



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع :/2022

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة
-دراسة حالة مجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)-

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص "إدارة مالية"

إشراف الأستاذ:

مشري فريد

إعداد الطلبة:

- بوالصوف تقي الدين

- بيرم إبراهيم

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	الوافي حمزة
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	مشري فريد
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	لطيف وليد

السنة الجامعية 2021/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكرنا

قال تعالى: "... رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه...."

نشكر الله ونحمده أولا وأخيرا على نعمه الكثيرة وتوفيقه لنا في إنهاء هذه المذكرة.

من لم يشكر الناس لم يشكر الله، فبعد شكر الله لايسعنا إلا أن نتقدم
بخالص شكرنا وبالغ تقديرنا إلى الأستاذ الدكتور **فريد مشري**
على سعة صبره، وعلى المجهودات التي بذلها معنا ولم يبخل علينا بنصائحه
وتوجيهاته القيمة، وكذلك على الثقة التي منحنا إياها،
فكان نعم الأستاذ ونعم المشرف.

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

كما نتقدم بشكرنا وامتناننا إلى كل من بذل معنا جهداً ووفر لنا وقتاً، وإلى
كل من ساعدنا من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة،
فنسأل الله أن يجزيهم عنا الجزاء الأوفى.

إهداء

أهدي ثمرة هذا العمل المتواضع
إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما.
إلى أختاي وفقهما الله في مشوارهما الدراسي وحفظهما من كل سوء.
إلى كل الأهل والأقارب والأصدقاء.
إلى كل من علمني حرفا.

تقي الدين

إهداء

احترت لمن أهدي والكل يستحق

أختصر وأقول:

للوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما.

إلى أخي وأختي.

إلى جميع الأصدقاء وأفراد العائلة.

إبراهيم

الملخص

هدفت الدراسة الحالية إلى البحث في أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال تحديد أثر الهيكل المالي ممثلاً بالديون قصيرة الأجل، والديون طويلة الأجل، والأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020). وتحقيقاً لهذا الهدف، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي من خلال تقديم مدخل نظري لكل من الهيكل المالي، مصادر التمويل المختلفة وتكلفتها، النظريات المفسرة للهيكل المالي وتقديم مختلف أشكال القيمة وطرق تقييم المؤسسات، وبعد إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي للدراسة الحالية، تم تحليل البيانات المالية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) باستخدام كل من الانحدار الخطي البسيط والمتعدد كأساليب إحصائية اعتماداً على برنامج الحزمة الإحصائية في العلوم الاجتماعية 25 (SPSS25).

أشارت نتائج الدراسة المتوصل إليها إلى أن الهيكل المالي ممثلاً بالديون قصيرة الأجل، والديون طويلة الأجل، والأموال الخاصة لا يؤثر على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم في الفترة (2016-2020) وذلك لعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة عند مستوى الدلالة 5 %.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الديون طويلة الأجل، الديون قصيرة الأجل، الأموال الخاصة، القيمة السوقية.

Abstract

The current study aimed to research the impact of the financial structure on the enterprise's market value by determining the impact of the financial structure represented by short-term debts, long-term debts, and private funds on the market value of the Biopharm complex during the period (2016-2020). To achieve this goal, the descriptive analytical approach was relied upon by providing a theoretical approach to each of the financial structure, the various sources of funding and their cost, theories which explain the financial structure and the presentation of various forms of value and methods of evaluating different enterprises, and after implementing the theoretical side on the practical side of the current study, The financial structure of the Biopharm complex during the period (2016-2020) data was analyzed using both simple and multiple linear regression as statistical methods using the Statistical Package in Social Sciences 25 (SPSS-25) program.

The results of the study indicated that the financial structure represented by short-term debts, long-term debts, and private funds does not affect the market value of the Biopharm complex in the period (2016-2020) due to the absence of a statistically significant impact of the financial structure on the enterprise's market value at the level of significance 5%.

Key words: financial structure, long-term debt, short-term debt, private funds, market value.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	البسملة
II	شكر وتقدير
III-IV	إهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول والأشكال
أ- و	مقدمة
الفصل الأول: أساسيات حول الهيكل المالي للمؤسسة	
6	تمهيد
7	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
7	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
7	المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي
11	المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي
30	المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي
30	المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل
32	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل
42	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة
45	خلاصة

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة	
47	تمهيد
48	المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة وطرق تقييمها
48	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة وأشكالها
50	المطلب الثاني: دوافع عملية التقييم ومحددات نجاحها
59	المطلب الثالث: طرق تقييم المؤسسة
72	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة
72	المطلب الأول: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق
80	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق
87	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الحديثة
90	خلاصة
الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)	
92	تمهيد
93	المبحث الأول: تقديم مجمع بيوفارم
93	المطلب الأول: التعريف بمجمع بيوفارم
94	المطلب الثاني: التطور الهيكلي للمجمع
96	المطلب الثالث: الهيكل القانوني والتنظيمي لمجمع بيوفارم ونشاطه

102	المبحث الثاني: تحليل أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)
102	المطلب الأول: تحليل عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)
103	المطلب الثاني: الإطار المنهجي لدراسة الحالة
107	المطلب الثالث: دراسة أثر عناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)
112	خلاصة
114	الخاتمة
118	قائمة المراجع
129	الملاحق

فهرس الجداول والأشكال
والملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	بطاقة فنية لمجمع بيوفارم.	94
2	تحليل عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).	102
3	عرض متغيرات الدراسة.	104
4	اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية.	108
5	اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون الطويلة الأجل والقيمة السوقية.	109
6	اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية.	109
7	نتائج الانحدار المتعدد لأبعاد الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.	110

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
29	مكونات الهيكل المالي.	1
52	الكفاءات الأساسية الخاصة بالمقيّم.	2
73	علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض وفق مدخل صافي الربح.	3
74	علاقة نسبة الاقتراض بقيمة المنشأة وفق مدخل صافي الربح.	4
75	العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاستدانة حسب مدخل صافي ربح العمليات.	5
76	الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي.	6
77	النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة.	7
81	أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للشركة.	8
83	يوضح العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمون.	9
84	يوضح العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة	10

وبين تكلفة الأموال.

86	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة.	11
97	الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم.	12
98	الهيكل التنظيمي لمجمع بيوفارم.	13

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
129	ميزانية الخصوم 2016	1
130	ميزانية الخصوم 2017	2
131	ميزانية الخصوم 2018	3
132	ميزانية الخصوم 2019	4
133	ميزانية الخصوم 2020	5

مقدمة

مقدمة:

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، وذلك عن طريق اتخاذ جملة من القرارات الإستراتيجية على أن يتم ذلك بشكل رشيد ودقيق، نظرا لتأثير هذه القرارات على تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين، حيث يعد الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه وفقا للمنهج الحديث هو تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم قيمة أسهمها في السوق.

ولكي تحافظ المؤسسة على تطورها واستمراريتها يجب عليها البحث عن تشكيلة مثلى لهيكلها المالي إذ قد يؤثر الهيكل المالي في قيمة المؤسسة، وبالتالي يجب تحديد الهيكل المناسب الذي يسعى إلى تعظيم العائد عند أقل درجة مخاطرة وتدنية التكاليف بما ينعكس إيجابا على قيمة المؤسسة.

وطالما أن إدارة المؤسسة تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، فإنه يمكن دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة بالرجوع للعلاقة بينهما، حيث نجد بأن تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة مازال محل خلاف بين الباحثين، كما أثار جدلا واسعا بينهم، فهناك من رفض فكرة وجود أي تأثير لتشكيلة مصادر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة وربحياتها (أي انعدام وجود هيكل مالي أمثل)، كما أن هناك من أيد فكرة أن للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وقد ارتأينا القيام بهذه الدراسة بغية معرفة ما إذا كان للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة والوصول إلى نتائج تبرز وتفسر طبيعة العلاقة بينهما.

إشكالية الدراسة:

وعلى ضوء ما سبق نطرح الإشكالية التالية:

هل يؤثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)؟

وتتدرج تحت الإشكالية التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5% ؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5% ؟
- هل يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5% ؟



فرضيات الدراسة:

من أجل تحليل إشكالية الدراسة سوف نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

- الفرضية الرئيسية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

دوافع اختيار الموضوع:

- من أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار الموضوع ما يلي:
- توافق الموضوع مع تخصصنا العلمي.
- أهمية الموضوع في العصر الحالي، حيث تعد مسألة تمويل المنشأة الاقتصادية ودراسة تشكيلة هيكلها المالي وعلاقته بقيمة المنشأة من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال الإدارة المالية.
- الرغبة في تحديد أي من عناصر الهيكل المالي له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة محل الدراسة.
- سهولة الحصول على المعلومات والبيانات المالية كونها منشورة على الموقع الرسمي للبورصة.
- الميول الشخصي للبحث في المواضيع ذات الصلة بتسيير المؤسسات وخاصة مواضيع الإدارة المالية.

أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى:
- التعرف على مفهوم ومكونات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
- تحديد أهم العوامل أو المحددات التي تؤثر في عملية اختيار مصادر التمويل في المؤسسة، أو الهيكل المالي للمؤسسة.



- التعرف على ماهية قيمة المؤسسة، والطرق المعتمدة في عملية التقييم.
- الاطلاع على مختلف النظريات التي تفسر العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.
- اختبار ما إذا كان للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.
- محاولة معرفة مدى ارتباط الهيكل المالي بالقيمة السوقية لمجمع بيوفارم.

أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية دراستنا في محاولة معرفة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، وكذا التحقق من طبيعة العلاقة بينهما، إذ يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أبرز هدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه باعتباره محل اهتمام جميع الأطراف الذين لديهم مصلحة مع المؤسسة، كما تساهم دراستنا في مساعدة متخذي القرار التمويلي على ترشيد قراراتهم.

صعوبات الدراسة:

- قلة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر وكذا تناول معظمها في دراسات سابقة مما اضطرنا إلى اختيار مؤسسة حديثة الانضمام إلى البورصة وبالتالي ضيق مدة الدراسة المتعلقة بها.
- عدم إتاحة الفرصة للقيام بزيارة ميدانية وذلك بهدف الفهم الجيد لأساسيات العمل.

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، تم الاعتماد على منهجين أساسيين للمعالجة، وهما المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث يتم اعتماد المنهج الوصفي في الجانب النظري لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، وكذلك التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المؤسسة الاقتصادية، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على أسلوب دراسة حالة باستخدام أدوات التحليل القياسي والمتمثلة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط بالاستعانة ببرنامج spss25.

الأدوات المستخدمة في الدراسة:

فيما يخص مصادر جمع المعلومات في الدراسة تم استخدام العديد من الأدوات منها: الكتب، المقالات، المجلات، المذكرات، رسائل الدكتوراه، بالإضافة إلى الوثائق الخاصة المنشورة عبر المواقع الالكترونية.

الدراسات السابقة:

- دراسة نبيلة سهايلية و جبار بوكثير (2017): والتي جاءت تحت عنوان "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، استهدفت الدراسة مجمع صيدال الجزائري وذلك في الفترة الزمنية الممتدة بين سنتي 1999م و2014م. هدفت الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية (السعر السوقي)، ومن خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى أن الهيكل المالي يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال بنسبة 40.09%، كما تبين وجود علاقة عكسية بين إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.
- دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012): بعنوان "أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم". والتي هدفت إلى تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي من أجل محاولة الرفع من كفاءة استغلال الموارد المالية المتوفرة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، كم هدفت إلى التركيز على الأرباح المحتجزة وسياسة التوزيع، وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم. شملت الدراسة 6 مؤسسات حيث كانت الفترة الزمنية للدراسة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية 11 سنة (1999-2009)، أما المؤسسات الأجنبية 12 سنة (1999-2010)، توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الرابطة بين سياسة التوزيعات والسعر السوقي للسهم قوية في مجملها، وهذا رغم اختلاف الميول إلى التوزيع والاحتجاز وأثر كل منها على قيمة السهم، وهذا ما لوحظ عبر مجموعة المؤسسات المدروسة، حيث كانت المؤسسات الجزائرية والفرنسية تتبع التوزيعات من الأرباح المحققة إلى حد كبير.
- دراسة علي بن الضب (2009): تحت عنوان "تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة ما بين 2006-2008"، والتي هدفت إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، وشملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، موزعة على أربع قطاعات: العقاري، الصناعي، الخدمي والغذائي، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط. وخلصت الدراسة إلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى وجود متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية معبرا عنها بـ Beta.

- دراسة بدر الدين قدوج ومولود مليكاوي (2020): تحت عنوان "قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018"، والتي هدفت إلى محاولة قياس أثر تكلفة التمويل على القيمة السوقية للمنشأة الاقتصادية من خلال التطبيق على عينة من المنشآت الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للسوق المالي خلال الفترة 2014-2018 باستعمال بيانات البانل، وقد تم تكوين نموذج الدراسة بالاعتماد على أربعة (04) متغيرات مستقلة تشمل: تكلفة التمويل ومعدل العائد على حقوق الملكية وحجم الأرباح الموزعة وصافي التدفقات النقدية. وقد تم الاستعانة بكل من اختبار فيشر وهوسمان من أجل المفاضلة بين نماذج البانل الثلاثة. ومن خلال المعالجة الإحصائية والقياسية لبيانات الدراسة تم التوصل إلى أن 77,5 % من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للمنشآت الصناعية تفسر من خلال المتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج، كما توصلت الدراسة أيضا أن تكلفة التمويل تؤثر بشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشآت الصناعية، إلا أن هذا التأثير موجب وهذا ما يتعارض مع النظرية المالية، كما أن كل من معدل العائد على حقوق الملكية وحجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية تؤثر إيجابا وبشكل معنوي على القيمة السوقية للمنشأة.

- التعليق على الدراسات السابقة:

بالرغم من أن الدراسة الحالية تتشابه مع بعض الدراسات السابقة المذكورة، وذلك من ناحية استهداف متغيري الهيكل المالي "كمتغير مستقل"، والقيمة السوقية للمؤسسة "كمتغير تابع" وتقسيم الجانب النظري لموضوع الدراسة وفقا لهذه المتغيرات كما هو الحال في دراسات كل من سهايلية وبوكتير (2017)، وبوحادة (2012). بالإضافة إلى التشابه من ناحية الجانب التطبيقي، حيث اعتمدنا على البحث في إمكانية وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والتابع تحقيقا لأهداف الدراسة انطلاقا من البيانات المتوفرة للمؤسسة المدروسة، واعتمادا على بعض الأساليب الإحصائية مثل الانحدار الخطي بشكليته "البسيط" و"المتعدد". إلا أن الدراسة الحالية تتميز عن الدراسات السابقة من ناحية دراستها لأثر الهيكل المالي كمتغير مستقل وحيد على القيمة السوقية للمؤسسة دون متغيرات أخرى، وذلك بشكل أكثر عمقا عن طريق دراسة أثر كل من الديون قصيرة الأجل، والديون طويلة الأجل، والأموال الخاصة على القيمة السوقية للمؤسسة. بالإضافة إلى أن الدراسة الحالية تستهدف عينة مختلفة متمثلة في مجمع "بيوفارم" للصناعة الصيدلانية، وذلك في فترة زمنية حديثة نسبيا امتدت بين (2016-2020)، والتي تضمنت فترة الحجر الصحي لفيروس كورونا المستجد (Covid-19) الذي كان له أثر واسع المدى على جميع الميادين على رأسها الجانب الاقتصادي، مما يجعل دراستنا تشتمل على جانب جديد لا يوجد في الدراسات السابقة.



هيكل الدراسة:

من أجل بلوغ أهداف الدراسة قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، حيث خصصنا فصلين للجانب النظري والفصل الثالث تم تخصيصه للجانب التطبيقي.

فيما يخص الفصل الأول فقد جاء تحت عنوان أساسيات حول الهيكل المالي للمؤسسة، وتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تناولنا فيه مفهوم الهيكل المالي، ومحدداته ومكوناته، أما المبحث الثاني فتطرقتنا فيه إلى تكلفة التمويل وكيفية تقديرها.

أما الفصل الثاني فكان بعنوان النظريات المفسرة للهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تناولنا فيه مفهوم قيمة المؤسسة ومختلف أشكالها وأهم الطرق المعتمدة في تقييمها، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق وكذا في ظل عدم كمال الأسواق، وأخيرا في ظل التيارات الحديثة.

بينما جاء الفصل الثالث بعنوان أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين أساسيين، حيث قمنا بالتعريف بهذا المجمع ومراحل تطوره، بالإضافة إلى هيكله التنظيمي وأهم نشاطاته في المبحث الأول، وتقديم نتائج الدراسة وتفسير وتحليل هذه النتائج في المبحث الثاني.

الفصل الأول:

أساسيات حول الهيكل

المالي للمؤسسة

تمهيد:

يعتبر القرار التمويلي من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة على اختلاف نشاطاتها الاقتصادية، إذ أنه يعكس مختلف السياسات التمويلية والاستثمارية التي تنتهجها في سبيل بلوغ أهدافها، ونظرا لكون الهدف الرئيسي للمؤسسة هو المحافظة على تواجدها واستمراريتها، فإن بناء هيكل مالي مناسب يعدّ من بين التحديات التي تواجه المؤسسة في مقابل إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة، حيث يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والمصادر التمويلية الخارجية، وهذا في ظل المخاطر الناجمة عن تكلفة الاعتماد على كل مصدر، وذلك تحقيقا للهدف الأساسي لأي مؤسسة والمتمثل في خلق مزيج تمويلي أمثل يحقق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة، وبدرجة خطر قليلة وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

وبغرض ضبط المفاهيم، خصصنا هذا الفصل كمدخل للهيكل المالي من خلال التطرق للمفاهيم المتعلقة بهذا الأخير، وكذا محددات بناء الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، ودراسة مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمامها لبناء هيكلها المالي، ثم تحديد تكلفة كل مصدر من المصادر، لأنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار وصولا إلى التكلفة الكلية، وذلك من خلال مبحثين:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي.

المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

يتجاوز عمل المدراء الماليين مجرد التعرف على مصادر الأموال إلى الحصول عليها بأفضل الشروط، وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي، حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة بقدرتها على تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي على أنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية".¹ كما يعرف أيضا بأنه: "كل مصادر التمويل طويلة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل، وهو ما يعرف محاسبيا بالخصوم أو المطلوبات بالميزانية العمومية والتي تمثل مجموع الالتزامات التي تترتب على المنشأة مقابل الحصول على مجموع الأصول".² كذلك هو: "تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها".³

بناء على ما سبق يمكن تعريف الهيكل التمويلي بأنه: تلك الأموال التي تحصل عليها المنشأة سواء من مصدر داخلي أو من مصدر خارجي، وسواء كانت مصادر تمويل طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، والتي تسعى من خلالها إلى تمويل أنشطتها واستثماراتها بأقل تكلفة ممكنة.

المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي

تعتمد بعض المؤسسات على الأموال المقترضة في تلبية احتياجاتها المالية، في حين تعتمد بعضها على أموالها الذاتية والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك. وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها، والحالة الاقتصادية، وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال، وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وتركيبية موجوداتها، لذلك وجب الأخذ بعين الاعتبار العوامل التي تحدد في ضوءها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة ويمكن أن نعدد منها ما يلي:

¹عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص346.

²خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، دون سنة نشر، ص17.

³محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015-2016، ص156.

- 1- الملائمة بين طبيعة المصدر والاستخدام: القاعدة في التمويل عادة هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل مثل أموال الملكية والقروض طويلة الأجل، أما الموجودات المتداولة فمن مصادر قصيرة الأجل، وعملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة من اقتناء هذه الأصول.¹
- 2- الربحية: تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، وأنها تكمن في الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين. وهي هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، وغاية يتطلع إليها المستثمرون، ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة.²
- 3- نمو المبيعات: تعتبر المبيعات ضمان أساسي للمؤسسة وبقائها في السوق، حيث أن نموها يدل على تحقيق أرباح وتمويل داخلي، وهذا ما يساهم في زيادة الأرباح المحتجزة التي تستعملها المؤسسة كتمويل ذاتي، ونمو هذه الأخير قد يجعل المؤسسة تبتعد عن الاستدانة أو على الأقل يضمن لها أنها سوف تعيد أموال الغير في حالة الاستدانة، حيث يمكن للمؤسسة التي تتمتع بنمو واستقرار المبيعات من استخدام درجة عالية من الرفع المالي، لأنها لن تواجه صعوبة الوفاء بالتزاماتها.³
- 4- المردودية: تختلف مردودية المؤسسات من مؤسسة لأخرى ومن سنة لأخرى كذلك، وهذا الاختلاف ينبع من القطاع أو حجم رأس المال أو المخاطر أو كفاءة الإدارة...، لكن ما هو معلوم أن زيادة المردودية يساهم في ارتفاع رأس مال المؤسسة. لكن اختلفت الدراسات في تفسير تأثير المردودية على تركيبة الهيكل المالي، فهناك من يرى وجود علاقة طردية بينها وبين نسبة الدين، لأن المؤسسات المتمتعة بمردودية مرتفعة تفضل التمويل بالقروض للاستفادة من الوفر الضريبي المحقق من خصم المصروفات المالية عن الوفاء الخاضع للضريبة. أما مؤيدي نظرية الوكالة يرون بأن المؤسسة ذات المردودية المرتفعة تفضل رفع نسبة القروض في الهيكل المالي لتقليل التدفق النقدي الحر من خلال ضبط سلوك المسيرين بزيادة الرقابة على أعمال المسير من خلال المقرض.⁴

¹ شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة: دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013-2014، ص91.

² وليد بشيشي، سليم مجلح، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي var، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، جوان 2019، ص121.

³ فاطمة زهراء بن زعمية، عبد الغني حريري، عبد القادر علي بن يحيى، أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي لمؤسسة باتيمال بولاية عين الدفلة 2015-2016، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 7، العدد 3، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، جوان 2021، ص159.

⁴ نفس المرجع السابق، ص159.

- 5- **هيكل الأصول:** يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بـصور عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.¹
- 6- **التوقيت:** والمقصود بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه إلى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت، وفي كل الأحوال يجب أن ينظر للتوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة.²
- 7- **حجم المؤسسة:** كلما زاد حجم المؤسسة أصبحت أكثر تنوعا وأقل تذبذبا في عوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة في هيكل رأس مالها أكثر من الشركات الأقل حجما. كما كشفت الدراسات الميدانية عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال.³
- 8- **السيولة:** تعبر السيولة عن قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة، وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى (سيولة المؤسسة)، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها (سيولة الأصل). إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمنشآت التي تتمتع بسيولة عالية، لها القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما. من ناحية أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمنشآت والأسواق المالية، فقد تستخدم

1وليد بشيشي، سليم مجلح، مرجع سابق، ص122.

2مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص158.

3شرايبي باية كنزة، مرجع سابق، ص93.

المنشآت التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.¹

9- **الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما: خطر التشغيل، خطر التمويل.

ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلاً من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد يتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل، فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوفي حقه عند تصفية المؤسسة.²

10- **المرونة:** وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.³

11- **التحكم أو السيطرة:** يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة، ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، وفي حالة اتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس، الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم بالمؤسسة، وكذلك تخفيض الاعتماد على القروض قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة.⁴

¹ سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، مجلد14، العدد1، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2008، ص ص 60-61.

² مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص ص 156-157.

³ خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، مرجع سابق، ص 24.

⁴ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص 8.

12- **النظام الضريبي:** تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها إما بالاقتراض، أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، حيث يؤدي هذا الأمر إلى تقليل الضريبة المفروضة على الشركة، لأن الفوائد التي تدفع عن القرض تطرح من أرباح الشركة قبل احتساب الضريبة المستحقة.

