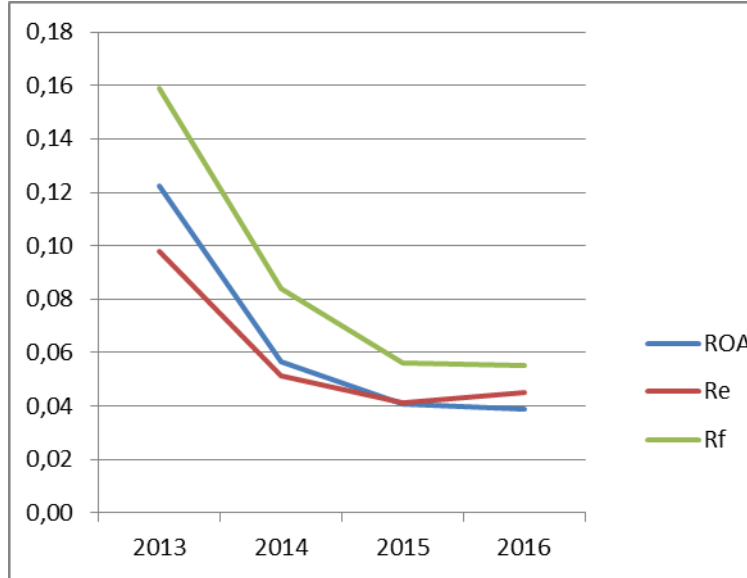


المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-09).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-09)، وكذا الشكل رقم (05-14) نلاحظ أنه على الرغم من الانخفاض الذي شهدته القيمة السوقية لمجمع «صيدال» في سنة 2014 إلا أنها شهدت ارتفاعاً ملحوظاً خلال السنوات الموالية 2015 و2016، أي أن قيمة أو سعر السهم لمجمع «صيدال» في تزايد، وهذا على العموم يدل على حسن الأداء المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يمكن الحكم نهائياً على الوضعية المالية للمؤسسة إلا بعد دراسة وتحليل المؤشرات المالية التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار الاستثمار (ROI ، Re و Rf) لمجمع «صيدال» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (15-05): تطور متغيرات قرار الاستثمار (ROI ، Re و Rf) لمجمع «صيدال»



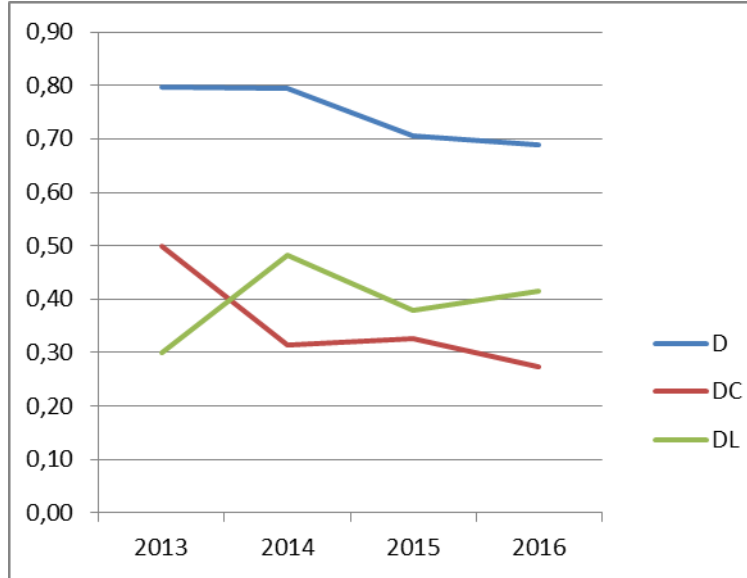
المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-09).

من خلال القراءة المالية للجدول رقم (05-09)، وكذا الشكل رقم (15-05) نلاحظ انخفاض كبير لمعدل العائد على الاستثمار (ROI) خلال السنوات 2014، 2015 و 2016، وهذا يدل على أن سياسة الاستثمار لمجمع «صيدال» غير متوازنة على العموم، والسبب يرجع أساساً لتدهور النتائج السنوية. كما نلاحظ انخفاض طفيف ومستمر لمعدل المردودية الاقتصادية (Re) خلال كل السنوات، ليتحسن نوعاً ما سنة 2016، وهذا يدل على أن مردودية الأصول الاقتصادية لمجمع «صيدال» في تراجع مستمر، أي تراجع الفعالية الإنتاجية للمؤسسة.

كما نلاحظ أيضاً انخفاض كبير لمعدل المردودية المالية (Rf) خلال السنوات 2014، 2015 و 2016، وهذا يدل على تراجع مردودية الأموال الخاصة، وهذا ما قد يؤثر على نظرة المساهمين اتجاه المسيرين مستقبلاً، ويمكن للمؤسسة تحسين هذا المعدل بالاستعانة بالأثر الإيجابي للاستدانة على مردودية الأموال الخاصة (الأثر الإيجابي للرافعة المالية).

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمجمع «صيدال» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (16-05): تطور متغيرات قرار التمويل (D، DC و DL) لمجمع «صيدال»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (09-05).

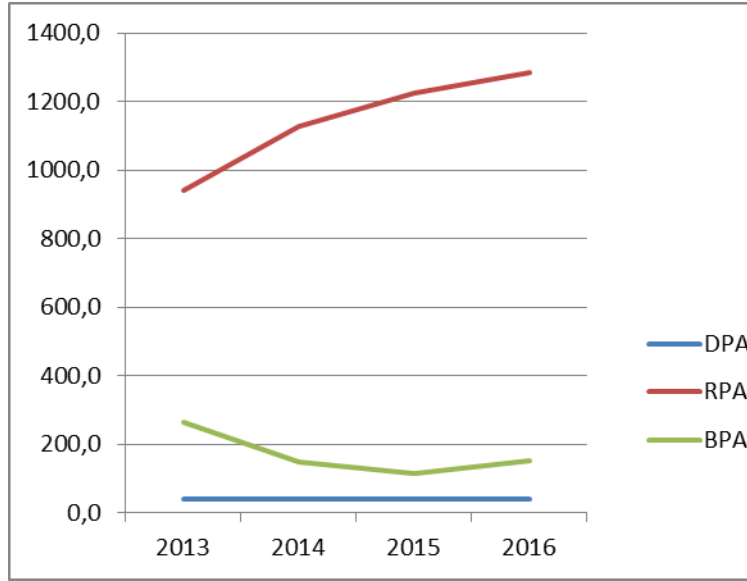
من خلال القراءة المالية للجدول رقم (06-05)، وكذا الشكل رقم (04-05) نلاحظ ثبات نسبة الديون الإجمالية إلى رؤوس الأموال الخاصة (الرافعة المالية) (DL) لسنة 2014، ثم انخفاض بسيط خلال سنة 2015 وليبقى ثابتا خلال سنة 2016 وهذا ما يدل على أن مجمع «صيدال» يعمل على سياسة تمويلية مستقرة نوعا ما تهدف إلى المحافظة على الاستقلالية المالية.

كما نلاحظ ارتفاع نسبة الديون طويلة إلى رؤوس الأموال الخاصة (نسبة الاستقلالية المالية) (DL) خلال سنة 2014، وانخفاضها سنة 2015 لترتفع في سنة 2016، وإذا ما لاحظنا تطور معدل المردودية المالية (Rf) نجده قد ارتفع في سنة 2014 عند زيادتها للديون طويلة الأجل وانخفضت عند تخفيضها لها، وهذا ما بين وجود أثر إيجابي للاستدانة، إلا أن مؤسسة «أن سي أ روية» لم تستفد من هذا الأثر.

كما نلاحظ انخفاض نسبة الديون قصيرة الأجل إلى رؤوس الأموال الخاصة (DC) خلال سنة 2014 وارتفاعها سنة 2015 لتنخفض في سنة 2016، وهذا على عكس الديون طويلة، أي أن المؤسسة تحاول أن توازن بين مصادر التمويل.

كما يمكن تمثيل تطور مختلف متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA و RPA) لمجمع «صيدال» من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (05-17): تطور متغيرات قرار توزيع الأرباح (DPA، BPA، RPA) لمجمع «صيدال»



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على معطيات الجدول رقم (05-09).

المطلب الثالث: الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الخصائص الإحصائية لمختلف متغيرات الدراسة كما يلي:

أولاً. الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار الاستثمار: يوضح الجدول رقم (05-10) أدناه بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار الاستثمار المتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المرادوية الاقتصادية (Re)، المرادوية المالية (Rf)، من حيث كل من المتوسط والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة (2016-2013).

الجدول رقم (05-10): بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار الاستثمار (Rf و Re، ROI)

للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2016-2013)

Rf			Re			ROA			المؤسسة
CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	
0,04	%0,60	%13,39	0,10	%0,55	%5,35	0,03	%0,29	%10,71	ALLIANCE
0,31	%3,79	%12,21	0,29	%1,67	%5,70	0,32	%1,54	%4,86	AURASSI
0,30	%3,32	%11,04	0,50	%2,05	%4,08	0,37	%1,86	%4,98	ROUIBA
0,40	%3,52	%8,84	0,33	%1,95	%5,88	0,45	%2,88	%6,45	SAIDAL

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم (05 إلى 36).

1. بالنسبة لمعدل العائد على الاستثمار (ROI): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط لمعدل العائد على الاستثمار (ROI) سجل في مؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (10,71%)، ثم يليها مجمع «صيدال» بمتوسط (06,45%)، أما بالنسبة لكل من مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» ومؤسسة «أن سي أ روية» فقد حققنا متوسطات دنيا لكل من معدل العائد على الاستثمار (ROI) حيث بلغا على التوالي (04,86%) و(04,98%).

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لمتوسط معدل العائد على الاستثمار (ROI) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مجمع «صيدال» قد عرف درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (02,88%/00,45) على التوالي، وعليه يمكن القول أن معدل العائد على الاستثمار (ROI) كان أقل استقرارا في هذه المؤسسة، في حين كان معدل العائد على الاستثمار (ROI) أكثر استقرارا في كل من: مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر بـ (01,54%/0,32) وكذلك «أن سي أ روية» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (01,86%/0,37)، وفي الأخير نجد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» قد حققت استقرار شبه تام حيث نجدها ذات أقل انحراف معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمتهما على التوالي: (00,29%/00,03) وبذلك فهي أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتها للمخاطر، ويرجع ذلك بحكم طبيعة نشاطها.

2. بالنسبة لمعدل المردودية الاقتصادية (Re): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن المتوسطات لمعدل المردودية الاقتصادية (Re) متقاربة لكل من مؤسسة «أليانس للتأمينات»، مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» ومجمع «صيدال» وهذا بمتوسطات: (05,35%)، (05,70%) و(05,88%) على التوالي، أما بالنسبة لمؤسسة «أن سي أ روية» فقد حققت متوسط معدل المردودية الاقتصادية (Re) منخفض مقارنة بباقي المؤسسات لكل حيث بلغ: (04,08%).

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لمتوسط معدل المردودية الاقتصادية (Re) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة «أن سي أ روية» قد عرفت درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (02,05%/00,50) على التوالي، وعليه يمكن القول أن معدل المردودية الاقتصادية (Re) كان أقل استقرارا في هذه المؤسسة عن باقي المؤسسة، في حين كان معدل المردودية الاقتصادية (Re) أكثر استقرارا في كل من: مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر بـ (01,67%/0,29) وكذلك مجمع «صيدال» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (01,98%/0,33)، وفي الأخير نجد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» قد حققت استقرار معتبر مقارنة بباقي المؤسسات، حيث نجدها ذات أقل انحراف معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمتهما على التوالي: (00,55%/00,10) وبذلك فهي أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتها للمخاطر.

3. بالنسبة لمعدل المردودية المالية (R_f): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط لمعدل المردودية المالية (R_f) سجل في مؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (13,39%)، ثم تليها مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بمتوسط (12,21%)، ومن ثم تليها مؤسسة «أن سي أ رويبة» بمتوسط (11,04%) وهي بذلك حققت متوسطات معتبرة مقارنة بمجموع «صيدال» الذي حقق متوسط منخفض لمعدل المردودية المالية (R_f) حيث بلغ: (08,84%).

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لمتوسط معدل المردودية المالية (R_f) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مجمع «صيدال» قد عرف درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (03,52%/00,40) على التوالي، وعليه يمكن القول أن معدل المردودية المالية (R_f) كان أقل استقراراً في هذه المؤسسة، في حين كان معدل المردودية المالية (R_f) أكثر استقراراً في كل من: مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر بـ (03,79%/0,31) وكذلك «أن سي أ رويبة» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (03,32%/0,30)، وفي الأخير نجد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» قد حققت استقرار شبه تام حيث نجدها ذات أقل انحراف معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمتهما على التوالي: (00,60%/00,04) وبذلك فهي أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتها للمخاطر، ويرجع ذلك بحكم طبيعة نشاطها.

ثانياً. الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار التمويل: يوضح الجدول رقم (07-05) أدناه بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار التمويل المتمثلة في: نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، من حيث كل من المتوسط والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016).

الجدول رقم (11-05): بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار التمويل (D ، DC ، DL)

للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016)

DL			DC			D			المؤسسة
CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	
0,09	0,02	0,25	0,08	0,10	1,36	0,07	0,12	1,61	ALLIANCE
0,15	0,23	1,51	0,14	0,05	0,35	0,15	0,28	1,86	AURASSI
0,17	0,21	1,28	0,17	0,27	1,53	0,16	0,44	2,82	ROUIBA
0,14	0,05	0,39	0,21	0,07	0,35	0,07	0,05	0,75	SAIDAL

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم (05 إلى 36).

1. بالنسبة لنسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D): يتضح من خلال الجدول رقم (11-05)، أن أعلى متوسط لنسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) سجل في مؤسسة «أن سي أ رويبة» بمتوسط (02,82) وبذلك في تعتبر من أكثر المؤسسات المشبعة بالديون، ثم يليها كل من مؤسسة «أليانس للتأمينات» ومؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بمتوسطات متقاربة (01,61) و(01,86) على التوالي، أما بالنسبة لمجمع

«صيدال» فقد سجل أدنى متوسط لنسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) حيث بلغ (00,75) وبذلك يعتبر أفضل المؤسسات من ناحية الاستقلالية المالية.

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لمتوسط نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة أن سي أي روية قد عرفت درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (00,16/00,44) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) كان أقل استقراراً في هذه المؤسسة، في حين كانت نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) أكثر استقراراً في مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,15/00,28)، وفي الأخير نجد أن كل من مؤسسة «أليانس للتأمينات» ومجمع «صيدال» قد حققا استقراراً شبه تام حيث نجدهما ذوا أقل انحراف معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمهم على التوالي: (00,07/00,12) و(00,07/00,05) على التوالي، وبذلك فهما أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتهما للمخاطر.

2. بالنسبة لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL): يتضح من خلال الجدول رقم (11-05)، أن أعلى متوسط لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL) سجل في مؤسسة «أن سي أ روية» بمتوسط (01,53) وبذلك فهي تعتبر من أكثر المؤسسات المشبعة بالديون وهي نفس النتيجة المتحصل عليها في العنصر السابق، أي أن سبب ارتفاع الديون الإجمالية هو ارتفاع الديون طويلة الأجل، ثم تليها مباشرة مؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (01,36)، أما بالنسبة لمؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» فنجدتها سجلت نسبة متوسطة بلغت (00,35) ولو تم مقارنة هذه النسبة مع نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D) لنفس المؤسسة نجدتها قد انخفضت جدا وهذا يدل على أن المؤسسة تعتمد على الديون القصيرة أكثر من اعتمادها على الديون طويلة الأجل وهذا ما يفسره طبيعة نشاط المؤسسة (الفندقة)، أما بالنسبة لمجمع «صيدال» فقد سجل متوسط لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL) حيث بلغ (00,35) وبذلك يعتبر أفضل المؤسسات من ناحية الاستقلالية المالية.

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لمتوسط نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة أن سي أي روية قد عرفت درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (00,14/00,21) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL) كان أقل استقراراً في هذه المؤسسة، في حين كانت نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL) أكثر استقراراً في مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» من سابقتها بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,15/00,23)، وفي الأخير نجد أن كل من مؤسسة «أليانس للتأمينات» ومجمع «صيدال» قد حققا استقراراً شبه تام حيث نجدهما ذوا أقل انحراف

معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمهم على التوالي: (00,09/00,02) و(00,14/00,05) على التوالي، وبذلك فهما أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتهما للمخاطر.

3. بالنسبة لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة (DC): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة (DC) سجل في مؤسسة «أن سي أ روية» بمتوسط (01,53)، ثم تليها مباشرة مؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (01,36)، وبذلك فهما يعتمدان على نسب معتبرة من الديون قصيرة الأجل في تمويل احتياجاتهم قصيرة الأجل، في حين بلغت هذه النسبة لدى كل مؤسسة «أليانس للتأمينات» وجمع «صيدال» متوسط متساوي قدره (00,35) وهما بذلك حققتا أقل متوسطات أي أن اعتمادهم على الديون قصيرة الأجل قليل.

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة (DC) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مجمع «صيدال» قد عرف درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (00,21/00,07) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة (DC) كانت أقل استقراراً في هذه المؤسسة، ثم تليها كل من: مؤسسة «أن سي أ روية» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر بـ (00,17/00,27) وكذلك مؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (00,14/00,05) وبذلك فهما نوعاً ما أفضل استقراراً من مجمع «صيدال»، وفي الأخير نجد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» قد حققت استقراراً شبيه تام حيث نجدها ذات أقل انحراف معياري ومعامل اختلاف حيث بلغت قيمتهما على التوالي: (00,08/00,10) وبذلك فهي أفضل المؤسسات من ناحية مواجهتها للمخاطر، ويرجع ذلك بحكم طبيعة نشاطها.

ثالثاً. الخصائص الإحصائية لقرار توزيع الأرباح: يوضح الجدول رقم (05-08) أدناه بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار توزيع الأرباح المتمثلة في: نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) من حيث كل من المتوسط والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016).

الجدول رقم (05-12): بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات قرار توزيع الأرباح (BPA, DPA, RPA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة (2013-2016)

BPA			RPA			DPA			المؤسسة
CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	CV	SD	\bar{X}	
0,06	3,88	64,93	0,23	5,21	22,25	0,12	4,38	36,25	ALLIANCE
0,32	27,45	84,84	0,04	15,65	381,73	0,17	5,00	30,00	AURASSI
0,26	6,48	25,30	0,17	18,37	106,55	0,11	1,38	12,25	ROUIBA
0,28	48,05	169,72	0,10	110,23	1145,45	0,00	0,00	40,00	SAIDAL

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم (05 إلى 36).

1. بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) سجل لدى كل من: مجمع «صيدال» بمتوسط (40,00) (دج) ومؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (36,25) (دج) وهذا دليل على أن المؤسستين تعتمدان على سياسة توزيع أرباح تشجيعية من أجل كسب ثقة المساهمين، ثم تليهما مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بمتوسط قدره (30) (دج)، في حين بلغ نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) حده الأدنى لدى مؤسسة «أن سي أ روية» بمتوسط قدره (12,25) (دج).

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لنصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» قد عرفت درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيها: (00,17/05,00) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) كان أقل استقرارا في هذه المؤسسة، في حين كان نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) أكثر استقرارا في مؤسسة «أليانس للتأمينات» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,12/04,38) وكذلك «أن سي أ روية» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (0,11/01,38)، وفي الأخير نجد أن مجمع «صيدال» قد حقق استقرار تام حيث نجدها ذات انحراف معياري ومعامل اختلاف معدومين وبذلك فهي أفضل المؤسسات من ناحية توزيعات أرباحها فهي ذات أكبر ربح موزع مع ثبات هذا التوزيع في السنوات الأخيرة مما يجعل المستثمرين أكثر اطمئناناً.

2. بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) سجل لدى مجمع «صيدال» بمتوسط (169,72) (دج) وهذا يترجم النتائج المعتبرة التي يحققها المجمع، ثم يليه كل من مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بمتوسط (84,84) (دج) ومؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط (64,93) (دج)، ثم تليهما مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» بمتوسط قدره (30) (دج)، في حين بلغ نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) حده الأدنى لدى مؤسسة «أن سي أ روية» بمتوسط قدره (25,30) (دج).

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة «التسيير الفندقي الأوراسي» ومجمع «صيدال» قد عرفا درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيهما: (00,32/27,45) و(00,28/48,05) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) كان أقل استقرارا في هاتين المؤسستين، في حين كان نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) أكثر استقرارا في مؤسسة «أن سي أ روية» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,26/06,48) وكذلك مؤسسة «أليانس للتأمينات» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (0,06/03,88)، وبذلك فهما أكثر المؤسسات استقرارا من ناحية توزيعات أرباحها.

3. بالنسبة لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA): يتضح من خلال الجدول رقم (10-05)، أن أعلى متوسط نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) سجل لدى مجمع «صيدال» بمتوسط (1.145,45) (دج) وهذا يترجم الأرباح المعتبرة التي يحتجزها المجمع والتي تعتبر حقوق المساهمين غير الموزعة، ثم تليه مؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» بمتوسط (381,73) (دج) وهذا أيضا يترجم الأرباح المعتبرة التي يحتجزها المجمع والتي تعتبر حقوق المساهمين غير الموزعة، ثم نجد مؤسسة «أن سي أ روية» بمتوسط (106,55) (دج)، وفي الأخير نجد مؤسسة «أليانس للتأمينات» بمتوسط قدره (22,25) (دج) وهي ذات أقل احتياطي من الأرباح ولو قورن بنصيب السهم من التوزيعات (DPA) نجده أقل منه وهذا يدل على أن هذه المؤسسة تعتمد على سياسة توزيعية جد تشجيعية بحيث تقوم بتوزيع أغلب أرباحها على المساهمين.

وبالنظر لقيم الانحرافات المعيارية لنصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA) ومعاملات الاختلاف، نجد أن مؤسسة «أليانس للتأمينات» قد عرفت درجات تقلب مرتفعة لهذا المتغير مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف فيهما: (00,23/05,21) على التوالي، وعليه يمكن القول أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) كان أقل استقرارا في هذه المؤسسة، في حين كان نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) أكثر استقرارا في مؤسسة «أن سي أ روية» بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,17/13,37) وكذلك مجمع «صيدال» بانحراف معياري ومعامل اختلاف بلغ (0,10/110,23)، وبذلك فهما أفضل المؤسسات من ناحية توزيعات أرباحها، في حين نجد مؤسسة «التسيير الفندقية الأوراسي» أكثر استقرارا بانحراف معياري ومعامل اختلاف قدر ب (0,04/15,65).

المبحث الثالث: تطبيق تحليل المركبات الأساسية (ACP) باستخدام تقنية التصنيف التسلسلي (CHA)

انطلاقاً مما قمنا به من تحليل الجداول والرسومات للمعطيات المالية لمختلف المؤسسات محل الدراسة في السابق، سنقوم في هذا المبحث بتطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP) ثم تأكيد النتائج باستعمال تقنية التصنيف التسلسلي التصاعدي (CHA (Classification Ascendante Hiérarchique)، لأنها تعتبر الطريقة المثالية بهدف تجميع المتغيرات المستقلة لقيمة المؤسسة، وذلك من أجل معرفة أي المتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة ومدى تأثير هذه المتغيرات ببعضها البعض.

من خلال فترة الدراسة (2013-2016)، ونظراً لعدم توفر المعطيات بشكل منتظم قبل هذا التاريخ اكتفينا بهذه المدة، سنكوّن جدولاً مبدئياً للمعطيات يتكون من تسعة متغيرات: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نسبة الديون الطويلة إلى الأموال الخاصة (DL)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، من جهة، ومن جهة أخرى أربع سنوات (2013-2016).