وبهذا فإن النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر في قرارات تمويل الشركات في اختيارها الدين والملكية، حيث أن التغيير في معدلات الضريبة الهامشية لأي شركة سوف يؤثر في قرارات التمويل. فعندما تحقق الشركة مستوى عال من الأرباح، فإن هذا يصاحبه زيادة بمصاريف الضرائب، إلا أنه مع زيادة نسبة الدين، وباعتبار أن فوائد الدين تعامل كمصروفات ولا تخضع للضرائب، سوف تنخفض مصاريف الضرائب نتيجة للوفر الضريبي المصاحب للدين.¹

13- **نمط التدفق النقدي:** المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته. فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تقادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.²

المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي

تحتاج الشركات للتمويل وذلك إما لتغطية حاجات طارئة، موسمية أو عندما تقوم بالتوسع، لذلك قد تعتمد الشركة على مصادر التمويل الداخلية وذلك بإصدار الأسهم العادية أو باستخدام الأرباح المحتجزة أو بالاعتماد على مصادر خارجية مثل: الاقتراض طويل الأجل أو إصدار السندات، ويعتبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة العاكسة لمصادر التمويل للأصول المختلفة، وتتخذ مصادر التمويل مجموعة من الأشكال حيث يتم تقسيم مكونات الهيكل المالي إلى:

أولاً: مصادر التمويل طويلة ومتوسطة الأجل

كما يمكن تقسيمها إلى:

1- مصادر التمويل الداخلية:

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، وتتمثل في التمويل الذاتي، ومن مميزات هذه الأموال أنها تبقى ولمدة طويلة في خدمة المؤسسة، حيث يتم رصدها لتغطية

¹غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال: دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2011، ص370.

²خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، مرجع سابق، ص25.

الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون، وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية، وزيادة رأس المال العامل. وسنحاول الإلمام بهذا المصدر من خلال تعريف التمويل الذاتي، مكوناته، مزاياه وعيوبه:

1-1- التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أهم مصدر من مصادر التمويل الداخلية في المؤسسة الاقتصادية وفي ما يلي نتطرق إلى مفهوم ومكونات التمويل الذاتي.

أ- تعريف التمويل الذاتي:

يمكن تعريف التمويل الذاتي بـ:

التعريف الأول: "التمويل الذاتي كما يتبين من تسميته هو مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة والتي تستعملها لنشاطها الخاص، فهذا المصدر متكون من مصادر دائمة وهي الاهتلاكات، المؤونات، والأرباح غير الموزعة دون اللجوء إلى الاقتراض".¹

التعريف الثاني: "يعرف التمويل الذاتي بالفائض النقدي المتولد عن نشاط المؤسسة للاستغلال والذي يبقى بحوزتها بصفة دائمة نوعا ما. حيث يمثل الادخار الداخلي المسجل بواسطة نشاط المؤسسة والموجه لتمويل استثماراتها حسب عدة أشكال (الاستثمارات التعويضية، استثمارات النمو، ... الخ) أو لتغذية وإثراء الأموال الخاصة".²

التعريف الثالث: "التمويل الذاتي هو المتبقي من قدرة التمويل الذاتي بعد دفع العوائد للمساهمين في المؤسسة والتخصيصات الأخرى، فهو طريقة لتمويل نشاط المؤسسة باستعمال الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة الناتجة عن الأرباح و الادخارات السابقة المتراكمة، ودون اللجوء إلى أطراف خارجية".³

ب- مكونات التمويل الذاتي:

على ضوء ما تقدم يمكن القول أن التمويل الذاتي يتكون من:

• الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المنشأة أو الذي لم تضعه كاحتياطات للمنشأة، وتستخدم المنشأة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في

¹ Christine Collette, **Gestion Fiscale des Entreprises**, Edition Ellipses, paris, 1998, P : 161

² خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة: دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص104.

³ محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص115.

الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمنشأة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية للمنشأة.¹

• الاحتياطات:

وهي التي يتم خصمها بغرض مواجهة الالتزامات غير المؤكدة، أو تنفيذاً لقوانين معينة مثل الاحتياطي القانوني والاحتياطي المستثمر في سندات حكومية، والاحتياطات يتم استثمارها إما وفقاً لما ينص عليه القانون كالسندات الحكومية، أو وفقاً لما تقرره الإدارة مثل الاحتياطي العام والاحتياطي القانوني، ويتم استخدام الاحتياطات في التوسعات الجديدة، أو في شراء أوراق مالية تدر عائداً على المنظمة.²

• الاهتلاكات:

تمثل الاهتلاكات عنصر رئيسي في التمويل الداخلي أو الذاتي للمؤسسة، وهي التي تمثل قيمة التدني السنوي لاستثمارات المؤسسة، فهي مخصصات لتعويض أصولها مستقبلاً، وقد يتدخل المشرع في بعض الحالات لتمييز هذا النوع من التمويل أو لحفظه من آثار هبوط قيمة النقود وذلك بفرض طرق معينة لحساب أقساط الاهتلاك.

• المؤونات والمخصصات:

وهي تمثل الأعباء التي تقدر الخسارة المحتملة لأصول غير مهتلكة، وتعتبر عنصر من عناصر التمويل باعتبارها مبالغ يتم تكوينها وتخصيصها مهما كانت نتائج المؤسسة لتغطية التزامات مؤكدة الوقوع وغير مؤكدة القيمة، وهي بذلك تحميل للربح وليس توزيعاً له، باعتبار أنه يتم حسابها قبل التوصل إلى نتيجة الدورة، والمؤونات أنواع، منها ما يخص الخسائر والتكاليف، والتي تتحول إلى ديون قصيرة الأجل باعتبارها مدفوعات، ومنها ما هو مؤونات نقص قيم الأصول كالمخزونات والحقوق، كما تعتبر مخصصات المؤونات نوعاً من أنواع التهرب الضريبي عندما تسجلها المؤسسة مع نوع من المغالاة في قيمتها.³

¹نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2019، ص17.

²عبد الله عبدالله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، الطبعة الثانية، 2013، ص242.

³زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر: دراسة حالة مؤسسة سونلغاز، رسالة ماجستير في علوم التسبير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009، ص41.

ج- مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

يترتب على التمويل الذاتي باعتباره مصدرا من مصادر التمويل الداخلي مجموعة من المزايا والعيوب:

• **مزايا التمويل الذاتي:** يتمتع التمويل الذاتي بعدة مزايا يمكن تلخيصها فيما يلي:

- يعتبر التمويل الذاتي المصدر الرئيسي المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر أجنبية، وخاصة عند انعدام الضمانات أو نظرا لارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض.
- يعتبر فضلا عن ذلك، المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة، حيث لا يحمل المؤسسة أية أعباء عند قرار الرفع من رأس مالها، أين يتم تمويل استثمارات المؤسسة بواسطة مدخراتها، مما يقلل من مخاطر الاستثمارات الجديدة.
- استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية، باعتبار أن الإهلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي، وبما أنها معفاة من الضريبة، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بما يساوي قيمة الإهلاكات المسموح خصمها ضريبيا، بالتالي يمكن اعتبار القيمة المخصومة ضريبيا بمثابة قرض مقدم للمؤسسة من لدن المصالح الضريبية.
- يسمح التمويل الذاتي بعدم تحمل الأعباء التعاقدية كدفع الفوائد أو تسديد الديون الناجمة عن عملية الاستدانة.
- يدعم التمويل الذاتي المركز المالي للمؤسسة، وذلك من خلال تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الأرباح المحققة، وهذا ما يسمح لإدارة المؤسسة بتحقيق شبه الاستغلال الكلي عن الملاك وعن الغير.¹

• **عيوب التمويل الذاتي:** يمكن أن يشوب التمويل الذاتي بعض النقائص، وتتمثل فيما يلي:

- عدم رضا المساهمين بسبب تدني أفساط الأرباح الموزعة عليهم.
- يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل استعمالا.
- يتسبب التمويل الذاتي في رفع الأسعار، مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة.²

¹دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012، ص3.

²خميسي شريحة، مرجع سابق، ص108.

2- مصادر التمويل الخارجية

ويمكن تقسيمها إلى:

2-1- أموال الملكية:

يقصد بها الأموال التي يتم الحصول عليها من أصحاب المنشأة (أي مالكيها)، وهي استثمار طويل الأجل يوفر لأصحابه مجموعة من الحقوق، كما يوفر لهم أرباحاً بعد قرار المنشأة بتوزيعها¹.

وتتمثل هذه الأموال في السهم الذي هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، ويتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت به حقوقه في الشركة، وهذه الحصة تجوز أن تكون نقدية أو عينية أو مختلطة².

وهناك نوعان من الأسهم:

- السهم العادي:

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة، وهي كذلك المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسة وتكوين رأسمالها. وتلجأ المؤسسات بشكل أساسي لهذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو في حالات التوسعات المستقبلية، وبالتالي فهي عملية غير متكررة، حيث تمثل الأسهم العادية مصلحة المالكين في المؤسسة، كما أنها تعد الأساس لهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الأوراق المالية، حيث أن زيادة سعر السهم في السوق يشير إلى تعظيم تلك القيمة والعكس من ذلك في حال انخفاض سعره في السوق. ويمكن تعريف السهم العادي بأنه: "عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأسمال شركة المساهمة، تحمل قيمة اسمية تصدرها المؤسسة للحصول على الأموال، وتمنح حاملها عدداً من الحقوق كحقوق المشاركة في الأرباح وإدارة المؤسسة، وحقوق المشاركة في قيمة ممتلكات المؤسسة عند تصفيتها"³.

• قيم السهم العادي:

يتخذ السهم العادي ثلاث قيم مختلفة تتغير بتغير ظروف الشركة والأحوال الاقتصادية الأخرى في السوق وهذه القيم هي:

¹نشأت حكمت عليوي، مرجع سابق، ص16.

²شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002، ص88.

³ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2008-2011)، رسالة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012-2013، ص3.

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم عند تأسيس الشركة، وتكتب على وجه السهم، ويحدد هذه القيمة قانون الشركات في الدولة، ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية.¹
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يتم التعامل بها في السوق المالي، وتتغير هذه القيمة بفعل عوامل السوق، فإذا توقع المتعاملون بالأسهم ربحاً جيداً للشركة في نهاية السنة المالية فإن القيمة السوقية للسهم تميل إلى الارتفاع، ولو كانت توقعاتهم عكس ذلك، فإن القيمة السوقية تتجه إلى الهبوط. 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 للتغير في الظروف العامة لنشاطها.²
- **القيمة الدفترية:** وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة، وتحسب هذه القيمة بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

وتشمل حقوق الملكية كلا من رأس المال المدفوع، والاحتياطيات، والأرباح المحجوزة. وتتغير القيمة الدفترية للسهم باستمرار، وتعتمد على ربحية المنشأة بشكل عام، كما تعطي هذه القيمة فكرة جيدة عن القيمة الحقيقية للسهم، ومن ثم فهي تساهم في التوصل لقرار رشيد حول شراء الأسهم المتداولة في السوق المالية.³

- **مزايا الأسهم العادية:** هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:

- أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.
- تمثل هذه الأسهم مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المنشأة التي أصدرتها.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمنشأة.⁴

¹ نفس المرجع السابق، ص 4.

² علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 277-278.

³ فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص 264.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتبة العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة السادسة، 2007، ص 534.

- **عيوب الأسهم العادية:** أما عن العيوب المترتبة عن استعمال الأسهم العادية في التمويل فهي:
 - يؤدي التمويل بإصدار أسهم جديدة إلى توسيع قاعدة الملكية بدخول مساهمين جدد، مما يؤدي إلى تشتت الأصوات في الجمعية العامة، وقد يترتب على ذلك إضعاف لمركز الملاك القدامى.
 - حملة الأسهم العادية ليس لهم الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح في حالة تحقيق المؤسسة لخسارة أو في حالة عدم تقرير المؤسسة لتوزيع الأرباح.
 - في حالة الإفلاس يأتي حملة هذه الأسهم في مؤخرة القائمة من حيث ترتيب حصولهم على نصيبهم في أموال التصفية.¹

- السهم الممتاز

تعد الأسهم الممتازة من حقوق الملكية وتصدر بقيمة اسمية واحدة وتحصل على الربح بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية وتسمى بالأسهم الممتازة لحصولها على مزايا خاصة مقارنة بحملة الأسهم العادية. فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنوياً أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون العائد للسهم الممتاز بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق ولذلك تتخفف المخاطر على الاستثمار في الأسهم الممتازة مقارنة بالأسهم العادية، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة، ويتم تقييم الأسهم الممتازة بخصم الأرباح الموزعة للسهم بمعدل الخصم المناسب أو العائد المطلوب.²

• مزايا الأسهم الممتازة:

- إن عدم دفع عوائد عليها لا يؤدي إلى الإفلاس.
- إن العوائد المستحقة عليها سوف تكون على الأغلب ثابتة.
- إن إصدارها لا يؤدي إلى التدخل في قرارات الإدارة.
- إن حق استدعائها يعطي الحق في استبدالها بوسائل دين أقل تكلفة.
- تزيد من هامش الأمان وتحسن من القدرة الانتمانية للمؤسسة.
- تخفيض نتائج احتمالات تعرض المؤسسة إلى أوضاع اقتصادية سيئة.
- لها حق الأولوية عند التصفية.
- عوائدها المقبوضة معفاة من ضريبة الدخل.³

¹دعاس مصعب، مرجع سابق، ص 9.

²دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ص ص 249-250.

³فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 85.

• عيوب الأسهم الممتازة :

- تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على المؤسسة.
- قد يفرض حملة الأسهم الممتازة بعض القيود على الشركة.
- الدخل المتوقع منها ثابت إلى حد بعيد.
- لا يمكن مقاضاة الشركة في حالة امتناع الشركة عن التوزيع.¹

2-2- الأموال المقرضة

عرفت أموال الاقتراض بأنها: الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر من المنشآت المالية المحلية والدولية كالمصارف. وأموال الاقتراض تمثل التزاما على المستثمر أو المنشأة يتعين الوفاء بها خلال فترة زمنية معينة، وفي مقابل الحصول على تلك القروض يلتزم المقرض بسداد أقساط سنوية أو ربع سنوية أو أقل من ذلك، بالإضافة إلى تكلفة اقتراض يتم الاتفاق على سدادها في شروط القرض. بالإضافة إلى المنشآت المحلية هناك العديد من المنشآت الدولية والإقليمية التي تساهم في تمويل القروض الاستثمارية المتاحة في الدول النامية.²

أ- السندات:

السندات تعتبر أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والشركات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل طويل الأجل، ونقصد بالقيمة الاسمية للسند القيمة المحددة له في وثيقة الإصدار وتتضمن هذه الوثيقة شروط إضافة إلى تحديد القيمة الاسمية كمعدل الفائدة السنوي الواجب دفعه لحامل السند، وعادة يكون على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية له، ويتم تحديد تاريخ الاستحقاق وطريقة تسديد قيمة السند، ولحامل السند حق الحصول على الفوائد وقيمة السند في تاريخ الاستحقاق، أما المشترين فهم المستثمرون وصغار المستثمرين الذين يتميزون بروح الاستثمار ويهدفون إلى الحصول على دخل ثابت من استثماراتهم في السندات، وقد يتم بيع السند بأقل من قيمته الاسمية ويسمى سند بخضم أو يتم بيعه بأعلى من القيمة الاسمية ويسمى سند بعلاوة.³

ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها: المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 85-86.

² سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 164.

³ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2016، ص 21.

للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضا تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.¹

• قيم السندات: وتتمثل فيما يلي:

- القيمة الاسمية: وهو سعر الإصدار الذي يكون موحدا، وعادة ما تصدر السندات بقيمة اسمية عشرة دنانير أو مضاعفاتها.

- القيمة السوقية: تتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعا أو هبوطا بحسب التغيير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم.

ولذلك يتوجب التفريق بين القيمة السوقية التي تظل ثابتة وتلتزم الشركة بدفعها لحامل السند عند موعد الاستحقاق بالإضافة إلى الفائدة السنوية المستحقة، والقيمة السوقية المتغيرة بحسب الظروف السائدة كما ذكرنا، والتي لا تلتزم في هذه الحالة بدفع الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية. وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى أن بعض الشركات أخذت تفضل إصدار السندات طويلة الأجل بأسعار فائدة متغيرة.²

• خصائص السندات:

- تعتبر السندات حق دائنية على الشركة إذ تلتزم الجهة المصدرة لها بإطفاء قيمتها ودفع فوائدها في الفترات المحددة لذلك في وثيقة الإصدار، وهي من الحقوق الممتازة أي تمنح الأولوية في الحصول على مستحقاتها قبل حقوق حملة الأسهم العادية والممتازة.

- السندات هي أداة دين استثمارية ثابتة الدخل أي تصدر بنسبة فائدة محددة ولها مدة إطفاء تتحدد في شروط إصدارها وعلى الجهة المصدر تسديد قيمتها في نهاية هذه المدة حتما.

- قابليتها للتداول مع وجود احتمال تحقيق أرباح أو خسائر رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي إضافة إلى الفوائد الجارية التي يحصل عليها.

- تحقيق الميزة الضريبية حيث أن كلفة الفائدة السنوية تعتبر من المصاريف التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر عند احتساب الضريبة على الأرباح.

- لا يحق للمستثمر حامل السندات الاشتراك في الإدارة أو التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية والمساهمة في قراراتها.

- تعد أحد الوسائل المهمة في تنويع مصادر التمويل.³

¹أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص13.

²علي عباس، مرجع سابق، ص ص 271-272.

³دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2013، ص188.

• أنواع السندات:

يمكن لمنشآت الأعمال أن تصدر عدة أنواع من السندات كأدوات للحصول على الأموال المطلوبة لتمويل استثماراتها ومن هذه الأنواع ما يلي:

- **سندات مضمونة:** وهي تلك السندات التي تصدرها المنشأة بضمان أصول المنشأة لمصلحة حاملي السندات والتعهد بدفع المنشأة لقيمة هذه السندات عند موعد الاستحقاق وكذلك الفوائد المستحقة في مواعيدها.

- **سندات غير مضمونة:** وهي تلك السندات التي تصدرها المنشأة دون أن تقدم أي ضمان لمصلحة حاملي السندات .

- **السندات ذات سعر الفائدة العائم:** وهي تلك السندات التي لا تحمل سعر فائدة ثابت، بل متغير، إذ يتحرك هذا السعر صعوداً وهبوطاً مع حركات أسعار الفائدة السائدة في السوق. ويتحدد سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.¹

- **السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري):** وهي السندات التي تباع بخصم من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق، وبين السعر الذي اشتراها به (الفائدة الحقيقية على القرض)، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحل أجل استحقاقها.

- **السندات المشاركة:** وهي السندات التي تعطي حاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية.²

- **السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء، وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند، ويمكن أن يكون الاستدعاء إما عن طريق القرعة أو عن طريق ترقيمتها وتستحق بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة وتسمى بعلاوة الإصدار، وتتناقص هذه العلاوة بطول مدة الاستحقاق.

- **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي تخول لصاحبها في تاريخ أو تواريخ محددة أجله حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقاً، حيث يتحول حامل

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص 114-115.

² سليمان مبارك آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010، ص 23.

السند من دائن للشركة إلى شريك مساهم، أما إذا لم يرغب في التحويل فيكون من حقه استرداد قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق¹.

- **السندات المتسلسلة:** مثل هذا النوع من السندات تكون مناسبة للمنشآت التي ترغب في توزيع السندات التي تصدرها ضمن سلسلة من الإصدارات تستحق في سنوات متعاقبة، وتتمتع هذه السندات بخاصية القابلية للاستدعاء قبل تاريخ استحقاقها.

- **السندات ذات الدخل:** هذا النوع من السندات لا يحق لحاملها الحصول على قيمة الفوائد إلا إذا حققت الشركة الأرباح الكافية لتسديد الفوائد، وعادة ما تكون أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات مرتفعة مقارنة بالسندات العادية لغرض ترغيب المستثمر بشرائها².

• **مزايا السندات:** من مزايا إصدار السندات:

- تكلفة التمويل بالسندات أقل من تكلفة التمويل بالأسهم.
- عدم مشاركة حاملي السندات في الإدارة.
- تمتاز السندات بالمرونة بالنسبة للجهة المقرضة من حيث قابلية السندات للتداول، وبالنسبة للجهة المقرضة من حيث منح الشركة القدرة على استدعاء السندات قبل الاستحقاق أو تحويلها إلى أسهم عادية وتحويل الدين إلى حق ملكية.
- الوفرة الضريبي، حيث أن فوائد السندات تخصم من الأرباح الخاضعة للضرائب.
- يمكن الحصول على الأرباح الناتجة من استثمار الأموال المقرضة بعائد أكبر من معدل الفائدة³.

• **عيوب السندات**

- تشكل السندات تكلفة ثابتة على كاهل الجهة المصدرة لها مهما كانت النتيجة المحققة، مما يزيد من المخاطر المالية.
- لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى إصدار سندات يحدث تغييرا على بنية هيكلها التمويلي، ما يتسبب في إضعاف قدرتها الاقتراضية.
- يؤدي الفشل في تسديد مستحقات السندات في الوقت المحدد إلى تعريض المؤسسة للإفلاس.
- إن الاعتماد على السندات كمصدر تمويلي غير متاح لجميع المؤسسات وتحديدا ذات المركز الائتماني الضعيف أو المؤسسات الصغيرة أو المتوسطة.

¹ ابن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019، ص ص 196-197.

² أشرف عادل محمود إسماعيل، مرجع سابق، ص 22.

³ ياقوت موساوي، مرجع سابق، ص 8.

- تتميز السندات بموعد استحقاق ما يجعل المؤسسة المصدرة لها تخصص احتياطات لمواجهةها.¹

ب- القروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل

من الممكن أن تحصل المؤسسة الاقتصادية على مصادر تمويلية من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية في شكل قروض.

• القروض المصرفية طويلة الأجل:

هي قروض تحصل عليها المنشأة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما. ومن أهم الخصائص المميزة للقروض أنه يتم الاتفاق على شروطه. (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات، ...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض. وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (معدل الفائدة) إلا أن المقرض قد يصر على عدم ثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع، أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة.²

• مزايا القروض المصرفية طويلة الأجل:

- الوفر الضريبي: تحقق المنشأة من الاقتراض وفرة ضريبية باعتبار أن فوائد القروض تقتطع من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة.
- انخفاض التكلفة: وذلك بسبب الوفر الضريبي وعدم وجود عمولات إصدار كما هو الحال بالنسبة للسندات والأسهم.
- عدم التدخل بالشؤون الإدارية للمنشأة: لا يحق للمقرضين التدخل بالشؤون الإدارية للمنشأة.

• عيوب القروض المصرفية طويلة الأجل:

- العبء المالي: المنشأة ملزمة بسداد أقساط القروض وفوائده بغض النظر عن وضعها المالي، الأمر الذي قد يعرضها لمخاطر الإفلاس.
- قيود المقرضين: قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض بعض القيود على المنشأة مثل عدم الحصول على قروض جديدة، وعلم بيع وشراء الأصول الثابتة، وعدم إجراء توزيعات للأرباح.

¹شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص21.

²منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص548.

- عدم توافره لكل المنشآت: قد لا يتوافر الاقتراض طويل الأجل للعديد من المنشآت كالمنشآت الصغيرة أو الحديثة مثلا.¹

• القروض المصرفية متوسطة الأجل

هو نوع من القروض يقع بين القروض قصيرة وطويلة الأجل ومدته ما بين سنة وخمس سنوات، ويجمع بين خصائص القروض قصيرة وطويلة الأجل.²

• أنواع القروض المصرفية متوسطة الأجل:

يمكن التمييز بين عدة أنواع من القروض المتوسطة الأجل، فهناك:

القروض القابلة للتعبئة وتعني قدرة البنك على إعادة خصم القرض لدى مؤسسة مالية أخرى والحصول على السيولة دون انتظار حلول تاريخ الاستحقاق، على عكس القروض غير القابلة للتعبئة والتي لا تتوفر على خاصية إعادة الخصم للقرض، مما يستدعي ضرورة انتظار حلول تاريخ الاستحقاق للحصول على الأموال. كما يمكن أيضا تقسيمها إلى:

قروض المدة والتي غالبا تستحق بعد أكثر من سنة إلى أقل من 7 سنوات، فهي مربوطة غالبا بشرط معين وتمنح عادة من قبل بنك متخصص (بنك التنمية الفلاحية، بنك التنمية الريفية..)، إلى جانب قروض المدة نجد نوع آخر وهي قروض التجهيزات والتي في الغالب تمثل ضمان للقروض أي الحصول على قروض تجهيزات متوسط الأجل بضمان التجهيزات التي يتم شراؤها، فالبنك يقوم بوضع حجز عليها في حالة التخلف عن الدفع.³

ج- التمويل التأجيري

• تعريف التمويل التأجيري: تعددت التعاريف التي تطرقت لموضوع التمويل التأجيري كل حسب

الزاوية التي ينظر من خلالها لهذا المفهوم، ومن هذه التعاريف:

"هو عقد يسمح بموجبها المؤجر للمستأجر باستعمال معدات أو تجهيزات خاصة، مقابل التزام هذا الأخير بدفعات استئجار متتالية خلال مدة العقد".⁴

¹ غذوان علي، مبادئ الإدارة المالية، الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020، ص161.

² عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص7.

³ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير في علوم التسويق، تخصص: إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص16.

⁴ ماهر كينج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص150.

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية، أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك بوضع آلات، معدات أو أي أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها وتسمى ثمن الإيجار.¹

• أنواع التمويل التأجيري:

يمكن أن نميز نوعين أساسيين من أنواع التمويل التأجيري:

❖ الاستئجار التشغيلي أو استئجار الخدمات:

وتتضمن خدمات التمويل والصيانة أو بالأحرى استئجار خدمات الآلات مثل الحاسوب، آلات المكاتب والسيارات أو القاطرات. وهذا النوع من الاستئجار يعطي الحق للمؤجر أو المستأجر بالغائه وفسخه قبل انتهاء مدة العقد الأساسية ولا تكون عقود هذا الاستئجار دائمية بل لفترة تقل كثيراً عن الحياة الإنتاجية للأصل. وهذه تعتبر ميزة هامة للمستأجر تتمثل في استطاعته إحلال أصول أحدث من حيث التكنولوجيا وقت ظهورها محل الأصل المؤجر له. وعادة يقوم المؤجر بالقيام بخدمات صيانة المعدات وقد لا تغطي تكلفة المعدات بالكامل. في هذا النوع من الاستئجار أيضاً يكون المؤجر مسؤولاً عن تكاليف تأمين الأصل ودفع الضرائب العقارية المستحقة إذا كان الأصل عقاراً.²

- خصائص الاستئجار التشغيلي:

يتضمن هذا النوع من الاستئجار عنصرين هما (التمويل والصيانة) ويتصف هذا النوع من الاستئجار بالخصائص الآتية:

- تقوم المنشأة المؤجرة بصيانة وخدمة المعدات المستأجرة، وتضم تكاليف هذه الصيانة إلى أقساط الإيجار أو تحصيلها من المنشأة المستأجرة باتفاق منفصل عن عقد الإيجار.

- أن ما تدفعه المنشأة المستأجرة من أقساط الإيجار لا تكفي لتغطية مجمل تكاليف الأصل أو الموجود، لأن مدة الاستئجار تكون عادة أقل بكثير من العمر الاقتصادي المتوقع للأصل. ولذا يتوقع المؤجر أن يسترد مجمل قيمة الأصل، إما عن طريق إعادة تأجير الأصل (بعد نهاية فترة العقد)، وإما عن طريق بيعه.

- تعطي عقود استئجار الخدمة عادة للمنشأة المستأجرة الحق في إلغاء العقد وإرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية. علماً بأن هذه الميزة مهمة جداً للمنشأة المستأجرة لأنها

¹ لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، الطبعة السابعة، 2010، ص76.

² خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، مرجع سابق، ص245.

تستطيع إعادة الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدماً أو عندما تغطي حاجتها من الأصل.¹

❖ الاستئجار المالي:

يعتبر الاستئجار المالي مصدر تمويلي طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية (المستأجر)، حيث أنه لا يقتصر على تمكين المؤسسة من الاستفادة من خدمات الأصل لفترة قصيرة لا تمثل سوى جزء فقط من عمر الأصل المستأجر، بل يمتد هذا العقد على طول العمر الاقتصادي للأصل المراد استئجاره. وعليه فإن قيمة الأصل تستهلك بالكامل خلال مدة العقد، إذ يحصل المؤجر على كامل قيمة الأصل مضافاً إليها مبلغ من العائد. لا يتحمل المؤجر وفقاً لعقد الاستئجار التمويلي نفقات الصيانة والتأمين وباقي النفقات المرتبطة بالأصل المؤجر إذ يتحمل هذه النفقات المستأجر كونه المستفيد من خدمات الأصل على المدى الطويل. ويعتبر عقد الاستئجار التمويلي غير قابل للإلغاء على عكس عقد الاستئجار التشغيلي، كما أن ملكية الأصل تعود مباشرة إلى المستأجر في نهاية فترة الإيجار إلا إذا نص العقد على ما يخالف ذلك.²

- خصائص الاستئجار المالي:

يتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق الشركة التي تقوم بالاستئجار.
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.
- يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبياً، تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة والمحصلة النهائية هي حصول مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالكامل مضافاً إليها عائد مناسب.³

• مزايا التمويل عن طريق الاستئجار:

من مزايا التمويل عن طريق الاستئجار مايلي:

- تقليل التعرض لمخاطر تقادم الأصول.
- يعتبر أقل تكلفة مقارنة بالبدائل الأخرى المتاحة.
- يعمل على توفير السيولة اللازمة للمؤسسة.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 676.

² شعبان محمد، مرجع سابق، ص 29.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 314.

- يوفر درجة عالية من المرونة للمؤسسة.

• **عيوب التمويل عن طريق الاستئجار:** من عيوب التمويل بالاستئجار ما يلي:

- القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر.
- ارتفاع تكاليف الاستثمار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء.
- صعوبة القيام بإجراء أي نوع من التحسينات على الأصل المستأجر دون الحصول على موافقة المؤجر.

- عدم التمتع بإمكانية تخفيض الضرائب التي تدفعها المؤسسة المستأجرة وذلك بسبب عدم قيامها بطرح الاهتلاك الخاص بالأصل الذي كان من الممكن شراءه أو امتلاكه بدلا من استئجاره على حساب الأرباح والخسائر.¹

د- مصادر التمويل قصيرة الأجل:

مصادر التمويل قصيرة الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية)، التي تقوم بها الشركات أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل.²

• **أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل**

تنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى:

❖ **الإئتمان التجاري:**

يعرف بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري، عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لغرض إعادة بيعها، ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجيات الجارية وعدم قدرته الحصول على القروض المصرفية، وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:

- العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لمخاطر الائتمان.
- تلك العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية.³

¹عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص 281-282.

²علي عباس، مرجع سابق، ص 257.

³أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 12.

ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري، أو شكل الكمبيالة أو السند الأذني، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في وقت آجل، وتتفاوت شروط هذا الائتمان، من أمثلتها: الدفع نقداً قبل الاستلام، والدفع عند الاستلام، السداد الشهري والسداد الموسمي... الخ. وعادة ما تكون تكلفة الائتمان التجاري مرتفعة¹.

ولهذا النوع من الائتمان نوعين رئيسيين هما على التوالي:

- **الائتمان التجاري المجاني:** هو ذلك الائتمان الذي يتم سداؤه في موعد استحقاقه حسب ما هو متفق عليه (30-60) يوم، حيث يحصل المشتري (المدين) على الخصم المسموح به 2% عند السداد في التاريخ المحدد.

- **الائتمان التجاري المكلف:** هو ذلك الائتمان الذي يعتمد فيه المشتري تأجيل الدفع فترة تزيد عن تاريخ الاستحقاق، ويمكن استخدام هذا النوع من الائتمان التجاري بعد تحليل التكلفة للتأكد من أن كلفة تأجيل الدفع أقل من كلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من مصادر أخرى، وعموماً يمكن تجنب استخدام هذا النوع لأنه مخالف لشروط الائتمان التجاري، وهو ما قد يسيء إلى سمعة المشتري.²

• مزايا الائتمان التجاري:

- عدم ترتيب أي أعباء إضافية على المشتري نتيجة الشراء الآجل.
- السهولة النسبية في الحصول على التمويل المطلوب.
- قلة القيود أو عدمها، بشكل عام إن شروط الائتمان التجاري هي أبسط من تلك الشروط التي تطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى تفاوض مع الجهات المانحة التي تفرض قيود صارمة على المؤسسة فتحد من حريتها³.

❖ الائتمان المصرفي:

القروض المصرفية القصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف، فعندما تحتاج المؤسسات إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها إما عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي.

¹ محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر، ص 437.

² علي عباس، مرجع سابق، ص 260-261.

³ عاطف محمد عبيد، مصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1989، ص ص 85-86.

ويقصد بالائتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل. ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة من الخصم، كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل. يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى، ذلك أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط.

وعادة ما تأخذ مثل هذه القروض شكل الكمبيالة، وهي وثيقة تحدد شروط ومدة القرض، وبما في ذلك المبلغ وسعر الفائدة وجدول السداد، وأية ضمانات أخرى للبنك يتفق عليها مع المقرض، وغالبا ما يواجه المقرض الذي يستخدم الائتمان المصرفي عدة مشكلات تتعلق باختيار البنك المناسب.¹

• مزايا الائتمان المصرفي:

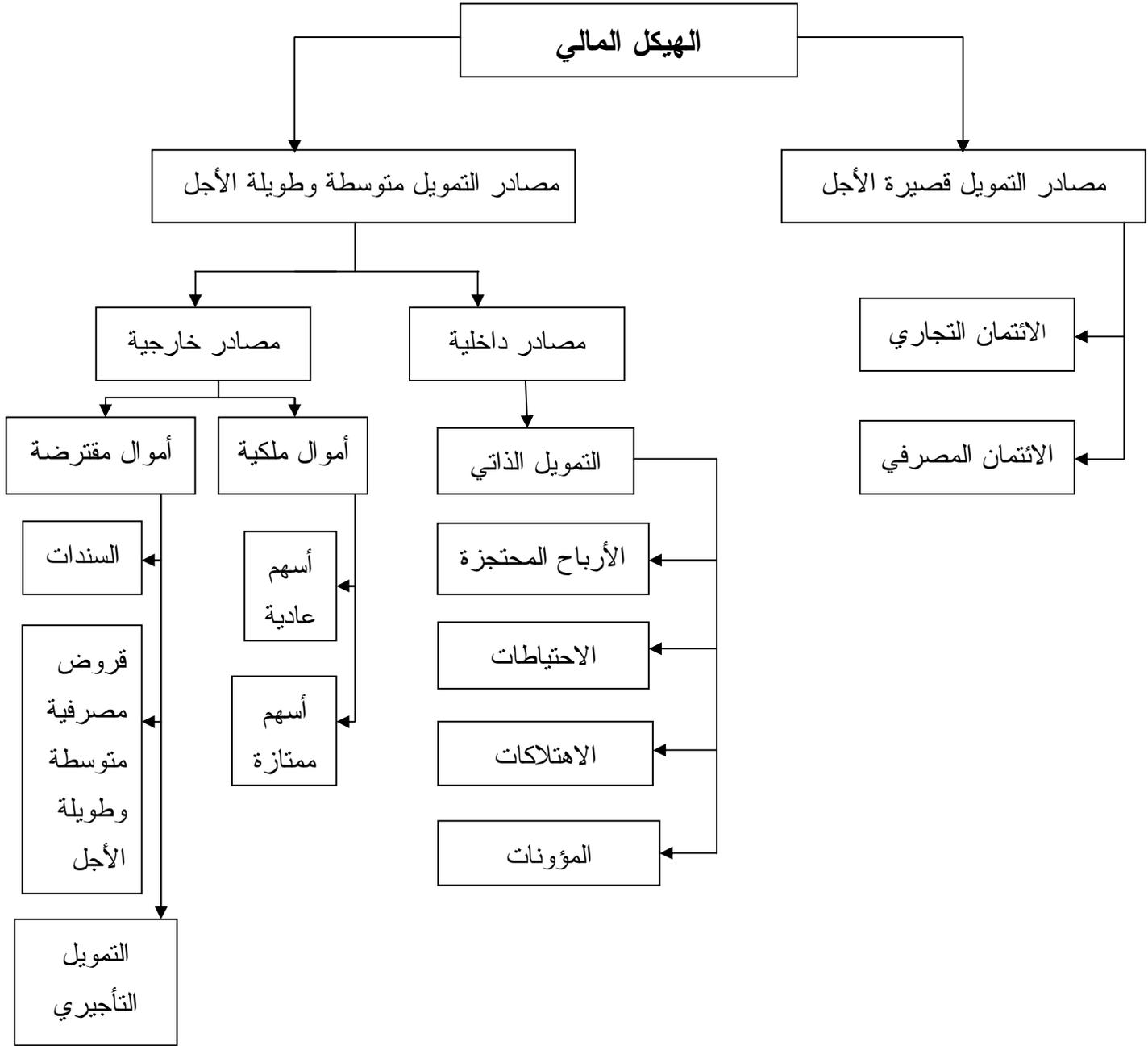
يتميز الائتمان المصرفي بالمزايا التالية:

- يعتبر أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة من الاستفادة من الخصم.
- يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة في المؤسسات التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل.
- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ يأتي في صورة نقدية وليست في صورة بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى، ذلك أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط.²

¹ بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012، ص ص 34-35.

² شرابي باية كنزة، مرجع سابق، ص 48.

الشكل (1): مكونات الهيكل المالي.



المصدر: من إعداد الطالبين.

المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي

تعد تكلفة الأموال من أهم العوامل المؤثرة على اختيار المصدر التمويلي واختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة تمويله يجب رفضه إذ أن قبوله سوف يؤثر سلباً على ثروة الملاك الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل

تقوم تكلفة الأموال من مصادرها المتعددة والمتنوعة بدور أساسي في الاختيار فيما بينها لتشكيل مزيج الهيكل المالي للشركة، إذ يعتبر تقدير هذه التكلفة ضرورياً من أجل اختيار التمويل المناسب.

أولاً: تعريف تكلفة التمويل

يمكن تعريف تكلفة الأموال من خلال التعاريف التالية:

هي عبارة عن: " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المنشأة مما كانت عليه من قبل وما يترتب على ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمنشأة. بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المنشأة مع زيادة القيمة السوقية للمنشأة."¹

وتعرف أيضاً بأنها: " الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين وهو كذلك معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير."²

تتطلب دراسة تكلفة الأموال لأغراض اتخاذ القرارات المالية التمييز بين مفهومين أساسيين: التكلفة الصريحة والتكلفة الضمنية.

1- التكلفة الصريحة لرأس المال

التكلفة الصريحة لرأس المال هي معدل الخصم الذي يساوي بين قيمة التدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري، وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية

¹ بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص 60.

² السمان محمد أحمد عبد الله، إسماعيل عثمان نجيب، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سوداوتل (2007-2011)، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد 15، عدد 2، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2014، ص 102.

الخارجة، وهذه التدفقات الخارجة قد تتمثل في مدفوعات الفوائد وسداد أصل القرض أو نصيب الأسهم من الأرباح، وتستخدم المعادلة العامة التالية لحساب التكلفة الخاصة لرأس المال:

$$I_0 = \frac{O_1}{(1 + K)} + \frac{O_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{O_n}{(1 + K)^n}$$

ومنه:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{O_t}{(1 + K)^t}$$

حيث:

I_0 : صافي التدفقات النقدية الداخلة في الفترة 0 .

O_t : التدفقات النقدية الخارجة في الفترات 1، 2، 3،n.

K : التكلفة الظاهرة لرأس المال.

من المعادلة السابقة يتضح أن التكلفة الظاهرة هي معدل العائد الداخلي للتدفقات النقدية للفرصة التمويلية.

2- التكلفة الضمنية لرأس المال

التكلفة الضمنية لرأس المال هي تكلفة الفرصة البديلة، وهي معدل العائد على الاستثمارات الأخرى المتاحة أمام المشروع بالإضافة إلى الاستثمار الذي تم أخذه في الاعتبار، لهذا يمكن تعريف التكلفة الضمنية بمعدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية للمشروع ومساهميه.¹

ثانياً: خطوات تقدير تكلفة الأموال

طبقاً للمدخل البسيط الذي نستخدمه لتقدير تكلفة الأموال، فإننا نقوم بتقدير تكلفة رأس المال لمقادير مختلفة من الأموال الإضافية، وكنقطة بداية نقوم بتقدير تكلفة الأموال الإضافية التي يمكن حجزها من العمليات، ثم ننقل إلى تلك التي يمكن الحصول عليها من مصادر خارج الشركة. أما عملية تقدير الكلفة لمقدار معين من الأموال فيمكن تقسيمها إلى الخطوات الثلاثة الآتية:

- تحديد أنواع الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال.

¹ عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011، ص42.

- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع الأموال اللازمة وذلك في ضوء المقادير المعينة المطلوبة، وسيتم إظهار هذه التكلفة على شكل معدل بدلا من مبلغ نقدي، ونظرا لأن هذا المعدل سيقارن بمعدلات العائد أو سيستخدم لحساب القيم الحالية التي تقوم كلها على أساس صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب، فمن الأهمية بمكان أن يحسب معدل التكلفة بعد الضرائب أيضا.
- أما الخطوة الأخيرة فهي الترجيح بالأوزان لتكلفة كل نوع من أنواع الأموال المستخدمة بحيث تكون النتيجة النهائية التي نحصل عليها هي تكلفة شاملة مرجحة للأموال.¹

المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

إن عملية تقدير تكلفة الأموال هي عملية قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة.

أولا: تكلفة مصادر التمويل الداخلية

تختلف تكلفة الأموال الخاصة من شركة لأخرى ومن قطاع لآخر، فالشركات المدرجة في البورصة على سبيل المثال لديها جملة من الالتزامات نحو حملة الأسهم العادية (توزيع الأرباح، تقديم المعلومات لحملة الأسهم، احترام تنظيم البورصة،...)، التي تزيد من تكلفة أموالها، بينما تكون شركة عائلية أقل خضوعا لضغوط المساهمين غير المسيرين وأكثر مرونة في تقريب مصلحة الشركة من مصالح شركائها (أقل التزاما من حيث نشر المعلومات، أقل قيودا على توزيع الأرباح،...).

1- تكلفة التمويل الذاتي

للمويل الذاتي تكلفة كغيره من مصادر التمويل، ولكن المشكلة الأساسية في ذلك هي صعوبة قياسها، ويعتبر التمويل الذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة أهم مصادر التمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية.

1-1- تكلفة الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة المبالغ المالية من الأرباح التي تم احتجازها على مستوى المؤسسة ولم يتم توزيعها على الملاك وهذا لغاية إعادة استثمارها، إذن فهي من مصادر التمويل الداخلية، إضافة إلى قابلية استعمالها من طرف المؤسسة في تمويل مشاريعها في أي وقت دعت الضرورة لذلك فهي تتميز أيضا بالسهولة في إجراءاتها مقارنة بالسندات والأسهم، إذ لا تتطلب إجراءات أو تكاليف كبيرة.

لكن الإشكالية في التمويل بالأرباح المحتجزة التي يمكن أن تصادفها المؤسسة هي في كيفية تقدير تكلفتها، فالبعض يعتبرها أموال مجانية أي لا تكلفة لها، لكن في واقع الأمر فإنه باحتجاز الأرباح التي تقررها المؤسسة تكون قد فوتت فرصا استثمارية على الملاك، وهذه الفرص قد تدر عليهم بعوائد، لذا

¹ جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1987، ص251.

يمكن اعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة، إذ تمثل قيمة العائد المفقود نتيجة لقرار المؤسسة بانتهاج سياسة توزيع أرباح معينة يترتب عنها احتجاز نسبة محددة من الأرباح، وتواجه المؤسسة بديلين لعملية احتجاز الأرباح وهما:

- توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين، والذين يلجأون إلى استثمار هذه العوائد بأنفسهم خارج المؤسسة.

- استثمار المؤسسة للعوائد في استثمارات خارجية مقابل الحصول على نتائج أفضل.

وتتميز عملية تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بالصعوبة، وهذا كونها تكلفة غير مباشرة ونظرا لعدم وجود تكاليف ونفقات خاصة بالإصدار والتوزيع كما في الأسهم.¹

وبناء على ذلك فإن هنالك طريقتين لحساب كلفة الأرباح المحتجزة:

❖ الطريقة الأولى: تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين.

● على افتراض عدم وجود ضرائب وعمولات:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{كلفة الأسهم العادية} + \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

- كلفة الأرباح المحتجزة: تعتمد على وجود ضرائب وعمولات

- كلفة الأسهم العادية: تعتمد على عدم وجود ضرائب وعمولات

● افتراض وجود ضرائب وعمولات:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{كلفة الأسهم العادية} \times (1 - \text{نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون على الأرباح}) - (1 - \text{النسبة المئوية للعمولات})$$

¹ عبد الكريم بوحادرة مرجع سابق، ص ص 34-35.

أو:

$$\text{كلفة الأرباح المحتجزة} = \text{كلفة الأسهم العادية} = \left(\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة لكل سهم} \right) \times (1 - \text{نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون على الأرباح}) \times (1 - \text{النسبة المئوية للعمولات})$$

❖ الطريقة الثانية: تتعلق بالاستثمارات الخارجية للأرباح.

تعتمد هذه الطريقة أساساً على نسبة الضريبة المفروضة على حملة الأسهم والصعوبة الكبيرة التي تعترض هذه الطريقة هي صعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم ومن ثم جعل استخدام هذه الطريقة أمراً غير ممكن.¹

ثانياً: تكلفة التمويل بمصادر خارجية متوسطة وطويلة الأجل

متمثلة في تكلفة التمويل عن طريق أموال الملكية والأموال المقترضة.

1- تكلفة التمويل عن طريق أموال الملكية

تتمثل في الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1-1- تكلفة الأسهم العادية

يطلق على هذا النوع بالتمويل عن طريق حقوق الملكية ذات المصدر الخارجي تميزاً له عن التمويل الذاتي أو الداخلي المتمثل في الأرباح التي تقرر المنشأة احتجازها بدلاً من توزيعها على الملاك، وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة)، ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.²

وتتمثل تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون وذلك من أجل حساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها مستقبلاً من طرف المنشأة.

¹ عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2010، ص ص 229-230.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2007، ص 305.

وتوجد ثلاثة نماذج لحسابها¹:

أ- حساب تكلفة الأسهم العادية باستخدام نموذج تقييم الأصول الرأسمالية CAPM:

يفترض هذا النموذج بأن المساهم يمتلك محفظة مالية متنوعة والعائد على الأصول لا يتحرك بنفس الاتجاه والوقت ولا بنفس القيمة، نتيجة لذلك تصبح المخاطر الوحيدة الباقية هي مخاطر السوق، حيث أنه وعلى هذا الأساس تتكون مخاطر السهم من مخاطر نظامية أو مخاطر السوق ومخاطر غير نظامية المتعلقة بالمنشأة. ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج CAPM كما يلي:

$$K_j = RF + \beta_j(RM - RF)$$

حيث أن:

RF: معدل العائد الخالي من المخاطر.

RM: حساب معدل عائد محفظة السوق.

β_j : التباين المشترك لمعدل عائد المنشأة مع معدل عائد السوق.

ب- طريقة تقييم أرباح السهم

يسمى كذلك نموذج تقييم أرباح السهم في حالة نمو الأرباح التي ستوزع من طرف المنشأة للسنوات القادمة وتكون بنسب ثابتة (نموذج قوردن) 1962، ما يسمح للمساهمين بتوقع الأرباح التي ستوزعها المنشأة في السنة الأولى فقط. وفق هذا النموذج تكلفة التمويل بالأسهم العادية تتكون من جزأين، ربح السهم مقسوم على القيمة السوقية للسهم ومعدل النمو المتوقع لأرباح السهم الناتجة عن استثمار الأموال المملوكة يمكن صياغة نموذج قوردن كما يلي:

$$K_c = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث أن:

D_0 : قيمة توزيع السهم في الفترة الأولى.

P_0 : السعر الحالي للسهم.

g : معدل النمو المتوقع للسهم.

¹بدر الدين قذوج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات الباتل خلال الفترة (2014-2018)، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2021، ص 180.

ج- أسلوب ناتج السند زائد علاوة المخاطر

يقوم بعض المحللين باستخدام أسلوب ذاتي لتقدير تكلفة الأسهم العادية، وذلك بإضافة علاوة مخاطرة تتراوح بين (3% إلى 5%) إلى معدل الفائدة على الديون، أي أن تكلفة الأسهم العادية تساوي تكلفة الديون الطويلة الأجل مضافاً إليها علاوة المخاطرة وتحسب تكلفة السهم وفق هذا النموذج:

$$K_c = \text{Bond yield} + \text{Bond risk premium}$$

1-2- تكلفة الأسهم الممتازة

يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها: "معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، فهي إذن تمثل نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم".¹

ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل الطويل الأجل بموجب المعادلة أدناه:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \text{حصة السهم من الربح} / \text{صافي سعر السهم}$$

$$\text{تكلفة الاسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{سعر بيع السهم} - \text{تكلفة الإصدار}}$$

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة، بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من التكاليف.²

2- تكلفة التمويل عن طريق الأموال المقترضة

تلجأ المؤسسات الاقتصادية عادة إلى الاقتراض في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، ومن بين أهم أموال الاستدانة نجد السندات، قروض طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل. ولأموال الاستدانة تكلفة متمثلة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريقها، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير.

¹ علي عباس، مرجع سابق، ص 171.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 372.