المطلب الأول: طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP)

بعد إعداد المعطيات المتحصل عليها من القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة طبقنا خطوات طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP) باستخدام برنامج (XL-STAT2016) فتحصلنا على النتائج التي سنعلق عليها كالتالي:

أولاً. جدول المعطيات الأولية: من خلال المعطيات الموجودة عندنا شكلنا جدول المعطيات المبدئي التالي، الذي سنعتمد عليه في عملية التحليل بعد تطبيق خطوات الطريقة (ACP).

الجدول رقم (05-13): جدول المعطيات الأولية لطريقة (ACP) (*)

Ln(VE)	Ln(ROA)	Ln(Re)	Ln(Rf)	Ln(D)	Ln(DC)	Ln(DL)	Ln(DPA)	Ln(BPA)	Ln(RPA)	السنوات	لمؤسسات
22,25	-2,19	-2,74	-1,94	0,57	0,39	-1,26	3,40	2,76	4,15	2013	ALLIANCE
21,98	-2,26	-2,96	-2,04	0,52	0,37	-1,41	3,56	2,90	4,11	2014	
21,95	-2,26	-3,01	-2,07	0,40	0,25	-1,56	3,56	3,19	4,14	2015	
21,76	-2,22	-3,03	-1,99	0,40	0,21	-1,35	3,81	3,42	4,29	2016	
21,49	-3,38	-3,27	-2,34	0,80	-0,94	0,60	3,00	5,97	4,09	2013	AURASSI
21,65	-2,64	-2,53	-1,67	0,72	-0,87	0,49	3,40	5,92	4,81	2014	
21,72	-2,87	-3,16	-2,02	0,48	-1,26	0,28	3,69	5,89	4,62	2015	
21,76	-3,43	-2,69	-2,63	0,44	-1,13	0,20	3,40	6,00	4,01	2016	
21,96	-2,66	-2,66	-2,04	0,75	0,24	-0,15	2,30	4,38	3,29	2013	ROUBA
21,94	-2,71	-5,07	-1,85	0,97	0,25	0,30	2,48	4,57	3,60	2014	
21,87	-3,31	-2,94	-2,39	1,11	0,42	0,41	2,71	4,80	3,10	2015	
21,80	-3,64	-3,37	-2,76	1,25	0,73	0,34	2,48	4,86	2,73	2016	
22,47	-2,10	-2,32	-1,84	-0,23	-0,70	-1,21	3,69	6,85	5,58	2013	SAIDAL
22,40	-2,87	-2,97	-2,48	-0,23	-1,16	-0,73	3,69	7,03	5,00	2014	
22,50	-3,21	-3,19	-2,88	-0,35	-1,12	-0,97	3,69	7,11	4,74	2015	
22,55	-3,25	-3,10	-2,90	-0,37	-1,29	-0,88	3,69	7,16	5,02	2016	

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم (01 إلى 36) ومخرجات برنامج (XL-STAT2016).

ثانياً. تحليل نتائج طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP): يمكن تحليل النتائج المتحصل عليها من خلال

الجدول التالية:

الجدول رقم (05-14): جدول المتوسطات والانحرافات المعيارية باستعمال (XL-STAT2016)

Ln(RPA)	Ln(BPA)	Ln(DPA)	Ln(DL)	Ln(DC)	Ln(D)	Ln(Rf)	Ln(Re)	Ln(ROI)	Ln(VE)	المتغيرات
4,21	5,18	3,28	0,43-	0,35-	0,45	2,24-	3,06-	2,81-	22,00	\bar{X}
0,76	1,54	0,51	0,80	0,75	0,51	0,39	0,60	0,51	0,33	SD

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على الملاحق رقم (01 إلى 36) ومخرجات برنامج (XL-STAT2016).

(*) من أجل تجانس المعطيات المالية Ln تم إدخال اللوغاريتم الطبيعي

من خلال تحليلنا لنتائج الجدول رقم (14-05) نستنتج ما يلي:

- كل المتوسطات لكل المتغيرات هامة؛
- المتغير $\ln(Rf)$ (المردودية المالية)، هو المسؤول على تركز المجتمع المدروس لأن هذا المتغير يتميز بالانحراف المعياري الأصغر (0,39) على العكس من ذلك المتغير المسؤول عن تشتت المجتمع المدروس $\ln(BPA)$ (نصيب السهم من الأرباح المحققة) (1,54) لأنه يتميز بالانحراف المعياري الأكبر.

الجدول رقم (15-05): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات (بيرسون)

Ln(RPA)	Ln(BPA)	Ln(DPA)	Ln(DL)	Ln(DC)	Ln(D)	Ln(Rf)	Ln(Re)	Ln(ROI)	Ln(VE)	Variables
0,52	0,35	0,38	-0,61	-0,22	-0,78	-0,32	0,12	0,18	1,00	Ln(VE)
0,37	-0,51	0,36	-0,67	0,29	-0,19	0,78	0,20	1,00	0,18	Ln(ROI)
0,35	0,10	0,41	-0,28	-0,21	-0,31	0,03	1,00	0,20	0,12	Ln(Re)
0,11	-0,47	-0,02	-0,07	0,30	0,28	1,00	0,03	0,78	-0,32	Ln(Rf)
-0,85	-0,55	-0,77	0,60	0,65	1,00	0,28	-0,31	-0,19	-0,78	Ln(D)
-0,72	-0,84	-0,54	-0,15	1,00	0,65	0,30	-0,21	0,29	-0,22	Ln(DC)
-0,43	0,30	-0,61	1,00	-0,15	0,60	-0,07	-0,28	-0,67	-0,61	Ln(DL)
0,83	0,22	1,00	-0,61	-0,54	-0,77	-0,02	0,41	0,36	0,38	Ln(DPA)
0,53	1,00	0,22	0,30	-0,84	-0,55	-0,47	0,10	-0,51	0,35	Ln(BPA)
1,00	0,53	0,83	-0,43	-0,72	-0,85	0,11	0,35	0,37	0,52	Ln(RPA)

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

من خلال تحليلنا لنتائج الجدول رقم (15-05) نستنتج ما يلي:

- المتغير $\ln(VE)$ والذي يمثل القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة، مرتبط ارتباطاً قوياً جداً وسالب مع المتغير $\ln(DL)$ والذي يمثل نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (نسبة الرفع المالي)، حيث أن معامل الارتباط بينهما (-0,78)، أي توجد علاقة عكسية بينهما فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفضت القيمة السوقية للمؤسسة، وتفسير ذلك أن المستثمرين المقبلين على شراء الأسهم يتجنبون المؤسسات المشبعة بالديون. كما نلاحظ أن $\ln(VE)$ مرتبط ارتباط متوسط وسالب مع المتغير $\ln(DL)$ والذي يمثل نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، حيث أن معامل الارتباط بينهما (-0,61)، أي توجد علاقة عكسية بينهما فكلما زادت الديون طويلة الأجل انخفضت القيمة السوقية للسهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة وهو نفس تفسير $\ln(DL)$ وهذا بحكم أن الديون طويلة الأجل تعتبر جزء في الديون الكلية، من جهة أخرى نلاحظ ارتباط ضعيف بين القيمة السوقية للمؤسسة $\ln(VE)$ وباقي متغيرات الدراسة والمتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار (ROI)، المردودية الاقتصادية (Re)، المردودية المالية (Rf)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA)، وبذلك يمكن القول حسب هذه النتائج أن هذه المتغيرات لا تعتبر

كمحددات لقيمة المؤسسة، وهذا على الرغم من أن الدراسات السابقة أكدت على وجود علاقة ارتباط قوية بين بعض هذه المتغيرات والقيمة السوقية للمؤسسة والسبب الرئيسي في هذا يعود إلى محدودية أداء بورصة الجزائر ولعل ذلك يعود إلى انعدام الخبرة والرؤى الواقعية للاقتصاد الجزائري مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لسوق مالي تتميز باستمراريتها وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

- المتغير $\ln(\text{ROI})$ والذي يمثل معدل العائد على الاستثمار، مرتبط ارتباطاً قوياً وموجب مع معدل المددودية المالية (R_f) وهذا الارتباط لا يبين شيء بحكم أن مكونات المددودية المالية تمثل جزءاً من معدل العائد على الاستثمار، في حين نلاحظ أن معدل العائد على الاستثمار مرتبط ارتباطاً قوياً وسالب مع نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DL)، وتفسير ذلك أنه كلما زادت الديون طويلة الأجل نسبةً إلى الأموال الخاصة كلما انخفض معدل العائد على الاستثمار مما يدل على العموم وجود أثر سلبي للديون على العائد على الاستثمار، أي أن جلب ديون جديد من شأنه أن يخفض من العائد على الاستثمار، وهنا تتجلى علاقة القرار الاستثماري بالقرار التمويلي، من جهة أخرى نلاحظ وجود ارتباط ضعيف بين معدل العائد على الاستثمار باقي متغيرات الدراسة والمتمثلة في: القيمة السوقية للمؤسسة (VE)، المددودية الاقتصادية (Re)، المددودية المالية (R_f)، نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (D)، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة (DC)، نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)، نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA).

- المتغير $\ln(D)$ والذي يمثل نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (نسبة الرفع المالي)، مرتبط ارتباطاً قوياً وسالب مع كل من المتغير $\ln(DPA)$ والمتغير $\ln(RPA)$ ، حيث أن معامل الارتباط بينهم $(-0,77)$ و $(-0,85)$ على التوالي، أي توجد علاقة عكسية بينهم، فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفض نصيب السهم من التوزيعات ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة، وتفسير ذلك أن المؤسسة لم تلجأ للديون إلا بعد استنزافها للأرباح المحتجزة والتي كان من المفروض توزيعها، أي أن الموارد الداخلية بما فيها الأرباح المحتجزة لم تغطي كامل احتياجات المؤسسة مما اضطرها للجوء للمصادر الخارجية المتمثلة في الديون.

- المتغيرة $\ln(DC)$ والذي يمثل نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، مرتبط ارتباطاً قوياً وسالب مع كل من المتغير $\ln(BPA)$ والمتغير $\ln(RPA)$ ، حيث أن معامل الارتباط بينهم $(-0,84)$ و $(-0,72)$ على التوالي، أي توجد علاقة عكسية بينهم، فكلما زادت نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة انخفض نصيب السهم من المحققة ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة.

- المتغير $\ln(DL)$ والذي يمثل نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، مرتبط ارتباطاً قوياً وسالب مع كل من المتغير $\ln(DPA)$ ، حيث أن معامل الارتباط بينهم $(-0,61)$ ، أي توجد علاقة عكسية بينهم، فكلما زادت نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة انخفض نصيب السهم من التوزيعات، وهو نفس التفسير

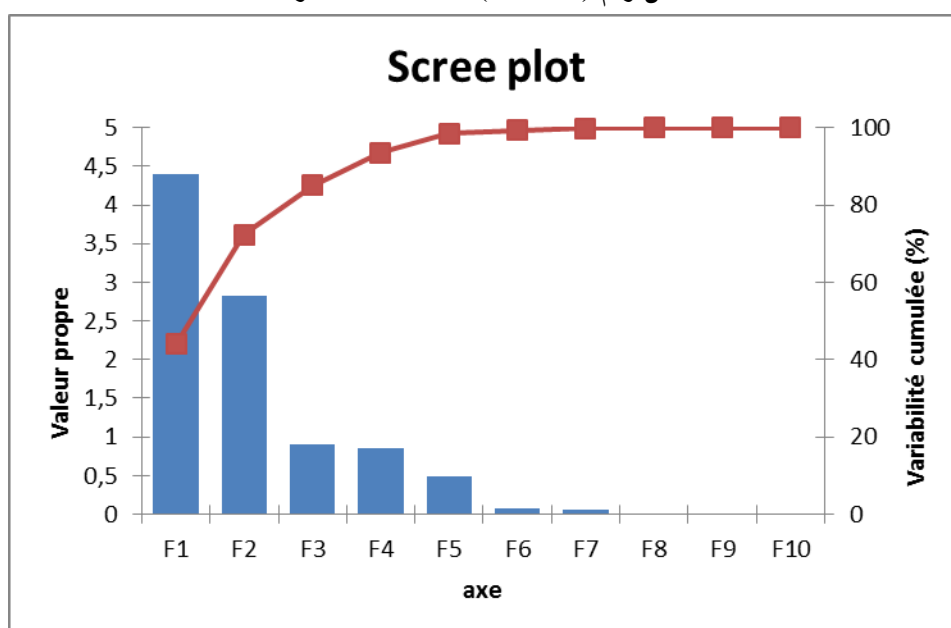
بالنسبة للعلاقة بين نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة ونصيب السهم الواحد المشار إليه سابقاً وهذا بحكم أن الديون طويلة الأجل تمثل الجزء الأكبر من الديون الإجمالية في أغلب المؤسسات.

الجدول رقم (05-16): القيم الذاتية لمصفوفة الارتباط ونسبة المعلومة المفسرة (جمود المحور)

Ln(RBA)	Ln(BPA)	Ln(DPA)	Ln(DLTCP)	Ln(DATCP)	Ln(DTCP)	Ln(Rf)	Ln(Re)	Ln(ROA)	Ln(VE)	Variables
F10	F9	F8	F7	F6	F5	F4	F3	F2	F1	
0,00	0,00	0,02	0,05	0,08	0,50	0,85	0,91	2,82	4,41	Valeur propre
0,00	0,01	0,16	0,53	0,77	4,96	8,54	12,74	28,22	44,06	Variabilité (%)
100,00	100,00	99,98	99,82	99,30	98,53	93,57	85,03	72,28	44,06	% cumulé

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

الشكل رقم (05-18): مخطط المنحدرات



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

من خلال اعتمادنا على معيار كايزر (Critère de Kaiser) والذي يأخذ بعين الاعتبار القيم الذاتية الأكبر من الواحد الصحيح ($\lambda_i > 1$)، وانطلاقاً من معطيات الجدول رقم: (05-16) والشكل رقم: (05-18) فإن القيمة الذاتية (λ_1) الخاصة بالمحور F_1 ، و F_2 تمثل بشكل جيد كل من نقط المتغيرات والأفراد على عكس القيم الذاتية الأخرى والتي جميع قيمها أقل تماماً من الواحد، وبالتالي فإننا سنكتفي مباشرة بتحليل وتفسير سحابتي نقط الأفراد ونقط المتغيرات على المستوي (F_1 ، و F_2) لأن قيمها الذاتية أكبر من الواحد ($\lambda_1 = 4,41$) بالنسبة ل F_1 و ($\lambda_2 = 2,82$) بالنسبة ل F_2 .

من خلال الجدول رقم (05-16) والشكل رقم (05-18) نستنتج أن المحور الأول (F_1) أو المركبة الأساسية الأولى تمثل (44,06%) من قيمة الجمود الكلي، أما المحور الثاني (F_2) فتمثل (28,22%)، فهذا يكون التمثيل على المخطط العملي ذو المحورين (F_1) و (F_2) بنسبة (72,28%) من الجمود الكلي، وهذه

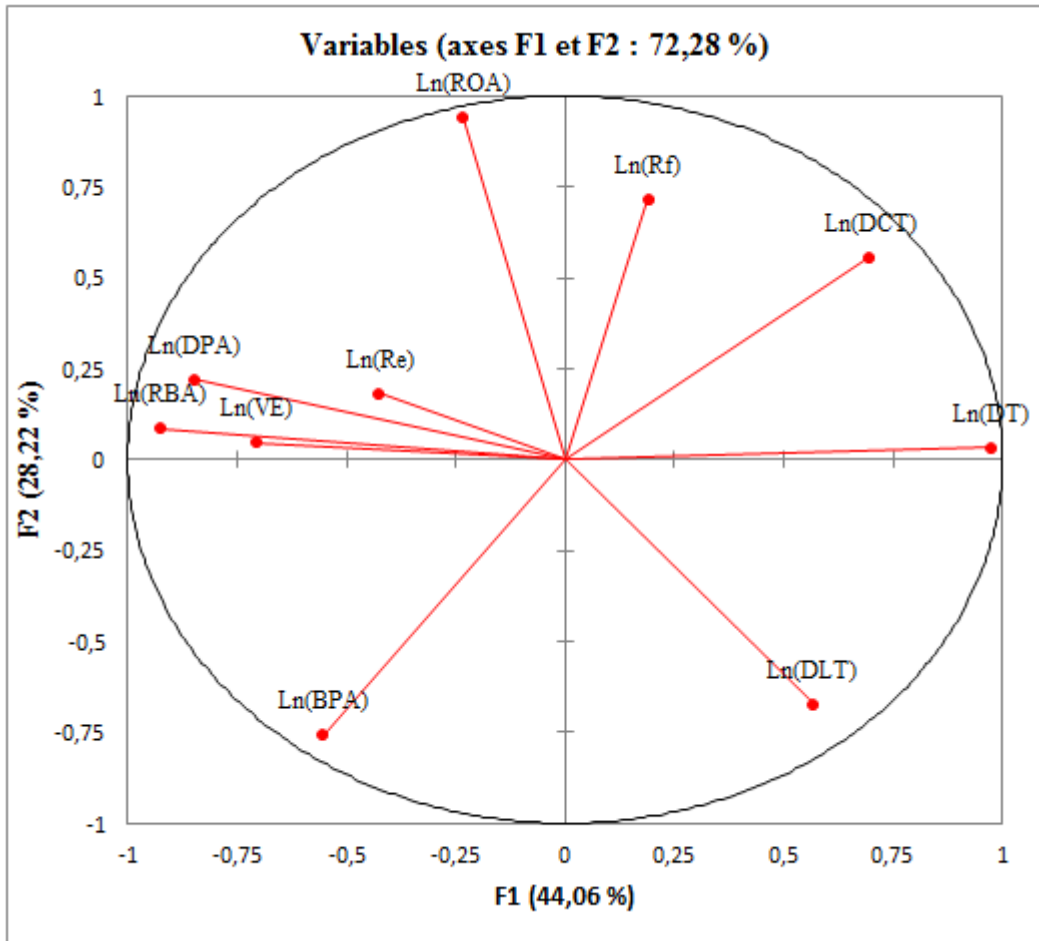
النسبة جيّدة وكافية لإعطاء صورة واضحة لسحابة النقط على هذا المخطّط فنكتفي بتمثيل المتغيرات على معلم متعامد ومتجانس واحد ذو بعدين (F1) و(F2).

الجدول رقم (17-05) يمثل نتائج مركبات الأقسام والمتغيرات المكونة باستعمال (XL-STAT2016)

Résultats par objet										Observation
Ln(RPA)	Ln(BPA)	Ln(DPA)	Ln(DL)	Ln(DC)	Ln(D)	Ln(Rf)	Ln(Re)	Ln(ROA)	Ln(VE)	
1	1	1	3	3	3	2	1	2	1	Classe

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

الشكل رقم (19-05): دائرة الارتباطات



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

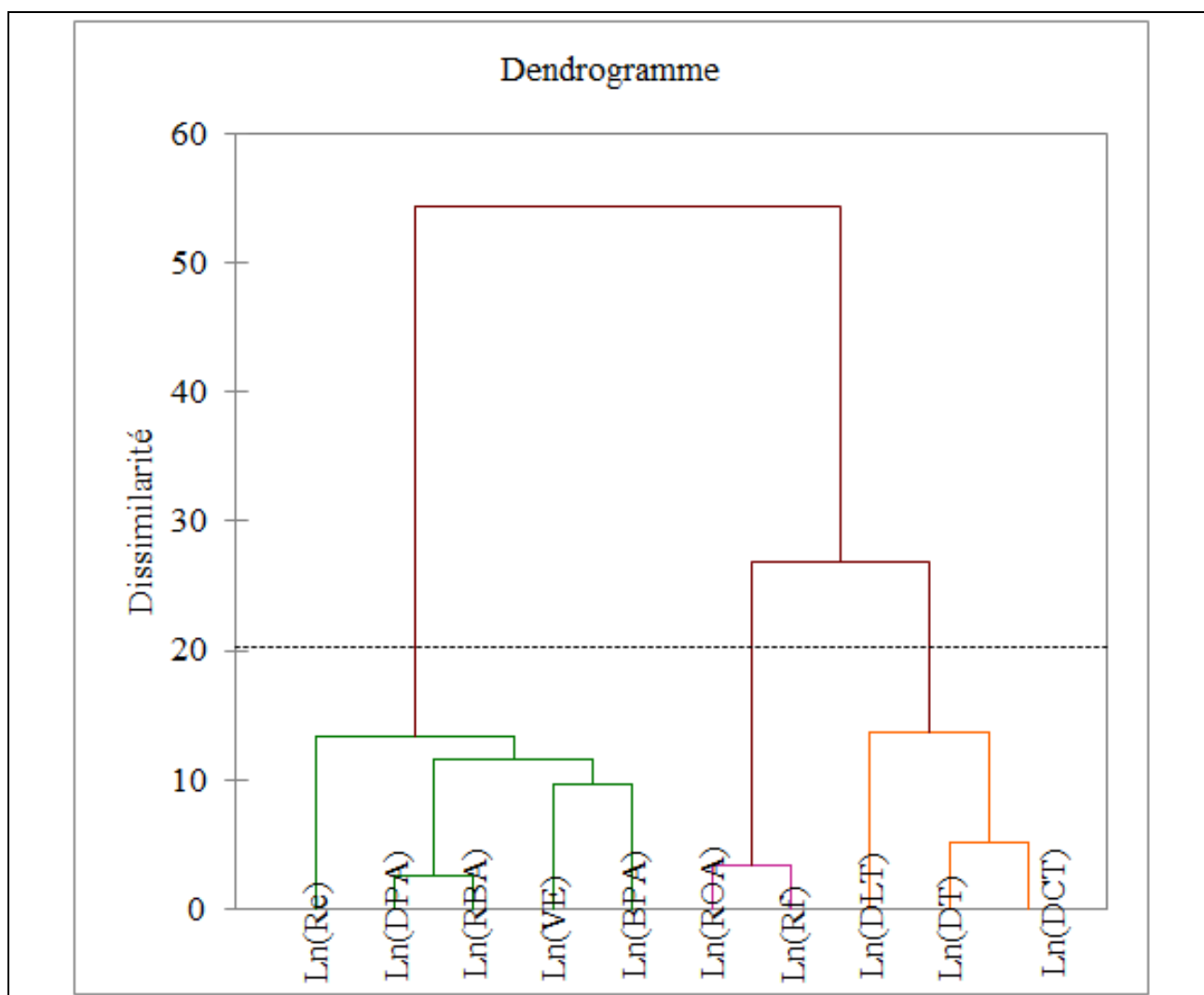
من خلال الشكل رقم: (19-05) وبالنظر إلى دائرة الارتباطات أعلاه نستخلص ما يلي:
كل المتغيرات تتمتع بجودة تمثيل عالية على هذا المستوى العملي المؤد بالمحاور العملية الأولى والثاني لقرنها من محيط الدائرة.