2-1- تكلفة السندات

بالنسبة لتكلفة التمويل بالسندات، يجب أن تميز بين السندات المستمرة والسندات المستردة.

وفيما يلي توضيح لكل منها¹:

أ- السندات المستمرة: ويقصد بها السندات التي لا تسدد خلال الحياة الإنتاجية للمنشأة، وتسمى بالقروض المستمرة، ويمكن حساب تكلفة التمويل من خلالها بالعلاقة الآتية:

$$C_b = \frac{I}{P} (1 - t)$$

حيث أن:

C_b : تكلفة التمويل بالسندات المستمرة.

I : الفائدة السنوية للسند.

P : السعر السوقي للسند.

t : معدل الضريبة.

ب- السندات المستردة: وهي السندات التي تصدرها المنشأة بتاريخ استحقاق محدد، وتسمى أيضا بالقروض المستردة، ويمكن حساب تكلفتها بالعلاقة الآتية:

$$C_b = \frac{I + \frac{D_t - P}{N}}{\frac{D_t + P}{2}} (1 - t)$$

حيث أن:

C_b : تكلفة التمويل بالسندات المستردة.

I : الفائدة السنوية للسند.

D_t : القيمة الاسمية للسند.

P : القيمة السوقية الصافية للسند.

T : نسبة الضريبة.

¹ غزوان علي، مرجع سابق، ص ص 161-162.

N: عدد الأعوام حتى تاريخ الاستحقاق.

2-2- تكلفة القروض المصرفية طويلة ومتوسطة الأجل

تكلفة القروض هي معدل التكلفة المحسوبة أخذاً بعين الاعتبار الوفورات الضريبية المحققة على الفوائد وعلى اهتلاكات أقساط القروض المسددة ومصاريف الإصدار ويمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{R_t + I_t(1 - IBS)}{(1 + r_d)^t}$$

حيث أن:

M : قيمة القرض.

R_t : قسط القرض المسدد في نهاية الفترة t .

n : مدة القرض.

I_t : مبلغ الفائدة قبل الضريبة للفترة t .

IBS : الضريبة على ارباح الشركات.

r_d : تكلفة الاقتراض.

وفي حالة تسديد القرض بأقساط ثابتة مع الفوائد فإن العلاقة السابقة تعطي نتيجة مماثلة للعلاقة التالية:

$$r_d = r_{d1}(1 - IBS)$$

حيث أن:

r_{d1} : تكلفة القرض بعد الضريبة على الأرباح.

إن استخدام كلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمنشأة التي تسعى إلى تعظيمها، تعتمد بشكل كبير على التدفقات النقدية بعد الضريبة، وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات، فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلفة الدين.¹

¹ياقوت موساوي، مرجع سابق، ص22.

2-3- تكلفة التمويل التأجيري:

تكلفة التمويل التأجيري هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الاستئجار المستقبلية، مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى البنك إذا اقترضت مبلغا مماثلا لقيمة الآلة و لذات الفترة الزمنية)، معنى هذا أن كل دفعات الإيجار المخصصة للتسديد من جهة، و المبالغ التي ستسدد من الديون المقترضة من جهة أخرى يستندان إلى نفس الأساس من حيث المفهوم.

وعموما فإن التمويل التأجيري تحسب على أساس المعدل الذي يسمح بتساوي مجموع التدفقات المدفوعة مع مجموع التدفقات المقبوضة، وفقا للعلاقة التالية:

$$F_0 = \frac{L_i(1 - T) + A_i T}{(1 + r)^i} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

حيث أن:

F_0 : تمثل مبلغ تملك الأصل.

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

L_i : قسط الإيجار للفترة i .

P_n : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).

A_i : قسط اهتلاك الأصل.

و تجدر الملاحظة أن دفعة الإيجار تؤخذ بعد الضريبة للحصول على التكلفة الفعلية للإيجار، أي بعد استبعاد الوفر الضريبي، كذلك في حالة تحمل المستأجر لتكاليف الاهتلاك فإنه يؤخذ بعد الضريبة، و ذلك لاستبعاد الوفر الضريبي الناتج عن تكلفة الاهتلاك.¹

3- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

وتتمثل فيما يلي:

3-1 تكلفة الائتمان التجاري:

بالنسبة لتحديد تكلفة الائتمان التجاري، يجب أن نميز بين حالتين:

¹ جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، رسالة ماجستير في علوم التسيير: تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2009-2010، ص ص 87-88.

أ- حالة عدم وجود خصم نقدي :

تحصل المنشأة في هذه الحالة على الائتمان التجاري بدون أن يقدم لها المورد خصما نقديا، وتعتبر عن الائتمان التجاري مثلا بالشكل التالي: حصلت منشأة العيد على ائتمان تجاري صافي 40، أي أن المنشأة يجب أن تسدد قيمة البضاعة التي اشترتها بالأجل خلال مدة أقصاها 40 يوما. لا يكون في هذه الحالة للائتمان التجاري أية تكلفة، وذلك بفرض أن سعر البيع الأجل يساوي سعر البيع النقدي. أما إذا كان سعر البيع النقدي لا يساوي سعر البيع الأجل يصبح للائتمان التجاري تكلفة يمكن توضيحها بالعلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{قيمة الشراء الأجل} - \text{قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء النقدي}} \times \frac{360}{\text{مدة الائتمان التجاري}}$$

ب- حالة وجود خصم نقدي:

يمكن أن يمنح المورد المنشأة طالبة الائتمان التجاري خصم نقدي بنسبة معينة من قيمة البضاعة إذا سددت هذه القيمة خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإن الائتمان التجاري يتضمن في هذه الحالة فترتين هما: فترة الائتمان وفترة الخصم، وتعتبر عن الائتمان التجاري مثلا بالشكل التالي: حصلت منشأة ما على ائتمان تجاري بشرط 10/2 صافي 40، هذا يعني أنها حصلت على ائتمان تجاري لمدة 40 يوما، وفي حال سددت المنشأة قيمة البضاعة المشتراة خلال 10 أيام فإنها تحصل على خصم نقدي قدره 2% من قيمة البضاعة. وبالتالي يمكن القول أن عناصر الائتمان التجاري تتكون من فترة الخصم وفترة الائتمان ومعدل الخصم. وبالنسبة لتكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة يجب أن نميز بين حالتين:

- حالة استفادة المنشأة من الخصم الممنوح لها: لا يوجد في هذه الحالة تكلفة للائتمان التجاري بالنسبة للمنشأة، وذلك بفرض أن سعر البيع النقدي يساوي سعر البيع الأجل.

- حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم الممنوح لها: إذا لم تستفد المنشأة من الخصم الممنوح لها، يكون للائتمان التجاري تكلفة بالنسبة لها حسب العلاقة التالية¹:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم النقدي}}{1 - \text{نسبة الخصم النقدي}} \times \frac{360}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

¹غذوان علي، مرجع سابق، ص ص 113-114.

2-3 تكلفة الائتمان المصرفي

تتمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الائتمان في الفائدة التي تدفعها المنشأة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المنشأة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المنشأة. وهناك ثلاثة احتمالات بشأن هذه الشروط هي:

- أن يطلب من المنشأة الاحتفاظ برصيد معين.

- أن يطلب من المنشأة سداد الفائدة مقدماً.

- أن يطلب من المنشأة سداد القرض على دفعات.¹

ويمكن احتساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

- احتساب الفائدة البسيطة:

يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساوياً لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كمايلي:

$$\text{كلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسب الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة}$$

- احتساب الفائدة المخصومة:

وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي. ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطرق التالية:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}}$$

¹فتحي إبراهيم محمد أحمد، مرجع سابق، ص256.

- احتساب كلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض:

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف وتتراوح هذه النسبة بين (10% - 20%) من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وإن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل.¹

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

بعدما تطرقنا لتكلفة مختلف مصادر التمويل (أموال ملكية وأموال مقترضة) سنتطرق إلى التكلفة الوسطية المرجحة

أولاً: مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة

تختلف الأموال التي تستعملها المؤسسة من حيث حجمها، تكلفتها، ومصدرها..، لذا يمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أنها: "المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط مكونات الهيكل المالي وفقاً للأوزان النسبية قياساً لحجم الهيكل ذاته". لذا فكل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الحصة أو الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال، فالمؤسسة تعتمد بالضرورة على العديد من المصادر التمويلية طويلة الأجل قصد تمويل استثماراتها باعتماد أحجام ونسب مختلفة من هذه المصادر، لذا يتم حساب تكلفة الخليط التمويلي كل حسب وزنه في هيكل رأسمال المؤسسة، ويمكن أن تستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة لغرضين أساسيين هما:

- أولهما هو تقييم أداء المؤسسة، وذلك عن طريق المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة ومعدل المردودية لفترات زمنية سابقة.

- أما الثاني فيتمثل في وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة، وهذا عن طريق التركيز على الحصول على مختلف مصادر التمويل بأدنى تكلفة ممكنة.²

فلتقدير تكلفة التمويل الخاصة بالهيكل المالي يجب معرفة مصادر التمويل المشكلة له، ومن ثم حساب تكلفة كل مصدر على حدى وأخيراً الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من هذه المصادر المستخدمة.

وتعبر التكلفة الكلية أو ما يسمى التكلفة الوسطية المرجحة (CMP) عن تكلفة الهيكل المالي ككل، لذلك فهي تتوقف على القرار المالي المحدد لتكوينه، ويتم حساب التكلفة الوسطية بعد حساب التكلفة K_i والوزن النسبي W_i لكل مصدر من مصادر التمويل. وهذا وفق العلاقة التالية:

¹ بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 60.

² عبد الكريم بوحادر، مرجع سابق، ص 37.

$$CMP = \sum K_i W_i$$

والوزن W_i هو نسبة كل تمويل بالنسبة إلى مجموع التمويل.¹

فمثلا إذا كان الهيكل التمويلي للمؤسسة يتكون من ديون وأسهم عادية تكون تكلفة التمويل كما يلي:²

$$CMP = K_d W_d + K_e W_e$$

حيث أن:

K_d : تكلفة القروض.

W_d : الوزن النسبي للقروض بالنسبة لمجموع رأس المال.

K_e : تكلفة الأسهم العادية.

W_e : الوزن النسبي للأسهم العادية بالنسبة لمجموع رأس المال.

كما يمكن صياغة هذه العلاقة كما يلي:

$$CMP = K_D(1 - t)[V_D/(V_D + V_E)] + K_E[V_E/(V_D + V_E)]$$

حيث أن:

V_D : التمويل بالقروض.

V_E : التمويل بأموال الملكية.

$V_D + V_E$: مجموع الأموال المستخدمة.

ثانيا: مداخل حساب التكلفة الوسطية المرجحة

هناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:

1- **حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية:** في هذا المدخل تحسب تكلفة

الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها الهيكل المالي أو على أساس القيمة السوقية.

¹صديقي أحمد، فريقي سعاد، صبرو خوجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، مجلد 01، العدد 01، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، سبتمبر 2017، ص 88.

²نفس المرجع السابق، ص ص 88-89.

- 2- **مدخل الأوزان المستهدفة:** ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على هيكل رأس مال مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.
- 3- **المدخل الحدي:** في ظل المدخل الحدي فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها¹.

¹ محمد بوشوشة، مرجع سابق، ص 178.

خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل الذي خصصناه كمدخل للهيكل المالي للمؤسسة إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي، حيث انطلقنا من مفهوم الهيكل المالي والذي يمثل مجموعة الأموال التي بواسطتها تمول موجودات المؤسسة وهو يشمل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء مملوكة أو مقترضة وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، حيث يشكل الجزء الأيسر من قائمة المركز المالي، ثم انتقلنا للحديث عن أسباب اختلاف مكونات الهيكل المالي بين المؤسسات، والمتمثلة أساسا في محددات داخلية وأخرى خارجية وهي مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة، وكذلك تطرقنا إلى مكونات الهيكل المالي ودراسة مصادر التمويل الطويلة والقصيرة الأجل، حيث يمكن للمؤسسات توفير الأموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة.

كما توصلنا إلى أن المؤسسة عند اختيارها لهيكل مالي معين تواجهها جملة من القيود ومن بين هذه القيود تكلفة رأس المال التي تعتبر معيارا أساسيا لاتخاذ قرار التمويل، فكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة يجب أخذها في الحسبان من قبل مسيري المؤسسات قبل اتخاذ أي قرار تمويلي، كما أن تحديد الهيكل التمويلي المناسب يبقى من بين التحديات التي تواجه المؤسسة نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة.

الفصل الثاني:

النظريات المفسرة للهيكـل

المالي وأثره على قيمة

المؤسسة

تمهيد

لقد عرفت القيمة في الفكر الاقتصادي جدلاً واسعاً بين مختلف المفكرين والمدارس، إذ أن موضوع قيمة المؤسسة الاقتصادية يندرج ضمن الميادين الأساسية لمالية المؤسسة، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة ضمن النظرة الاقتصادية، وبالرجوع للعلاقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وقيمة المؤسسة نجد بأنها أصبحت من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث يدور الجدل بين الباحثين في مجال الإدارة المالية في ما إذا كان هناك هيكل تمويلي أمثل من عدمه، وما إذا كان الهيكل التمويلي يؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية أم لا. لذا ظهرت العديد من النظريات التي أولت تفسير ذلك.

من خلال هذا الفصل سنحاول الإلمام بأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة، مع الإشارة إلى كل من فرضياتها والانتقادات الموجهة لها، ومدى إمكانية اختبارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، وبالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. ومنه تم تقسيم الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة وطرق تقييمها.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة وطرق تقييمها

دائما ما كان مفهوم القيمة محل اهتمام الباحثين، خاصة أن أغلب القرارات المالية تتخذ على أساس قيمة المؤسسة كونها ذات أهمية بالغة بالنسبة للمسيرين الماليين ومتخذي القرارات كالاكتتاب، التنازل عن المؤسسة، الاندماج، الخصخصة أو فتح رأس المال وحتى التصفية.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة وأشكالها

أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة

غالبا ما تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم قيمتها السوقية من أجل المحافظة على استمراريتها وتعظيم ثروة المساهمين، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضحا بل يعد من المفاهيم المعقدة كونه يتغير بتغير الزاوية التي ينظر إليه منها، ولقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVCS) قيمة المؤسسة بأنها: مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل معين في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون إكراه على إتمام الصفقة. فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات إذا كانت المؤسسة مسعرة في بورصة الأوراق المالية، وقد تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من العوامل كالبيئة الاقتصادية الكلية وتوقيت تقدير القيمة¹.

يمكن القول أن القيمة عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على الأصل، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر².

ثانياً: أشكال القيمة

يأخذ مفهوم القيمة عدة أشكال يمكن توضيحها في ما يلي:

1- قيمة الحيازة: وهي عبارة عن السعر الإجمالي المدفوع لامتلاك أصل أو استثمار معين، ويعبر عنه بسعر التكلفة الإجمالي، والذي غالبا ما يتم حسابه بالقيمة الدفترية الصافية.

¹ بلعشي عبدالمالك، بن رجم محمد خميسي، أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 1، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2018، ص ص 15-16.

² عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2018-2019، ص 3.

- 2- قيمة السوق: وهو السعر الذي ينشأ في السوق من خلال قانون العرض والطلب، وهو الذي يمكن أن يمكن أن يحصل عليه البائع أو يدفعه المشتري في سوق تنافسية.
- 3- قيمة التصفية: وهي تقييم أصول المؤسسة عند التوقف عن النشاط لسبب أو آخر، وغالبا ما يكون هذا التقييم أقل من قيمته الحقيقية، حيث بعد بيع ممتلكات المؤسسة، يتم تسديد كل التزاماتها وديونها. وتحسب قيمة التصفية من المبلغ الصافي المحصل عليه من سعر البيع منقوصا منه جميع تكاليف وعمليات عملية التصفية.¹
- 4- القيمة الجديدة: تمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة.
- 5- 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.
- 6- 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.
- 7- 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.²
- 8- القيمة الإجمالية: وهي التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة.
- 9- القيمة الصافية: وتسمى محاسبيا بالقيمة المحاسبية الصافية (VNC) وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك يعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل.
- 10- قيمة المنفعة: تمثل القيمة المحينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها.
- 11- القيمة القابلة للتحويل: تمثل القيمة العليا بين السعر الصافي للأصول وقيمتها النفعية.
- 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

¹علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات (العدد الاقتصادي)، المجلد5، العدد1، جامعة عمار تليجي الأغواط، الجزائر، 2014، ص27.

²بكار بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار، ENSP، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر1، الجزائر، 2010، ص15.

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 إخراج 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.¹

المطلب الثاني: دوافع عملية التقييم ومحددات نجاحها

أولاً: دوافع عملية التقييم

إن الحاجة إلى التقييم تظهر عند دخول المؤسسة في بعض المعاملات بغية تحقيق أغراض معينة نذكر منها²:

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة.
- إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف وزيادة أرباحها.
- فتح رأسمالها أو جزء منه، أو زيادته عن طريق الاكتتاب في بورصة القيم المنقولة.
- اتخاذ قرار شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين، في إطار تسيير المحافظ الاستثمارية.
- تصفية المؤسسة في حالة إفلاسها، لغرض الوقوف على قيمة أصولها وتسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف.
- الخصخصة، الاندماج والاستحواذ وإقامة الشراكة بين مختلف المؤسسات.
- التسيير بالقيمة من طرف مسيري المؤسسة، قصد التوجيه واتخاذ القرارات التشغيلية والاستراتيجية بما فيها القرارات المالية.

¹ عبد الكريم خيري، مرجع سابق، ص 7-8.

² رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC)، المجلد 6، العدد 10، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018، ص 373.

ثانيا: محددات نجاح عملية التقييم

في ظل تنوع طرق التقييم وجب على المقيم اختيار الطريقة المثلى التي تتماشى وخصائص المؤسسة الراغبين في تقييمها من جهة، ومن جهة أخرى اختيار الطريقة التي تحقق المبتغى أو الفوائد المحددة من طرفه أو من طرف الجهة التي يمثلها، يضاف إلى ذلك الصعوبة التي تتصف بها عملية التقييم في حد ذاتها، كل هذه المؤشرات تبين مدى حساسية عملية تقييم المؤسسات التي يتوقف نجاحها على مجموعة من المتغيرات التي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1- كفاءة المقيم:

إن عملية التقييم هي عملية جد معقدة وفي بعض الحالات تتصف أيضا بالضخامة والتي تعتمد على مجموعة من الكفاءات (المالية، المحاسبية، الإستراتيجية، الحقوق، الجباية،...الخ). إن الإلمام بمختلف طرق التقييم وحده لا يكفي لبناء نموذج سليم، بل يجب أيضا معرفة طرق التشخيص المالي التي تعتبر كأداة أولى من أجل معرفة الحالة المالية التي توجد عليها المؤسسة محل التقييم، وذلك لتفادي الفخ الناتج عن الأخطاء المحاسبية الموجودة في الميزانيات وبصفة عامة يمكن تلخيص الكفاءات الخاصة بالمقيم في الشكل التالي:¹

¹ بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص132.

الشكل (2): الكفاءات الأساسية الخاصة بالمقيم.

<p>الكفاءات الأساسية الخاصة بالمقيم</p>	<p>الاقتصاد الصناعي / الاستراتيجي: تحليل المحددات الاقتصادية الكلية والجزئية الخاصة بنمو المؤسسة.</p>
	<p>المالية: إتقان طرق التقييم الكلاسيكية وطرق التقييم التي تعتمد على تحسين الأرباح.</p>
	<p>المحاسبة: تقييم تأثير العناصر الأساسية للمحاسبة: (الاهتلاكات، المخزون، فائض القيمة..) على تحديد القيمة.</p>
	<p>الحقوق: معرفة التأثيرات القانونية الخاصة بالخيارات الاقتصادية... وكذلك النتائج الاقتصادية للقرارات</p>
	<p>الجباية: التنبؤ بتأثير طرق التقييم على ارتفاع القيمة أو النتائج الجبائية</p>

من الشكل السابق نستنتج أن عملية التقييم هي نظام معقد يفرض توفر مجموعة من الكفاءات والخبرات التي من الصعب توفرها في شخص واحد، لهذا نلاحظ استعانة المقيم بمؤسسات أخرى مثل بيوت الخبرة أو إحدى المكاتب أو الشركات المتخصصة والتي تضم خبراء ومتخصصين في المجالات التكنولوجية المختلفة التي تمده بالعون اللازم من أجل بناء النموذج السليم لتحديد القيمة.

2- كفاءة الأسواق المالية:

تؤدي الأسواق المالية دوراً مهماً في عملية تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة، وهي عبارة عن طريقة بسيطة مقارنة بالطرق الأخرى حيث أن لكل مؤسسة قيمة يتم حسابها في كل نهاية يوم بالاعتماد على عدد الأسهم وسعر السهم الواحد حسب المعادلة التالية:

$$\text{سعر السهم} \times \text{عدد الأسهم} = \text{قيمة المؤسسة بالاعتماد على البورصة}$$

مع العلم أن سعر سهم أي مؤسسة يتغير بتغير أحد النقاط التالية:

- تطور أسواق رأس المال بصفة عامة.
 - تطور القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة المدرجة في البورصة.
 - تطور المؤسسة في حد ذاتها: المردودية، ارتفاع رقم الأعمال والنتائج، إمكانيات تنمية المؤسسة... الخ.
- إضافة إلى ما تم ذكره سابقاً تتأثر قيمة سهم أي مؤسسة بمتغير آخر وهو كفاءة الأسواق المالية.

2-1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية

التعريف الأول: السوق المالية الكفوءة تعني بأن جميع المعلومات الجديدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وإن هذه المعلومات تضم ما هو معروف ومناسب لتقييم الأوراق المالية، وإنها منعكسة بشكل سريع في أسعارها¹.

التعريف الثاني: إن سوق الأوراق المالية تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة².

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 116.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2002، ص 154.

التعريف الثالث: يمكن تعريف السوق المالية الكفؤة بأنها تلك السوق التي يتعامل فيها عدد كبير من الباعة والمشتريين للأوراق المالية ضمن آلية كفؤة مما يجعل الأسعار تعكس بصدق وبسرعة التوقعات المتعلقة بالشركة التابعة لها تلك الأوراق¹.

إن السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية المصدرة والمتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، إذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة والنتائج المرتبطة بأسعار الأوراق المالية، إن السوق المالي الكفء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الأمثل للموارد.

- التقييم الدقيق للمبادلات.

- تخفيض تكاليف الخدمة إلى أقل ما يمكن.

إن مفهوم كفاءة الأسواق المالية محاطة بمطلبين أساسيين وجب شرحهما من أجل الوصول إلى التعريف السليم لهذا المفهوم وهما الكفاءة التشغيلية والكفاءة التسعيرية.

• **الكفاءة التشغيلية (الكفاءة الداخلية):** وتسمى أيضا بالكفاءة الداخلية لأنها ترتبط بالسوق المالي، وهي تعنى بالناحية التشغيلية من خلال قدرة إدارة السوق المالي في إيجاد آليات وأدوات تضمن تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية المقيدة فيها، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية لصالح السماسرة، ودون احتكار التعاملات المالية من طرف صناع السوق لتحقيق أرباح مبالغ فيها .

• **الكفاءة التسعيرية (الكفاءة الخارجية):** وتسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، لأنها مرتبطة بعوامل متأنية من خارج السوق المالي، وهي تتعلق بالمعلومات المتاحة حول المنشأة المصدرة لتلك الأوراق المالية المقيدة والمتداولة في سوق رأس المال، والتي تنعكس بشكل مباشر على أسعار أوراقها المالية، مع ضرورة إتاحة تلك المعلومات لجل المتعاملين في السوق بسرعة و بدون فاصل زمني كبير و بتكاليف منخفضة إلى أدنى حد ممكن.²

2-2- شروط تحقق الكفاءة في السوق:

من شروط تحقق الكفاءة في السوق المالي ما يلي³:

¹ محفوظ جبار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة (1999-2001)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص 84.

² بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، مرجع سابق، ص 61.

³ بن حمو عصمت محمد، مرجع سابق، ص 136.

- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** يهدف السوق المالي إلى توفير وتزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة وفي الوقت المناسب بهدف إعطائهم فرصة لتقييم الأصول المالية محل الاهتمام وكذلك تحليل الوضعية المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة للمفاضلة بينهما، وبالتالي تخصيص الموارد إلى المنشآت أو القطاعات ذات المزايا النسبية.
- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، هذا يعني في حالة عدم وصول أي معلومات جديدة إلى السوق يجب توفر سمة استقرار الأسعار (أي عدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى). أما في حالة العكس يجب ترجمة تلك المعلومات على شكل حركة عشوائية في سعر السهم محل التعاقد.
- **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية، سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات البورصة جاهدة على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة مؤقتة من أجل إعطاء فرص متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.
- **انعدام القيود على التعاملات:** مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب، وعدم وجود قيود كمية للمعاملة مع حرية الدخول أو الخروج للمستثمرين.
- **توفر العدد الكبير من المستثمرين والبائعين:** بحيث تمنع هذه الكثرة أيًا من المستثمرين الاستثمار أو الهيمنة لأحدهم على السوق.