المطلب الثاني: طريقة التصنيف التسلسلي التصاعدي (CAH)

من خلال ما سبق ذكره من تحليل طريقة المركبات الأساسية يمكن التأكد من ذلك باستخدام تقنية التصنيف

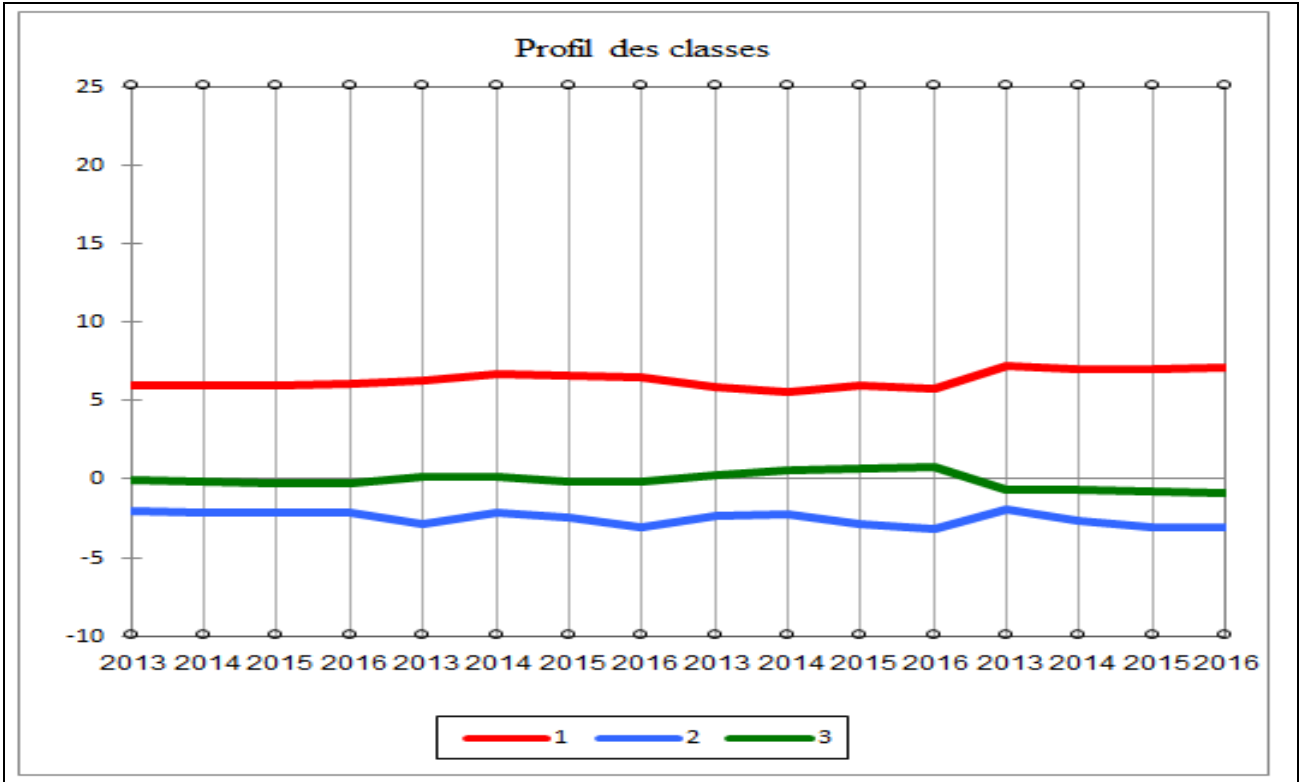
التسلسلي التصاعدي (CAH)، كما هو موضح في الشكلين التاليين:

الشكل رقم (20-05): عدد الأقسام الممكنة لتجميع المتغيرات باستعمال (XL-STAT2016)



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

الشكل رقم (21-05): عدد الأقسام الممكنة لتجميع المتغيرات باستعمال (XL-STAT2016)



المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (XL-STAT2016).

انطلاقاً من الجدول رقم (05-13). والأشكال السابقة رقم (05-19) و(05-20) المستخرجة من

البرنامج (XL. STAT2016) نستنتج ما يلي:

المتغيرات قيد الدراسة تصنف «تجمع» إلى ثلاثة أقسام:

- القسم الأول «1^{ere} classe»: ويحتوي على خمس متغيرات وهي: «Ln(Re) ، Ln(VE)»

؛ Ln(DPA) و Ln(BPA) و Ln(RPA)

- القسم الثاني «2^{eme} classe»: ويتكون من متغيرين وهما: «Ln(Re) و Ln(ROI)»

- القسم الثالث «3^{eme} classe»: ويتكون من ثلاث متغيرات وهو هي: «Ln(DC) ، Ln(D)»

و Ln(DL)».

خلاصة الفصل الخامس:

تطرقنا في هذا الفصل إلى دراسة تحليلية لمحددات القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، وهذا من خلال تحليل المؤشرات المالية ذات العلاقة بمختلف القرارات المالية، حيث أنه ولمعرفة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، قمنا بتطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية (ACP: Analyse en Composantes principales) باستعمال تقنية Classification Ascendante (CHA: Hiérarchique)، لأنها تعتبر الطريقة المثالية، بهدف تجميع المتغيرات المستقلة المؤثر على قيمة المؤسسة، وذلك من أجل معرفة أي المتغيرات المستقلة المؤثرة على قيمة المؤسسة ودرجة تأثير المتغيرات ببعضها البعض.

وبذلك نكون قد توصلنا إلى نتيجة تتمثل في أن هناك ارتباط قوي جداً وسالب بين القيمة السوقية للمؤسسة ونسبة الرفع المالي، أي توجد علاقة عكسية بينهما فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفضت القيمة السوقية للمؤسسة، وتفسير ذلك أن المستثمرين المقبلين على شراء الأسهم يتجنبون المؤسسات المشبعة بالديون، وتوجد علاقة ضعيفة جداً بين القيمة السوقية للمؤسسة ومعدل العائد على الاستثمار، هذا بالنسبة لعلاقة القيمة السوقية للمؤسسة والمتغيرات المالية المؤثرة فيها.

أما في ما يخص التأثير المتبادل بين المتغيرات المستقلة والمتمثلة في القرارات المالية فنجد أنه توجد علاقة ارتباط متوسطة وسالبة بين كل من نسبة الرفع المالي ونصيب السهم من التوزيعات، أي توجد علاقة عكسية بينهما، فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفض نصيب السهم من التوزيعات، وتفسير ذلك أن المؤسسة لم تلجأ للديون إلا بعد استنزافها للأرباح المحتجزة والتي كان من المفروض توزيعها، أي أن الموارد الداخلية بما فيها الأرباح المحتجزة لم تغطي كامل احتياجات المؤسسة مما اضهر للجوء للمصادر الخارجية المتمثلة في الديون.

الخاتمة

الخاتمة:

فرض التوجه نحو الانفتاح الاقتصادي وانتهاج اقتصاد السوق على الجزائر توفير بيئة ملائمة تستجيب لمتطلبات الأسواق الدولية والقدرة على جذب الاستثمار الأجنبي، وكخطوة أساسية في هذا الإطار توجب أن تتوفر هذه البيئة على سوق مالي (بورصة) باعتبارها أحد المحاور الأساسية في تنشيط عمليتي الاستثمار والتمويل، باعتبارها جزءاً هاماً في عملية الإصلاح الاقتصادي، فالأسواق المالية النشطة هي التي توفر ما تحتاجه المشاريع من تمويل باعتبارها الوعاء الذي تصب فيه المدخرات التي يعاد توجيهها بعد ذلك لمختلف مجالات الاستثمار التي تؤدي إلى خلق طاقات إنتاجية جديدة.

من جهة أخرى فإن القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية تهدف عموماً إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، فقرار اختيار المشروع الاستثماري وقرار توفير المصادر المالية للمؤسسة ومن ثم قرار توزيع الأرباح على المساهمين تُعتبر من أهم القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائماً إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها 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.

وفي الأخير فإن هذه الدراسة هدفت من خلال الفصول الخمسة إلى محاولة عرض وتحليل مختلف القرارات المالية والمتمثلة في قرارات الاستثمار، قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح وعلاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسة، وقد تم ذلك من خلال الاطلاع على مختلف المنطلقات الفكرية المرتبطة بموضوع الدراسة، الأمر الذي مكّن من استخلاص نتائج أهم وأبرز النظريات التي ساهمت في تحليل هذا الموضوع.

كما هدفت من جهة أخرى إلى محاولة دراسة وجود أو عدم وجود أثر للقرارات المالية على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر.

ومن جهة أخرى، ومن خلال هذه الدراسة تم معالجة الإشكالية الرئيسية والمتمثلة في معرفة: "كيف يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تحقيق أقصى ثروة للمساهمين وتعظيم قيمتها السوقية في ظل تداخل القرارات المالية والتأثير المتبادل بينها؟".

بعد عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالموضوع، ثم عرض وتحليل مختلف القرارات المالية (قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) وعلاقتها بالقيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة، آن الأوان وكمرحلة أخيرة القيام بعرض مختلف نتائج اختبار الفرضيات، إلى جانب طرح جملة من الاقتراحات، وتصور أهم جوانب الدراسات التي من شأنها أن تكون مكملة لهذه الدراسة أو مدعمة لها.

أولاً. نتائج اختبار فرضيات الدراسة: خلصت الدراسة إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية وهي كالتالي:

1. النتائج النظرية للدراسة: من خلال الفصول الأربعة الأولى والتي تمثل الجانب النظري للدراسة توصلنا إلى

إعطاء حكم نهائي للفرضيات الأربعة الأولى للدراسة كما يلي:

أ. نتيجة اختبار الفرضية الأولى: تنص هذه الفرضية على ما يلي: "يقصد بقيمة المؤسسة قيمة أصولها وخصومها (صافي مركزها المالي) أو ما يسمى بثروة المساهمين، وتقييم المؤسسات يتمثل في حصر وتقدير قيمة أصولها وخصومها بهدف الوصول إلى صافي قيمة تلك الأصول بغض النظر عن الطريقة التي يمكن اتباعها لتقدير تلك القيمة، والهدف من ورائها هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة قيمة التفاوض من أجل القيام بمختلف العمليات الاقتصادية".

انطلاقاً من عرضنا للفصل الأول ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يتبين لنا:

- أن الهدف الأسمى من وراء عملية التقييم هو إعطاء قيمة مرجعية للمؤسسة على أساسها يتم التوصل إلى قيمتها الحقيقية ومعرفة القيمة التي يتم التفاوض في شأنها من أجل القيام بعمليات الشراكة، الاندماج والخصوصية؛

- إن تعدد مقاربات تقييم المؤسسات بقدر ما يمثل نقطة إيجابية تتيح للخبير المقيم الفرصة لاختيار الطريقة الأنسب للمؤسسة بقدر ما تطرح له مجموعة من القيم للمؤسسة الواحدة في ظل وجود قيمة وحيدة لها؛

- كما أن تطبيق نفس طريقة التقييم على مؤسسة ما من خلال عدة خبراء تقييم بإمكانه أن يعطينا عدة قيم نظراً للاختلاف في حساب مكونات الطريقة نفسها؛

- إن من بين محددات تطبيق طريقة تقييم دون أخرى هو مدى توفر المعطيات المتعلقة بكل طريقة، زد على ذلك القصد المتوخى من عملية التقييم نفسها أي هل ستم لغرض عملية التصفية أو الاندماج أو الخصوصية (الجزئية أو الكلية).

هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الأول تؤكد لنا صحة الفرضية الأولى.

ب. نتيجة اختبار الفرضية الثانية: تنص هذه الفرضية على ما يلي: "تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصادر تقليدية ومصادر حديثة والتي تشكل مع بعضها البعض الهيكل المالي، حيث يمكن الوصول إلى الهيكلة المالية المثلى التي تعظم قيمة المؤسسة من خلال المزج بين مصادر التمويل المتاحة ذات أقل التكاليف".

انطلاقاً من عرضنا للفصل الثاني ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يتبين لنا أن:

- توفير المصادر المالية للمؤسسة هو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائما إلى توفير هذه المصادر بأقل التكاليف مما ينعكس إيجابا على قيمة المؤسسة أو بمعنى آخر، ينعكس على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي؛

- تشمل القرارات التمويلية جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف مصادر التمويل قصيرة، متوسطة أو طويلة على قيمة المؤسسة ورجحتها؛

- تعظيم القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال محدودها الدنيا.

هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الثاني تؤكد لنا صحة الفرضية الثانية.

ج. نتيجة اختبار الفرضية الثالثة: تنص هذه الفرضية على ما يلي: "يتوقف عائد الاستثمار على تكلفة الأموال التي سوف تستخدم في تمويله، فانخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى ارتفاع عائد الاستثمار، وبذلك يتحقق الهدف الذي تسعى إليه الإدارة المالية ألا وهو تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة".

انطلاقا من عرضنا للفصل الثالث ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يتبين لنا أن:

- تقييم القرارات الاستثمارية يهدف إلى قياس الربحية الخاصة التي تحققها المؤسسة، وهذا استنادا إلى عدة طرق ومعايير بحيث يتسنى للمسیر المالي في النهاية القدرة على اختيار الفرصة الاستثمارية المقبولة اقتصاديا، وتعتمد دراسة وتقييم الاستثمارات على البيانات والمعلومات الخاصة بالإيرادات والتكاليف المختلفة للمؤسسة؛

- الإدارة المالية عند اتخاذها لقرار التمويل تأخذ بعين الاعتبار التأثير الواضح لقرارات الاستثمار على قرارات التمويل؛

- الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة.

هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الثالث تؤكد لنا صحة الفرضية الثالثة.

د. نتيجة اختبار الفرضية الرابعة: تنص هذه الفرضية على ما يلي: "يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الاستراتيجية الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسات الاقتصادية، فالأرباح الموزعة تمثل دخلا جاريا يفضله كثير من المساهمين، وبالتالي سيؤثر ذلك على سعر السهم السوقى للشركة".

انطلاقاً من عرضنا للفصل الرابع ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يتبين لنا أن:

- سياسة توزيع الأرباح تتمثل في القرار المالي للمؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين واحتجاز تلك الأرباح بهدف إعادة استثمارها، لتعتبر أحد المصادر التمويلية؛
- الأرباح المحجوزة تعتبر مصدر تمويل للملكية، وهي أقل تكلفة من إصدار الأسهم العادية والممتازة، ويمكن أن تكون في بعض الحالات هي مصدر التمويل الوحيد للملكية إذا لم تستطع الشركة إصدار أسهم جديدة لتمويل استثماراتها.

هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الرابع تؤكد لنا صحة الفرضية الرابعة.

2. النتائج التطبيقية للدراسة: من خلال الفصل الخامس والأخير والذي يمثل الجانب التطبيقي للدراسة توصلنا إلى إعطاء حكم نهائي للفرضية الخامسة للدراسة كما يلي:

هـ. نتيجة اختبار الفرضية الخامسة: تنص هذه الفرضية على أنه: "يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية الرفع من قيمة أسهمها وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية من خلال اتخاذها لقرارات مالية تكون منسجمة ومتوافقة مع بعضها البعض، بحيث لا يتخذ أي قرار بمعزل عن باقي القرارات باعتبارها قرارات متداخلة معا وذات تأثير متبادل".

انطلاقاً من عرضنا للفصل الخامس ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يتبين لنا أن:

- هناك ارتباط قوي جداً وسالب بين القيمة السوقية للمؤسسة ونسبة الرفع المالي، أي توجد علاقة عكسية بينهما فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفضت القيمة السوقية للمؤسسة؛
- هناك علاقة ضعيفة جداً بين القيمة السوقية للمؤسسة ومعدل العائد على الاستثمار؛
- هناك علاقة ارتباط متوسطة وسالبة بين كل من نسبة الرفع المالي ونصيب السهم من التوزيعات، أي توجد علاقة عكسية بينهما، فكلما زادت نسبة الرفع المالي انخفض نصيب السهم من التوزيعات؛
- محدودية أداء بورصة الجزائر والذي يرجع إلى انعدام الخبرة والرؤى الواقعية للاقتصاد الجزائري مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لسوق مالي نشط.

هذه النتائج المتوصل إليها من خلال الفصل الخامس وبالأخص محدودية أداء بورصة الجزائر حال دون التأكد من صحة الفرضية الخامسة، وهذا على الرغم من أن الدراسات السابقة أكدت هذه الفرضية لذلك سيتم الاعتماد على نتائج الدراسات السابقة في إثبات صحة هذه الفرضية.

من خلال إثبات أغلب الفرضيات الفرعية للدراسة، يمكن القول بأن الفرضية الرئيسية والتي تنص على ما يلي: "باعتبار أن الهدف من صنع القرارات المالية (الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح) والتي لا يمكن أن تتخذ بمعزل عن بعضها البعض نظرا للتفاعلات فيما بينها هو تحقيق أهداف الإدارة المالية، وبالتالي السعي لتحقيق أقصى ثروة للمساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة" مثبتة وصحيحة.

ثانياً. الاقتراحات: مما سبق يمكن أن نخرج بمجموعة من الاقتراحات التي من شأنها أن تساهم في الرفع من القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المسعر في البورصة:

1. على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الاهتمام بالقرار التمويلي المرتبط باختيار الهيكل المالي الأمثل الذي من شأنه أن يعظم قيمتها السوقية، وذلك بالاستفادة من أثر الرفع المالي الموجب والوفورات الضريبية الناتجة عن استعمال الديون؛

2. يجب على المؤسسات الاقتصادية الاهتمام بقرار الاستثمار من خلال الاستثمار في مجالات أكثر ربحية باعتبار أغلب الدراسات العلمية تثبت أثر الاستثمار من خلال معدل العائد على الاستثمار عي القيمة السوقية للمؤسسة؛

3. يجب على المؤسسات الاقتصادية الاهتمام بقرار توزيع الأرباح باعتباره من القرارات الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للأسهم في البورصة.

ثالثاً. آفاق الدراسة: من المهم التأكيد أن منهج الإدارة المالية المعاصرة لا يقتصر فقط على قرارات الاستثمار والتمويل وقرارات توزيع الأرباح والتي تشكل ما يعرف بالقرارات المالية، إنما يستلزم الأمر تعزيز ذلك بإضافة مهتمتين ماليتين تعدان من أساسيات اتخاذ القرار المالي وهما التخطيط المالي والرقابة المالية، وهي بذلك تشكل في مجملها مجالات بحثية جديدة بالاهتمام.

قائمة المراجع

أولاً. المراجع باللغة العربية:

I. الكتب:

1. إبراهيم متولي حسن المغربي: دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي-من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.
2. أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
3. أسعد حميد العلي: الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013.
4. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي: التسيير المالي (الإدارة المالية) -دروس وتطبيقات-، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
5. براق محمد، غربي حمزة: مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2015.
6. ثامر علوان المصلح: تقييم قرارات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
7. جلال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج: الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
8. جليل كاظم مدلول العارضي: الإدارة المالية المتقدمة -مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
9. جليل كاظم مدلول العارضي، أرشد عبد الأمير جاسم الشمري: استراتيجيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
10. حسين بلعجوز: المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
11. حسين عطا غنيم: دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 1999.
12. حسين محمد سمحان، أحمد عارف العساف: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015.
13. حمزة عبد الكريم حماد: مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
14. حمزة محمود الزبيدي: أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.

15. حمزة محمود الزبيدي: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
16. دريد كامل آل شبيب: إدارة مالية الشركات المتقدمة، اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
17. دريد كامل آل شبيب: مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
18. دريد كامل آل شبيب: مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
19. رائد محمد عبد ربه: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع، الطبعة الأولى، دار الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
20. زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود: التسيير المالي-حسب البرنامج الرسمي الجديد-، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
21. زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
22. زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.
23. السيد أحمد السريتي: تخطيط المشروعات الاستثمارية ودراسات الجدوى، الطبعة الأولى، مؤسسة رؤية، الإسكندرية، مصر، 2009.
24. سيد سالم عرفة: دراسة جدوى المشروعات، الطبعة الأولى، دار الراجية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
25. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2013.
26. طارق الحاج: مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
27. طارق عبد العال حماد: التقييم-تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
28. عادل أحمد حشيش: تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية، بيروت، 2009.

29. عاطف جابر طه عبد الرحيم: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
30. عاطف وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
31. عبد العزيز النجار: أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
32. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص: أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2013.
33. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004.
34. عبد الكريم يعقوب: دراسة جدوى المشروع، الطبعة الأولى، دار أسامة النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
35. عبد الله حسين جوهر: إدارة المشروعات الاستثمارية - اقتصادية - تمويلية - محاسبية - إدارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2011.
36. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية - النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2008.
37. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التيمي: الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
38. علي عباس: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
39. فايز تيم: مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011.
40. فايز سليم حداد: الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
41. فتحي إبراهيم محمد أحمد: مذكرات في: مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007.
42. مبارك لسوس: التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012.
43. محب خلقة توفيق: الهندسة المالية - الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2015.

44. محمد الفاتح محمود بشير المغربي: تمويل ومؤسسات مالية، الطبعة الأولى، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
45. محمد أيمن عزت الميداني: الإدارة التمويلية في الشركات، الطبعة الأولى، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993.
46. محمد سمير الصبان وآخرون: المشاكل المحاسبية المعاصرة، دار المعرفة الجامعية، مصر 2000.
47. محمد سمير الصبان وآخرون: دراسات في المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
48. محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2011.
49. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: الإدارة المالية -مدخل القيمة واتخاذ القرارات-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
50. محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص: الإدارة المالية -التحليل المالي للمشروعات الجديدة-، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
51. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى: الإدارة المالية -التحليل المالي لمشروعات الأعمال-، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
52. محمد علي إبراهيم العامري: الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
53. محمود حسين الوادي وآخرون: دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
54. محمود عزت اللحام وآخرون: الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
55. محي الدين عمرو: التخلف والتنمية، دار النهضة العربية، بيروت، بيروت.
56. مفلح محمد عقل: مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
57. منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر-، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

58. منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
59. منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2011.
60. ناصر داداي عدون: الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1995.
61. ناصر داداي عدون، يوسف مامش: أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
62. نضال الحواري، ضرار العتيبي: إدارة المشاريع الإنمائية - دراسة وتقرير الجدوى-، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
63. هاشم رحيم السمراني: الإدارة المالية - منهج تحليلي شامل، الطبعة الثانية، ليبيا، 1997.
64. يحي غني النجار: تقييم المشروعات - تحليل معايير ومؤشرات دراسات الجدوى وتقييم كفاءة الأداء-، الطبعة الأولى، دار دجلة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
65. يونس خان، هشام صالح غرايبة: الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، عمان، الأردن، 2007.

II. المذكرات والرسائل الجامعية:

1. إبراهيم الدسوقي: محمد عبد المنعم، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية وأثره على قياس قيمة المنشأة، رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة القاهرة، مصر، 1995.
2. أحمد أمين سعد الله: دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003/2002.
3. أحمد بوراس: مصادر التمويل وقيمة المنشأة - دراسة لأثر سياسة توزيع الأسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2001.
4. أيمن سيد محمد سرحان: أثر المتغيرات المالية على القيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، 2003/2002.

5. بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية (غير منشورة)، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010.
6. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار-دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين، 2005/2004.
7. 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)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010.
8. بنية محمد: القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015-، مذكرة دكتوراه (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة المدية، 2017/2016.
9. بوساق محمد: أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية-دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2013، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2016/2015.
10. بوعلام لطيفة: التوفيق بين السياسة الاستثمارية والسياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية لتعظيم ربحيتها-دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010/2009.
11. حورية بديدة: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي-دراسة اختبارية وحديثه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007-2009-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011.
12. زيرام وليد: أثر توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة-دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية خلال الفترة 2003/2011- مذكرة ماجستير في العلوم التجارية (غير منشورة)، جامعة فرحات عباس بسطيف، الجزائر، 2012، ص 68.

13. صباح أسامة علي شراب: أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية -دراسة تطبيقية-، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.
14. ضيف ياسين: تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2015/2014.
15. عبد الكريم بوحادرة: أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم -مع دراسة حالة-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة-، الجزائر، 2012/2011.
16. عدمان فايزة: سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة -دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج البانل-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017/2016.
17. علي بن الضب: دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة -دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008-، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009/2008.
18. غربي حمزة: محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2014.
19. موسى بن منصور: آثار الانضمام على الشركات المنضمة، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009.
20. هوارى سويسي: تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه (غير منشورة) في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008.

III. المجلات:

1. بكارى بلخير: أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد 10، 2012.
2. صبيحة قاسم هاشم: نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة- مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد: 73، المجلد: 02، بغداد، العراق، 2015.
3. زغيب مليكة: علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية-دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الانسانية -بحوث اقتصادية، العدد: 31، المجلد: ب، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009.
4. دادن عبد الوهاب: تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية- مجلة الباحث، العدد: 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
5. مفيد الظاهر: تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد: 23، المجلد: 02، حزيران 2011.
6. زرقون محمد: أثر الاككتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر-، مجلة الباحث، العدد: 08، 2010.
7. محسن نمر: توزيع الأرباح وسياسة التوزيعات، مجلة المساهم، العدد: 03، عمان، الأردن، مارس 1997.
8. نضال عمر زلوم، اسحاق محمود الشعار: أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، العدد: 01، المجلد: 02، 2015.
9. عبد الناصر إبراهيم نور: العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين شركات المساهمة العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، العدد: 17، المجلد: 01، 2003.
10. بريس عبد القادر، بدروني عيسى: محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد: 10، جوان 2013.
11. أحمد البدوي محمد: محددات توزيع الأرباح وأثرها على قيمة السهم في سوق الوراق المالية، مجلة بنك فيصل الإسلامي السوداني، العدد: 12، أبريل 2008، السودان.

IV. LES LIVRES:

1. Aswath Damodaran: Pratique de la finance d'entreprise: théorie et pratique, 2^{ème} Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006.
2. Bellalah Mondher: Finance Moderne d'Entreprise, 2^{ème} Edition, Edition Economica, Paris, 2003.
3. Chapelle De Philippe: l'Evaluation des entreprises, 3^{ème} Edition, Edition Economica, Paris, 2007.
4. Chaplain Gérard: Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise, édition EMS, Paris, 2004.
5. Choinel Alain: Introduction à l'Ingénierie Financière, édition la Revue Banque, Paris, 1991.
6. Conso Pierre, Hemicci Farouk: Gestion Financière de l'Entreprise, 9^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, 1999.
7. F.Brigham, C.Ehrhardt, Financial management: Theory and Practices, 13^{ème} Edition, South-Western Cengage Learning, USA, 2011.
8. Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard: Gestion Financière D'entreprise, 11^{ème} Edition, Edition Dalloz, Paris, 1997
9. Gerhard Schroeck, Risk Management and Value Creation in Financial Institutions, John Wiley & Sons, New Jersey, USA, 2002.
10. Hkent Baker, Gray Powell: Understanding Financial Management, Black Well Publishing, USA, 2005.
11. Hkent Baker: Dividends and Dividend Policy, John Wiley and Sons In, Nez Jersey, 2009.
12. J. Teulié, P.Topasacalian: Finance, 2^{ème} Edition, Vuibert, Paris, 1999.
13. J.Barrean, J. Delahaye: Gestion financière: Manuel et application, 9^{ème} Edition, Edition Dunod, Paris, 2000.
14. J.Brilmann, C.Maire: Manuel d'évaluation des entreprises, édition d'Organisation, Paris, 1993.

15. J.Claude Tournier, J.Baptiste Tournier: **Evaluation d'entreprise: Que vaut un entreprise**, 3^{em} édition, édition d'Organisation, Paris.
16. Jack Broyles: **Financial Management and Real Options**, John Wiley and Sons, England, 2003.
17. Jacques Teulié, Patrick Topscalian: **Finance**, 3^{eme} Edition, Vuibert, Paris, 2000
18. John.D Stowe and Others: **Analysis Of Equity Investments-Valuation**, United Book Press, USA, 2002
19. K.Achouche, A.Labanji: **Que Vaut Votre Entreprise? Diagnostic et Evaluation De L'entreprise**, Edition SNC, Alger, 1996.
20. Mauguire.H: **L'evaluation Des Entreprises Non Cotées**, Edition Bordas, Paris, 1990.
21. Michel Albouy: **Décisions Financières Et Création De Valeur**, 2^{eme} Edition, Edition Economica Paris, 2003
22. Patrice Vizzavona: **Pratique De Gestion, Tome3: Evaluation Des Entreprise**, édition BER TI, Tipaza, 1990.
23. Pene Didier: **Evaluation Et Prise De Contrôle De L'entreprise, Tome2: Evaluation Et Montages Financière**, 2^{em} Edition, Edition Economica, Paris.
24. Petter Moles and Others, **Corporate Finance**, European Edition, John Wiley & Sons ,2011, Great Britain.
25. Richard Brealey, Stewart Myers, **Principle of Corporate Finance**, 07^{eme} Edition, Edition MC Graw-Hill Companies, USA, 2003
26. Robert Cobbaut: **Théorie Financière**, 4^{eme} Edition, Economica, Paris, 1997.
27. Tchemeni Emmanuel: **Evaluation des entreprise**, édition Economica, Paris, 1993.
28. Vernimmen Pierre: **Finance d'entreprise**, 3^{em} Edition, Edition Dalloz, Paris, 1998.

V. Les Mémoires:

1. Islam Missaoui: Evaluation des entreprise et introduction en Bourse, Mémoire De Fin Etude Pour L'obtention D'une Maitrise En Finance, Faculté Du Nabeul, 2009.

VI. Les articles:

1. D.Ferrar, I.Selwyn: Corporate Financial Policy and Returns to Investor, National Tax Journal, N°: 30, 1967.
2. Jensen. M, Meckling, The Theory Of The Firm-Managerial Behavior Agency Costs And Ownership Structure-, Journal Of Financial Economics, N°3, oct, 1976.
3. M.Brennan: Market Valuation and Corporate Financial Policy, National Tax Journal, N°: 33, 1970.
4. M.Miller, F.Modigliani: Dividend Policy-Growth and The Valuation of Shares , The Journal of Business, Vol 34, N°04, October, 1961
5. M.Miller, M.Schles, Dividends and Taxes, Journal of Financial Economic, N°: 06, 1970
6. 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.
7. Mondher Bellalah: Réflexion Sur La Politique Optimale De Dividendes En Présence De Coûts D'information, Cahiers De Recherche n°209, Université Paris IX Dauphine.

VII. Les Sites:

1. www.allianceassurances.com.
2. www.cosob.dz.
3. www.el-aurassi.com.
4. www.rouiba.com.dz.
5. www.saidalgroup.dz.

6. www.sgbv.dz.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): القيمة السوقية لمؤسسة ألبانس للتأمينات

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
3511729155	2014-09-03	3511729155	2014-04-02	4788721575	2013-06-03	4788721575	2013-01-03
3511729155	2014-09-08	3511729155	2014-04-07	4788721575	2013-06-05	4788721575	2013-01-07
3511729155	2014-09-10	3511729155	2014-04-09	4788721575	2013-06-10	4788721575	2013-01-09
3511729155	2014-09-15	3511729155	2014-04-14	4788721575	2013-06-12	4788721575	2013-01-14
3511729155	2014-09-17	3511729155	2014-04-16	4788721575	2013-06-17	4788721575	2013-01-16
3511729155	2014-09-22	3511729155	2014-04-21	4788721575	2013-06-19	4788721575	2013-01-21
3511729155	2014-09-24	3511729155	2014-04-23	4788721575	2013-06-24	4788721575	2013-01-23
3511729155	2014-09-29	3511729155	2014-04-28	4788721575	2013-06-26	4788721575	2013-01-28
3511729155	2014-10-01	3511729155	2014-04-30	4788721575	2013-07-01	4788721575	2013-01-30
3511729155	2014-10-06	3511729155	2014-05-05	4788721575	2013-07-03	4788721575	2013-02-04
3511729155	2014-10-08	3511729155	2014-05-07	4788721575	2013-07-08	4788721575	2013-02-06
3511729155	2014-10-13	3511729155	2014-05-12	4788721575	2013-07-10	4788721575	2013-02-11
3511729155	2014-10-15	3511729155	2014-05-14	4788721575	2013-07-15	4788721575	2013-02-13
3511729155	2014-10-20	3511729155	2014-05-19	4788721575	2013-07-17	4788721575	2013-02-18
3511729155	2014-10-22	3511729155	2014-05-21	4788721575	2013-07-22	4788721575	2013-02-20
3511729155	2014-10-27	3511729155	2014-05-26	4788721575	2013-07-24	4788721575	2013-02-25
3511729155	2014-10-29	3511729155	2014-05-28	4788721575	2013-07-29	4788721575	2013-02-27
3511729155	2014-11-04	3511729155	2014-06-02	4788721575	2013-07-31	4788721575	2013-03-04
3511729155	2014-11-06	3511729155	2014-06-04	4788721575	2013-08-05	4788721575	2013-03-06
3511729155	2014-11-10	3511729155	2014-06-09	4788721575	2013-08-07	4788721575	2013-03-11
3511729155	2014-11-12	3511729155	2014-06-11	4788721575	2013-08-12	4788721575	2013-03-13
3163458495	2014-11-17	3511729155	2014-06-16	4788721575	2013-08-14	4788721575	2013-03-18
3163458495	2014-11-19	3511729155	2014-06-18	4788721575	2013-08-19	4788721575	2013-03-20
3308571270	2014-11-24	3511729155	2014-06-23	4788721575	2013-08-21	4788721575	2013-03-25
3453684045	2014-11-26	3511729155	2014-06-25	4788721575	2013-08-26	4788721575	2013-03-27
3453684045	2014-12-01	3511729155	2014-06-30	4788721575	2013-08-28	4788721575	2013-04-01
3453684045	2014-12-03	3511729155	2014-07-02	4788721575	2013-09-02	4788721575	2013-04-03
3453684045	2014-12-08	3511729155	2014-07-07	4788721575	2013-09-04	4788721575	2013-04-08
3453684045	2014-12-10	3511729155	2014-07-09	4788721575	2013-09-09	4788721575	2013-04-10
3453684045	2014-12-15	3511729155	2014-07-14	4788721575	2013-09-11	4788721575	2013-04-15
3453684045	2014-12-17	3511729155	2014-07-16	4788721575	2013-09-16	4788721575	2013-04-17
3453684045	2014-12-22	3511729155	2014-07-21	4788721575	2013-09-18	4788721575	2013-04-22
3453684045	2014-12-24	3511729155	2014-07-23	4788721575	2013-09-23	4788721575	2013-04-24
3453684045	2014-12-29	3511729155	2014-07-30	4788721575	2013-09-25	4788721575	2013-04-29
3453684045	2014-12-31	3511729155	2014-08-04	4788721575	2013-09-30	4788721575	2013-05-02
3453684045	2015-01-05	3511729155	2014-08-06	4788721575	2013-10-02	4788721575	2013-05-06
3453684045	2015-01-07	3511729155	2014-08-11	4788721575	2013-10-07	4788721575	2013-05-08
3453684045	2015-01-12	3511729155	2014-08-13	4324360695	2013-10-09	4788721575	2013-05-13
3453684045	2015-01-14	3511729155	2014-08-18	4324360695	2013-10-14	4788721575	2013-05-15
3598796820	2015-01-19	3511729155	2014-08-20	4324360695	2013-10-20	4788721575	2013-05-20
3598796820	2015-01-21	3511729155	2014-08-25	4324360695	2013-10-22	4788721575	2013-05-22
3598796820	2015-01-26	3511729155	2014-08-27	4121202810	2013-10-28	4788721575	2013-05-27
3598796820	2015-01-28	3511729155	2014-09-01	4121202810	2013-10-30	4788721575	2013-05-29

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2989323165	2016-04-27	3279548715	2015-11-30	3337593825	2015-07-01	3598796820	2015-02-02
2902255500	2016-05-02	3279548715	2015-12-02	3337593825	2015-07-06	3598796820	2015-02-04
2902255500	2016-05-04	3279548715	2015-12-07	3337593825	2015-07-08	3598796820	2015-02-09
2989323165	2016-05-09	3279548715	2015-12-09	3337593825	2015-07-13	3598796820	2015-02-11
2989323165	2016-05-11	3279548715	2015-12-14	3337593825	2015-07-15	3598796820	2015-02-16
2902255500	2016-05-16	3279548715	2015-12-16	3337593825	2015-07-20	3453684045	2015-02-18
2902255500	2016-05-18	3279548715	2015-12-21	3308571270	2015-07-22	3453684045	2015-02-23
2902255500	2016-05-23	3134435940	2015-12-23	3308571270	2015-07-27	3453684045	2015-02-25
2902255500	2016-05-25	3134435940	2015-12-28	3308571270	2015-07-29	3424661490	2015-03-02
2902255500	2016-05-30	3134435940	2015-12-30	3308571270	2015-08-03	3424661490	2015-03-04
2902255500	2016-06-01	3134435940	2016-01-04	3308571270	2015-08-05	3424661490	2015-03-09
2902255500	2016-06-06	2989323165	2016-01-06	3308571270	2015-08-10	3424661490	2015-03-11
2902255500	2016-06-08	2989323165	2016-01-11	3308571270	2015-08-12	3424661490	2015-03-16
2902255500	2016-06-13	3134435940	2016-01-13	3308571270	2015-08-17	3424661490	2015-03-18
2902255500	2016-06-15	3134435940	2016-01-18	3308571270	2015-08-19	3424661490	2015-03-23
2699097615	2016-06-20	2989323165	2016-01-20	3308571270	2015-08-24	3424661490	2015-03-25
2699097615	2016-06-22	2989323165	2016-01-25	3308571270	2015-08-26	3424661490	2015-03-30
2699097615	2016-06-27	2989323165	2016-01-27	3308571270	2015-08-31	3424661490	2015-04-01
2699097615	2016-06-29	2989323165	2016-02-01	3308571270	2015-09-02	3424661490	2015-04-06
2757142725	2016-07-04	2902255500	2016-02-03	3308571270	2015-09-07	3424661490	2015-04-08
2699097615	2016-07-11	2902255500	2016-02-08	3627819375	2015-09-09	3424661490	2015-04-13
2699097615	2016-07-13	2902255500	2016-02-10	3627819375	2015-09-14	3424661490	2015-04-15
2699097615	2016-07-18	2989323165	2016-02-15	3627819375	2015-09-16	3221503605	2015-04-20
2699097615	2016-07-20	2989323165	2016-02-17	3627819375	2015-09-21	3221503605	2015-04-22
2699097615	2016-07-25	2989323165	2016-02-22	3627819375	2015-09-23	3221503605	2015-04-27
2699097615	2016-07-27	2989323165	2016-02-24	3627819375	2015-09-28	3366616380	2015-04-29
2699097615	2016-08-01	2989323165	2016-02-29	3627819375	2015-09-30	3366616380	2015-05-04
2699097615	2016-08-03	2989323165	2016-03-02	3627819375	2015-10-05	3366616380	2015-05-06
2699097615	2016-08-08	2989323165	2016-03-07	3627819375	2015-10-07	3366616380	2015-05-11
2699097615	2016-08-10	2989323165	2016-03-09	3627819375	2015-10-12	3366616380	2015-05-13
2699097615	2016-08-15	2989323165	2016-03-14	3627819375	2015-10-14	3366616380	2015-05-18
2699097615	2016-08-17	2989323165	2016-03-16	3627819375	2015-10-19	3366616380	2015-05-20
2699097615	2016-08-22	2989323165	2016-03-21	3627819375	2015-10-21	3366616380	2015-05-25
2699097615	2016-08-24	2902255500	2016-03-23	3627819375	2015-10-26	3366616380	2015-05-27
2699097615	2016-08-29	2989323165	2016-03-28	3627819375	2015-10-28	3366616380	2015-06-01
2699097615	2016-08-31	2989323165	2016-03-30	3627819375	2015-11-02	3366616380	2015-06-03
2699097615	2016-09-05	2931278055	2016-04-04	3627819375	2015-11-04	3163458495	2015-06-08
2699097615	2016-09-07	2989323165	2016-04-06	3627819375	2015-11-09	3163458495	2015-06-10
2699097615	2016-09-14	2989323165	2016-04-11	3627819375	2015-11-11	3163458495	2015-06-15
2699097615	2016-09-19	2989323165	2016-04-13	3627819375	2015-11-16	3337593825	2015-06-17
2699097615	2016-09-21	2989323165	2016-04-18	3627819375	2015-11-18	3337593825	2015-06-22
2699097615	2016-09-26	2989323165	2016-04-20	3627819375	2015-11-23	3337593825	2015-06-24
2699097615	2016-09-28	2989323165	2016-04-25	3279548715	2015-11-25	3337593825	2015-06-29

..... قائمة الملاحق

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2699097615	2016-12-15	2699097615	2016-11-21	2728120170	2016-10-26	2699097615	2016-10-04
2699097615	2016-12-19	2699097615	2016-11-23	2728120170	2016-10-31	2699097615	2016-10-06
2699097615	2016-12-21	2699097615	2016-11-28	2728120170	2016-11-03	2699097615	2016-10-10
2699097615	2016-12-26	2699097615	2016-11-30	2728120170	2016-11-07	2699097615	2016-10-13
2699097615	2016-12-28	2699097615	2016-12-05	2728120170	2016-11-09	2699097615	2016-10-17
/	/	2699097615	2016-12-07	2728120170	2016-11-14	2699097615	2016-10-19
/	/	2699097615	2016-12-13	2728120170	2016-11-16	2728120170	2016-10-24

الملحق رقم (02): القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2520000000	2014-04-02	2340000000	2013-11-04	2040000000	2013-06-03	2040000000	2013-01-03
2520000000	2014-04-07	2340000000	2013-11-07	2040000000	2013-06-05	2040000000	2013-01-07
2520000000	2014-04-09	2340000000	2013-11-11	2160000000	2013-06-10	2040000000	2013-01-09
2520000000	2014-04-14	2340000000	2013-11-13	2160000000	2013-06-12	2040000000	2013-01-14
2520000000	2014-04-16	2340000000	2013-11-18	2160000000	2013-06-17	2040000000	2013-01-16
2520000000	2014-04-21	2340000000	2013-11-20	2160000000	2013-06-19	2040000000	2013-01-21
2520000000	2014-04-23	2340000000	2013-11-25	2160000000	2013-06-24	2040000000	2013-01-23
2520000000	2014-04-28	2340000000	2013-11-27	2160000000	2013-06-26	2040000000	2013-01-28
2520000000	2014-04-30	2340000000	2013-12-02	2160000000	2013-07-01	2040000000	2013-01-30
2520000000	2014-05-05	2340000000	2013-12-04	2160000000	2013-07-03	2040000000	2013-02-04
2520000000	2014-05-07	2400000000	2013-12-09	2160000000	2013-07-08	2040000000	2013-02-06
2520000000	2014-05-12	2340000000	2013-12-11	2160000000	2013-07-10	2040000000	2013-02-11
2520000000	2014-05-14	2340000000	2013-12-16	2160000000	2013-07-15	2040000000	2013-02-13
2520000000	2014-05-19	2340000000	2013-12-18	2160000000	2013-07-17	2040000000	2013-02-18
2520000000	2014-05-21	2340000000	2013-12-23	2160000000	2013-07-22	2040000000	2013-02-20
2520000000	2014-05-26	2340000000	2013-12-25	2160000000	2013-07-24	2040000000	2013-02-25
2520000000	2014-05-28	2340000000	2013-12-30	2160000000	2013-07-29	2040000000	2013-02-27
2520000000	2014-06-02	2340000000	2014-01-02	2160000000	2013-07-31	2040000000	2013-03-04
2520000000	2014-06-04	2340000000	2014-01-06	2160000000	2013-08-05	2040000000	2013-03-06
2520000000	2014-06-09	2340000000	2014-01-22	2160000000	2013-08-07	2040000000	2013-03-11
2520000000	2014-06-11	2340000000	2014-01-08	2160000000	2013-08-12	2040000000	2013-03-13
2520000000	2014-06-16	2340000000	2014-01-20	2160000000	2013-08-14	2040000000	2013-03-18
2520000000	2014-06-18	2520000000	2014-03-24	2160000000	2013-08-19	2040000000	2013-03-20
2520000000	2014-06-23	2340000000	2014-01-13	2160000000	2013-08-21	2040000000	2013-03-25
2520000000	2014-06-25	2340000000	2014-01-16	2160000000	2013-08-26	2040000000	2013-03-27
2520000000	2014-06-30	2370000000	2014-01-27	2160000000	2013-08-28	2040000000	2013-04-01
2520000000	2014-07-02	2370000000	2014-01-29	2160000000	2013-09-02	2040000000	2013-04-03
2520000000	2014-07-07	2370000000	2014-02-03	2160000000	2013-09-04	2040000000	2013-04-08
2520000000	2014-07-09	2370000000	2014-02-05	2160000000	2013-09-09	2040000000	2013-04-10
2520000000	2014-07-14	2370000000	2014-02-10	2160000000	2013-09-11	2040000000	2013-04-15
2400000000	2014-07-16	2370000000	2014-02-12	2160000000	2013-09-16	2040000000	2013-04-17
2400000000	2014-07-21	2370000000	2014-02-17	2160000000	2013-09-18	2040000000	2013-04-22
2400000000	2014-07-23	2370000000	2014-02-19	2160000000	2013-09-23	2040000000	2013-04-24
2400000000	2014-07-30	2400000000	2014-02-24	2160000000	2013-09-25	2040000000	2013-04-29
2400000000	2014-08-04	2400000000	2014-02-26	2160000000	2013-09-30	2040000000	2013-05-02
2520000000	2014-08-06	2520000000	2014-03-03	2340000000	2013-10-02	2070000000	2013-05-06
2520000000	2014-08-11	2520000000	2014-03-05	2340000000	2013-10-07	2070000000	2013-05-08
2520000000	2014-08-13	2520000000	2014-03-10	2340000000	2013-10-09	2070000000	2013-05-13
2550000000	2014-08-18	2520000000	2014-03-12	2340000000	2013-10-14	2070000000	2013-05-15
2550000000	2014-08-20	2520000000	2014-03-17	2340000000	2013-10-20	2040000000	2013-05-20
2550000000	2014-08-25	2520000000	2014-03-19	2340000000	2013-10-22	2040000000	2013-05-22
2550000000	2014-08-27	2520000000	2014-03-26	2340000000	2013-10-28	2040000000	2013-05-27
2550000000	2014-09-01	2520000000	2014-03-31	2340000000	2013-10-30	2040000000	2013-05-29