2-3- مستويات كفاءة الأسواق المالية:

- تعتبر الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلقا لذلك يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات وهي¹:
- أ- **المستوى الضعيف:** يعني هذا المستوى أن الأسعار تسري بصورة عشوائية وهذا يعني أن حركة الأسعار في الماضي لا تشكل مرشدا لحركة الأسعار في المستقبل، وفي هذه الحالة فإن المستثمرين لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية .
 - ب- **المستوى المتوسط:** أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة

¹مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية: دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، الجزائر، ص ص11-12.

للجميع والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار .

ج- المستوى القوي: أي أن الأسعار ينعكس فيها المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة، أي أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستعكس على الأسعار، وعليه فليس لدى أي مستثمر القدرة على احتكار معلومات قد يكون لها أثر على السعر وكذلك لن يحصل أي مستثمر على أرباح تفوق الأرباح العادية. وتحقيق هذه الصيغة لا يتطلب فقط أن يكون السوق كفوًا بحيث أن الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة بل يتطلب أيضا أن يكون السوق كاملا، حيث تتاح كل المعلومات للجميع في ذات الوقت.

ثالثا: درجة الإفصاح على القوائم المالية:

يلعب الإفصاح المحاسبي دورا جوهريا في عملية تقييم المؤسسات لهذا سوف نحاول في هذا الجزء تحديد مفهوم الإفصاح عن القوائم المالية وكذلك أنواعه ومتطلباته.

1- مفهوم الإفصاح المحاسبي:

يتناول هذا العنصر المفهوم اللغوي والاصطلاحي للإفصاح وذلك من خلال استعراض أهم المفاهيم وتوجهات الكتاب والمنظمات الذين تطرقوا لمفهوم الإفصاح المحاسبي.¹

1-1- المفهوم اللغوي للإفصاح:

تعني كلمة الإفصاح لغة بيان الشيء وإظهاره وكشف الخفي والغامض عن الآخرين، ويقال فصح اللين أي وضح، وفصاحة اللين أي خلص مما يشوبه، وفصاحة الرجل تعني انطلق لسانه بكلام صحيح وواضح، ويقال أفصح الأمر أي وضح، وأفصح النهار أي خلا من الغيم، ويقال رجل فصيح أي يحسن البيان ويميز جيد الكلام من رديئة، وكلام فصيح يعني سليم واضح يدرك السمع حسنه والعقل دقته، ولسان فصيح تعني طلق يعين صاحبه على إجابة التعبير.

1-2- المفهوم الاصطلاحي للإفصاح:

تعددت الكتابات حول الإفصاح من عدة باحثين ومنظمات وفي ما يلي نذكر أهمها:

- **مونيتز (Moonitz)** "يجب على التقارير المحاسبية أن تفصح عن جميع المعلومات الضرورية الكفيلة بجعلها غير مضللة".

¹ محمد العيد عامرة، كفاية الإفصاح وفق SCF في التقارير المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد 6 (العدد 01 مكرر)، جامعة الوادي، الجزائر، 2021، ص51.

- **هانريكسن (Hendrickson)** الإفصاح هو عرض وتوصيل المعلومات بصورة تظهر القوائم المالية غير مضللة ومفهومة وملائمة لمستخدميها".
- **الشيرازي** يعرف الإفصاح المحاسبي بأنه مشمول التقارير المالية على المعلومات اللازمة والضرورية لإعطاء مستخدمي هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية".
- **المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)** "إن معطيات عرض المعلومات في القوائم المالية وفقاً لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها تقضي بتوفير عنصر الإفصاح المناسب في هذه القوائم وذلك بشأن جميع الأمور المادية (الجوهرية)، وعنصر الإفصاح المقصود هنا على صلة وثيقة بشكل ومحتوى القوائم المالية وبالمصطلحات المستخدمة فيها وأيضاً بالملاحظات المرفقة بها وبمدى ما فيها من تفاصيل، وذلك بكيفية تحمل لتلك القوائم قيمة إعلامية من وجهة نظر مستخدمي هذه القوائم".

ومن خلال التعاريف السابقة: الإفصاح المحاسبي هو عملية توصيل المعلومات إلى مستخدمي القوائم المالية، بغية معرفتهم بالوضعية المالية للمنشأة دون تضليلهم من أجل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، على أن تكون هذه المعلومات معروضة بلغة ملائمة وفي الوقت المناسب وسهلة الفهم.

2- أنواع الإفصاح المحاسبي:

يعد الإفصاح المحاسبي أهم الموضوعات المثيرة للجدل في الوسط المهني سواء بين المحاسبين أنفسهم أو بينهم وبين إدارة المؤسسة ومراجعي الحسابات من جهة، وبين مستخدمي القوائم المالية من جهة أخرى، ونادراً ما ترد كلمة الإفصاح بشكل مستقل بل غالباً ما ترد مرتبطة بألفاظ أخرى، وأنواع الإفصاح المحاسبي هي¹:

- **الإفصاح الكافي:** يعتبر الإفصاح الكافي من أكثر المعلومات استخداماً وهو يشير إلى الحد الأدنى من المعلومات الذي يلزم عنه كي تكون القوائم المالية غير مظلمة، أي يتضمن هذا النوع الإفصاح عن الحد الأدنى من المعلومات المالية المطلوبة من قبل مستخدمي القوائم المالية .
- **الإفصاح العادل:** يعنى بتوفير رعاية متوازنة لاحتياجات كافة الأطراف المعنية، وهو ينطوي على هدف أخلاقي يستلزم المعاملة المتوازنة والمتساوية بين مستخدمي المعلومات المالية، من خلال الاهتمام المتوازن باحتياجات جميع الأطراف المعنية .
- **الإفصاح الشامل:** يتمثل في عرض كافة المعلومات الملائمة التي تؤثر بشكل أو بآخر في سلوك مستخدمي القوائم المالية بدقة حتى تضمن عدم إخفاء أي معلومة جوهرية قد تؤثر على مصالح

¹ضيف الله محمد الهادي، أسس وقواعد الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (IAS / IFRS)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 06، المجلد 01، جامعة الوادي، الجزائر، ص 88.

المستثمر العادي، ويجب التنبيه أن الإفصاح الشامل لا يقصد به عرض كافة المعلومات دون تمييز، فالإفراط في المعلومات المعروضة أمر غير مستحب نظرا لعرض تفاصيل غير مهمة مما يؤدي إلى إخفاء معلومات هامة وتجعل القوائم المالية صعبة الفهم والتفسير، بالإضافة إلى تحمل التكاليف إضافية بدون مبرر.

- **الإفصاح الإلزامي:** ويتم الإفصاح هنا وفقا لما نصت عليه القوانين المختصة، وذلك قد يكون على حساب معلومات أخرى ربما تكون مهمة، إلا أن القوانين المختصة لم تول الاهتمام الكافي لإظهارها .

- **الإفصاح التثقيفي (الإعلامي):** هو التحول نحو المطالبة بالإفصاح عن المعلومات الملائمة لاتخاذ القرارات مثل الإفصاح عن التنبؤات المالية من خلال الفصل بين العناصر العادية وغير العادية في القوائم المالية، الإفصاح عن الإنفاق الرأسمالي الحالي والمخطط ومصادر تمويله.

- **الإفصاح الملائم:** هو الإفصاح الملائم لحاجة مستخدمي البيانات وظروف المؤسسة وطبيعتها .

- **الإفصاح الوقائي:** ويعني أن التقارير المالية يجب أن يتم الإفصاح فيها عن كل ما يجعلها غير مضللة لأصحاب الشأن، ويهدف الإفصاح الوقائي إلى حماية المجتمع المالي وبصفة خاصة المستثمر العادي الذي له قدرة محدودة على استخدام المعلومات المالية .

نلاحظ مما سبق، أن الإفصاح الشامل يتفق مع الإفصاح الوقائي لأنهما يفصحان عن البيانات المطلوبة لجعلها غير مضللة للمستثمرين الخارجيين، ولكن بالنسبة للإفصاح التثقيفي فمن شأنه الحد من اللجوء إلى المصادر الداخلية للحصول على المعلومات الإضافية بطرق غير رسمية يترتب عليها مكاسب لبعض الفئات على حساب أخرى.

أما بالنسبة للإفصاح الكافي فإن التعريف يتضمن الحد الأدنى من المعلومات الواجب إظهارها ولكن يختلف الحد الأدنى من شخص إلى آخر تبعا للثقافة والخبرة التي يتمتع بها¹.

3- العناصر المؤثرة على الإفصاح:

إن عملية الإفصاح عن المعلومات ليست بالعملية العشوائية، بل ثمة مجموعة من العوامل التي تؤثر فيها يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- **نوعية المستخدمين وطبيعة احتياجاتهم:** لا بد أن تعطي المؤسسات اهتماما خاصا في قوائمها المالية لاحتياجات المستخدمين الرئيسيين، إذ تختلف المعلومات المفصح عنها باختلاف المستخدمين في كل دولة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 89.

- الجهات المسؤولة عن معايير الإفصاح: وتمثل الجهات المنظمة والمسؤولة عن تطوير وتنظيم وإصدار معايير الإفصاح والتي تختلف باختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمد في كل بلد.
- المنظمات والمؤسسات الدولية: بالإضافة إلى المنظمات والقوانين الداخلية المحلية فإن المؤسسات الدولية مثل لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASB) تعد من أهم المنظمات التي تؤثر على الإفصاح المحاسبي وذلك من خلال تبني معايير تهدف إلى تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي¹.

المطلب الثالث: طرق تقييم المؤسسة

توجد عدة طرق تهتم بتقييم المؤسسة الاقتصادية، منها ما يقيم المؤسسة أخذاً بعين الاعتبار الإمكانيات المالية، المادية، والمعنوية الموظفة داخلها، وكذا قدرتها على مواجهة التزاماتها. وتسمى الطرق المعتمدة على هذا المبدأ بطرق الذمة المالية. ومنها ما يهتم بما يفرزه استغلال المؤسسة لمختلف إمكانياتها من تدفقات والتي عادة ما يعبر عنها في شكل: أرباح، توزيعات، أو تدفق نقدي، وسميت بطرق المردودية، ومنها ما يعتمد على استعمال طريقة فائض القيمة والذي يعتمد على تقييم الأصول المعنوية للمؤسسة إضافة إلى تقييم الأصول المادية، وجاءت هذه الطريقة كأداة تصحيحية لطريقة الذمة المالية التي أهملت الجانب المعنوي في تقييم المؤسسة مثل: الماركة، الكفاءات والمهارات، شهرة المحل... الخ والتي عادة ما يكون لها تأثير كبير في تحديد قيمة المنشأة.

أولاً: مقارنة الذمة المالية

إن الغرض الأساسي من استعمال طرق التقييم المعتمدة على الذمة المالية أو الأصول هو إعطاء المؤسسة قيمة إجمالية منطلقاً من منظور الاستمرار في الاستغلال، الذي يهم جميع الأطراف المعنية بعملية التقييم قصد تحقيق أهدافهم المختلفة، إضافة 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.

¹ زغدار أحمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكليف مع متطلبات الإفصاح وفق المحاسبة الدولية IFRS/IAS، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص84.

1- طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC

تحسب قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة انطلاقاً من المعلومات التي توفرها الميزانية وتعطي قيمة محاسبية بسيطة للمؤسسة هي عبارة عن الوضعية الصافية لها تبعا للعلاقة التالية¹:

$$\text{قيمة المؤسسة} = (\text{مجموع الأصول} - \text{مصاريف التأسيس}) - \text{مجموع الديون}$$

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على القيم الدفترية أو القيم الواردة في الميزانية لكل من الأصول والخصوم واجبة السداد. تعتمد على التكلفة التاريخية للأصول وتهمل القيمة الحقيقية الفعلية لتلك الأصول حيث لا تراعي التضخم السعري والتغيرات في الأسعار وتهمل القدرات الاقتصادية للشركة في النمو في المستقبل.

2- طريقة الأصول الصافية المعدلة ANCC

طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح 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 ويساوي²:

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

الأصل الصافي المصحح من وجهة نظر قيمة الاستعمال هو رأس المال المستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة³:

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{الأصل الاقتصادي مقيم بقيمة الاستعمال} - \text{الديون}$$

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

¹ رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سابق، ص 375.

² Chaplain Gérard: *Pratique Moderne de l'évaluation d'entreprise*, édition EMS, Paris, 2004, P: 106.

³ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 50.

- 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 تتجر 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، نبعء 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 بالاستغلال¹.

وعليه تحسب قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على النحو التالي:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي المصحح} = \text{الأصول المصححة} - \text{الخصوم المستحقة المصححة}$$

وقبل الشروع في عملية التقييم وفق طريقة (ANCC) لابد من التأكد من عدة عناصر أهمها²:

- 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.
- تقدير الاستعمال الحقيقي، وهو ضروري جداً لتمييز العناصر المرتبطة بالاستغلال عن المستقلة عنه، لأن أساس تقييمها مختلف.
- السير الحسن للمؤسسة، ومن وجهة نظر استمرارية الاستغلال نأخذ قيمتها التي تعكس وظيفتها.
- 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 التغييرات

¹ عبد الكريم خيرى، مرجع سابق، ص 17.

² بكاري بلخير، مرجع سابق، ص 53-54.

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.

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

- 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 المشكلة 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 يلي¹:

قيمة الذمة المالية للمؤسسة = الأموال الخاصة المحاسبية ± تصحيحات الأصول ± تصحيحات الخصوم

3- القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB)

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

لحساب هذه القيمة يجب إتباع الخطوات التالية:

- يجب حذف كل العناصر المادية والمعنوية غير اللازمة للاستغلال من قيمة الأصول.

- العناصر المعنوية غير فائض القيمة مثل: براءات الاختراع، الماركات تأخذ بعين الاعتبار حين حساب الـ VSB.

- يضاف للأصول كل الاستثمارات اللازمة للاستغلال والتي تستعملها المؤسسة بدون أن تكون ملكاً لها (إضافة كل الاستثمارات المؤجرة).

- تستعمل المصاريف الإعدادية كطرف في حساب قيمة VSB.²

¹ عبد الكريم خيري، مرجع سابق، ص 18

² بن حمو عصمت محمد، مرجع سابق، ص 109.

بصفة عامة تحسب القيمة الجوهرية لمؤسسة وفق العلاقة التالية¹:

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

نلاحظ أن الطريقة السابقة قد قامت بحساب القيمة الجوهرية بصورة إجمالية أي أن الديون متضمنة لكن المدرسة الوطنية للخبراء المحاسبين لبلجيكا قد أوجدت مفهومين آخرين للقيمة الجوهرية وهما القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية، حيث يكتبان بالعلاقة الآتية²:

القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

4- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف (Barnay.A) و (Calba.G)، حيث يعتبر البديل الذي جاء على إثر الانتقادات والخلط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال. 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 تتطرق هذه الطريقة من مفهوم التوازن المالي للمؤسسة، بحيث تمول وتغطي الأموال الدائمة للاستثمارات والاحتياج في رأس المال العامل، وتكتب على الشكل التالي³:

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

ثانياً: مقارنة التدفقات النقدية

على عكس مقارنة الذمة المالية التي تعتمد أساساً على الميزانية في التقييم، أي على ماضيها وحاضرها، فإن مقارنة التدفقات تعتمد على ما ستحققه المؤسسة من أرباح ونتائج مستقبلية فهي بذلك أكثر ديناميكية. حيث تستند هذه الطرق إلى اعتبار أن الأصول التي تمتلكها المؤسسة إنما هي وسيلة لتحقيق

¹ بن قدورة أشواق، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الرابحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص138.

² رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سابق، ص376.

³ بكاري بلخير، مرجع سابق، ص79.

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 وفيما يلي أهم الطرق التي تتضمنها:

1- الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (العائد):

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

1-1- **قيمة المردودية:** تعتبر المردودية المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة وتوضح بالعلاقة الآتية¹:

$$\text{قيمة المردودية} = \frac{\text{النتيجة}}{\text{الوسائل}}$$

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء. وتكتب وفق العلاقة التالية²:

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

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة.

n: عدد السنوات.

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع.

I: معدل الاستحداث.

1-2- **نسبة السهم/الربح (PER):** تلعب هذه العلاقة دوراً مهماً في تقييم المؤسسات، حيث تستخدم الطريقة الأنجلوساكسونية (Ration Earning Price) 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 الآتية³:

¹ أشواق بن قدورة، مرجع سابق، ص 142.

² بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث، عدد 10، 2012، ص 240.

³ بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار ENSP، مرجع سابق، ص 94.

$$V = (P/E).B$$

حيث أن:

V: قيمة المؤسسة.

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

B: الربح الإجمالي للمؤسسة.

يعرف (PER) الأصل المالي 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 برسلة العائد المحصل عليه من طرف مؤسسة ما، ولهذا الغرض نجدها 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 المسعرة¹.

2- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

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

2-1- التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي:

يمكن استعمال القدرة على التمويل الذاتي بدلاً من نسبة السعر/الربح وتكتب كما يلي:

cours/cash flow. باستبدال قيمة القدرة على التمويل الذاتي مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها قيمة المرودية، فإن قيمة المؤسسة وفق قيمة القدرة على التمويل الذاتي تحسب بالعلاقة التالية²:

$$V = CAF / (1 + i)$$

حيث أن:

CAF: القدرة على التمويل الذاتي.

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

¹ عبد الكريم خيرى، مرجع سابق، ص 23.

² راجي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سابق، ص 379.

2-2- التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح:

طريقة استحداث التدفقات النقدية المتاحة هي تلك الطريقة التي تقيم المؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي نقوم باستحداثها بمعدل آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي¹:

$$V = \frac{DCF}{(1+i)^t} + VTn(1+i)^n$$

حيث أن:

V: تمثل قيمة المؤسسة.

DCF: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة t.

i: معدل الاستحداث.

n: عدد السنوات المأخوذة كآفاق للتقدير.

VT: القيمة الباقية للمؤسسة.

و يحسب التدفق النقدي المتاح على النحو الآتي²:

التدفق النقدي المتاح = النتيجة العملياتية خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات + مخصصات الاهتلاك - التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال + التنازل عن الأصول - التثبيتات

ويقوم بعض الخبراء بإضافة التدفقات المالية الناتجة عن حركة القروض (زيادة وتسديد القروض)، وعليه يصبح حساب التدفق النقدي المتاح على النحو التالي³:

تدفقات الإيرادات = الربح الصافي المصحح بعد الاهتلاك وقبل الضريبة + المصاريف المالية + الاهتلاكات الاقتصادية + قيمة التنازل عن التثبيتات + قروض إضافية متوسطة وطويلة الأجل.

¹ نفس المرجع السابق، ص 379-380.

² Jean Barrean, Jacqueline Delahaye: **Gestion financière: Manuel et application**, 9em Edition, Edition Dunod, paris, 2000, P: 301.

³ Op.cit, P:135 .

يمكن حساب تدفقات المصاريف كما يلي:

$$\text{تدفقات المصاريف} = \text{الارتفاع في احتياج رأس المال العامل} + \text{تكلفة الاستثمارات السنوية} + \text{أقساط اهتلاك القروض}$$

ومنه:

$$\text{التدفق النقدي المتاح} = \text{تدفقات الإيرادات} - \text{تدفقات المصاريف}$$

تطرح هذه الطريقة كغيرها من الطرق المعتمدة على التدفقات إشكالات 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 مكوناتها¹

3- طرق تقييم المؤسسة المرتكزة على فائض القيمة (Good Will)

في الاقتصاد المتطور أصبحت نتائج أي مؤسسة تعتمد أساساً على وجود وتسيير الأصول المعنوية (أصول غير مالية والأصول التي لا تتصف بالوجود الفيزيائي)، وتكون أداة لخلق أرباح مستقبلية².

يمكن تعريف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الإجمالية المعطاة للمؤسسة في تاريخ معين على القيمة الحقيقية لأصولها في نفس التاريخ³، هذا الفائض يشمل الأصول غير المادية أو المعنوية، و هو يعكس المردودية غير العادية والنتيجة عن مجموعة من القدرات (تفوق تكنولوجي، علامة تجارية...) أفضل من تلك الخاصة بالمنافسين.

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة (GW).

3-1- 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

¹ عبد الكريم خيري، مرجع سابق، ص 26.

² Oliver RAMOND, PAUGAN LUC, Jean François CASTA, Laurent BATSCH, *Evaluation financière et normes I.F.R.S*, Economica, Paris, 2012, P 165.

³ نعيمة غلاب، زينبات دراجي، تحليل مقارنة تقييم المؤسسة، مداخلة قدمت في الملتقى الدولي: اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004، ص 10.

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 زاويتين²:

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

$$V = GW + ANCC$$

حيث أن:

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة.

GW: فائض القيمة (Good Will).

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتعطي الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي:

$$GW = \frac{1}{2} i(B - i \cdot ANCC)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو الآتي:

$$V = ANCC + \frac{1}{2} i(B - i \cdot ANCC)$$

حيث أن:

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

¹ هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007-2008، ص 99.

² عبد الكريم خيرى، مرجع سابق، ص 29.

ب- 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 العملياتية 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 التالي¹:

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

ومنه قيمة المؤسسة:

$$V = \frac{1}{2}VSB + \left(\frac{CB}{I} \cdot E \mp AHE \right)$$

حيث أن:

CB: القدرة الربحية (النتيجة العملياتية).

E: الديون.

AHE: عناصر خارج الاستغلال.

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

- تتم رسملة الربح الصافي بمعدل استحداث (2i) 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.
- 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):

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

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 30-31.

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

$$GW = \frac{1}{2} \cdot \frac{1}{i} (b - i \cdot ANCC)$$

يستعمل أصحاب هذه الطريقة تخفيضاً على الربح الصافي المصحح (B) أو القدرة الربحية (CB) بـ 30% عندما يحسب الربح من خلال ترجيح الأرباح الماضية الحديثة، لتقليل أثر عدم الانسجام بين الأرباح الماضية والمقدرة.

3-2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة: توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

أ- طريقة المردودية المباشرة أو 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 التالي¹:

➤ الطريقة الإجمالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{i} (CB - i \cdot VSB)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i \cdot VSB)$$

➤ الطريقة الصافية:

$$V = ANC + \frac{1}{i} (CB - i \cdot ANC)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i \cdot ANC)$$

حيث أن:

i : سعر الفائدة.

t: معدل استحداث بخطر.

CB: القدرة الربحية.

B: الربح المصحح.

¹ Henri. Mauguere.: P'Evaluation Des Entreprises Non Cotées, Edition Bordas, Paris, 1990, P: 36 .

مما سبق يلاحظ أن هذه الطريقة التي تقوم برسمة الربح الإضافي لمدة غير منتهية بمعدل استحداث t تصبح مساوية للطريقة السابقة (الطريقة غير المباشرة) في حال ما إذا أخذت نسبة المخاطر بـ 20%، وعليه نستطيع القول أن الطريقة غير المباشرة هي حالة خاصة من هذه الطريقة.

ب- 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 (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية. تعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:

➤ في حالة يكون فائض القيمة ثابتاً¹:

$$V = ANCC + an(B - i \cdot ANCC)$$

$$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

حيث أن:

an : القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية.

➤ في حالة عدم ثبات فائض القيمة:

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

حيث أن:

i' : معدل الاستحداث.

وبالتالي، يتضح أن مختلف طرق التقييم المرتكزة على مفهوم فائض القيمة (Good Will) وبالإجماع تعرف فائض القيمة بأنه القيمة الحالية لفائض ربح مفاًس بالفرق بين المردودية المحققة من طرف المؤسسة ومدخول التوظيف بمعدل بدون خطر، إما بأموالها الخاصة وإما بأصلها الصافي.

مع تعدد طرق التقييم وجب على الخبير اختيار الطريقة المثلى التي تتماشى وخصائص المؤسسة المعنية بالتقييم. فمثلاً يتم استعمال طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (الذمة المالية) في حالة المؤسسات التي تتصف بضخامة الأصول المادية مقارنة بالأصول المعنوية، وكذلك يمكن استعمال هذه

¹ Henri. Mauguere, Op.cit, P: 36.