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2880000000	2015-11-30	2640000000	2015-07-01	2640000000	2015-02-02	2550000000	2014-09-03
2880000000	2015-12-02	2640000000	2015-07-06	2640000000	2015-02-04	2550000000	2014-09-08
2880000000	2015-12-07	2640000000	2015-07-08	2640000000	2015-02-09	2550000000	2014-09-10
2880000000	2015-12-09	2640000000	2015-07-13	2640000000	2015-02-11	2700000000	2014-09-15
2880000000	2015-12-14	2460000000	2015-07-15	2640000000	2015-02-16	2700000000	2014-09-17
2880000000	2015-12-16	2460000000	2015-07-20	2640000000	2015-02-18	2700000000	2014-09-22
2880000000	2015-12-21	2460000000	2015-07-22	2640000000	2015-02-23	2700000000	2014-09-24
2880000000	2015-12-23	2460000000	2015-07-27	2640000000	2015-02-25	2700000000	2014-09-29
2880000000	2015-12-28	2640000000	2015-07-29	2640000000	2015-03-02	2700000000	2014-10-01
2880000000	2015-12-30	2640000000	2015-08-03	2640000000	2015-03-04	2700000000	2014-10-06
2880000000	2016-01-04	2640000000	2015-08-05	2580000000	2015-03-09	2700000000	2014-10-08
2880000000	2016-01-06	2640000000	2015-08-10	2580000000	2015-03-11	2520000000	2014-10-13
2880000000	2016-01-11	2640000000	2015-08-12	2580000000	2015-03-16	2520000000	2014-10-15
2880000000	2016-01-13	2640000000	2015-08-17	2580000000	2015-03-18	2520000000	2014-10-20
2880000000	2016-01-18	2640000000	2015-08-19	2580000000	2015-03-23	2520000000	2014-10-22
2880000000	2016-01-20	2640000000	2015-08-26	2640000000	2015-03-25	2520000000	2014-10-27
2880000000	2016-01-25	2640000000	2015-08-24	2640000000	2015-03-30	2520000000	2014-10-29
2880000000	2016-01-27	2640000000	2015-08-31	2640000000	2015-04-01	2640000000	2014-11-04
2880000000	2016-02-01	2880000000	2015-09-02	2640000000	2015-04-06	2640000000	2014-11-06
2880000000	2016-02-03	2880000000	2015-09-07	2640000000	2015-04-08	2640000000	2014-11-10
2880000000	2016-02-08	2880000000	2015-09-09	2670000000	2015-05-25	2640000000	2014-11-12
2880000000	2016-02-10	2880000000	2015-09-14	2640000000	2015-04-13	2640000000	2014-11-17
2880000000	2016-02-15	2880000000	2015-09-16	2640000000	2015-04-15	2640000000	2014-11-19
2880000000	2016-02-17	2880000000	2015-09-21	2640000000	2015-04-20	2640000000	2014-11-24
2880000000	2016-02-22	2880000000	2015-09-23	2640000000	2015-04-22	2640000000	2014-11-26
2880000000	2016-02-24	2880000000	2015-09-28	2640000000	2015-04-27	2640000000	2014-12-01
2880000000	2016-02-29	2880000000	2015-09-30	2640000000	2015-04-29	2640000000	2014-12-03
2880000000	2016-03-02	2880000000	2015-10-05	2640000000	2015-05-04	2640000000	2014-12-08
2880000000	2016-03-07	2880000000	2015-10-07	2640000000	2015-05-06	2640000000	2014-12-10
2880000000	2016-03-09	2880000000	2015-10-12	2640000000	2015-05-11	2640000000	2014-12-15
2880000000	2016-03-14	2880000000	2015-10-14	2640000000	2015-05-13	2640000000	2014-12-17
2880000000	2016-03-16	2880000000	2015-10-19	2640000000	2015-05-18	2640000000	2014-12-22
2880000000	2016-03-21	2880000000	2015-10-21	2670000000	2015-05-20	2640000000	2014-12-24
2880000000	2016-03-23	2880000000	2015-10-26	2670000000	2015-05-27	2640000000	2014-12-29
2880000000	2016-03-28	2880000000	2015-10-28	2670000000	2015-06-01	2640000000	2014-12-31
2880000000	2016-03-30	2880000000	2015-11-02	2640000000	2015-06-03	2640000000	2015-01-05
2910000000	2016-04-04	2880000000	2015-11-04	2640000000	2015-06-08	2640000000	2015-01-07
2910000000	2016-04-06	2880000000	2015-11-09	2640000000	2015-06-10	2640000000	2015-01-12
2910000000	2016-04-11	2880000000	2015-11-11	2640000000	2015-06-15	2640000000	2015-01-14
2910000000	2016-04-13	2880000000	2015-11-16	2640000000	2015-06-17	2640000000	2015-01-19
2910000000	2016-04-18	2880000000	2015-11-18	2640000000	2015-06-22	2640000000	2015-01-21
2910000000	2016-04-20	2880000000	2015-11-23	2640000000	2015-06-24	2640000000	2015-01-26
2880000000	2016-04-25	2880000000	2015-11-25	2640000000	2015-06-29	2640000000	2015-01-28

قائمة الملاحق

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2820000000	2016-11-09	2670000000	2016-09-05	2910000000	2016-06-29	2880000000	2016-04-27
2820000000	2016-11-14	2670000000	2016-09-07	2670000000	2016-07-04	2880000000	2016-05-02
2820000000	2016-11-16	2670000000	2016-09-14	2670000000	2016-07-11	2880000000	2016-05-04
2820000000	2016-11-21	2670000000	2016-09-19	2670000000	2016-07-13	2880000000	2016-05-09
2820000000	2016-11-23	2670000000	2016-09-21	2670000000	2016-07-18	2880000000	2016-05-11
2820000000	2016-11-28	2670000000	2016-09-26	2670000000	2016-07-20	2880000000	2016-05-16
2820000000	2016-11-30	2760000000	2016-09-28	2670000000	2016-07-25	2880000000	2016-05-18
2820000000	2016-12-05	2760000000	2016-10-04	2670000000	2016-07-27	2880000000	2016-05-23
2820000000	2016-12-07	2760000000	2016-10-06	2670000000	2016-08-01	2880000000	2016-05-25
2820000000	2016-12-13	2760000000	2016-10-10	2670000000	2016-08-03	2880000000	2016-05-30
2970000000	2016-12-15	2760000000	2016-10-13	2670000000	2016-08-10	2880000000	2016-06-01
2970000000	2016-12-19	2760000000	2016-10-17	2670000000	2016-08-08	2880000000	2016-06-06
2970000000	2016-12-21	2760000000	2016-10-19	2670000000	2016-08-15	2880000000	2016-06-08
2820000000	2016-10-31	2760000000	2016-10-24	2670000000	2016-08-17	2880000000	2016-06-13
2970000000	2016-12-26	2760000000	2016-10-26	2670000000	2016-08-22	2880000000	2016-06-15
2970000000	2016-12-28	2820000000	2016-10-31	2670000000	2016-08-24	2880000000	2016-06-20
/	/	2820000000	2016-11-03	2670000000	2016-08-29	2910000000	2016-06-22
/	/	2820000000	2016-11-07	2670000000	2016-08-31	2910000000	2016-06-27

الملحق رقم (03): القيمة السوقية لمؤسسة أن سي أ روية

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
3396780000	2014-09-03	3524159250	2014-04-02	3439239750	2013-11-04	3396780000	2013-06-03
3396780000	2014-09-08	3524159250	2014-04-07	3439239750	2013-11-07	3396780000	2013-06-05
3396780000	2014-09-10	3481699500	2014-04-09	3439239750	2013-11-11	3396780000	2013-06-10
3396780000	2014-09-15	3481699500	2014-04-14	3439239750	2013-11-13	3439239750	2013-06-12
3396780000	2014-09-17	3481699500	2014-04-16	3439239750	2013-11-18	3439239750	2013-06-17
3396780000	2014-09-22	3481699500	2014-04-21	3439239750	2013-11-20	3396780000	2013-06-19
3396780000	2014-09-24	3439239750	2014-04-23	3439239750	2013-11-25	3439239750	2013-06-24
3396780000	2014-09-29	3396780000	2014-04-28	3439239750	2013-11-27	3439239750	2013-06-26
3396780000	2014-10-01	3396780000	2014-04-30	3439239750	2013-12-02	3396780000	2013-07-01
3311860500	2014-10-06	3524159250	2014-05-05	3439239750	2013-12-04	3439239750	2013-07-03
3396780000	2014-10-08	3524159250	2014-05-07	3439239750	2013-12-09	3439239750	2013-07-08
3311860500	2014-10-13	3524159250	2014-05-12	3439239750	2013-12-11	3439239750	2013-07-10
3311860500	2014-10-15	3439239750	2014-05-14	3439239750	2013-12-16	3439239750	2013-07-15
3311860500	2014-10-20	3396780000	2014-05-19	3439239750	2013-12-18	3439239750	2013-07-17
3311860500	2014-10-22	3396780000	2014-05-21	3439239750	2013-12-23	3396780000	2013-07-22
3311860500	2014-10-27	3566619000	2014-05-26	3439239750	2013-12-25	3396780000	2013-07-24
3311860500	2014-10-29	3481699500	2014-05-28	3439239750	2013-12-30	3396780000	2013-07-29
3311860500	2014-11-04	3396780000	2014-06-02	3439239750	2014-01-02	3396780000	2013-07-31
3269400750	2014-11-06	3396780000	2014-06-04	3439239750	2014-01-06	3396780000	2013-08-05
3269400750	2014-11-10	3396780000	2014-06-09	3566619000	2014-01-22	3396780000	2013-08-07
3269400750	2014-11-12	3396780000	2014-06-11	3439239750	2014-01-08	3396780000	2013-08-12
3269400750	2014-11-17	3396780000	2014-06-16	3439239750	2014-01-20	3396780000	2013-08-14
3226941000	2014-11-19	3396780000	2014-06-18	3396780000	2014-03-24	3396780000	2013-08-19
3226941000	2014-11-24	3396780000	2014-06-23	3439239750	2014-01-13	3396780000	2013-08-21
3226941000	2014-11-26	3354320250	2014-06-25	3439239750	2014-01-16	3439239750	2013-08-26
3226941000	2014-12-01	3354320250	2014-06-30	3566619000	2014-01-27	3439239750	2013-08-28
3226941000	2014-12-03	3396780000	2014-07-02	3566619000	2014-01-29	3396780000	2013-09-02
3099561750	2014-12-08	3396780000	2014-07-07	3566619000	2014-02-03	3439239750	2013-09-04
3099561750	2014-12-10	3396780000	2014-07-09	3566619000	2014-02-05	3439239750	2013-09-09
3099561750	2014-12-15	3396780000	2014-07-14	3566619000	2014-02-10	3439239750	2013-09-11
3099561750	2014-12-17	3396780000	2014-07-16	3566619000	2014-02-12	3439239750	2013-09-16
3226941000	2014-12-22	3396780000	2014-07-21	3566619000	2014-02-17	3439239750	2013-09-18
3099561750	2014-12-24	3396780000	2014-07-23	3566619000	2014-02-19	3439239750	2013-09-23
3099561750	2014-12-29	3396780000	2014-07-30	3566619000	2014-02-24	3439239750	2013-09-25
3099561750	2014-12-31	3396780000	2014-08-04	3524159250	2014-02-26	3439239750	2013-09-30
3099561750	2015-01-05	3396780000	2014-08-06	3524159250	2014-03-03	3439239750	2013-10-02
3099561750	2015-01-07	3396780000	2014-08-11	3524159250	2014-03-05	3439239750	2013-10-07
3184481250	2015-01-12	3396780000	2014-08-13	3396780000	2014-03-10	3439239750	2013-10-09
3226941000	2015-01-14	3396780000	2014-08-18	3396780000	2014-03-12	3439239750	2013-10-14
3226941000	2015-01-19	3396780000	2014-08-20	3396780000	2014-03-17	3439239750	2013-10-20
3226941000	2015-01-21	3396780000	2014-08-25	3396780000	2014-03-19	3439239750	2013-10-22
3184481250	2015-01-26	3396780000	2014-08-27	3396780000	2014-03-26	3439239750	2013-10-28
3396780000	2014-09-01	3396780000	2014-09-01	3524159250	2014-03-31	3439239750	2013-10-30

قائمة الملاحق

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
3014642250	2015-11-30	3226941000	2015-07-01	3184481250	2015-02-02	3396780000	2014-09-03
3014642250	2015-12-02	3226941000	2015-07-06	3184481250	2015-02-04	3396780000	2014-09-08
3014642250	2015-12-07	3226941000	2015-07-08	3184481250	2015-02-09	3396780000	2014-09-10
3014642250	2015-12-09	3226941000	2015-07-13	3184481250	2015-02-11	3396780000	2014-09-15
3014642250	2015-12-14	3226941000	2015-07-15	3184481250	2015-02-16	3396780000	2014-09-17
3014642250	2015-12-16	3226941000	2015-07-20	3184481250	2015-02-18	3396780000	2014-09-22
3014642250	2015-12-21	3226941000	2015-07-22	3184481250	2015-02-23	3396780000	2014-09-24
3014642250	2015-12-23	3226941000	2015-07-27	3184481250	2015-02-25	3396780000	2014-09-29
3014642250	2015-12-28	3226941000	2015-07-29	3184481250	2015-03-02	3396780000	2014-10-01
3014642250	2015-12-30	3226941000	2015-08-03	3184481250	2015-03-04	3311860500	2014-10-06
3014642250	2016-01-04	3226941000	2015-08-05	3184481250	2015-03-09	3396780000	2014-10-08
3014642250	2016-01-06	3226941000	2015-08-10	3184481250	2015-03-11	3311860500	2014-10-13
3014642250	2016-01-11	3226941000	2015-08-12	3184481250	2015-03-16	3311860500	2014-10-15
3014642250	2016-01-13	3226941000	2015-08-17	3184481250	2015-03-18	3311860500	2014-10-20
3014642250	2016-01-18	3226941000	2015-08-19	3184481250	2015-03-23	3311860500	2014-10-22
2929722750	2016-01-20	3184481250	2015-08-26	3184481250	2015-03-25	3311860500	2014-10-27
2929722750	2016-01-25	3226941000	2015-08-24	3184481250	2015-03-30	3311860500	2014-10-29
2929722750	2016-01-27	3184481250	2015-08-31	3184481250	2015-04-01	3311860500	2014-11-04
2929722750	2016-02-01	3184481250	2015-09-02	3184481250	2015-04-06	3269400750	2014-11-06
2929722750	2016-02-03	3184481250	2015-09-07	3184481250	2015-04-08	3269400750	2014-11-10
2929722750	2016-02-08	3184481250	2015-09-09	3184481250	2015-04-13	3269400750	2014-11-12
2929722750	2016-02-10	3184481250	2015-09-14	3184481250	2015-04-15	3269400750	2014-11-17
2929722750	2016-02-15	3184481250	2015-09-16	3142021500	2015-04-20	3226941000	2014-11-19
2674964250	2016-02-17	3142021500	2015-09-21	3142021500	2015-04-22	3226941000	2014-11-24
2674964250	2016-02-22	3142021500	2015-09-23	3142021500	2015-04-27	3226941000	2014-11-26
2674964250	2016-02-24	3142021500	2015-09-28	3142021500	2015-04-29	3226941000	2014-12-01
2674964250	2016-02-29	3142021500	2015-09-30	3142021500	2015-05-04	3226941000	2014-12-03
2674964250	2016-03-02	3142021500	2015-10-05	3142021500	2015-05-06	3099561750	2014-12-08
2674964250	2016-03-07	3142021500	2015-10-07	3142021500	2015-05-11	3099561750	2014-12-10
2674964250	2016-03-09	3142021500	2015-10-12	3142021500	2015-05-13	3099561750	2014-12-15
2674964250	2016-03-14	3142021500	2015-10-14	3142021500	2015-05-18	3099561750	2014-12-17
2674964250	2016-03-16	3142021500	2015-10-19	3142021500	2015-05-20	3226941000	2014-12-22
2632504500	2016-03-21	3057102000	2015-10-21	3142021500	2015-05-25	3099561750	2014-12-24
2674964250	2016-03-23	3057102000	2015-10-26	3057102000	2015-05-27	3099561750	2014-12-29
2674964250	2016-03-28	3057102000	2015-10-28	3057102000	2015-06-01	3099561750	2014-12-31
2674964250	2016-03-30	3057102000	2015-11-02	3099561750	2015-06-03	3099561750	2015-01-05
2674964250	2016-04-04	3057102000	2015-11-04	3184481250	2015-06-08	3099561750	2015-01-07
2674964250	2016-04-06	3057102000	2015-11-09	3184481250	2015-06-10	3184481250	2015-01-12
2674964250	2016-04-11	3057102000	2015-11-11	3184481250	2015-06-15	3226941000	2015-01-14
2674964250	2016-04-13	3014642250	2015-11-16	3184481250	2015-06-17	3226941000	2015-01-19
2674964250	2016-04-18	3014642250	2015-11-18	3184481250	2015-06-22	3226941000	2015-01-21
2547585000	2016-04-20	3014642250	2015-11-23	3226941000	2015-06-24	3184481250	2015-01-26
2547585000	2016-04-25	3014642250	2015-11-25	3226941000	2015-06-29	3184481250	2015-01-28

قائمة الملاحق

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
2844803250	2016-11-09	2972182500	2016-09-05	3184481250	2016-06-29	2547585000	2016-04-27
2887263000	2016-11-14	2972182500	2016-09-07	3142021500	2016-07-04	2547585000	2016-05-02
2929722750	2016-11-16	2972182500	2016-09-14	3142021500	2016-07-11	2547585000	2016-05-04
2929722750	2016-11-21	2972182500	2016-09-19	3142021500	2016-07-13	2802343500	2016-05-09
2929722750	2016-11-23	2972182500	2016-09-21	3142021500	2016-07-18	3354320250	2016-05-11
2929722750	2016-11-28	2972182500	2016-09-26	3142021500	2016-07-20	3354320250	2016-05-16
2844803250	2016-11-30	2972182500	2016-09-28	3142021500	2016-07-25	3354320250	2016-05-18
2844803250	2016-12-05	2972182500	2016-10-04	3142021500	2016-07-27	3311860500	2016-05-23
2844803250	2016-12-07	2972182500	2016-10-06	3142021500	2016-08-01	3311860500	2016-05-25
2844803250	2016-12-13	2844803250	2016-10-10	3142021500	2016-08-03	3311860500	2016-05-30
2844803250	2016-12-15	2844803250	2016-10-13	3142021500	2016-08-10	3311860500	2016-06-01
2844803250	2016-12-19	2844803250	2016-10-17	3142021500	2016-08-08	3311860500	2016-06-06
2844803250	2016-12-21	2844803250	2016-10-19	3142021500	2016-08-15	3184481250	2016-06-08
2844803250	2016-12-26	2844803250	2016-10-24	3142021500	2016-08-17	3184481250	2016-06-13
2844803250	2016-12-28	2844803250	2016-10-26	2972182500	2016-08-22	3184481250	2016-06-15
/	/	2844803250	2016-10-31	2972182500	2016-08-24	3184481250	2016-06-20
/	/	2844803250	2016-11-03	2972182500	2016-08-29	3184481250	2016-06-22
/	/	2844803250	2016-11-07	2972182500	2016-08-31	3184481250	2016-06-27

الملحق رقم (04): القيمة السوقية لمجمع صيدال

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
5500000000	2014-04-02	5000000000	2013-11-04	6000000000	2013-06-03	6200000000	2013-01-03
5500000000	2014-04-07	5000000000	2013-11-07	6000000000	2013-06-05	6200000000	2013-01-07
5500000000	2014-04-09	5000000000	2013-11-11	6000000000	2013-06-10	6200000000	2013-01-09
5500000000	2014-04-14	5000000000	2013-11-13	6000000000	2013-06-12	6200000000	2013-01-14
5500000000	2014-04-16	5000000000	2013-11-18	6000000000	2013-06-17	6200000000	2013-01-16
5500000000	2014-04-21	5000000000	2013-11-20	6000000000	2013-06-19	6200000000	2013-01-21
5500000000	2014-04-23	5000000000	2013-11-25	6000000000	2013-06-24	6200000000	2013-01-23
5500000000	2014-04-28	5000000000	2013-11-27	6000000000	2013-06-26	6200000000	2013-01-28
5500000000	2014-04-30	4500000000	2013-12-02	6000000000	2013-07-01	6200000000	2013-01-30
5500000000	2014-05-05	4500000000	2013-12-04	6000000000	2013-07-03	6200000000	2013-02-04
5500000000	2014-05-07	4500000000	2013-12-09	6000000000	2013-07-08	6200000000	2013-02-06
5500000000	2014-05-12	4500000000	2013-12-11	6000000000	2013-07-10	6200000000	2013-02-11
5500000000	2014-05-14	4500000000	2013-12-16	6000000000	2013-07-15	6200000000	2013-02-13
5500000000	2014-05-19	4500000000	2013-12-18	6000000000	2013-07-17	6200000000	2013-02-18
5500000000	2014-05-21	4500000000	2013-12-23	6000000000	2013-07-22	6200000000	2013-02-20
5500000000	2014-05-26	4500000000	2013-12-25	6000000000	2013-07-24	6200000000	2013-02-25
5500000000	2014-05-28	4500000000	2013-12-30	6000000000	2013-07-29	6200000000	2013-02-27
5500000000	2014-06-02	4500000000	2014-01-02	5600000000	2013-07-31	6200000000	2013-03-04
5500000000	2014-06-04	4700000000	2014-01-06	5600000000	2013-08-05	6200000000	2013-03-06
5500000000	2014-06-09	4700000000	2014-01-08	5600000000	2013-08-07	6200000000	2013-03-11
5500000000	2014-06-11	4700000000	2014-01-20	5600000000	2013-08-12	6200000000	2013-03-13
5500000000	2014-06-16	4900000000	2014-01-13	5600000000	2013-08-14	6200000000	2013-03-18
5250000000	2014-06-18	4700000000	2014-01-16	5600000000	2013-08-19	6200000000	2013-03-20
5250000000	2014-06-23	4700000000	2014-01-22	5600000000	2013-08-21	6200000000	2013-03-25
5500000000	2014-06-25	4700000000	2014-01-27	5600000000	2013-08-26	6200000000	2013-03-27
5500000000	2014-06-30	4650000000	2014-01-29	5600000000	2013-08-28	6200000000	2013-04-01
5500000000	2014-07-02	4700000000	2014-02-03	5600000000	2013-09-02	6200000000	2013-04-03
5500000000	2014-07-07	4700000000	2014-02-05	5600000000	2013-09-04	6000000000	2013-04-08
5500000000	2014-07-09	4700000000	2014-02-10	5600000000	2013-09-09	6000000000	2013-04-10
5500000000	2014-07-14	4700000000	2014-02-12	5600000000	2013-09-11	6000000000	2013-04-15
5500000000	2014-07-16	4900000000	2014-02-17	5600000000	2013-09-16	6000000000	2013-04-17
5500000000	2014-07-21	4900000000	2014-02-19	5600000000	2013-09-18	6000000000	2013-04-22
5500000000	2014-07-23	5000000000	2014-02-24	5600000000	2013-09-23	6000000000	2013-04-24
5500000000	2014-07-30	5250000000	2014-02-26	5600000000	2013-09-25	6000000000	2013-04-29
5100000000	2014-08-04	5300000000	2014-03-03	5600000000	2013-09-30	6000000000	2013-05-02
5500000000	2014-08-06	5300000000	2014-03-05	5600000000	2013-10-02	6000000000	2013-05-06
5500000000	2014-08-11	5300000000	2014-03-10	5600000000	2013-10-07	6000000000	2013-05-08
5500000000	2014-08-13	5300000000	2014-03-12	5600000000	2013-10-09	6000000000	2013-05-13
5500000000	2014-08-18	5300000000	2014-03-17	5600000000	2013-10-14	6000000000	2013-05-15
5500000000	2014-08-20	5500000000	2014-03-19	5600000000	2013-10-20	6000000000	2013-05-20
5500000000	2014-08-25	5500000000	2014-03-24	5600000000	2013-10-22	6000000000	2013-05-22
5500000000	2014-08-27	5500000000	2014-03-26	5600000000	2013-10-28	6000000000	2013-05-27
5500000000	2014-09-01	5500000000	2014-03-31	5000000000	2013-10-30	6000000000	2013-05-29

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
6600000000	2015-11-30	5850000000	2015-07-01	5600000000	2015-02-02	5500000000	2014-09-03
6600000000	2015-12-02	5850000000	2015-07-06	5600000000	2015-02-04	5500000000	2014-09-08
6650000000	2015-12-07	6050000000	2015-07-08	5550000000	2015-02-09	5500000000	2014-09-10
6400000000	2015-12-09	6050000000	2015-07-13	5550000000	2015-02-11	5500000000	2014-09-15
6400000000	2015-12-14	6050000000	2015-07-15	5550000000	2015-02-16	5500000000	2014-09-17
6400000000	2015-12-16	6050000000	2015-07-20	5550000000	2015-02-18	5500000000	2014-09-22
6400000000	2015-12-21	6050000000	2015-07-22	5600000000	2015-02-23	5500000000	2014-09-24
6400000000	2015-12-23	6050000000	2015-07-27	5600000000	2015-02-25	5500000000	2014-09-29
6400000000	2015-12-28	6050000000	2015-07-29	5600000000	2015-03-02	5500000000	2014-10-01
6400000000	2015-12-30	6050000000	2015-08-03	5600000000	2015-03-04	5500000000	2014-10-06
6400000000	2016-01-04	5650000000	2015-08-05	5600000000	2015-03-09	5500000000	2014-10-08
6400000000	2016-01-06	5650000000	2015-08-10	5600000000	2015-03-11	5500000000	2014-10-13
6400000000	2016-01-11	5650000000	2015-08-12	5600000000	2015-03-16	5500000000	2014-10-15
6400000000	2016-01-13	5650000000	2015-08-17	5600000000	2015-03-18	5500000000	2014-10-20
6400000000	2016-01-18	5650000000	2015-08-19	5600000000	2015-03-23	5500000000	2014-10-22
6400000000	2016-01-20	5800000000	2015-08-26	5600000000	2015-03-25	5500000000	2014-10-27
6400000000	2016-01-25	5650000000	2015-08-24	5600000000	2015-03-30	5500000000	2014-10-29
6400000000	2016-01-27	5800000000	2015-08-31	5600000000	2015-04-01	5500000000	2014-11-04
6400000000	2016-02-01	5800000000	2015-09-02	5600000000	2015-04-06	5500000000	2014-11-06
6400000000	2016-02-03	5800000000	2015-09-07	5600000000	2015-04-08	5500000000	2014-11-10
6400000000	2016-02-08	6050000000	2015-09-09	5600000000	2015-04-13	5500000000	2014-11-12
6400000000	2016-02-10	6050000000	2015-09-14	5600000000	2015-04-15	5500000000	2014-11-17
6400000000	2016-02-15	6050000000	2015-09-16	5600000000	2015-04-20	5500000000	2014-11-19
6400000000	2016-02-17	6350000000	2015-09-21	5700000000	2015-04-22	5550000000	2014-11-24
6400000000	2016-02-22	6350000000	2015-09-23	5700000000	2015-04-27	5550000000	2014-11-26
6400000000	2016-02-24	6350000000	2015-09-28	5700000000	2015-04-29	5550000000	2014-12-01
6400000000	2016-02-29	6350000000	2015-09-30	5700000000	2015-05-04	5500000000	2014-12-03
6400000000	2016-03-02	6350000000	2015-10-05	5700000000	2015-05-06	5500000000	2014-12-08
6400000000	2016-03-07	6350000000	2015-10-07	5700000000	2015-05-11	5500000000	2014-12-10
6400000000	2016-03-09	6400000000	2015-10-12	5700000000	2015-05-13	5600000000	2014-12-15
6400000000	2016-03-14	6400000000	2015-10-14	5700000000	2015-05-18	5600000000	2014-12-17
6100000000	2016-03-16	6400000000	2015-10-19	5750000000	2015-05-20	5600000000	2014-12-22
6400000000	2016-03-21	6400000000	2015-10-21	5750000000	2015-05-25	5600000000	2014-12-24
6400000000	2016-03-23	6400000000	2015-10-26	5750000000	2015-05-27	5600000000	2014-12-29
6400000000	2016-03-28	6400000000	2015-10-28	5750000000	2015-06-01	5600000000	2014-12-31
6350000000	2016-03-30	6400000000	2015-11-02	5750000000	2015-06-03	5600000000	2015-01-05
6350000000	2016-04-04	6400000000	2015-11-04	5750000000	2015-06-08	5600000000	2015-01-07
6350000000	2016-04-06	6450000000	2015-11-09	5750000000	2015-06-10	5600000000	2015-01-12
6350000000	2016-04-11	6400000000	2015-11-11	5850000000	2015-06-15	5600000000	2015-01-14
6350000000	2016-04-13	6400000000	2015-11-16	5850000000	2015-06-17	5600000000	2015-01-19
6450000000	2016-04-18	6400000000	2015-11-18	5850000000	2015-06-22	5600000000	2015-01-21
6400000000	2016-04-20	6400000000	2015-11-23	5850000000	2015-06-24	5600000000	2015-01-26
6400000000	2016-04-25	6400000000	2015-11-25	5850000000	2015-06-29	5600000000	2015-01-28

قائمة الملاحق

القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ	القيمة السوقية	التاريخ
6000000000	2016-11-09	6000000000	2016-09-05	6400000000	2016-06-29	6400000000	2016-04-27
6000000000	2016-11-14	6000000000	2016-09-07	6400000000	2016-07-04	6400000000	2016-05-02
6000000000	2016-11-16	6000000000	2016-09-14	6400000000	2016-07-11	6400000000	2016-05-04
6000000000	2016-11-21	6000000000	2016-09-19	6400000000	2016-07-13	6400000000	2016-05-09
6000000000	2016-11-23	6000000000	2016-09-21	6400000000	2016-07-18	6400000000	2016-05-11
6000000000	2016-11-28	6000000000	2016-09-26	6400000000	2016-07-20	6400000000	2016-05-16
6000000000	2016-11-30	6000000000	2016-09-28	6400000000	2016-07-25	6400000000	2016-05-18
6000000000	2016-12-05	6000000000	2016-10-04	6400000000	2016-07-27	6400000000	2016-05-23
6000000000	2016-12-07	6000000000	2016-10-06	6400000000	2016-08-01	6400000000	2016-05-25
6000000000	2016-12-13	6000000000	2016-10-10	6400000000	2016-08-03	6400000000	2016-05-30
6000000000	2016-12-15	6000000000	2016-10-13	6000000000	2016-08-10	6400000000	2016-06-01
6000000000	2016-12-19	6000000000	2016-10-17	6000000000	2016-08-08	6400000000	2016-06-06
6000000000	2016-12-21	6000000000	2016-10-19	6000000000	2016-08-15	6400000000	2016-06-08
6000000000	2016-12-26	6000000000	2016-10-24	6000000000	2016-08-17	6400000000	2016-06-13
6000000000	2016-12-28	6000000000	2016-10-26	6000000000	2016-08-22	6400000000	2016-06-15
/	/	6000000000	2016-10-31	6000000000	2016-08-24	6400000000	2016-06-20
/	/	6000000000	2016-11-03	6000000000	2016-08-29	6400000000	2016-06-22
/	/	6000000000	2016-11-07	6000000000	2016-08-31	6400000000	2016-06-27

الملحق رقم (06): حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة أليانس للتأمينات



COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2013

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-		TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)	
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 149 957 579,43	0,00	3 714 980 127,16
Primes émises reportées	T 2	128 387 172,59	0,00	271 821 073,33	
Prestations sur opérations directes	T 3	1 938 794 637,83		1 303 569 119,05	
Total		2 067 181 810,42	4 149 957 579,43	1 575 390 192,38	3 714 980 127,16
I - Marge sur opérations directes			2 082 775 769,01		2 139 589 934,78
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
Total		0,00	0,00	0,00	0,00
II - Marge sur opérations directes			0,00		0,00
Primes cédées	T 8	595 601 989,67		536 591 041,41	
Primes cédées reportées	T 9		68 936 164,70	74 598 055,48	0,00
Prestations sur cessions	T 10	0,00	248 597 387,32	0,00	214 455 552,47
Commissions recues sur cessions	T 11	0,00	159 058 634,71	0,00	138 983 272,03
Total		595 601 989,67	476 592 186,73	611 189 096,89	353 438 824,50
III - Marge sur cessions		119 009 802,94		257 750 272,39	
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
Total		0,00	0,00	0,00	0,00
IV - Marge sur rétrocessions		0,00		0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00		0,00	
V - Marge d'assurance nette			1 963 765 966,07		1 881 839 662,39
Services extérieurs & autres consommations	T 17	728 385 185,73		765 861 062,24	
Charges de personnel	T 18	571 747 502,80		558 286 087,64	
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	87 987 081,45		79 978 742,69	
Production immobilisée	T 20	0,00	12 613 403,34	0,00	
Autres produits opérationnels	T 21	169 594 081,30		0,00	207 597,88
Autres charges opérationnelles	T 22		591 357 923,36	25 917 834,61	
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23	551 112 776,78		0,00	513 376 548,75
Dotations aux amortissements, provisions et pe	T 24			560 995 781,10	
Total		2 108 826 628,06	603 971 326,70	1 991 039 508,28	513 584 146,63
VI - Resultat technique opérationnel			458 910 664,71	1 477 455 361,65	
Produits financiers	T 25		55 982 345,78		50 185 815,49
Charges financières	T 26	14 378 382,76		18 407 709,13	
VII - Resultat financier			41 603 963,02		31 778 106,36
VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)			500 514 627,73	1 445 677 255,29	0,00
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	133 374 814,00	0,00	34 750 727,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28		0,00	137 586 901,72	0,00
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES			5 286 503 438,64		4 632 188 913,78
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		4 919 363 624,90	660 294 088,06	4 230 777 233,68	0,00
VIII - Resultat net des activités ordinaires			367 139 813,74		232 874 570,50
Éléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29	0,00	231 284,40	0,00	237 078,64
Éléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	45 297,32	0,00	176 712,47	0,00
X - Resultat extraordinaire			185 987,08		60 366,17
XI - Resultat net de l'exercice			367 325 800,82		232 934 936,67
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					

الملحق رقم (08): حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة أليانس للتأمينات



COMPTES DE RESULTATS AU 31 DECEMBRE 2014

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	4 427 170 545,21	4 149 957 579,43
Primes émises reportées	T 2	48 412 437,31	128 387 172,59
Prestations sur opérations directes	T 3	2 127 265 835,82	1 938 794 637,83
Total		2 175 678 273,13	4 427 170 545,21
I - Marge sur opérations directes		2 251 492 272,08	2 067 181 810,42
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
II - Marge sur opérations directes		0,00	0,00
Primes cédées	T 8	582 485 895,46	595 601 989,67
Primes cédées reportées	T 9	11 361 505,24	68 936 164,70
Prestations sur cessions	T 10	47 348 633,46	248 597 387,32
Commissions reçues sur cessions	T 11	0,00	159 058 634,71
Total		593 847 400,70	202 617 565,97
III - Marge sur cessions		391 229 834,74	119 009 802,94
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions reçues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
IV - Marge sur rétrocessions		0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
V - Marge d'assurance nette		1 860 262 437,34	1 963 765 966,07
Services extérieurs & autres consommations	T 17	852 001 372,12	728 385 185,73
Charges de personnel	T 18	652 243 530,49	571 747 502,79
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	96 186 516,66	87 987 081,45
Production immobilisée	T 20		
Autres produits opérationnels	T 21	15 807 364,09	12 613 403,34
Autres charges opérationnelles	T 22	17 175 357,67	169 594 081,30
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23	485 413 082,50	591 357 923,36
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	363 312 869,90	551 112 776,78

Total		1 980 919 646,84	501 220 446,59	2 108 826 628,06	603 971 326,70
VI - Resultat technique opérationnel			380 563 237,09		458 910 664,71
Produits financiers	T 25		65 720 646,45		55 982 345,78
Charges financières	T 26	14 225 138,15		14 378 382,76	
VII - Resultat financier			51 495 508,30		41 603 963,02
VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)			432 058 745,39	-41 603 963,02	0,00
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	77 247 859,00		133 374 814,00	
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28				
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES			5 196 729 204,22		5 286 503 438,64
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		4 716 258 021,52	0,00	4 919 363 624,91	
VIII - Resultat net des activités ordinaires			354 810 886,39		367 139 813,74
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29		718 450,73		231 284,40
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	159 417,84		45 297,32	
X - Resultat extraordinaire			559 032,89	-185 987,08	
XI - Resultat net de l'exercice			355 369 919,28		367 325 800,82
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					

الملحق رقم (09): ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة أليانس للتأمينات

BILAN AU 31 DECEMBRE 2015



DESIGNATION DES COMPTES	ACTIF				PASSIF				Montants net (fr.)
	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (fr.)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (fr.)	Montants net (fr.)	
ACTIF NON COURANT									
- Effort d'acquisition - Goodwill positif ou négatif									
- Immobilisations incorporelles	A 1	171 055 525,01	0,00	0,00	134 829 642,55		P 1	2 205 714 100,00	2 205 714 100,00
Immobilisations corporelles									
- Terrains	A 2	302 943 100,00	0,00	0,00	78 943 100,00		P 2	141 214 908,44	105 677 516,53
- Bâiments	A 3	685 319 708,86	78 546 691,06	0,00	620 479 411,97			0,00	0,00
- Autres immobilisations corporelles	A 4	629 329 999,83	317 089 400,73	0,00	222 210 517,96		P 3	363 021 284,57	355 369 919,28
- Immobilisations en concession		55 958 400,00	0,00	0,00	5 100 416,13		P 4	171 755 454,01	70 317 253,02
- Immobilisations en cours	A 5	6 391 188,50	0,00	0,00	0,00				
Immobilisations financières									
- Titres mis en équivalence	A 6	157 842 165,68	0,00	0,00	106 074 488,48				
- Autres participations et créances rattachées	A 7	1 250 000 000,00	0,00	0,00	1 577 000 000,00				
- Autres titres immobilisés	A 8	10 682 881,08	0,00	0,00	11 022 981,42		P 5	1 405 098,51	29 822 184,27
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 9	0,00	0,00	0,00	0,00			0,00	0,00
- Impôts différés actif	A 10	0,00	0,00	0,00	0,00		P 6	230 982 818,58	214 616 226,84
- Autres charges et produits différés		0,00	0,00	0,00	0,00		P 7		0,00
- Fonds ou valeur déposés chez les cédants		0,00	0,00	0,00	0,00		P 8	375 069 006,64	422 106 103,99
TOTAL ACTIF NON COURANT		3 269 522 968,96	472 241 401,03	2 797 281 567,93	2 755 659 559,51			607 456 923,73	666 544 515,10
ACTIF COURANT									
Provisions techniques d'assurances									
- Part de la coassurance cédée	A 11	0,00	0,00	0,00	0,00				
- Part de la réassurance cédée		272 583 817,85	0,00	0,00	488 088 117,61				
Créances et emploi assimilés									
- Cessionnaires & cédants débiteurs	A 12	21 845 849,96	0,00	0,00	39 490 870,80		P 9	2 151 956 821,39	2 559 879 047,78
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 13	2 291 698 385,26	97 582 425,37	0,00	2 102 040 689,53			0,00	0,00
- Autres débiteurs	A 14	195 368 254,79	0,00	0,00	212 690 532,74		P 10	257 244 908,38	226 437 934,34
- Impôts et assimilés	A 15	96 239 459,26	0,00	0,00	180 321 131,79		P 11	269 494 607,38	258 887 753,88
- Autres créances et emplois assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00			-567 194 054,27	633 834 928,15
Disponibilités et assimilés									
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	910 000 000,00	0,00	0,00	1 024 000 000,00		P 13	465 032 633,29	275 875 955,48
- Trésorerie	A 17	712 650 765,78	0,00	0,00	556 248 502,59		P 14	0,00	0,00
TOTAL ACTIF COURANT		4 500 386 732,89	97 582 425,37	4 402 804 307,53	4 602 879 845,06			3 710 923 124,70	3 954 915 619,64
TOTAL GENERAL ACTIF		7 769 909 701,85	569 823 826,40	7 200 085 875,45	7 358 539 403,56			7 200 085 875,45	7 358 539 403,56

الملحق رقم (10): حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة أليانس للتأمينات



COMPTES DE RESULTATS AU 31 DECEMBRE 2015

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	4 431 359 330,94	4 427 170 545,21
Primes émises reportées	T 2	5 167 551,44	46 412 437,31
Prestations sur opérations directes	T 3	1 661 332 293,49	2 127 265 835,82
Total		1 666 499 844,93	2 175 678 273,13
I - Marge sur opérations directes		2 764 859 486,01	2 251 492 272,08
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
II - Marge sur opérations directes		0,00	0,00
Primes cédées	T 8	590 741 562,03	582 485 895,46
Primes cédées reportées	T 9	11 890 760,22	11 361 505,24
Prestations sur cessions	T 10	44 507 710,37	47 348 633,46
Commissions recues sur cessions	T 11	147 510 687,40	155 268 932,51
Total		647 140 032,62	593 847 400,70
III - Marge sur cessions		499 629 345,21	391 229 834,74
Primes rétrocedées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocedées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
IV - Marge sur rétrocessions		0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
V - Marge d'assurance nette		2 265 230 140,80	1 860 262 437,34
Services extérieurs & autres consommations	T 17	984 606 146,79	852 001 372,12
Charges de personnel	T 18	705 891 715,31	652 243 530,49
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	108 794 750,85	96 186 516,66
Production immobilisée	T 20	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	T 21	0,00	4 073 414,23
Autres charges opérationnelles	T 22	17 802 042,42	17 175 357,67
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23	229 775 991,17	485 413 082,50
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	326 927 984,48	353 312 869,90
Total		2 144 022 639,85	1 880 919 646,84
VI - Résultat technique opérationnel		355 056 906,35	380 563 237,09
Produits financiers	T 25	103 678 401,85	65 720 646,45
Charges financières	T 26	14 324 996,13	14 225 138,15
VII - Résultat financier		89 353 405,72	51 495 508,30
VIII - Résultat ordinaire avant Impôts (VI + VII)		444 410 312,07	432 058 745,39
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	82 146 415,00	77 247 859,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28		
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES		4 916 397 825,59	5 196 729 204,22
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		4 554 133 928,53	4 841 918 317,83
VIII - Résultat net des activités ordinaires		362 263 897,07	354 810 886,39
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29	890 445,88	718 450,74
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	133 058,37	159 417,85
X - Résultat extraordinaire		757 387,51	559 032,89
XI - Résultat net de l'exercice		363 021 284,57	355 369 919,28
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)			
- Dont part des minoritaires (1)			
- Part du groupe (1)			



الملحق رقم (11): ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة أليانس للتأمينات

ALIANCE ASSURANCES		MATRICULE FISCAL : 000 116 097 749 7		ASSURANCES		BILAN AU 31 DECEMBRE 2016 DEFINITIF		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	
ACTIF				PASSIF				MONTANTS BRUTS		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)		MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS NETS (en millions de Dirhams)
ACTIF NON COURANT				CAPITAUX PROPRES											
- Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif	A 1	0,00	171 295 325,01	- Capital émis	P 1	0,00	- Capital non appelé		2 205 714 180,00	- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)		0,00	- Ecart de réévaluation		2 205 714 180,00
- Immobilisations incorporelles	A 2	0,00	497 943 100,00	- Ecart de réévaluation	P 2	0,00	- Ecart d'équivalence 1		177 517 036,90	- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)		0,00	- Autres capitaux propres - Report à nouveau		141 214 908,44
Immobilisations corporelles				- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 3	0,00	- Autres capitaux propres - Report à nouveau		421 931 678,07	- Part de la société consolidante 1		0,00	- Part des minoritaires 1		363 021 284,58
- Terrains	A 3	93 129 999,44	85 165 325,57	- Part des minoritaires 1	P 4	0,00	- Part des minoritaires 1		280 316 725,12	TOTAL I			PASSIF NON COURANT		2 881 705 827,03
- Bâtiments	A 4	92 253 085,24	497 943 100,00	TOTAL I		2 78 457 582,68	PASSIF NON COURANT		3 085 479 620,09	- Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	- Emprunts et dettes financières		1 405 098,51
- Autres immobilisations corporelles	A 5	355 086 581,34	669 853 075,19	- Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	- Impôts différés et provisions		0,00	- Impôts différés et provisions	P 6	0,00	- Impôts différés et provisions		0,00
- Immobilisations en concession	A 6	0,00	55 958 400,00	- Impôts différés et provisions	P 6	0,00	- Provisions réglementées		0,00	- Provisions réglementées	P 7	258 526 731,01	- Provisions réglementées		230 982 818,58
- Immobilisations en cours	A 7	0,00	18 437 896,50	- Provisions réglementées	P 7	0,00	- Provisions et produits comptabilisés d'avance		0,00	- Provisions et produits comptabilisés d'avance	P 8	543 365 450,12	- Provisions et produits comptabilisés d'avance		375 069 006,64
- Immobilisations financières	A 8	0,00	0,00	- Provisions et produits comptabilisés d'avance	P 8	0,00	- Fonds ou valeurs recus des reassureurs		0,00	- Fonds ou valeurs recus des reassureurs		801 892 181,13	- Fonds ou valeurs recus des reassureurs		607 456 933,73
- Titres mis en équivalence	A 9	0,00	0,00	- Fonds ou valeurs recus des reassureurs		2 797 281 567,93	TOTAL II PASSIF COURANT		2 797 281 567,93	TOTAL II PASSIF COURANT		801 892 181,13	TOTAL III PASSIF COURANT		3 710 933 124,71
- Autres participations et créances rattachées	A 10	0,00	278 457 582,68	TOTAL II PASSIF COURANT		2 797 281 567,93	PASSIF COURANT		2 797 281 567,93	PASSIF COURANT		801 892 181,13	TOTAL III PASSIF COURANT		3 710 933 124,71
- Autres titres immobilisés	A 11	0,00	1 640 000 000,00	PASSIF COURANT		2 797 281 567,93	- Provisions techniques d'assurances		0,00	- Provisions techniques d'assurances	P 9	2 197 542 866,11	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Prets et autres actifs financiers non courants	A 12	0,00	9 615 694,31	- Provisions techniques d'assurances	P 9	0,00	- Opérations directes		272 583 817,85	- Opérations directes		2 197 542 866,11	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Impôts différés actif	A 13	0,00	0,00	- Opérations directes		2 797 281 567,93	- Acceptations		21 845 849,96	- Acceptations		2 197 542 866,11	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Autres charges et produits différés	A 14	0,00	0,00	- Acceptations		2 797 281 567,93	- Dettes et ressources rattachées		2 194 116 159,89	- Dettes et ressources rattachées	P 10	140 154 268,29	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Fonds ou valeur déposés chez les cédants	A 15	0,00	0,00	- Dettes et ressources rattachées	P 10	0,00	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés		195 368 254,79	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	P 11	352 665 982,97	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 026 890 782,55	4 026 890 782,55	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	P 11	0,00	- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés		96 239 459,27	- Assurés, intermédiaires d'assurance	P 12	677 621 774,56	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
ACTIF COURANT				- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	P 12	0,00	- Impôts		0,00	- Impôts	P 13	429 241 691,69	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Provisions techniques d'assurances	A 11	0,00	440 877 609,31	- Impôts	P 13	0,00	- Autres dettes		0,00	- Autres dettes	P 14	0,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Part de la coassurance cédée	A 12	0,00	92 328 710,47	- Autres dettes	P 14	0,00	- Trésorerie		910 000 000,00	- Trésorerie		0,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Part de la réassurance cédée	A 13	84 873 693,63	2 448 870 417,51	- Trésorerie		910 000 000,00	TOTAL GENERAL PASSIF		712 650 765,78	TOTAL GENERAL PASSIF		0,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Créances et emploi assimilés	A 14	0,00	178 740 879,70	TOTAL GENERAL PASSIF		712 650 765,78	TOTAL III PASSIF COURANT		4 402 804 307,53	TOTAL III PASSIF COURANT		3 797 226 583,61	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Cessionnaires & cédants débiteurs	A 15	0,00	202 333 715,44	TOTAL III PASSIF COURANT		4 402 804 307,53	TOTAL GENERAL PASSIF		7 200 085 875,46	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 16	84 873 693,63	2 448 870 417,51	TOTAL GENERAL PASSIF		7 200 085 875,46	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Autres débiteurs	A 17	0,00	410 000 000,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Impôts et assimilés			509 899 629,51	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Autres créances et emplois assimilés			0,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Disponibilités et assimilés			410 000 000,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Placements et autres actifs financiers courants			509 899 629,51	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
- Trésorerie			0,00	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
TOTAL ACTIF COURANT		4 283 050 961,94	4 283 050 961,94	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46
TOTAL ACTIF		8 309 941 744,49	8 309 941 744,49	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 684 598 384,84	TOTAL GENERAL PASSIF		7 100 085 875,46