الطريقة في حالة المؤسسات التي تكون في حالة إفلاس أو تراكم المشاكل ما يعني مردودية ضعيفة أو منعدمة. أما طريقة نسبة سعر السهم على الربح (PER) فنستعملها في حالة المؤسسات المدرجة في البورصة والتي تتصف بثبات الأرباح، أما طريقة (DFC) التدفق النقدي المتاح (عادة ما تستعمل في حالة المؤسسات المهيكلة والتي تنمي أو تطور طريقة عمل ثابت ومفهوم).

أما طريقة GOOD WILL فيتم استعمالها في حالة المؤسسات التي تتصف بضخامة الأصول المعنوية مثل البرامج أو النفقات الخاصة بالإشهار... الخ المستعمل بحاجاتها الخاصة.¹

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

إن اختيار تركيبة الهيكل التمويلي تعد من بين النقاط التي تثير جدلا حادا بين المختصين في مالية المؤسسة، وهذا ما يعد سببا لظهور العديد من النظريات التي تهتم بالهيكل التمويلي. إذ تنصب أغلب نظريات الهيكل التمويلي حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، ويقصد بأمثلية الهيكل التمويلي مدى إمكانية اختيارها لنسب تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن.

المطلب الأول: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال

الأسواق

تختلف وجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل والمتمثلة في المقاربات التالية: نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، النظرية التقليدية، ونظرية مودجلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس.

أولا: نظرية صافي الربح

يمكن زيادة القيمة السوقية للمنشأة وتدنية تكلفة الأموال وفق هذا المدخل عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، ويقوم هذا المدخل على الافتراضات الآتية:²

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على السندات أو الاقتراض تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.

¹ ابن حمو عصمت محمد، مرجع سابق، ص 131.

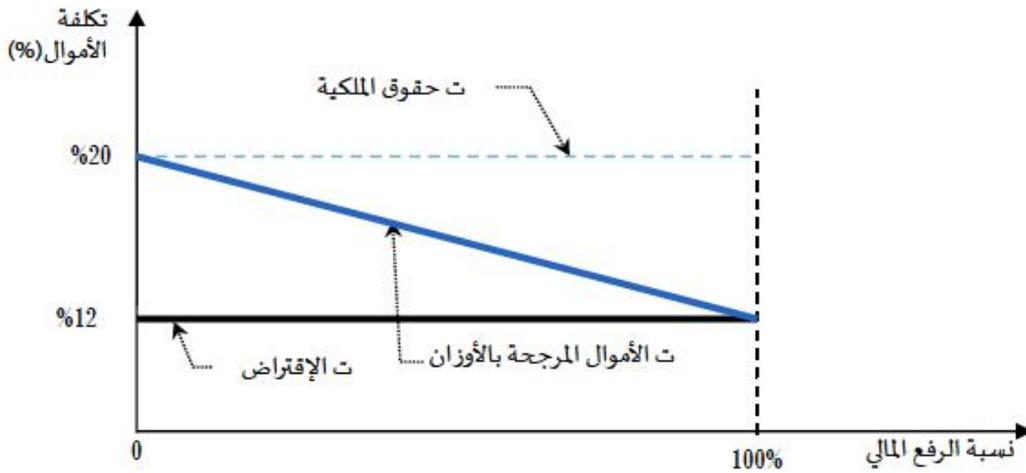
² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 338.

- نظرا لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

ينتج عن الفرض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، بمعنى أنهما لا يتأثران بتغير نسبة كل واحد في المزيج التمويلي، وعليه فإن زيادة الاعتماد على القروض منخفضة التكلفة مع ثبات تكلفة الملكية وعدم تأثرها بذلك سوف يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ومع ثبات ربح العمليات للمؤسسات المنتمية لنفس القطاع (نفس درجة المخاطرة)، فمعنى ذلك زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمنشأة. كما تصل تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان إلى أدنى حد لها عندما تتعادل مع تكلفة الاقتراض وهي الحالة التي تعتمد المؤسسة في تمويلها على أموال الاقتراض فقط، وعند هذا الحد تصل القيمة السوقية للمنشأة إلى أقصى قيمة لها.¹

بناء على التحليل السابق، فإن هيكل رأس المال المثالي حسب هذا المدخل هو ذلك الذي لا يتضمن إلا أموال اقتراض، وأن على المؤسسة أن تسعى لزيادة نسبة تمويلها بالديون. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي مع افتراض أن تكلفة أموال الملكية هي 20% وتكلفة الاقتراض هي 12%:

الشكل (3): علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض وفق مدخل صافي الربح.

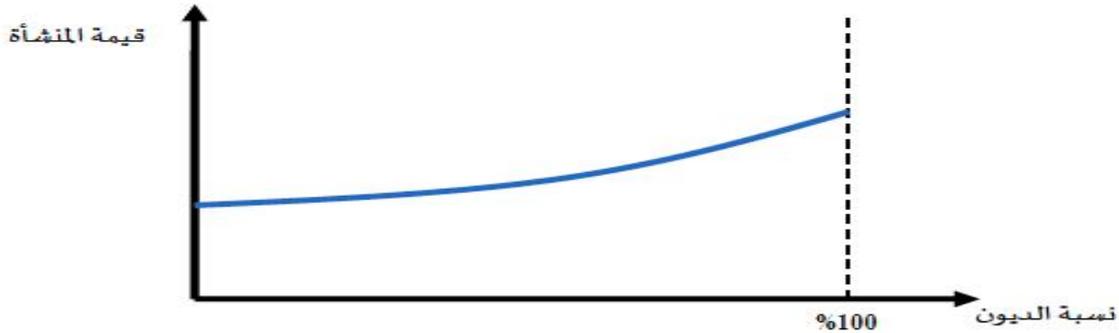


المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 193 .

يبين الشكل أن تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان تكون أدنى ما يمكن عندما تكون نسبة الاقتراض أعلى ما يمكن، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة تكون بدورها أعلى ما يمكن عند الحدود القصوى لنسبة الاقتراض، وهو ما يمكن بيانه من خلال الشكل الموالي:

¹ نفس المرجع السابق، ص 339.

الشكل (4): علاقة نسبة الاقتراض بقيمة المنشأة وفق مدخل صافي الربح.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 180 .

لعل العيب الأساسي في هذا المدخل هو افتراض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمنشأة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي، إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، وتبعاً لذلك سوف يطالب الملاك بعائد أعلى نظير زيادة المخاطرة. يضاف إلى ذلك أن افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة برغم الارتفاع في نسب الاقتراض، وهو كذلك افتراض غير واقعي على اعتبار أنه من المتوقع أن يتعرضوا لدرجات خطر مرتفعة وتحول جزء من المخاطر من الملاك إليهم وهذا بسبب زيادة مخاطر الإفلاس وعدم القدرة على تسديد الديون، وخصوصاً تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر العسر المالي للمنشأة. وبناء على ذلك، فمن المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسب الاقتراض في الهيكل المالي للشركة.¹

ثانياً: نظرية صافي ربح العمليات

يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين يتمثلان في ثبات تكلفة الاستدانة (المعدل)، وعدم تغييرها بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي، بينما تتغير تكلفة الأموال الخاصة تبعاً لتغير حجم الاستدانة (الرفع المالي) ترتفع عند ارتفاع نسبة الديون من جهة، ومن جهة أخرى ثبات تكلفة رأس المال (التمويل) بغض النظر عن التغير في حجم الاستدانة في الهيكل المالي، ذلك أن الأثر الناجم عن الاعتماد على الاستدانة في تقليصها لتكلفة رأس المال سيقابلها بنفس القيمة ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة الناجم عن ارتفاع معدل المرودية المطلوب من طرف المساهمين، مما يجعل هذين الأثرين المتعاكسين المتساويين في القوة بدون تأثير يذكر.

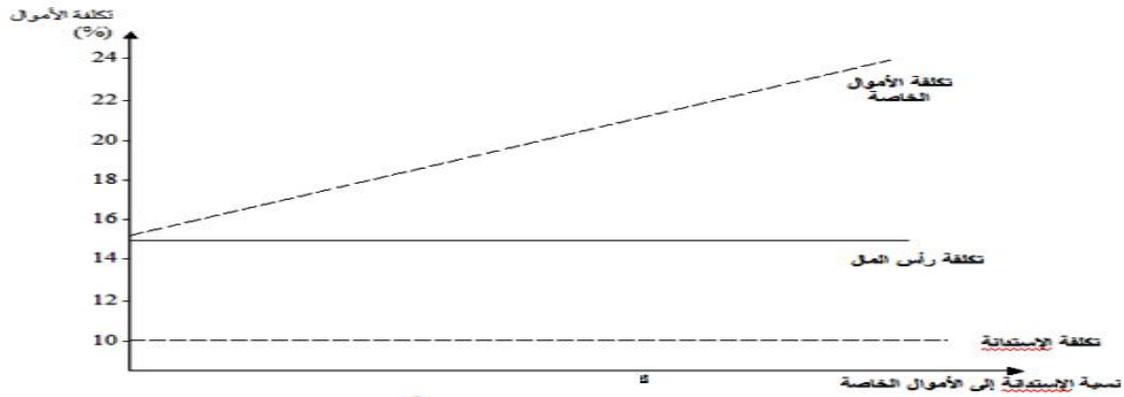
وانطلاقاً مما سبق، يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق هذا المدخل من خلال القيام بخصم صافي ربح العمليات (نتيجة الاستغلال) بمعدل تكلفة رأس المال، وما دام أن تكلفة رأس المال ثابتة فهذا يعني أن

¹ نفس المرجع السابق، ص 344.

القيمة لا تتغير بتغير حجم الاستدانة في الهيكال المالي (القرارات التمويلية)، ولتحديد القيمة السوقية للأموال الخاصة يتم استبعاد القيمة السوقية للديون من قيمة المؤسسة.

وعليه، لم يبق للمؤسسة إلا أن ترفع في صافي ربح العمليات لرفع قيمتها، وذلك ينأتى بالإدارة الجيدة للأصول الحقيقية (دورة الاستغلال) وبشكل أكبر عمليات الاستثمار، وانطلاقاً من أن التأثير الناجم عن الاقتراض سوف يلغي عن طريق ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة يجعل من الاقتراض من عدمه سيان، مما جعل أصحاب هذا المدخل لا يعترفون بوجود هيكل مالي مثالي للمؤسسة.¹

الشكل (5): العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاستدانة حسب مدخل صافي ربح العمليات.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الخامسة، 2003، ص 650.

ثالثاً: المدخل التقليدي

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. وهذا المدخل يفترض أن معدل العائد الذي يطالبه المستثمرون يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. والفكرة التي يقوم عليها هذا المدخل هي أن تكلفة الأموال تتخفف تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض حد معين، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع، وتسمى نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية.²

¹ هواري سويسبي، مرجع سابق، ص ص 201-202.

² محمد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، ديسمبر 2016، ص ص 223-

ووفقا لهذا المدخل فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل وهي:¹

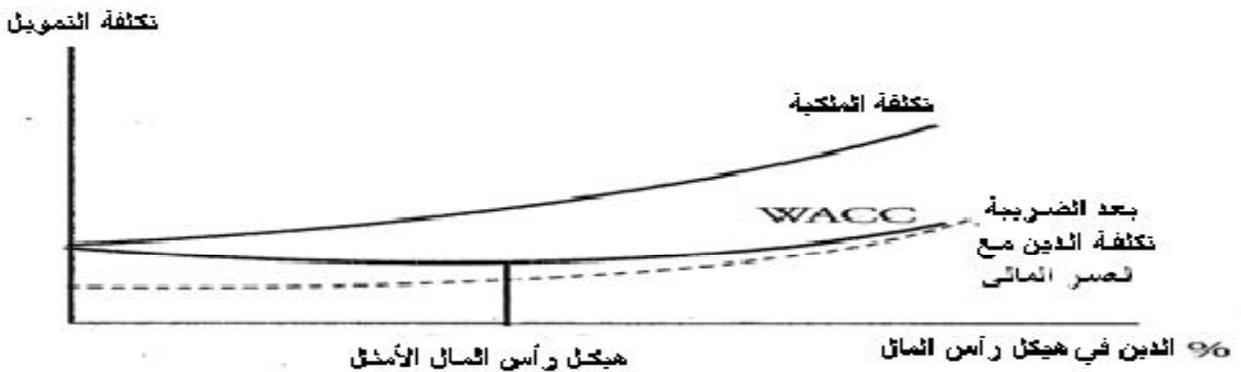
- في مرحلة أولى، تكون تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبيا إضافة إلى ثبات تكلفة الاقتراض، وتكون المزايا المحصلة من الاقتراض في الهيكل المالي أكبر من الزيادة في تكلفة أموال الملكية، ويتوقع من خلال انخفاض تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة الارتفاع في قيمتها، وهذا كلما زادت نسبة الرفع المالي.

- أما في مرحلة ثانية، فإنه وبمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من الرفع المالي، فإنه لا يكون بعدها أي تأثير يذكر للاقتراض على قيمة المؤسسة، ويرجع أساسا هذا إلى أن الزيادة في تكلفة أموال الملكية والتي ترجع أساسا إلى الخطر المالي، تلغي المزايا الناتجة عن الاقتراض. وعند هذا المستوى أو المدى من الاقتراض فإنه لا يكون أي تأثير للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

- وخلال مرحلة ثالثة، بتزايد الاقتراض المعتمد من قبل المؤسسة في هيكلها المالي بما يفوق الحدود المعقولة، فإن المزايا الإقتراضية تفقد أهميتها، نظرا لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك (تكلفة الأسهم) تفوق هذه المزايا، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على القيمة السوقية للمؤسسة.

ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح مختلف المراحل السابقة:

الشكل (6): الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي.



Source :Pierre VERNIMMEN, Finance D'entreprise, Ed DALOZ 5 eme-Edition, Paris, 2002, p 663.

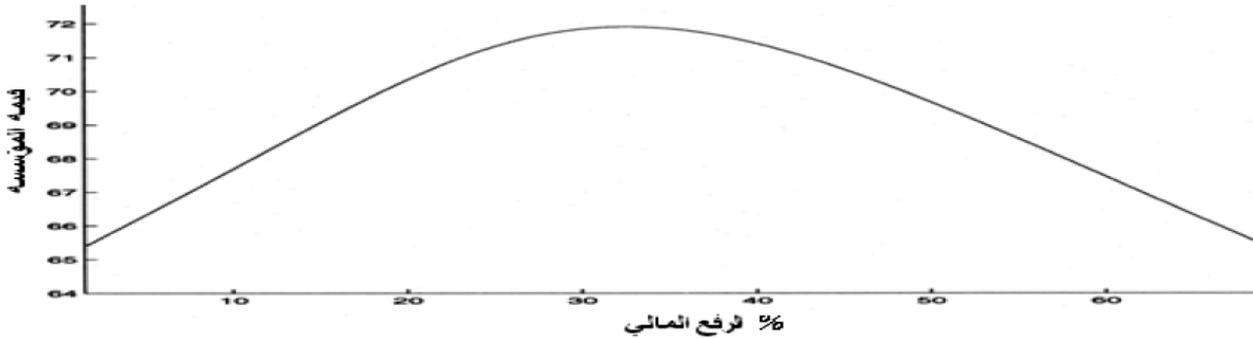
إذ نلاحظ من خلال الشكل انخفاض تكلفة التمويل مع التوسع في الاعتماد على القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا إلى غاية نقطة محددة والتي تمثل الهيكل المالي الأمثل، إذ تؤدي الزيادة بعدها في

¹عبد الكريم بو حادرة، مرجع سابق، ص ص 79-80.

الاستدانة إلى ارتفاع تكلفة التمويل، ويرجع ذلك إلى إلغاء تكلفة التمويل بالملكية لمزايا الرفع المالي نتيجة ارتفاع المخاطر.

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل القيمة السوقية للديون إضافة إلى القيمة السوقية للأسهم العادية، فإنه يكون تمثيل قيمة المؤسسة نسبة إلى هيكلها المالي كما يلي:

الشكل (7): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة.



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إتراء، عمان، الأردن، 2010، ص174.

فمن خلال الشكلين السابقين، وباعتبار أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأسهم العادية، والذي مرده إلى درجة المخاطر التي يتحملها الطرفان، فزيادة الاعتماد على القروض يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل (WACC)، وبالتالي الارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا بفعل أثر الرفع المالي.

ولكن يؤدي الاستمرار في استعمال القروض في الهيكل المالي إلى ارتفاع مستوى المخاطر التي يتحملها المساهمون، خاصة خطر عدم القدرة على أداء الالتزامات المالية (الإفلاس)، مما يؤثر في معدلات العائد المطلوبة من المساهمين، والتي ترتفع مع الزيادة في المخاطر، مما ينعكس على تكلفة الأموال بالارتفاع والتي تؤدي إلى تدهور قيمة المؤسسة، ولكن عند مستوى أو مجال معين من نسبة الاقتراض تكون التكلفة عند أدنى حد لها، وينعكس ذلك على المؤسسة التي تصادف وأن تكون عند قيمتها العظمى، وهذا ما يمثل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة¹.

ووجهت لهذا المدخل عدة انتقادات منها، تجاهل الضرائب، تكاليف الإفلاس والمراقبة وتجاهل المخاطر المالية الناتجة عن الديون، وثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين وهذا غير واقعي فالمساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للديون للمطالبة بعلاوات المخاطرة تعويضهم عن الخسائر المحتملة.²

¹ عبد الكريم بو حادرة، مرجع سابق، ص 80.

² نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد5، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر، جوان 2017، ص246.

رابعاً: نظرية مودجلياني وميلر (في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة) 1958

تتفق فروض مودجلياني وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مودجلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمنشأة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل مالي مثالي¹، وفي دراستهما عام 1958 قدما تبريراً منطقياً لما توصلا إليه ويمكن شرح ما توصل إليه مودجلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال، والتي شكلت أساساً لنظريتهم الشاملة وهي:²

- أن أسواق رأس المال هي أسواق كاملة حيث المعلومات متاحة لجميع المستثمرين وبدون تكلفة، كذلك عدم وجود تكلفة للمعاملات المالية.
- للمستثمرين في السوق المالي سلوك عقلاني.
- إمكانية تصنيف المؤسسات إلى طبقات فئات مخاطرة متجانسة، بالتالي فكل مؤسسة داخل كل طبقة تتعرض إلى نفس درجة المخاطر.
- إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالإقراض والاقتراض (الاستدانة) بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل فيها المؤسسة على القروض (الديون).
- خطر الإفلاس مستبعد وعدم وجود ضرائب على أرباح الشركات.
- تتبع المؤسسة سياسة توزيع أرباح تقتضي بتوزيع كل أرباحها.
- المسكرون يديرون مؤسستهم حسب مصلحة مساهميها (غياب تضارب المصالح).

يرتكز تحليل مودجلياني وميلر على فكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (أصولها الاقتصادية) وأن قيمة هذه الأصول تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها العائد، بعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها.³

4- **الاقتراح الأول:** تشير نظرية مودجلياني وميلر إلى أن القيمة السوقية لأي شركة (مقترضة أو غير مقترضة) مستقلة تماماً عن هيكلها المالي، وأن القيمة السوقية للشركة تتحدد من خلال خصم صافي

¹ Jean Barrean, Jacqueline Delahaye , Op.cit, p157.

² زرغود نبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009، صص 66-67.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، صص 634.

ربح العمليات الذي تخلقه الشركة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار ويناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها شركة الأعمال.¹

كما يلاحظ من الاقتراح الأول لمودجلياني وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية أي بفعالية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات، أي أن القيمة السوقية للشركة مستقلة عن صياغة الهيكل المالي.²

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي إلى فئة مخاطر معينة كما يلي:³

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{القيمة السوقية للأموال الخاصة} + \text{القيمة السوقية}$$

حيث:

$$\frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{معدل الخصم}} = \text{القيمة السوقية للقروض}$$

5- الاقتراح الثاني: يعتبر مودجلياني وميلر أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي إلى نفس مجموعة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض في هيكلها المالي، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناتجة عن الاقتراض، وبالتالي فإن تكلفة أموال الملكية تزداد بنسب كافية للمحافظة على ثبات تكلفة الأموال في ظل الاعتماد المتزايد على القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، وباعتبار هذه الأخيرة مصدر رخيص نسبياً، الأمر الذي يلغي الزيادة في تكلفة الأموال.⁴

ويمكن صياغة الاقتراح الثاني في المعادلة التالية:⁵

$$R_{actif} = CMPC = r_{cp} \times \frac{CP}{D + CP} + rd \times \frac{D}{D + CP}$$

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006، ص337.

² زغود تبر، مرجع سابق، ص67.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص792.

⁴ Franco Modigliani, Merton Miller, **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**, the american economic review, vol 48, n3, juin 1958, p271.

⁵ Richard Brealey, Stewart Myers, **Principes de gestion financière**, 7ème Edition Pearson Education France, Paris, 2003, P: 524.

ومن هذه المعادلة يمكن صياغة المعادلة التالية:

$$RF = re + (re - rd) \times \frac{D}{CP}$$

المطلب الثاني: النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق

تناولنا في هذا المطلب الأطر النظرية للهيكل المالي في ظل عدم كمال الأسواق من وجهة نظر كل من مودجلياني وميلر في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

أولاً: نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود ضرائب

بعد نشر Modigliani et Miller أطروحتهما الشهيرة سنة 1958 والتي أكدا من خلالها أنه ليس هناك علاقة بين قيمة المؤسسة والهيكل المالي، تعرضا لانتقادات كثيرة خاصة بعدم واقعية الافتراضات التي قامت عليها أطروحتهما أهمها توافر شروط السوق التام (الكاملة)، عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة وعلى دخل المستثمر، وكرد فعل لذلك قام Modigliani et Miller سنة 1963 بنشر مقالة تصحيحية أسقطا فيها افتراض عدم وجود ضرائب على أرباح الشركات.

توصل Modigliani et Miller سنة 1963 إلى أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي للفوائد، حيث تعد الفوائد على الديون (القروض) من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، من ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الأرباح يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على ديون أن تحقق وفورات ضريبية.¹

ومن هذا المنطلق لا يرفض مودجلياني وميلر الادعاء بأنه في حالة وجود الضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط.²

أي أن:

$$V_A = V_B + V_{AEI}$$

¹ زغود تبر، مرجع سابق، ص76.

² دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سابق، ص111.

حيث أن:

V_A : القيمة السوقية للمؤسسة الغير مقترضة.

V_B : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة.

VAEI: القيمة الحالية للوفرات الضريبية

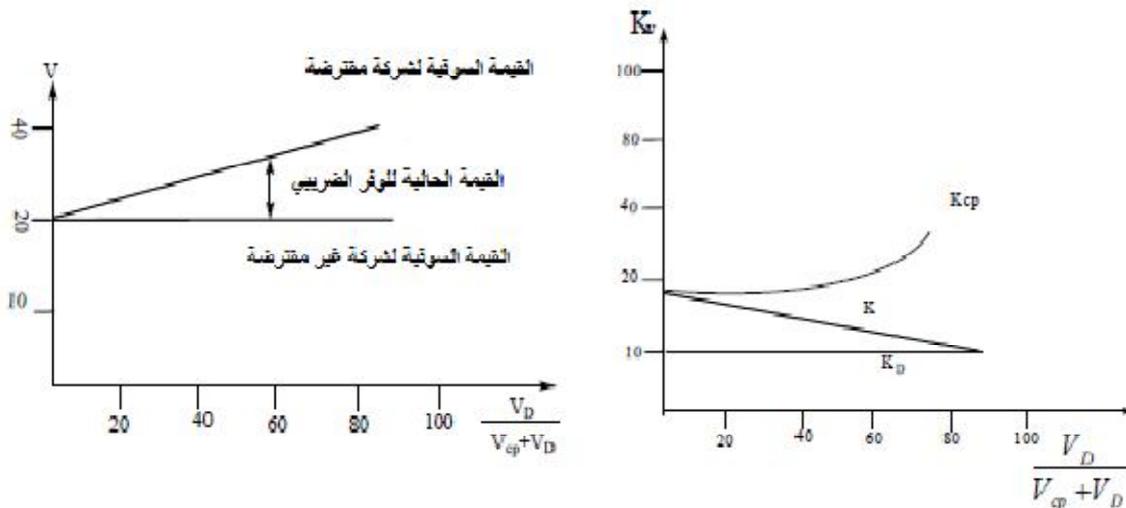
إلا أنهما يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين.

ويمكن الحصول على القيمة الحالية للوفرات الضريبية من خلال العلاقة التالية¹:

$$\text{القيمة الحالية للوفرات الضريبية} = \text{قيمة الديون} \times \text{معدل الفائدة} \times \text{معدل الضريبة} / \text{معدل الخصم.}$$

كما يمكن توضيح ذلك من خلال المنحنيات البيانية في الشكل التالي:

الشكل (8): أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للشركة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 164.

ومن الملاحظ أن الوفرات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة على تحقيق الربحية كافية، وحسب هذا المنطق فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الاستدانة أكبر ما يمكن، ومنه وفي ظل

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 812.

وجود الضريبة على الأرباح فإنه يتوجب على المؤسسة تعظيم حجم الديون في هيكلها المالي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب الملحقّة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للشركة.¹

استطاعت نظرية Modigliani et Miller الجديدة في عام 1963 التخلص من العيب المتمثل بعدم وجود ضريبة على أرباح الشركات، بل أنها ناقضت بحد ذاتها نظرية Modigliani et Miller التي وضعت عام 1958 والتي اعتبرت أن القيمة السوقية للشركة مستقلة تماما عن رأس مالها ومكوناته. ورغم ذلك فإن الافتراضات التي بنيت عليها نظرية Modigliani et Miller عام 1963 كانت غير واقعية بمجملها، أضف إلى أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثارا عكسية على القيمة السوقية للشركة المقترضة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تتحقق من الفوائد. فزيادة حجم القروض وما يترتب عليها من فوائد سوف يزيد من خطر الإفلاس، وهذا ما يجعل الشركة المقترضة أقل جاذبية للمستثمرين من وجهة نظر السوق، أضف إلى ذلك أن تكاليف الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الأموال المقترضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركة.²

ثانيا: تكلفة الإفلاس

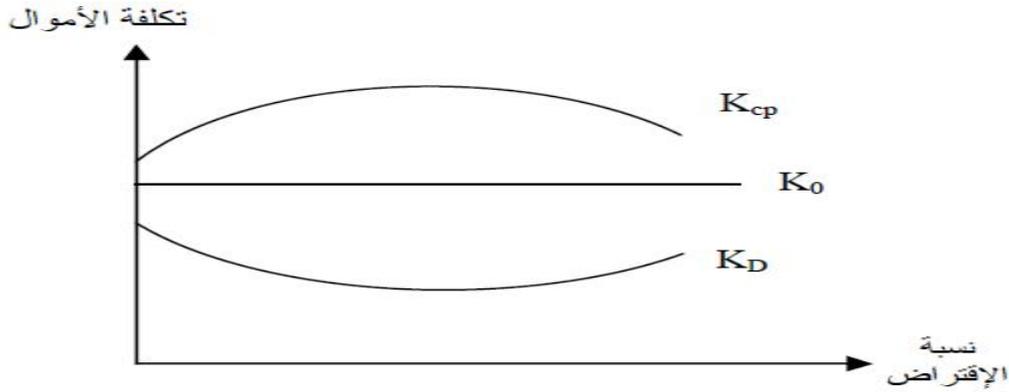
تعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، ويرجع هذا لفشل المؤسسة عن سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق، وهذا ما يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية في كثير الأحيان تنتهي إلى الإعلان عن إفلاس المؤسسة، ويترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها بتكاليف الإفلاس. ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصروفات الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، وقد يتعدى مفهوم تكلفة الإفلاس إلى الخسائر أو الهبوط المحتمل في الأرباح وهذا نتيجة لانخفاض عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

وبما أن الاقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس وبالتالي فإن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة خطية. ويمكن توضيح هذا وفق الشكل التالي:

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، صص 370-371.

² زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة تحليلية الجزائر، مجلة العلوم الإنسانية للبحوث الاقتصادية، المجلد 2، العدد 31، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، جوان 2009، صص 185.

الشكل (9): يوضح العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمون.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الخامسة، 2003، ص 667.

من خلال الشكل يتضح أن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاقتراض وهذا في علاقة خطية وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة وبعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض، وبالتالي يمكن الاستنتاج بشكل عام بأن كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، وبالتالي فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة¹.

1- تأثير تكلفة الإفلاس على المقرضين والمالكين

يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس. ونتيجة لعدم القدرة على التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد لإقناع المستثمر يتحملها هو الحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضه عنها هذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المردودية الذي يطلبه الملاك على الاستثمار².

من المعروف أن زيادة نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة يترتب عليه انخفاض في متوسط تكلفة الأموال، ويعود هذا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية، بمعنى أكثر شمولاً تترك زيادة نسبة إلى الأموال الخاصة أثراً متضاداً على تكلفة الأموال، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاقتراض في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية لفوائد القروض، ومن ناحية أخرى

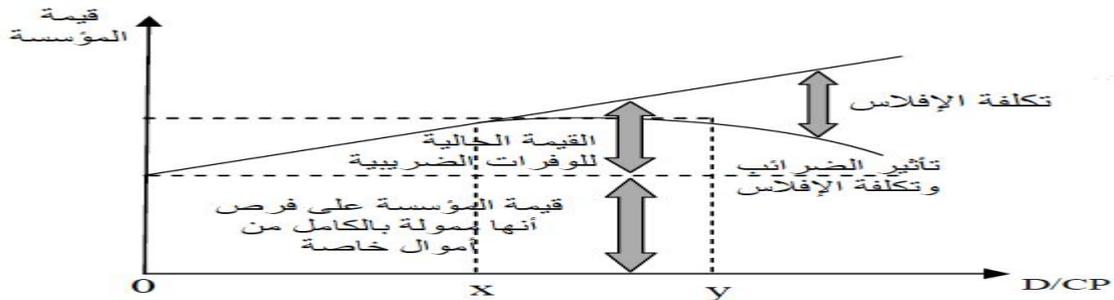
¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 666.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 377.

يترتب على زيادة نسبة الاقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.

ويمكن توضيح هذه العلاقة في الشكل البياني التالي:

الشكل (10): يوضح العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الخامسة، 2003، ص 669.

ويتضح من الشكل السابق أنه إذا تجاهلنا تأثير تكلفة الإفلاس وأبرزنا فقط تأثير الضرائب، هذا سوف يؤدي بدوره إلى زيادة نسبة الاقتراض الذي يقابله انخفاض تكلفة الأموال بسبب تأثير الضرائب، إذا كان هناك تأثير مزدوج لكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الضرائب، فهذا يؤدي بتكلفة الأموال إلى أن تأخذ اتجاهها آخر. فبداية الأمر تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاقتراض إلى (x) وحينئذ تستمر تكلفة الأموال في الانخفاض ولكن هذا بمعدل أقل من قبل، وعند وصول نسبة الاقتراض إلى (y) حينها تبدأ تكلفة الأموال بالارتفاع¹.

ثالثاً: تكلفة الوكالة

في سنة 1976 أسقط الباحثان Jensen & Mekling افتراض تماثل دالة هدف الملاك والدائنين، وتوصلا إلى وجود تكلفة وكالة للديون، تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل وبظهور تكلفة الوكالة للديون التي تأخذ المتغيرات المفسرة للهيكل المالي، أصبح هيكل التمويل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الفشل المالي وتكلفة الوكالة معاً².

ويمكن تعريف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 670.

² داند عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصيدي مباح ورقلة، الجزائر، 2008، ص 27.

وتشير كتابات الإدارة المالية إلى مصدرين أساسيين لتكلفة الوكالة، ينشأ المصدر الأول كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين، أما المصدر الثاني فينشأ نتيجة التعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حملة السندات أو الدائنين.¹

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل، معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.²

تقترح هذه النظرية أسلوباً لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصاً فيما يتعلق الأمر بالقرارات المالية المناسبة، كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، وذلك استناداً على فرضيتين هما:³

- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة.

- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

من المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجؤون إلى محاولة تعظيم ثروتهم الشخصية، هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع:⁴

➤ **تكاليف المراقبة:** التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته، أي التكاليف التي تتجم عن تتبع ورصد الوكيل بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله.

➤ **تكاليف البرهنة:** مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

➤ **التكاليف الباقية:** والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تتجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

¹ جمال قدام، محمد زيدان، اختبار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية، مجلة روى الاقتصادية، العدد 9، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2015، ص 131.

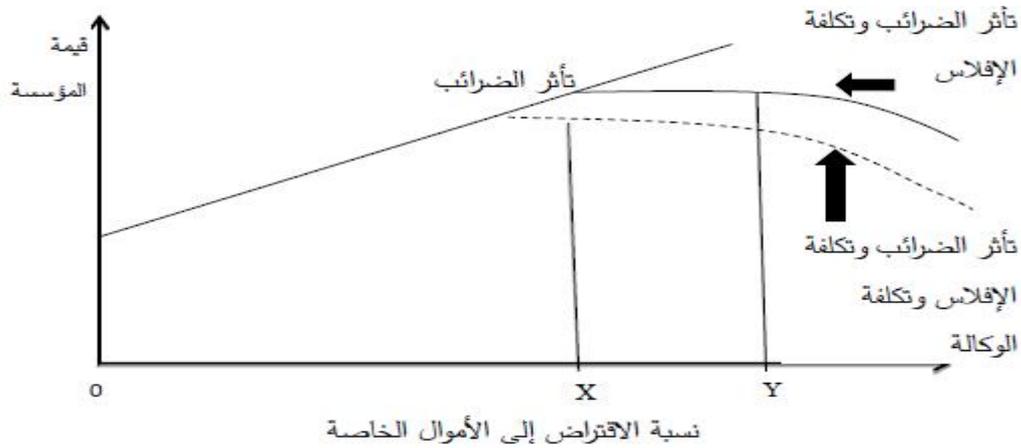
² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 381.

³ عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 1، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص 318.

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 382.

لتوضيح كيفية تأثير تكلفة الوكالة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والضرائب على أرباح المؤسسات، نعرض الشكل التالي¹:

الشكل (11): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة.



المصدر منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة الخامسة، 2003، ص 616.

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أن قيمة المؤسسة تصل إلى حدها الأقصى عند Y والتي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى، هذا في حالة وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس، وغياب تكلفة الوكالة، لكن وجود تكلفة وكالة تجعل هناك حد للاستدانة يقل عن النسبة المثلى Y المتمثل في النقطة ذات الفاصلة X ، أين تكون قيمة المؤسسة منخفضة عما كانت عليه عند Y ، تكون في هذه الحالة القيمة السوقية للمؤسسة في أقصاها عند X ، التي تتساوى عندها القيمة الحالية لكل من الاقتصاد في الضريبة من جهة والقيمة الحالية لتكلفة الوكالة والإفلاس من جهة أخرى، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة في هذه الحالة كما يلي:

$$VE = VANE + VAEI - VACF - VACA$$

VE: قيمة المؤسسة.

VANE: القيمة الحالية لمؤسسة غير مستدينة.

VAEI: القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة.

VACF: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

VACA: القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

¹ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكال المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2008-2009، ص 112.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لتأثير الهيكال المالي على قيمة المؤسسة في ظل

التيارات الحديثة

ظهرت في منتصف السبعينات نظريات حديثة تفسر العلاقة بين الهيكال المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية، ومن أهم هذه النظريات، نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

أولاً: نظرية الإشارة

تفترض نظرية مودجلياني وميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص الشركة، وهذا ما يعرف بالمعلومات المتماثلة ولكن في الحقيقة فإن المديرون يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة والتي يكون لديها تأثيراً كبيراً في هيكال رأس المال وغالباً ما يفسر الأساس الذي تتخذه الإدارة (على أساس إنها تمتلك معلومات أفضل) على أنه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر على أسهم الشركة في السوق، وتفترض هذه النظرية أن الشركات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل في الملكية أكثر من التمويل في المديونية. وبالالتجاه نفسه أشار (Weston) وفقاً للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل مودجلياني وميلر إلى أن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل الشركة، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعلوماتي، ولكن غالباً ما يتاح للمديرين كمية أكبر من المعلومات والتي لا يتوفر لدى المستثمرين خارج المنظمة، وتسمى هذه الحالة بلا تماثل المعلومات.

وفي الواقع أن المعلومات التي تبثها المنشآت ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تعبر إمكانية المديرين المدراء في الشركات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن الشركات الأخرى ذات المستوى الأقل أداءاً، وخاصية هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المنشآت الضعيفة.

تستند فكرة الإشارة إلى فكرتين مهمتين:

1- تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساوي، إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدي المستثمرين.

2- حتى وان كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسها.¹

¹صبيحة قاسم هاشم، نظريات التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، 2015، ص ص69-70.

كما نقترح هذه النظرية نموذجاً لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات الموجودة في السوق ويصنفونه إلى نوعين: A و B، المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B. ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا (critique) للاستدانة D^* . فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D^* والعكس بالعكس.¹

ثانياً: نظرية الانتقال التدريجي لمصادر التمويل

تدعى كذلك نظرية أفضلية مصادر التمويل (نظرية الترتيب السلمي)، ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات وتعتبر من بين لأهم النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة إذا تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها وقد بنيت على أساس مجموعة من النماذج منها:

1- نموذج Myers et Majluf (1984)

يقترح Myers et Majluf ، نموذجاً حيث يكون المستثمرون أقل إعلاماً من المسيرين حول قيمة المؤسسة، يتم تحديد سعر إصدار الأسهم في السوق حسب متوسط قيمة المؤسسات الأخرى، وبالتالي سيتم المبالغة في تقدير بعض المؤسسات بينما تتعرض أخرى إلى تقييم أقل من الحقيقة، وعلى أساس هذا السعر تقرر المؤسسة فيما بعد إصدار أو عدم إصدار أسهم. وسينظر المستثمرون إلى المؤسسات التي اختارت الإصدار الجديد للأسهم على أنه محاولة منها للمبالغة في تقدير قيمتها قصد تعظيم حجم هيكلها المالي، أي تحصيل مصادر تمويل إضافية وهذا ما ينعكس على سعر أسهمها سلباً، ومن أجل تقادي مشكلة الاختيار المضاد ستقوم المؤسسات ذات القيمة العالية برفض المشاريع الاستثمارية ولو بقيمة محدثة صافية إيجابية (VAN)، بدلاً من إصدار أسهم جديدة، غير أنه يمكن للمؤسسة أن تتقادي مشكلة عدم الكفاية في الاستثمار باللجوء إلى موارد التمويل الأخرى. وبذلك وضع هؤلاء الباحثين نظاماً تسلسلياً هرمياً للتمويلات حيث يبدو من الأفضل أن تمول بواسطة التمويل الذاتي أولاً ثم بواسطة الدين وأخيراً بواسطة الزيادة في رأس المال.²

2- نموذج Williamson (1988)

ويفترض أن مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة (مساهمون، مسيرون، مقترضون) لديهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب) وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين، واختيار مصدر التمويل حسب الباحث يكون حسب خصوصية الأصل المراد تمويله فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل

¹عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص112.

²محمد شعبان، مرجع سابق، ص80.

أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال (عن طريق إصدار أسهم بحيث لا يكون بحجم كبير) على الاستدانة أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.¹

3- نموذج Myers (1990)

حسب هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وبذلك وفقا للنموذج تم ترتيب مصادر التمويل كالتالي: التمويل الذاتي ثم زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة.²

لكن هناك مجموعة من الانتقادات التي تم توجيهها لهذه النظرية أهمها:

- إن هذه النظرية تتجاهل العوامل التي قد تؤثر على اختيار المؤسسة لمصدر التمويل ومنها مثلا سعر الفائدة أو العلاقات بينها وبين الجهة المقرضة.
- إن تكاليف كل من المعاملات والمعلومات ليست سببا رئيسيا يجعل متخذي القرار في الشركات يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي، بل هناك سبب رئيسي لأهم وهو ميزان السيطرة واتخاذ القرار في المؤسسات، ذلك أن إصدار أسهم جديدة مثلا قد يؤدي إلى تغيير هذا الميزان.³

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 392-393.

² نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سابق، ص 253.

³ رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثارها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 6، جامعة تشرين، سوريا، 2018، ص 70.

خلاصة الفصل:

إن تقييم المؤسسة عملية مهمة من أجل تحديد وضعيتها المالية، ولقد حاولنا في هذا الفصل الإشارة إلى الجوانب الأساسية المتعلقة بقيمة المؤسسة من خلال تسليط الضوء على مفهوم القيمة وأشكالها إضافة إلى المحددات التي يجب توافرها لنجاح عملية التقييم، أما بالنسبة لطرق التقييم فإن تعدد واختلاف الفرضيات والمحددات التي تقوم عليها مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية يؤدي إلى الوصول إلى قيم مختلفة وذلك حتى باستخدام نفس الطريقة مما يؤدي إلى صعوبة اختيار الطريقة الأنسب، لذا يلجأ الممارسون في هذا المجال إلى استخدام أكثر من طريقة واحدة في آن واحد وتحديد مجال يتم على أساسه تحديد قيمة تكون أقرب ما يمكن إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة، تبعاً للهدف المنشود من عملية التقييم، 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.

لدراسة أثر هيكل التمويل على قيمة المؤسسة حاولنا عرض أهم النظريات والمداخل المهمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث عالجت هذه النظريات الهيكل المالي وعلاقته بقيمة المؤسسة، وقد تباينت آراء المفكرين والباحثين حول وجود علاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من عدمها، ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي ومدخل صافي الربح إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها، فإن نظرية مودجلياني وميلر قد نصت على عدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال للمؤسسة وكلفة تمويلها وبالتالي قيمة المؤسسة، كما نجد أنه في ظل تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يتحدد قرار التمويل الملائم للمؤسسة عن طريق تحديد نسبة الاقتراض اللازمة لتمويل الاحتياجات، وكذلك فإن نظرية الإشارة تقضي بعدم تماثل المعلومات وفي ظلها تعطي المؤسسات إشارات للمستثمرين قصد جذبهم وبالتالي توفير مصادر تمويل خارجية (الاقتراض) لهذه المؤسسات. في حين ترى نظرية الالتقاط التدريجي أن أولوية مصادر التمويل تكون وفق ما يلي: التمويل الذاتي، الاقتراض، وأخيراً الرفع في رأس المال.

وبناء على ذلك ينبغي على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم الهيكل المالي سواء من حيث العناصر المكونة له، أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، وكذا العمل على تحقيق هذا الهيكل التمويلي قدر الإمكان إذ من المتوقع أن يتم اختيار الهيكل المالي على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها السوقية.

الفصل الثالث:

أثر الهيكل المالي على

القيمة السوقية لمجمع

بيوفارم خلال الفترة

(2016-2020)

تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري، و من خلال إلقاء نظرة على الأسس النظرية حول مختلف الأبعاد الاقتصادية والمالية ذات الصلة بالهيكل المالي وقيمة المؤسسة وأهم النظريات المفسرة لتأثير هذا الهيكل على قيمة المؤسسة، سنحاول في هذا الفصل دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم وذلك في الفترة الممتدة من 2016 إلى 2020. ومن أجل تحقيق هذا الهدف، سنقوم بدراسة اختبارية للعلاقة الموجودة بينهما من خلال تطبيق الانحدار الخطي المتعدد بهدف بناء نموذج يفسر تأثير المتغيرات المستقلة للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

لذلك سيتناول هذا الفصل مبحثين أساسيين وذلك من خلال التعريف بمجمع بيوفارم للصناعة الصيدلانية، وهيكله التنظيمي وتطوره الهيكلي وأهم نشاطاته في المبحث الأول، وتقديم نتائج الدراسة وتفسير وتحليل هذه النتائج في المبحث الثاني.

المبحث الأول: تقديم مجمع بيوفارم

يعد مجمع بيوفارم من أهم المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، حيث اكتسب شهرة واسعة نظرا لما حققه من تقدم في هذا المجال، وهذا ما أتاح له الفرصة للانضمام إلى البورصة واحتلال مكانة مرموقة في السوق الجزائري.

تعد شركة بيوفارم من بين الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، والتي تنشط في قطاع صناعة الأدوية وتعتبر بيوفارم من أهم المؤسسات التي تنتج وتسوق الأدوية والمواد الصيدلانية في السوق المحلي، كما تعتبر من أحد أهم أقطاب الصناعة في الجزائر.

المطلب الأول: التعريف بمجمع بيوفارم

بيوفارم شركة جزائرية للأدوية، وهي مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في قطاع الأدوية، حيث تأسست الشركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL BIOPHARM) بموجب عقد موثق بتاريخ 14 أكتوبر 1991 من قبل عبد المجيد كرار، يقع مقرها بـ: حوش محي الدين، رغاية، بالجزائر العاصمة. وقد تم تغيير الشكل القانوني لها وأصبحت شركة مساهمة في 12 أوت سنة 1993 تحت تسمية (SPA BIOPHARM) حيث تعد هذه الشركة شركة مساهمة ذات رأس مال قدره: 5104375000 دج، وقد كان الغرض من إنشائها معالجة وتسويق المواد الكيميائية والأدوية ومستحضرات التجميل، وقد تم تحويل هذا الغرض إلى تصنيع وتعبئة وتسويق المنتجات الصيدلانية، لها مجموعة من الفروع التي تنشط في مختلف مجالات الصناعة الصيدلانية بما في ذلك التصنيع، التوزيع والتمويل، وكذا في مجال المعلومات الصيدلانية.¹

ترتكز الرؤية الإستراتيجية لبيوفارم على أربعة محاور²:

- تحديد وإنتاج الأدوية الأساسية لفائدة السوقين الجزائرية والمغربية.
- توفير جملة من المنتجات التنافسية.
- تعزيز وتطوير التحالفات الإستراتيجية على المستويين المحلي والدولي.
- استغلال كل الفرص التي تتيحها إستراتيجية التكامل العمودي التي تتبناها بيوفارم.

¹ Notice d'informations, p p 18-19,consulte le: 13/04/2022, 10:15H.
www.biopharm.dz

² Rapport annuel de gestion 2015, p 8 ,consulte le: 13/04/2022, 13:15H.
www.biopharm.dz

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

الجدول(1): بطاقة فنية لمجمع بيوفارم.

البيانات	شركة بيوفارم
القطاع	الأدوية والأعشاب الطبية
الفئة الاجتماعية	شركة أدوية جزائرية
المقر	18 المنطقة الصناعية وادي سمار، القطعة رقم 62، طريق 36، الجزائر العاصمة
الشكل القانوني	شركة أسهم
المدة القانونية للشركة	99 سنة
رأسمالها الاجتماعي	5104375000 دج
المسير	عبد المجيد كرار

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على تقارير الشركة.

المطلب الثاني: التطور الهيكلي للمجمع

بدأت بيوفارم نشاطها بداية التسعينات، وتم تطوير المجموعة في عدة مراحل كما هو موضح في التسلسل الزمني الموجز التالي¹:

سنة 1990: في هذه السنة تم القيام بالدراسة الفنية والهندسية ودراسة الجدوى التمويلية والمالية وتحديد بدائل المشروع المتاحة، وكذا قدرة المشروع على استرجاع أمواله، كما تم تطوير الإصدارات الأولى من خطة العمل.

سنة 1991: تمت الموافقة على المؤسسة من قبل مجلس العملة والائتمان للإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية في الجزائر.

سنة 1995: افتتح أول مركز لتوزيع المنتجات الصيدلانية في أولاد يعيش في البلدية، وبالتالي تحسين توافر الأدوية في السوق الجزائري.

سنة 1997: افتتح مركز توزيع في وهران.

سنة 1999: افتتح مركز توزيع في سطيف.

سنة 2002: قامت بفتح منصة توزيع جديدة في الدار البيضاء، بما في ذلك مركز توزيع يهدف إلى استبدال أولاد يعيش، وكذلك تم افتتاح وحدة التصنيع والتعبئة في الدار البيضاء كخطوة أولى في نشاطها الصناعي.