الملحق رقم (12): حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة أليانس للتأمينات



Matricule Fiscal : 000 516 097 544 217
Article Imposition : 1623714 180



COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2016 DEFINITIF

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 564 683 710,39
Primes émises reportées	T 2	42 061 681,44	0,00
Prestations sur opérations directes	T 3	1 852 605 944,36	1 661 332 293,49
Total		1 894 667 625,80	4 564 683 710,39
I - Marge sur opérations directes		2 670 016 084,59	2 764 859 486,01
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
II - Marge sur opérations directes		0,00	0,00
Primes cédées	T 8	911 553 392,52	590 741 562,03
Primes cédées reportées	T 9		64 209 198,52
Prestations sur cessions	T 10	0,00	228 068 293,48
Commissions recues sur cessions	T 11	0,00	227 906 405,78
Total		911 553 392,52	520 183 897,78
III - Marge sur cessions		391 369 494,74	647 140 032,62
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
Total		0,00	0,00
IV - Marge sur rétrocessions		0,00	0,00
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
V - Marge d'assurance nette		2 278 646 589,85	2 265 230 140,79
Services extérieurs & autres consommations	T 17	950 485 442,43	984 606 146,79
Charges de personnel	T 18	693 579 678,26	705 891 715,31
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	104 478 108,68	108 794 750,85
Production immobilisée	T 20	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	T 21		14 007 692,76
Autres charges opérationnelles	T 22	49 654 252,71	17 802 042,42
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		136 832 375,70
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	259 112 170,78	326 927 984,48
Total		2 057 309 652,86	150 840 068,46
VI - Résultat technique opérationnel		372 177 005,45	2 144 022 639,85
Produits financiers	T 25		143 789 784,16
Charges financières	T 26	1 775 257,85	14 324 996,13
VII - Résultat financier		142 014 526,31	89 353 405,72
VIII - Résultat ordinaire avant impôts (VI + VII)		514 191 531,76	1 820 819 828,73
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	93 099 013,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28		0,00
TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES		5 379 497 460,79	4 916 397 825,59
TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES		4 958 404 942,03	4 554 133 928,53
VIII - Résultat net des activités ordinaires		421 092 518,77	362 263 897,06
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser		0,00	866 466,49
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	27 307,17	0,00
X - Résultat extraordinaire		839 159,32	757 387,51
XI - Résultat net de l'exercice		421 931 678,07	363 021 284,58
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)			
- Dont part des minoritaires (1)			
- Part du groupe (1)			

الملحق رقم (13): ميزانية السنة المالية 2013 لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

ACTIF	NOTE	Montants Bruts	N Amort-Prov	Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	54 878 045,42	51 170 825,30	3 707 220,12	4 883 484,31
Immobilisations corporelles	2	12 187 786 645,54	3 690 578 261,43	8 497 208 384,11	2 342 015 817,78
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 897,50
Bâtiments		7 003 927 597,19	2 048 553 977,37	4 955 373 619,82	1 143 809 639,36
Autres immobilisations corporelles		4 640 005 450,85	1 642 024 284,06	2 997 981 166,79	654 352 580,92
Immobilisation en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations en cours	4	930 800 427,24		930 800 427,24	7 430 598 039,98
Equipements neufs en stocks		61 873 537,88		61 873 537,88	21 536 427,13
Immobilisations financières		187 483 072,34	165 994 600,00	21 488 472,34	20 524 158,42
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées	3	22 625 000,00	4 494 600,00	18 130 400,00	17 264 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	3 254 763,42
Prêts et autres actifs financiers non courants	3	164 858 072,34	161 500 000,00	3 358 072,34	4 995,00
Impôts différés actif		55 340 857,37		55 340 857,37	71 992 702,41
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		13 478 162 585,79	3 907 743 686,73	9 570 418 899,06	9 891 550 630,03
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours	5	509 105 622,65	46 106 387,53	462 999 235,12	417 410 657,39
Créances & emplois assimilés	6	1 084 792 719,72	78 164 783,27	1 006 627 936,45	609 671 253,14
Clients	6	452 021 446,14	77 878 283,27	374 143 162,87	425 359 799,06
Autres débiteurs	6	447 647 091,95	286 500,00	447 360 591,95	46 359 799,06
Impôts et assimilés		185 124 181,63		185 124 181,63	136 739 773,83
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	707 500,00
Disponibilités & assimilés	7	895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
TOTAL ACTIFS COURANTS		2 489 498 216,07	130 875 980,37	2 358 622 235,70	1 226 383 792,39
TOTAL GENERAL ACTIF		15 967 360 801,86	4 038 619 667,10	11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		356 855 178,32	313 083 850,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-503 221 164,24	-687 250 820,00
PART DE LA SOCIÉTÉ CONSOLIDANTE (1)	8	3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PARTS DE MINORITAIRES (1)			
TOTAL I		3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	9	6 240 425 177,52	6 183 172 055,05
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	37 054 972,66
Autres dettes non courantes			15 547 829,10
Provisions et produits constatés d'avance		515 560 149,48	237 273 159,07
Compte de liaison			
TOTAL II		6 777 890 853,55	6 473 048 015,88
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		102 076 113,35	154 673 738,65
impôts		48 438 268,71	44 693 508,65
Autres dettes	10	1 275 491 508,11	854 513 963,81
Trésorerie passif	11	16 230 519,50	26 026 362,65
TOTAL III		1 442 236 409,67	1 079 907 573,76
TOTAL PASSIF (I + II + III)		11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

الملحق رقم (14): حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉ AU 31/12/2013

INTITULÉ	N	N-1
Ventes et produits annexes	2 168 744 768,49	1 482 303 083,47
Variation stocks produits finis et en cours		
Production immobilisée		
Subventions d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	2 168 744 768,49	1 482 303 083,47
Achats consommés	-383 826 234,36	-291 868 472,68
Services extérieurs et autres consommations	-141 037 613,65	-79 863 049,35
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-524 863 848,01	-371 731 522,03
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	1 643 880 920,48	1 110 571 561,44
Charges de personnel	-460 717 136,41	-387 688 099,50
Impôts et taxes et versements assimilés	-57 091 450,50	-33 452 530,06
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 126 072 333,57	-689 430 931,88
Autres produits opérationnels	47 448 578,70	21 665 183,53
Autres charges opérationnelles	-108 562 211,41	-59 195 749,71
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	-678 204 838,77	-288 246 774,95
Reprise sur pertes de valeur & provisions	65 827 656,66	50 765 758,06
V - RÉSULTAT OPERATIONNEL	452 581 518,75	414 419 348,81
Produits financiers	160 409 823,37	25 420 722,10
Charges financières	-215 515 822,02	-23 121 200,67
VI - RÉSULTAT FINANCIER	-55 105 998,65	2 299 521,43
VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	397 475 520,10	416 718 870,24
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	-40 620 341,78	-103 635 019,79
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	2 442 430 827,22	1 580 154 747,16
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	-2 085 575 648,90	-1 267 070 896,71
VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	356 855 178,32	313 083 850,45
Eléments extraordinaires (produits) (*)		
Eléments extraordinaires (charges) (*)		
IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	356 855 178,32	313 083 850,45

الملحق رقم (15): ميزانية السنة المالية 2014 لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 229 414 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		738 097 348,86	356 855 178,32
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-531 344 310,73	-503 221 164,24
Part de la société consolidante (1)		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 843 002 544,33	6 240 425 177,52
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	
Provisions et produits constatés d'avance		584 352 305,10	515 560 149,48
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II		6 450 244 435,93	6 777 890 853,55
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		142 289 745,27	102 076 113,35
Impôts		145 087 274,33	48 438 268,71
Autres dettes		1 338 007 064,67	1 275 491 508,11
Trésorerie passif		16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III		1 641 615 048,75	1 442 236 409,67
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations Incorporelles		50 962 816,31	46 733 111,92	4 229 704,39	3 707 220,12
Immobilisations corporelles		11 100 093 080,76	3 845 709 341,97	7 254 383 738,79	8 497 208 384,11
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		5 823 590 325,38	1 897 356 284,60	3 926 234 040,78	4 955 373 619,82
Autres immobilisations corporelles		4 732 649 157,88	1 948 353 057,37	2 784 296 100,51	2 997 981 166,79
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations en cours		1 079 922 687,79		1 079 922 687,79	930 800 427,24
Equipements neufs en stocks		50 795 480,89		50 795 480,89	61 873 537,88
Immobilisations financières		188 942 737,12	163 302 200,00	25 640 537,12	21 488 472,34
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	1 802 200,00	20 822 800,00	18 130 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courant		166 317 737,12	161 500 000,00	4 817 737,12	3 358 072,34
Impôts différés actif		77 754 957,78		77 754 957,78	55 340 857,37
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		12 549 455 820,60	4 055 744 653,89	8 493 711 166,71	9 570 418 899,06
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		698 700 179,08	34 355 505,92	664 344 673,16	462 999 235,12
Créances & emplois assimilés		1 243 605 539,62	105 123 138,42	1 138 482 401,20	1 006 627 936,45
Clients		589 117 680,45	104 836 638,42	484 281 042,03	374 143 162,87
Autres débiteurs		507 857 550,03	286 500,00	507 571 050,03	447 360 591,95
Impôts et assimilés		146 630 309,14		146 630 309,14	185 124 181,63
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
TOTAL ACTIFS COURANTS		3 680 399 667,47	146 083 453,91	3 534 316 213,56	2 358 322 235,70
TOTAL GENERAL ACTIF		16 229 855 488,07	4 201 828 107,80	12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

الملحق رقم (16): حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

COMPTES DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉS AU 31/12/2014

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Achats consommés		-485 200 719,34	-383 826 234,36
Services extérieurs et autres consommations		-124 415 354,28	-141 037 613,65
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-609 616 073,62	-524 863 848,01
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)		2 464 105 189,07	1 643 880 920,48
Charges de personnel		-644 203 111,89	-460 717 136,41
Impôts et taxes et versements assimilés		-78 184 823,09	-57 091 450,50
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 741 717 254,09	1 126 072 333,57
Autres produits opérationnels		38 196 529,91	47 448 578,70
Autres charges opérationnelles		-82 612 358,75	-108 562 211,41
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-779 743 092,26	-678 204 838,77
Reprise sur pertes de valeur et provisions		43 383 740,95	65 827 656,66
V - RESULTAT OPERATIONNEL		960 942 073,94	452 581 518,75
Produits financiers		12 342 156,84	160 409 823,37
Charges financières		-28 880 611,59	-215 515 822,02
VI - RESULTAT FINANCIER		-16 538 454,75	-55 105 998,65
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		944 403 619,19	397 475 520,10
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-86 694 818,89	-
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-119 611 451,44	-40 620 341,78
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 167 643 690,39	2 442 430 827,22
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 429 546 341,53	-2 085 575 648,90
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		738 097 348,86	356 855 178,32
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		738 097 348,86	356 855 178,32

الملحق رقم (17): ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	N	Net	N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs		Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	50 746 816,31	47 740 002,54	3 006 813,77	4 229 704,39
Immobilisations corporelles	2	11 743 522 415,83	4 635 690 173,60	7 107 832 242,23	7 254 383 738,79
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		6 264 236 596,90	2 184 411 524,40	4 079 825 072,50	3 926 234 040,78
Autres immobilisations corporelles		4 935 432 221,43	2 451 278 649,20	2 484 153 572,23	2 784 296 100,51
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations encours	4	1 078 621 047,36		1 078 621 047,36	1 079 922 687,79
Equipements neufs en stocks		62 036 536,23		62 036 536,23	50 795 480,89
Immobilisations financières	3	179 364 890,13	167 303 000,00	12 061 890,13	25 640 537,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 303 000,00	8 322 000,00	20 822 800,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		156 739 890,13	153 000 000,00	3 739 890,13	4 817 737,12
Impôts différés actif		89 510 057,30		89 510 057,30	77 754 957,78
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 204 785 823,11	4 850 733 176,14	8 354 052 646,97	8 493 711 166,71
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	859 628 228,94	34 203 772,65	825 424 456,29	664 344 673,16
Créances et emplois assimilés	6	1 351 388 306,18	108 704 211,08	1 242 684 095,10	1 138 482 401,20
Clients		591 964 561,98	108 417 711,08	483 546 850,90	484 281 042,03
Autres débiteurs		539 185 522,65	286 500,00	538 899 022,65	507 571 050,03
Impôts et assimilés		220 238 221,55		220 238 221,55	146 630 309,14
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	7	1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
TOTAL ACTIF COURANT		3 817 877 404,69	149 165 179,44	3 668 712 225,25	3 534 316 213,56
TOTAL GENERAL ACTIF		17 022 663 227,80	4 999 898 355,58	12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 163 602 621,01	2 229 414 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net -Résultat net part du groupe (1)		609 333 773,22	738 097 348,86
Autres capitaux propres - Report à nouveau		330 808 860,86	-531 344 310,73
Part de la société consolidante (1)		4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	8	4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 471 394 010,82	5 843 002 544,33
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		619 838 249,05	584 352 305,10
Compte de liaison		-0,00	-0,00
TOTAL II	9	6 114 121 846,37	6 450 244 435,93
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		158 648 325,04	142 289 745,27
Impôts		166 450 101,50	145 087 274,33
Autres dettes		963 098 117,23	1 338 007 064,67
Trésorerie passif	11	16 701 226,99	16 230 964,48
TOTAL III	10	1 304 897 770,76	1 641 615 048,75
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

الملحق رقم (18): حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

COMPTE DE RESULTAT

	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 870 799 525,31	3 073 721 262,69
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	2 870 799 525,31	3 073 721 262,69
Achats consommés		-472 678 461,02	-485 200 719,34
Services extérieurs et autres consommations		-119 306 804,64	-124 415 354,28
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-591 985 265,66	-609 616 073,62
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		2 278 814 259,65	2 464 105 189,07
Charges de personnel	14	-613 720 629,34	-644 203 111,89
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-80 521 069,74	-78 184 823,09
IV-Excédent brut d'exploitation		1 584 572 560,57	1 741 717 254,09
Autres produits opérationnels		32 573 968,80	38 196 529,91
Autres charges opérationnelles	16	-74 784 119,76	-82 612 358,75
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-804 054 463,42	-779 743 092,26
Reprise sur pertes de valeur et provisions		54 594 564,69	43 383 740,95
V-Résultat opérationnel	12	792 902 510,88	960 942 073,94
Produits financiers		34 050 886,80	12 342 156,84
Charges financières		-84 705 259,71	-28 880 611,59
VI-Résultat financier	18	-50 654 372,91	-16 538 454,75
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		742 248 137,97	944 403 619,19
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-116 388 272,05	-86 694 818,89
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-16 526 092,70	-119 611 451,44
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 992 018 945,60	3 167 643 690,39
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 382 685 172,38	-2 429 546 341,53
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		609 333 773,22	738 097 348,86
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	19	609 333 773,22	738 097 348,86

الملحق رقم (19): ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016



ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	1	64 231 330,81	49 751 784,23	14 479 546,58	3 006 813,77
Immobilisations corporelles	2	13 011 514 952,70	5 357 896 240,63	7 653 618 712,07	7 107 832 242,23
Terrains		543 853 597,50	-	543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		6 912 355 212,19	2 425 216 206,60	4 487 139 005,59	4 079 825 072,50
Autres immobilisations corporelles		5 555 306 143,01	2 932 680 034,03	2 622 626 108,98	2 484 153 572,23
Immobilisations en concession		984 059,95	-	984 059,95	984 059,95
Immobilisations en cours	4	518 517 862,19	5 649 790,08	512 868 072,11	1 078 621 047,36
Equipements neufs en stocks		63 812 013,61	-	63 812 013,61	62 036 536,23
Immobilisations financières	3	180 471 695,54	167 055 200,00	13 416 495,54	12 061 890,13
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 055 200,00	8 569 800,00	8 322 000,00
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 846 695,54	153 000 000,00	4 846 695,54	3 739 890,13
Impôts différés actif		96 362 623,77	-	96 362 623,77	89 510 057,30
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 935 894 538,57	5 580 353 014,94	8 355 541 523,63	8 354 052 646,97
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	888 565 129,51	27 472 509,20	861 092 620,31	825 424 456,29
Créances et emplois assimilés	6	1 363 163 697,87	125 155 028,59	1 238 008 669,28	1 242 684 095,10
Clients		556 198 862,01	124 870 028,59	431 328 833,42	483 546 850,90
Autres débiteurs		562 953 150,86	285 000,00	562 668 150,86	538 899 022,65
Impôts et assimilés		244 011 685,00	-	244 011 685,00	220 238 221,55
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	7	1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
TOTAL ACTIF COURANT		3 533 931 747,42	158 884 733,50	3 375 047 013,92	3 668 712 225,25
TOTAL GENERAL ACTIF		17 469 826 285,99	5 739 237 748,44	11 730 588 537,55	12 022 764 872,22

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 413 602 621,01	2 163 602 621,01
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		331 873 991,79	609 333 773,22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		355 689 283,32	330 808 860,86
Part de la société consolidante (1)		4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I	8	4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 005 226 697,31	5 471 394 010,82
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		618 250 469,00	619 838 249,05
Compte de liaison		-	-
TOTAL II	9	5 646 366 752,81	6 114 121 846,37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		342 727 506,49	158 648 325,04
Impôts		107 683 078,16	166 450 101,50
Autres dettes		1 032 141 440,16	963 098 117,23
Trésorerie passif	11	503 863,81	16 701 226,99
TOTAL III	10	1 483 055 888,62	1 304 897 770,76
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		11 730 588 537,55	12 022 764 872,22

Ⓜ à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés.

الملحق رقم (20): حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016



Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 661 576 668,54	2 870 799 525,31
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	2 661 576 668,54	2 870 799 525,31
Achats consommés		-462 926 940,50	-472 678 461,02
Services extérieurs et autres consommations		-131 679 904,44	-119 306 804,64
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-594 606 844,94	-591 985 265,66
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)		2 066 969 823,60	2 278 814 259,65
Charges de personnel	14	-621 345 503,42	-613 720 629,34
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-75 546 773,86	-80 521 069,74
IV-Excédent brut d'exploitation		1 370 077 546,32	1 584 572 560,57
Autres produits opérationnels		33 915 312,85	32 573 968,80
Autres charges opérationnelles	16	-102 773 326,97	-74 784 119,76
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-827 841 723,60	-804 054 463,42
Reprise sur pertes de valeur et provisions		39 039 221,66	54 594 564,69
V-Résultat opérationnel	12	512 417 030,26	792 902 510,88
Produits financiers		7 488 720,46	34 050 886,80
Charges financières		-115 720 668,40	-84 705 259,71
VI-Résultat financier	18	-108 231 947,94	-50 654 372,91
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		404 185 082,32	742 248 137,97
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-76 912 046,16	-116 388 272,05
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		4 600 955,63	-16 526 092,70
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		2 742 019 923,51	2 992 018 945,60
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		-2 410 145 931,72	-2 382 685 172,38
VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	19	331 873 991,79	609 333 773,22
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		331 873 991,79	609 333 773,22

الملحق رقم (21): ميزانية السنة المالية 2013 لمؤسسة أن سي أ روبية

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2013 BRUT	2013AMO&PROV	2013 NET	2012 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	43 778 891	23 647 482	20 131 409	20 952 898
Immobilisations corporelles	4.2	4 753 169 011	1 623 217 678	3 129 951 333	2 384 759 181
Terrains		398 571 250	0	398 571 250	398 571 250
Bâtiments		447 994 117	100 161 465	347 832 652	312 422 769
Autres immobilisations corporelles		3 760 501 126	1 523 056 213	2 237 444 913	1 596 060 027
Immobilisations en concession		0	0	0	0
Immobilisations encours		146 102 518	0	146 102 518	77 705 136
Immobilisations financières	4.3	40 855 673	0	40 855 673	34 976 096
Autres participations et créances rattachées		0	0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		3 060 000	0	3 060 000	5 010 000
Impôts différés actif		37 795 673	0	37 795 673	29 966 096
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 837 803 574	1 646 865 160	3 190 938 414	2 440 688 175
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 122 849 330	63 236 578	1 059 612 751	907 407 607
Créances et emplois assimilés		1 195 373 445	137 705 358	1 057 668 087	1 063 842 011
Clients	4.5	928 052 214	137 705 358	790 346 856	680 918 960
Autres débiteurs	4.6	172 860 498	0	172 860 498	162 783 364
Impôts et assimilés	4.7	70 429 485	0	70 429 485	187 775 815
Autres créances et emplois assimilés	4.8	24 031 248	0	24 031 248	32 363 872
Disponibilités et assimilés		174 363 692	0	174 363 692	182 861 752
Placements et autres actifs financiers courants		4 788 000	0	4 788 000	0
Trésorerie	4.9	169 575 692	0	169 575 692	182 861 752
TOTAL ACTIF COURANT		2 492 586 467	200 941 936	2 291 644 531	2 154 111 370
TOTAL GENERAL ACTIF		7 330 390 041	1 847 807 097	5 482 582 945	4 594 799 546

BILAN ARRETE AU 31.12.2013
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2013	31.12.2012
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		676 833 846	564 163 334
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		228 869 539	168 602 699
Autres capitaux propres		-	3 511 463
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 754 898 385	1 585 472 496
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	1 494 706 743	708 679 792
Impôts (différés et provisionnés)		3 645 260	-
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 224 687	120 141 415
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		1 506 576 690	828 821 207
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 334 090 677	1 121 817 918
Impôts	5.5	172 217 368	171 100 746
Autres dettes	5.6	516 970 256	386 695 528
Trésorerie passif	5.7	197 829 568	500 891 650
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 221 107 869	2 180 505 842
TOTAL GENERAL PASSIF		5 482 582 945	4 594 799 546

الملحق رقم (22): حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمؤسسة أن سي أ روبية

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2013 AU 31.12.2013

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NO TE	31.12.2013	31.12.2012
Chiffre d'affaires	6.1	6 032 294 441	5 669 817 158
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	14 508 722	166 504 084
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		6 046 803 162	5 836 321 243
Achats consommés	6.3	(3 562 949 876)	(3 616 401 032)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(949 581 759)	(828 514 468)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(4 512 531 635)	(4 444 915 500)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 534 271 527	1 391 405 743
Charges de personnel	6.5	(640 731 682)	(528 526 658)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 074 294)	(91 220 592)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		778 465 551	771 658 493
Autres produits opérationnels	6.7	7 606 478	39 643 564
Autres charges opérationnelles	6.8	(127 108 544)	(143 668 097)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(337 623 594)	(360 894 729)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		61 279 430	29 397 896
RESULTAT OPERATIONNEL		382 619 322	336 137 127
Produits financiers	6.10	22 103 744	15 091 358
Charges financières	6.11	(114 208 627)	(113 076 392)
RESULTAT FINANCER		(92 104 883)	(97 985 034)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		290 514 438	238 152 093
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(65 829 216)	(75 756 721)
Impôts différés sur résultats ordinaires		4 184 316	6 207 327
Total des produits des activités ordinaires		6 137 792 814	5 920 454 061
Total des charges des activités ordinaires		(5 908 923 276)	(5 751 851 362)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		228 869 539	168 602 699
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		228 869 539	168 602 699

الملحق رقم (23): ميزانية السنة المالية 2014 لمؤسسة أن سي أ روية

BILAN ACTIF ARRETE AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2014 BRUT	2014 AMO&PROV	2014 NET	2013 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	44 454 071	31 273 033	13 181 038	20 131 409
Immobilisations corporelles	4.2	6 439 628 681	1 953 499 619	4 486 129 061	3 129 951 333
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	398 571 250
Bâtiments		922 838 083	125 080 537	797 757 546	347 832 652
Autres immobilisations corporelles		4 179 585 921	1 828 419 082	2 351 166 839	2 237 444 913
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		153 453 493	-	153 453 493	146 102 518
Immobilisations financières	4.3	54 539 112	-	54 539 112	40 855 673
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 614 391	-	1 614 391	3 060 000
Impôts différés actif		52 924 721	-	52 924 721	37 795 673
TOTAL ACTIF NON COURANT		6 538 621 864	1 984 772 652	4 553 849 211	3 190 938 414
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 116 095 014	73 091 953	1 043 003 061	1 059 612 751
Créances et emplois assimilés		1 554 939 518	168 246 171	1 386 693 346	1 057 668 087
Clients	4.5	1 327 061 329	168 246 171	1 158 815 158	790 346 856
Autres débiteurs	4.6	134 907 092	-	134 907 092	172 860 498
Impôts et assimilés	4.7	65 911 892	-	65 911 892	70 429 485
Autres créances et emplois assimilés	4.8	27 059 205	-	27 059 205	24 031 248
Disponibilités et assimilés		226 128 876	-	226 128 876	174 363 692
Placements et autres actifs financiers courants		14 335 010	-	14 335 010	4 788 000
Trésorerie	4.9	211 793 866	-	211 793 866	169 575 692
TOTAL ACTIF COURANT		2 897 163 408	241 338 124	2 655 825 284	2 291 644 531
TOTAL GENERAL ACTIF		9 435 785 271	2 226 110 776	7 209 674 495	5 482 582 945

Mustapha HEDDAD
Expert Comptable

BILAN ARRETE AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2014	31.12.2013
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		820 783 885	676 833 846
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		310 853 613	228 869 539
Autres capitaux propres		282 440	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	1 981 114 938	1 754 898 385
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 676 780 567	1 494 706 743
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	1 728 774	3 645 260
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	3 640 997	8 224 687
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 682 150 338	1 506 576 690
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 255 300 864	1 334 090 677
Impôts	5.5	163 080 164	172 217 368
Autres dettes	5.6	718 996 498	516 970 256
Trésorerie passif	5.7	409 031 693	197 829 568
TOTAL PASSIFS COURANTS		2 546 409 218	2 221 107 869
TOTAL GENERAL PASSIF		7 209 674 495	5 482 582 945

الملحق رقم (24): حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمؤسسة أن سي أ روية

COMPTE DE RESULTA PERIODE DU 01.01.2014 AU 31.12.2014
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2014	31.12.2013
Chiffre d'affaires	6.1	7 053 727 818	6 032 294 4
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	(8 788 499)	14 508 7
Production immobilisée		-	
Subventions d'exploitation		1 251 776	
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 046 191 095	6 046 803 1
Charges consommées	6.3	(4 150 717 902)	(3 562 949 8)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 038 591 810)	(949 581 7)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(5 189 309 712)	(4 512 531 6)
RESULTEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 856 881 382	1 534 271 5
Charges de personnel	6.5	(723 916 388)	(640 731 6)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(108 206 669)	(115 074 2)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 024 758 326	778 465 5
Autres produits opérationnels	6.7	11 592 505	7 606 4
Autres charges opérationnelles	6.8	(115 600 837)	(127 108 5)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(471 393 651)	(337 623 5)
Prevision sur pertes de valeur et provisions		5 041 476	61 279 4
RESULTAT OPERATIONNEL		454 397 817	382 619 3
Produits financiers	6.10	27 595 211	22 103 7
Charges financières	6.11	(113 049 816)	(114 208 6)
RESULTAT FINANCIER		(85 454 606)	(92 104 88)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS		368 943 211	290 514 4
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(75 135 133)	(65 829 2)
Impôts différés sur résultats ordinaires		17 045 535	4 184 3
Total des produits des activités ordinaires		7 090 420 286	6 137 792 8
Total des charges des activités ordinaires		(6 779 566 672)	(5 908 923 27)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		310 853 613	228 869 5
Éléments extraordinaires (produits)		-	
Éléments extraordinaires (charges)		-	

الملحق رقم (25): ميزانية السنة المالية 2015 لمؤسسة أن سي أ روية

BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

ACTIF	NOTE	2015 BRUT	2015 AMO&PROV	2015 NET	2014 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	68 304 064	41 152 648	27 151 416	13 181 038
Immobilisations corporelles	4.2	7 688 147 300	2 443 435 530	5 244 711 770	4 486 129 061
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	1 183 751 184
Bâtiments		922 838 083	171 070 774	751 767 309	797 757 546
Autres immobilisations corporelles		5 430 343 521	2 272 364 756	3 157 978 766	2 351 166 839
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		151 214 512	-	151 214 512	153 453 493
Immobilisations financières	4.3	30 694 806	-	30 694 806	54 539 112
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		2 034 391	-	2 034 391	1 614 391
Impôts différés actif		28 660 415	-	28 660 415	52 924 721
TOTAL ACTIF NON COURANT		7 787 146 170	2 484 588 178	5 302 557 992	4 553 849 211
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 234 569 796	70 264 172	1 164 305 624	1 043 003 061
Créances et emplois assimilés		1 802 923 535	169 788 740	1 633 134 795	1 386 693 346
Clients	4.5	1 573 151 707	169 788 740	1 403 362 966	1 158 815 158
Autres débiteurs	4.6	80 974 412	-	80 974 412	134 907 092
Impôts et assimilés	4.7	97 145 337	-	97 145 337	65 911 892
Autres créances et emplois assimilés	4.8	51 652 079	-	51 652 079	27 059 205
Disponibilités et assimilés		240 206 347	-	240 206 347	226 128 876
Placements et autres actifs financiers courants		7 539 490	-	7 539 490	14 335 010
Trésorerie	4.9	232 666 857	-	232 666 857	211 793 866
TOTAL ACTIF COURANT		3 277 699 678	240 052 912	3 037 646 766	2 655 825 284
TOTAL GENERAL ACTIF		11 064 845 848	2 724 641 090	8 340 204 758	7 209 674 495

BILAN ARRETE AU 31.12.2015
CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

PASSIF	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 030 016 538	820 783 885
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		188 985 195	310 853 613
Autres capitaux propres		-	282 440
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 068 196 733	1 981 114 938
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	3 117 402 307	2 676 780 567
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	5 143 251	1 728 774
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	8 613 837	3 640 997
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		3 131 159 396	2 682 150 338
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 367 058 312	1 255 300 864
Impôts	5.5	40 632 773	163 080 164
Autres dettes	5.6	1 134 931 902	718 996 498
Trésorerie passif	5.7	598 225 643	409 031 693
TOTAL PASSIFS COURANTS		3 140 848 630	2 546 409 218
TOTAL GENERAL PASSIF		8 340 204 758	7 209 674 495

الملحق رقم (26): حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمؤسسة أن سي أ روبية

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2015 AU 31.12.2015

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2015	31.12.2014
Chiffre d'affaires	6.1	7 490 167 433	7 053 727 818
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	66 962 859	(8 788 499)
Subventions d'exploitation		-	1 251 776
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 557 130 291	7 046 191 095
Achats consommés	6.3	(4 520 098 571)	(4 150 717 902)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 157 586 303)	(1 038 591 810)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(5 677 684 874)	(5 189 309 712)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 879 445 417	1 856 881 382
Charges de personnel	6.5	(729 349 666)	(723 916 388)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(115 655 531)	(108 206 669)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 034 440 220	1 024 758 326
Autres produits opérationnels	6.7	12 238 979	11 592 505
Autres charges opérationnelles	6.8	(102 696 437)	(115 600 837)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(516 406 162)	(471 393 651)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		12 214 428	5 041 476
RESULTAT OPERATIONNEL		439 791 029	454 397 817
Produits financiers	6.10	33 609 894	27 595 211
Charges financières	6.11	(221 380 402)	(113 049 816)
RESULTAT FINANCIER		(187 770 507)	(85 454 606)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		252 020 521	368 943 211
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(35 356 543)	(75 135 133)
Impôts différés sur résultats ordinaires		(27 678 783)	17 045 535
Total des produits des activités ordinaires		7 615 193 593	7 090 420 286
Total des charges des activités ordinaires		(7 426 208 398)	(6 779 566 672)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		188 985 195	310 853 613
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		188 985 195	310 853 613

الملحق رقم (27): ميزانية السنة المالية 2016 لمؤسسة أن سي أ روبية

ACTIF	NOTE	2016 BRUT	2016 AMO&PROV	2016 NET	2015 NET
ACTIF NON COURANT					
Immobilisations incorporelles	4.1	78 476 311	50 400 570	28 075 741	27 151 416
Immobilisations corporelles	4.2	8 618 118 458	2 931 204 056	5 686 914 402	5 244 711 770
Terrains		1 183 751 184	-	1 183 751 184	1 183 751 184
Batiments		922 838 083	217 187 023	705 651 060	751 767 309
Autres immobilisations corporelles		5 796 718 530	2 714 017 033	3 082 701 497	3 157 978 766
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		714 810 661	-	714 810 661	151 214 512
Immobilisations financières	4.3	27 549 692	-	27 549 692	30 694 806
Autres participations et créances rattachées		-	-	-	-
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		1 907 916	-	1 907 916	2 034 391
Impôts différés actif		25 641 777	-	25 641 777	28 660 415
TOTAL ACTIF NON COURANT		8 724 144 461	2 981 604 626	5 742 539 835	5 302 557 992
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	4.4	1 050 650 741	69 137 612	981 513 129	1 164 305 624
Créances et emplois assimilés		2 604 306 436	169 188 740	2 435 117 695	1 633 134 795
Clients	4.5	2 529 292 703	169 188 740	2 360 103 963	1 403 362 966
Autres débiteurs	4.6	20 196 464	-	20 196 464	80 974 412
Impôts et assimilés	4.7	36 676 419	-	36 676 419	97 145 337
Autres créances et emplois assimilés	4.8	18 140 849	-	18 140 849	51 652 079
Disponibilités et assimilés		121 221 865	-	121 221 865	240 206 347
Placements et autres actifs financiers courants		7 114 730	-	7 114 730	7 539 490
Trésorerie	4.9	114 107 135	-	114 107 135	232 666 857
TOTAL ACTIF COURANT		3 776 179 042	238 326 353	3 537 852 689	3 037 646 766
TOTAL GENERAL ACTIF		12 500 323 503	3 219 930 979	9 280 392 524	8 340 204 758

PASSIF	NOTE	31.12.2016	31.12.2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		849 195 000	849 195 000
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves		1 091 622 483	1 030 016 538
Ecarts de réévaluation		-	-
Résultat net		130 675 438	188 985 195
Autres capitaux propres		573 426	-
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	5.1	2 072 066 347	2 068 196 733
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	5.2	2 903 896 190	3 117 402 307
Impôts (différés et provisionnés)	5.3	9 230 686	5 143 251
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	5.3	9 563 188	8 613 837
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		2 922 690 065	3 131 159 396
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	5.4	1 809 080 211	1 367 058 312
Impôts	5.5	19 201 886	40 632 773
Autres dettes	5.6	1 598 819 533	1 134 931 902
Trésorerie passif	5.7	858 534 482	598 225 643
TOTAL PASSIFS COURANTS		4 285 636 112	3 140 848 630
TOTAL GENERAL PASSIF		9 280 392 524	8 340 204 758

الملحق رقم (28): حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمؤسسة أن سي أ روية

COMPTE DE RESULTATSS PERIODE DU 01.01.2016 AU 31.12.2016

CHIFFRES EXPRIMES EN DINARS

	NOTE	31.12.2016	31.12.2015
Chiffre d'affaires	6.1	7 983 651 413	7 490 167 433
Variation stocks produits finis et en-cours	6.2	30 204 242	66 962 859
Production immobilisée		-	-
Subventions d'exploitation		-	-
PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 013 855 655	7 557 130 291
Achats consommés	6.3	(4 831 599 357)	(4 520 098 571)
Services extérieurs et autres consommations	6.4	(1 351 522 971)	(1 157 586 303)
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		(6 183 122 328)	(5 677 684 874)
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		1 830 733 327	1 879 445 417
Charges de personnel	6.5	(766 196 342)	(729 349 666)
Impôts taxes et versements assimilés	6.6	(66 747 764)	(115 655 531)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		997 789 221	1 034 440 220
Autres produits opérationnels	6.7	11 966 009	12 238 979
Autres charges opérationnelles	6.8	(102 978 529)	(102 696 437)
Dotations aux amortissements et aux provisions	6.9	(603 224 179)	(516 406 162)
Reprise sur pertes de valeur et provisions		14 081 771	12 214 428
RESULTAT OPERATIONNEL		317 634 294	439 791 029
Produits financiers	6.10	64 871 996	33 609 894
Charges financières	6.11	(230 916 633)	(221 380 402)
RESULTAT FINANCER		(166 044 637)	(187 770 507)
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		151 589 656	252 020 521
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		(13 808 145)	(35 356 543)
Impôts différés sur résultats ordinaires		(7 106 073)	(27 678 783)
Total des produits des activités ordinaires		8 104 775 430	7 615 193 593
Total des charges des activités ordinaires		(7 974 099 992)	(7 426 208 398)
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		130 675 438	188 985 195
Eléments extraordinaires (produits)		-	-
Eléments extraordinaires (charges)		-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		130 675 438	188 985 195

الملحق رقم (29): ميزانية السنة المالية 2013 لمجمع صيدال

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 724 776 277,24	18 416 037 037,37	11 308 739 239,87	11 454 745 444,91
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 351 142 188,28	3 560 308 055,46	18 790 834 132,82	18 566 400 049,61
TOTAL GENERAL ACTIF	52 075 918 465,52	21 976 345 092,83	30 099 573 372,69	30 021 145 494,52

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

الملحق رقم (30): حساب النتائج للسنة المالية 2013 لمجمع صيدال

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 243 878 149,00	14 125 059 949,37
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 296 731 000,37	-6 161 220 892,79
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 947 147 148,63	7 963 839 056,58
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 887 686 198,92	3 926 594 396,57
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortis,provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 946 399 282,02	2 522 169 350,70
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	-147 696 864,44	-124 338 803,55
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 798 702 417,58	2 397 830 547,15
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 293 599 347,59	1 996 670 407,30
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-21 476,75	-3 985 277,20
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 293 577 870,84	1 992 685 130,10
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44

الملحق رقم (31): ميزانية السنة المالية 2014 لمجمع صيدال

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
<i>Écart d'acquisition (ou goodwill)</i>	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
<i>Terrains</i>	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
<i>Bâtiments</i>	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
<i>Immobilisations en concession</i>	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
<i>Titres mis en équivalences - entreprises associées</i>	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
<i>Autres participations et créances rattachées</i>	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
<i>Autres titres immobilisés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
<i>Impôts différés actif</i>	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 653 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87	15%
ACTIFS COURANTS					
<i>Stocks et encours</i>	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
<i>Créances et emplois assimilés</i>	0,00	0,00			
<i>Clients</i>	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
<i>Autres débiteurs</i>	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
<i>Impôts</i>	601 389 838,47	345 347 828,24	225 604 010,23	115 898 709,75	121%
<i>Autres actif courant</i>	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
<i>Disponibilités et assimilés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
<i>Trésorerie</i>	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82	-1%
TOTAL GENERAL ACTIF	54 411 330 997,61	22 823 626 591,68	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
<i>Capital émis</i>	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
<i>Capital non appelé</i>	0,00		
<i>Primes et réserves -(réserves consolidées)</i>	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
<i>Ecart de réévaluation</i>	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
<i>Écart d'équivalence</i>	778 627 191,02	556 004 893,04	
<i>Résultat Net</i>	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
<i>Autres capitaux propres -report à nouveau</i>	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
<i>Intérêts minoritaires</i>	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	17 590 664 386,45	16 748 436 102,49	5%
PASSIFS NON COURANTS			
<i>Emprunts et dettes financières</i>	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
<i>Impôts (différés et provisionnés)</i>	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
<i>Autres dettes non courantes</i>	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
<i>Provisions et produits comptabilisés d'avance</i>	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57	69%
PASSIFS COURANTS			
<i>Fournisseurs et comptes rattachés</i>	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
<i>Impôts</i>	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
<i>Autres dettes</i>	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
<i>Trésorerie passif</i>	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	5 508 313 068,58	8 342 936 667,63	-34%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

الملحق رقم (32): حساب النتائج للسنة المالية 2014 لمجمع صيدال

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00	-20%
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63	-24%
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92	-34%
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02	-45%
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44	-66%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58	-44%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59	-41%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75	0%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84	-41%
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

الملحق رقم (33): ميزانية السنة المالية 2015 لمجمع صيدال

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	35 157 914 948,13	19 390 728 814,41	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 781 092 008,80	2 626 377 321,84	19 154 714 686,96	18 584 475 032,46
TOTAL GENERAL ACTIF	56 939 006 956,93	22 017 106 136,25	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Dotation de l'état	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33
Ecart de réévaluation	145 245 635,13	218 627 945,68
Écart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02
Résultat Net	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22
Autres capitaux propres -report à nouveau	-166 052 299,51	371 301 688,91
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29
TOTAL I	20 465 934 577,15	17 590 664 386,45
PASSIFS NON COURANTS	0,00	
Emprunts et dettes financières	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impôts (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 705 764,33
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 605 571 934,62	1 381 034 485,26
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	7 773 819 493,64	8 488 726 950,90
PASSIFS COURANTS	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 460 434 895,94
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63
Trésorerie passif	728 832 746,41	628 175 601,26
TOTAL PASSIF COURANT III	6 682 146 749,89	5 508 313 068,58
TOTAL GENERAL PASSIF	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

الملحق رقم (34): حساب النتائج للسنة المالية 2015 لمجمع صيدال

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 972 150 634,01	9 836 622 190,20
Achats consommés	-3 470 479 457,80	-3 017 970 352,54
Services extérieurs et autres consommations	-996 298 147,20	-815 279 475,31
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 466 777 605,00	-3 833 249 827,85
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 505 373 029,01	6 003 372 362,35
Charges de personnel	-3 056 024 245,03	-3 222 199 202,24
Impôts, taxes et versements assimilés	-166 639 675,94	-205 064 473,74
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 282 709 108,04	2 576 108 686,37
Autres produits opérationnels	202 735 842,16	85 434 154,80
Autres charges opérationnelles	-143 865 838,16	-204 467 978,10
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 328 939 749,35	-1 130 374 262,15
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	421 168 878,85	292 035 551,31
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 433 808 241,54	1 618 736 152,23
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
VI - RESULTAT FINANCIER	10 001 361,07	-50 302 205,93
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 443 809 602,61	1 568 433 946,30
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-328 709 218,00	-309 812 391,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	15 393 711,92	-90 261 226,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 738 510 276,29	10 320 801 147,68
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 638 803 603,60	-8 971 918 366,01
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22

الملحق رقم (35): ميزانية السنة المالية 2016 لمجمع صيدال

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم (36): حساب النتائج للسنة المالية 2016 لمجمع صيدال

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

من خلال هذه الدراسة حاولنا إبراز أثر القرارات المالية على ثروة المساهمين وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة، وعلى الرغم من أنه في الدراسات الأكاديمية يتم دراسة كل قرار من القرارات المالية بصفة مستقلة ومنفصلة عن باقي القرارات الأخرى، حاولنا من خلال هذه الدراسة الجمع بين هذه القرارات المالية وإظهار العلاقة التبادلية والتفاعلية بينها.

وقد خلصت هذه الدراسة إلى نتيجة أساسية مفادها أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وبالتالي قيمة المؤسسة تتأثر بنسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (DL) (نسبة الرفع المالي)، كما خلصت إلى أن العلاقة بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات المدروسة علاقة في مجملها متوسطة أو ضعيفة، وهذا على الرغم من أن أغلب الدراسات السابقة أكدت على وجود علاقة قوية بين بعض هذه المتغيرات والقيمة السوقية للمؤسسة والسبب الرئيسي في هذا يعود إلى محدودية أداء بورصة الجزائر ولعل ذلك يعود إلى انعدام الخبرة والرؤى الواقعية للاقتصاد الجزائري مما حال دون إمكانية وضع أسس صلبة لسوق مالي تتميز باستمراريتها وفعاليتها في استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية.

من جهة أخرى ومن خلال دراستنا للأثر المتبادل للقرارات المالية نجد أن معدل العائد على الاستثمار مرتبط ارتباطاً قوياً وسالب مع نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (DLT) وهذا ما يبين علاقة قرار التمويل بقرار الاستثمار، من جهة أخرى نجد أن نسبة الديون الإجمالية إلى الأموال الخاصة (DT) (نسبة الرفع المالي) مرتبطة ارتباطاً قوياً وسالب مع كل من نصيب السهم من التوزيعات (DPA) ونصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RPA) وهذا ما يبين علاقة قرار التمويل بقرار توزيع الأرباح.

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، القرارات المالية، قرار الاستثمار، القرار التمويلي، الهيكل المالي الأمثل، قرار توزيع الأرباح، بورصة الجزائر.

Abstract:

In this study we tried to highlight the impact of financial decisions on the wealth of shareholders and thus the market value of the Algerian listed economic institution. Although in academic studies each financial decision is studied dependently and separately from others. we tried to show the reciprocal and interactive Between these financial decisions.

The study concluded that the market value of the institution's shares and hence the value of the institution is affected by the ratio of total debt to private funds (DL). It also concluded that the relationship between the value of the institution and the rest of the studied variables is generally or moderately weak. This despite the fact that most previous studies have confirmed a strong relationship between some of these variables and the market value of it. This Is due to the lack of experience and realistic visions of the Algerian economy which is prevented the possibility of laying the foundations of a solid financial market characterized by its continuity and effectiveness in attracting domestic and foreign investments.

On the other hand, in our study of the mutual impact of financial decisions, we find that the rate of return on investment is strongly and negatively correlated with the ratio of long-term debt to private funds (DLT). This shows the relationship of the financing decision to the investment one . More over, (DTC) ratio is strongly and negatively correlated with DPA and RPA, which shows the relationship between the financing decision and the dividend distribution decision.

Keywords: Value of the corporate, Financial decisions, Investment decision, Financing decision, Optimal financial structure. Dividend Decision. Algeria Stock Exchange.

Abstract:

Dans cette étude, nous avons essayé de mettre en évidence l'impact des décisions financières sur la richesse des actionnaires et donc sur la valeur marchande de l'institution économique cotée algérienne. Bien que, dans les études universitaires, chaque décision financière soit étudiée séparément et séparément. nous avons essayé de montrer la réciprocité et l'interactivité entre ces décisions financières.

L'étude a conclu que le ratio de la dette totale aux fonds privés (DL) influe sur la valeur marchande des actions de l'établissement et, partant, sur la valeur de l'établissement. Elle a également conclu que la relation entre la valeur de l'établissement et le reste des variables étudiées est généralement faible ou faible. Ceci en dépit du fait que la plupart des études précédentes ont confirmé une forte relation entre certaines de ces variables et leur valeur marchande. Cela est dû au manque d'expérience et aux visions réalistes de l'économie algérienne, qui empêchent de jeter les bases d'un marché financier solide caractérisé par sa continuité et son efficacité pour attirer les investissements nationaux et étrangers.

D'autre part, dans notre étude de l'impact mutuel des décisions financières, nous constatons que le taux de retour sur investissement est fortement et négativement corrélé au ratio dette à long terme / fonds privés (DLT). Cela montre la relation entre la décision de financement et celle d'investissement. De plus, le ratio (DTC) est fortement et négativement corrélé avec DPA et RPA, ce qui montre la relation entre la décision de financement et la décision de distribution du dividende.

Mots clés: Valeur de l'entreprise, décisions financières, décision d'investissement, décision de financement, structure financière optimale. décision de dividende. Bourse d'Algérie.