¹ Notice d'informations, p p 24-25, consulte le: 14/04/2022, 17:15H.
www.biopharm.dz

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

- سنة 2003:** قامت بإنشاء شركة تابعة لها متخصصة في الترويج والمعلومات الطبية، تسمى معلومات صحة الإنسان (HHI) والتي تروج لمنتجات بيوفارم، وأيضا لمنتجات شركائها.
- سنة 2005:** افتتحت وحدة إنتاجها الواقعة في المنطقة الصناعية ولاد سمار في الجزائر، بسعة 50 مليون وحدة مبيعات في السنة، تم تصميم هذه الوحدة وفقا لمعايير دولية، يسمح إنتاج الأدوية لبيوفارم بتصنيع أشكال مختلفة من الأدوية وغيرها من المنتجات الصيدلانية (جاف، سائل، فطائر) من مداها الخاص أو كجزء من الاتفاقيات المبرمة مع شركائها.
- سنة 2006:** أطلقت الشركة توزيع للصيدليات تسمى BIOPURE الموجودة في أولاد يعيش في البلدية بهدف تطوير شبكة توزيع للصيدليات عبر كافة التراب الوطني.
- سنة 2008:** صادقت على شبكة توزيع الجملة وفقا لإصدار ISO 9001.
- سنة 2010:** افتتح الشركة التابعة (BIOPURE) لمراكز التوزيع في قسنطينة و ورقلة.
- سنة 2011:** افتتح الشركة التابعة (BIOPURE) لمراكز التوزيع وهران.
- سنة 2012:** افتتح مركز توزيع جديد في قسنطينة البيع بالجملة والتوزيع (BIOPURE) التي تهدف إلى استبدال مركز سطيف، وقد تم في نفس السنة افتتاح مركز آخر في تيزي وزو.
- سنة 2013:** تدخل شركة (BIOPHARM Distribution) الفرعية في مجال الاستيراد والتصدير وتوزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة، وتتولى الأنشطة التي قامت بها الشركة الأم BIOPHARM SPA، وكما افتتحت بيوفارم رأسمالها بنسبة تصل حتى 49% لمجموعة من المستثمرين الدوليين (ADP Entreprise WLL).
- سنة 2014:** BIOPHARM Distribution يجدد شهادة ISO 9001 الإصدار 2008 للمرة الثانية.
- سنة 2015:** BIOPHARM هي الشركة الجزائرية الأولى لصناعة الأدوية التي تحصل على شهادة الامتثال لممارسات التصنيع الجيدة لوحد من خطوط الإنتاج التي يقدمها الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية (ANSM).
- سنة 2016:** كانت بيوفارم ثالث شركة خاصة تدخل بورصة الجزائر، في نفس العام استحوذت مجموعة سيفينال على 5 حصص في بيوفارم من خلال سوق الأسهم الجزائرية.
- سنة 2017:** تم الاعتراف ببيوفارم كنموذج للنجاح في السوق الأفريقية من بين 350 شركة، من خلال تقرير صادر عن مجموعة بورصة لندن التابعة للمنظمة البريطانية.¹

¹ Notice d'informations, p p 24-25, consulte le: 14/04/2022, 17:17H.
www.biopharm.dz

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

سنة 2018: أطلقت بيوفارم نطاقات جديدة في مجال مستحضرات التجميل الجلدية مع مجموعة oze، وفي مجال المكملات الغذائية مع مجموعة nutribio.

سنة 2019: أصبحت المجموعة عضواً في مجلس إدارة مركز أبحاث العلوم الصيدلانية (CRSP) في قسنطينة يقع هذا المركز تحت إشراف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي، وهو مسؤول عن تنفيذ برامج البحث العلمي والتطوير التكنولوجي في مجال العلوم الصيدلانية.

تشرف بيوفارم على إنتاج وتوزيع أكثر من دواء واحد من أصل 10 أدوية موجودة في الصيدليات علاوة على ذلك توزع الشركة أكثر من 500 دواء وتنتج 59 دواء محلياً.¹

بهدف التوسع الاستراتيجي التي تتمتع به بيوفارم في السوق الجزائرية إلى استشراف تغيرات السوق على مستوى المنطقة من أجل تحقيق النمو.

المطلب الثالث: الهيكل القانوني والتنظيمي لمجمع بيوفارم ونشاطه

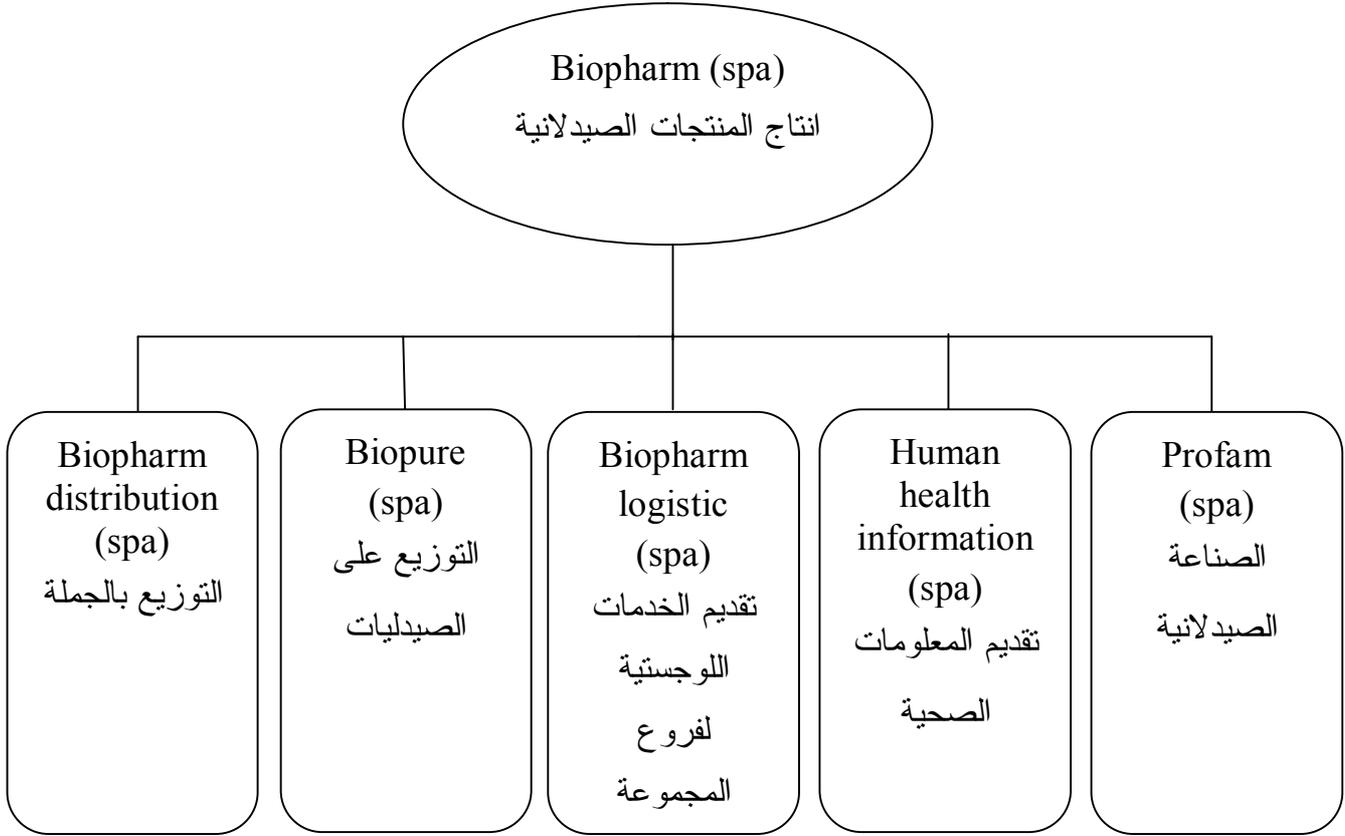
سيتم في هذا الجزء عرض الهيكل القانوني والهيكل التنظيمي لمجمع بيوفارم للأدوية، وسنعرض محاور الهيكل التنظيمي للمؤسسة بشكل مفصل.

أولاً: الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم

تعتمد مؤسسة بيوفارم على مجموعة من المنشآت وعلى هيكلها التنظيمي من أجل القيام بنشاطها، فنجد الهيكل القانوني لها بالشكل التالي:

¹ Notice d'informations, p 8, consulte le: 15/04/2022, 19:15H.
www.biopharm.dz

الشكل (12) : الهيكل القانوني لمجمع بيوفارم.



Source: notice d'informations, p 24 ,consulte le 17/04/2022, 19:35H.

www.biopharm.dz

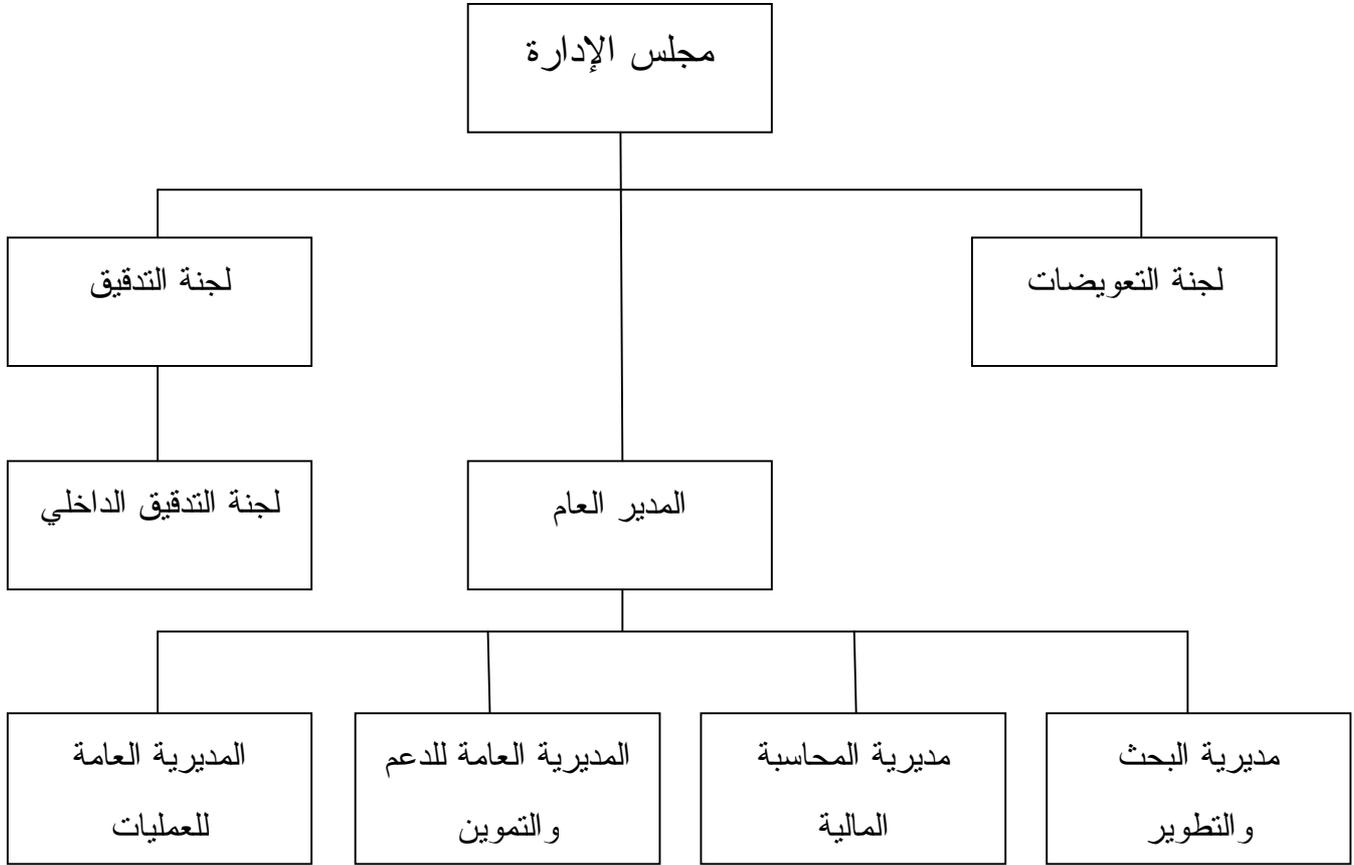
ثانيا: الهيكل التنظيمي لمجمع بيوفارم

هي مجموعة صناعية وتجارية استثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينات بفضل افتتاح هذا القطاع للاستثمار الخاص، تسيطر بيوفارم (BIOPHARM) اليوم على خمسة شركات تابعة بالإضافة إلى النشاط الصناعي الذي طورته الشركة الأم (BIOPHARM SPA) وتقوم المجموعة بتطوير أنشطة توزيع الواردات والبيع بالجملة (distribution BIOPHARM) والتوزيع على الصيدليات، (BIOPURE) والخدمات اللوجيستية لصناعة الأدوية، (LOGISTIC BIOPHARM) والترويج والمعلومات الطبية (HHI معلومات صحة الإنسان)، كما تتحكم أيضا في (PROFAM) والملاحظ هنا أن جميع الشركات التابعة يتم التحكم فيها بنسبة 100% تقريبا، وفيما يلي هيكل لمجموعة بيوفارم (BIOPHARM) وفروعها.¹

¹ Notice d'informations, p 24 ,consulte le 17/04/2022, 21:55H.
www.biopharm.dz

وفيما يلي الهيكل التنظيمي للمؤسسة:

الشكل (13): الهيكل التنظيمي لمجمع بيوفارم.



Source: Notice d'informations, consulte le 18/04/2022, 13:42H, p 25.

www.biopharm.dz.

وفيما يلي توضيح لأهم محاور الهيكل التنظيمي:¹

- 6- **مجلس الإدارة:** يتكون من مجموعة أعضاء ينتمون إلى لجنتي التدقيق والتعويضات، ويعقد المجلس اجتماعاته بصفة دورية وذلك بغرض متابعة المستجدات ودراستها واتخاذ القرارات الملائمة في الوقت المناسب، ومن المهام الرئيسية للمجلس الموافقة على الميزانية السنوية، كما يتم مناقشة وتحليل الانحرافات عن الإنجازات وتصميم السياسات.
- 7- **لجنة التدقيق:** تتكون من أعضاء مجلس الإدارة وتجتمع مرتين في السنة، وهي مسؤولة عن دراسة وتقييم جميع التوصيات لمجلس الإدارة في المجالات التالية: الحسابات الاجتماعية والرقابة الخارجية والمخاطر، وتجتمع مرتين في السنة عند بداية السنة وفي نهايتها.

¹ Notice d'informations, p 25, consulte le 18/04/2022, 14:35H.
www.biopharm.dz

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

- 8- لجنة التعويضات: وهي لجنة مسؤولة عن دراسات واقتراحات مجلس الإدارة وجميع التوصيات من حيث سياسة التعويض، وتجتمع لجنة التعويضات مرتين في السنة.
- 9- التدقيق الداخلي: وظيفته ضمان احترام الإجراءات الرقابية فهو مسؤول على ضمان الجودة في إنتاج المؤسسة.
- 10- المدير العام: ومهمته الإشراف العام على عمليات التنفيذ ومتابعة سير الأنشطة على مستوى المديرية العامة، وتسد له مهمة التسيير وفقا للخطط والاستراتيجيات التي أقرها مجلس الإدارة.
- 11- المديرية العامة للعمليات: مختصة بإدارة وتنفيذ العمليات كالإنتاج والتوزيع.
- 12- المديرية العامة للدعم والتمويل: تقوم بتوفير كل المستلزمات والتمويلات الضرورية لكي تمارس المؤسسة نشاطاتها.
- 13- مديرية المحاسبة المالية: تختص بأداء المهام المالية من تمويل ودفع للمستحقات وتحصيل الإيرادات.
- 14- مديرية البحث والتطوير: تعمل على تسيير مشاريع البحث والتطوير التي تتبناها المؤسسة.

ثالثا: إستراتيجية ونشاط مجمع بيوفارم

- 1- إستراتيجية المؤسسة: إن إستراتيجية بيوفارم تتمثل في السعي لتحقيق معدل نمو مدفوع بالطلب القوي من سوق الأدوية الجزائري، واعتماد تخصص تشغيلي على مستوى المؤسسة، مما يسمح لها بترشيد التكاليف واستخدام مواردها بشكل أفضل وتحسينها، يسمح نموذج التكامل الرأسي الخاص بها بضمان تصنيع منتجاتها وتوزيعها على الصيدليات، وذلك بفضل أعمالها المتنوعة مع احترام معايير الجودة الدولية التي تشكل أصولها الرئيسية.
- تم تكريس الالتزام بالجودة في عام 2015 من خلال شهادة GMP الصادرة عن ANSM (الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية) في موقع الإنتاج في الجزائر العاصمة (واد السمار). تقوم أداة الإنتاج الخاصة بمؤسسة بيوفارم بتصنيع الأدوية الجنسية المعدة والمصممة في مختبر البحث والتطوير الخاص بالمؤسسة.
- قيم المؤسسة الالتزام بالنزاهة، الامتثال والشفافية وهي القيم التي توجه مؤسسة بيوفارم، والطريقة التي تتفاعل بها مع البيئة الخاصة بها، حيث أن احترامها وتطبيقها من قبل جميع الموظفين في أنشطتهم اليومية هو في صميم أولوياتها ويتم التعبير عنه من خلال مسؤولياتها تجاه الشركاء، هذه القيم منصوص عليها في مدونة الأخلاقيات الخاصة بالمؤسسة.¹

¹ Notice d'informations, p 26 ,consulte le 19/04/2022, 18:55H.
www.biopharm.dz

2- نشاط المؤسسة: تتكون مؤسسة بيوفارم من خمسة شركات تابعة تؤدي كل منها نشاطا معيناً، وتمثل هذه النشاطات في:

أ- الإنتاج: تم بناء وحدة وادي السمار (الجزائر) على موقع مساحته 8000 متر مربع، وتقوم اليوم بتصنيع حوالي 35 مليون وحدة سنوياً، من خلال 9 خطوط إنتاج، خطين لأشكال السوائل (صغيرة وكبيرة)، وخط للكريمات والهلام، خطان للتحاميل وأربعة خطوط من الأشكال الجافة (أكياس، مسحوق، حبوب وأقراص)، وقد ساهم مختبر بيوفارم الصيدلاني منذ إطلاق التصنيع في عام 2005 في توفير وظائف جديدة ذات قيمة مضافة عالية، وتطوير الأدوية المبتكرة والحد من الاعتماد الخارجي للجزائر، في قطاع صناعي معقد ومتطلب، منذ البداية كان خيارها هو الالتزام الدائم بالجودة، وبالتالي الاستثمار في الموارد البشرية والتدريب المستمر لفرضها الامتثال الصارم لممارسات التصنيع الصيدلاني الجيد (GMP)، يتم ممارسة مراقبة الجودة لكل دواء بشكل مستمر، في جميع مراحل تصنيعه وتطبيق على جميع مكوناته، يشرف قسم ضمان الجودة لديها والذي يدعمه في نفس الوقت مخبر التحكم المجهز بأحدث المعدات على جميع عمليات الإنتاج حتى التسليم النهائي لمنتجاتها، كما يوجد مختبر للأبحاث والتطوير يسمح أدائه بصياغة ما يقارب من خمسة عشر منتجاً عاماً جديداً كل عام وبدء إنتاجه.¹

ب- التوزيع على تجار الجملة: طور فرع بيوفارم على مدى أكثر من عقدين شبكة توزيع كبيرة تتكون من 3 مراكز توزيع تقع في الجزائر وقسنطينة وهران، بالإضافة إلى 150 تاجر جملة موزع ومنتشر عبر الأراضي الجزائرية، تتيح هذه الشبكة أكثر من 500 منتج من فئات علاجية مختلفة للمهنيين والمرضى، وقد نسق الفرع على مر السنين علاقات ثقة قوية مع المختبرات ذات الشهرة العالمية التي عهدت إليها بتوزيع منتجاتها، المورد الرئيسي لهذا الفرع هي الشركة الأم التي توزع نطاقها على أساس حصري، أول عميل لها هو (BIOPURE) شركة المجموعة المسؤولة عن التوزيع للصيدليات، مما يمكن شبكة التوزيع من خلال السماح بالوصول المباشر على أكثر من 3000 صيدلية، وتغطي حتى المناطق النائية في البلاد، في بيوفارم (BIOPHARM Distribution)، يتم الاعتماد على فريق من المهنيين الجاربيين لضمان تسليم المنتجات الموكلة إليه في أقرب وقت ممكن للعملاء ولضمان توفرها الدائم للمرضى الذي تستهدفه.

ج- التوزيع على الصيدليات: إن فرع (BIOPURE) الذي بدأ العمل في 2006 أصبح اليوم لاعبا رئيسيا في السوق الجزائرية كواحد من اللاعبين الرئيسيين في توزيع الأدوية على الصيدليات، من خلال مراكز التوزيع الخمسة الموجودة في البليدة وقسنطينة وهران وتيزي وزو وورقلة، بالإضافة إلى منصاته اللوجستية الستة، يضمن (BIOPURE) توزيع مجموعة واسعة جدا تغطي

¹ Notice d'informations, p29 ,consulte le 17/04/2022, 21:55H.
www.biopharm.dz

4000 مرجع طبي بكمية 60 مليون صندوق تم تسليمها في عام 2015، يقوم بإجراء عمليات تسليم آمنة وسريعة، ليلا ونهارا، مع ألا تتجاوز المواعيد النهائية 24 ساعة بعد الطلب، وذلك عدة مرات في اليوم وعلى شبكة تضم أكثر من 3000 صيدلية منتشرة في جميع الولايات.

د- ترويج الأدوية: فرع (Human Health Information) الذي بدأ العمل في عام 2002، هي شركة تقدم معلومات طبية لمساعدة متكاملة وشاملة للمختبرات في الجزائر، بفضل موظفيها البالغ عددهم 180 موظفا، بما في ذلك 110 ممثلين طبيين و 30 مندوبا تجاريا، توفر (HHI) معلومات طبية للأطباء والمختصين الصحيين للمنتجات بفضل جودة خدماتها والعمل المتناسق لفرقها الطبية والتجارية، وكذلك النتائج المشجعة التي تم الحصول عليها في هذا المجال نجحت في كسب ثقة عدد متزايد من الشركاء، وتوفير لهم ما يلي:

- التمثيل التنظيمي والصيدلاني لوزارة الصحة والسكان وإصلاح المستشفيات.
 - الاستشارات التسويقية والترويج الطبي الصيدلاني.
 - توظيف وإشراف وتدريب المندوبين الطبيين الذي يقدمون المعلومات الطبية للأخصائيين الصحيين (الأطباء والصيادلة وأطباء الأسنان وما إلى ذلك)، والهيكل الطبية (PCH) والمستشفيات والعيادات العام والخاصة والموزعين).
- وتعتبر HHI هي الناقل الأساسي لأعمال مجموعة بيوفارم تجاه المجتمع العلمي والطبي والمهني في الجزائر.

ه- الخدمات اللوجستية الصيدلانية: ولد (Biopharm Logistic) في عام 2014 نتيجة للشركة التابعة للأنشطة اللوجستية التي كانت تعمل سابقا ضمن مجموعة بيوفارم، وهي تقدم خدمات لوجستية تتراوح من عبور الموانئ وبناء وتشغيل البنية التحتية إلى تدفق اللوجستيات، هدفها الأساسي هو تقديم الخدمات اللوجستية التي تلبي المعايير الدولية، وهي والممارسات الجيدة لتوزيع وتخزين المنتجات الصيدلانية، وتغطي مساحات التخزين المجهزة بغرف باردة مؤهلة ومعتمدة وقابلة للتشغيل، مع طول يضم أكثر من 300 مركبة وموظفين مؤهلين وذوي خبرة عالية، يقدم بعض الخدمات الأكثر كفاءة في السوق من حيث الجودة والسعر، يتم تقديم هذه الخدمات التي تتراوح من عمليات العبور وجمع الموانئ، إلى تخزين وتوجيه البضائع في جميع أنحاء الأراضي الوطنية على مدار 24 ساعة في اليوم و 7 أيام في الأسبوع.¹

¹ Notice d'informations, p30 ,consulte le 20/04/2022, 11:25H.
www.biopharm.dz

المبحث الثاني: تحليل أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

بعد ما تم تقديم المؤسسة محل الدراسة (مجمع بيوفارم)، سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر الهيكل المالي على قيمته السوقية خلال الفترة (2016-2020) وذلك باستخدام أدوات إحصائية متمثلة في: الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، بهدف الوصول إلى نتائج تبين أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

المطلب الأول: تحليل عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

يوضح الجدول التالي تطور عناصر الهيكل التمويلي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)، وذلك بالاطلاع على القوائم المالية الخاصة بفترة الدراسة لمجمع بيوفارم.

الجدول (2): تحليل عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

الوحدة: مليون دينار جزائري

السنوات	مجموع الخصوم	الديون				الأموال الخاصة	
		ديون قصيرة الأجل		ديون طويلة الأجل		النسبة %	المبالغ
	المبالغ	النسبة %	المبالغ	النسبة %	المبالغ	النسبة %	
2016	40255.18	40.36%	16248.16	1.76%	709.25	57.88%	23297.75
2017	48592.81	41.04%	19943.60	1.11%	537.81	57.85%	28111.38
2018	55387	39.31%	21772	0.92%	546	59.71%	33069
2019	66700	37.19%	24809	6.23%	4154	56.58%	37737
2020	74336	39.93%	29683	5.70%	4238	54.37%	40416

المصدر: من إعداد الطالبين، اعتمادا على ميزانيات مجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

من خلال الجدول (2) والذي يمثل تطور عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) نميز مرحلتين:

- **المرحلة الأولى (2016-2018):** نلاحظ خلال هذه الفترة ارتفاع مستمر في نسبة الأموال الخاصة بالديون، حيث ارتفعت نسبة الاعتماد على الأموال الخاصة خلال هذه الفترة بـ 1.83% وبلغت 59.71%، كذلك الأمر بالنسبة للمبالغ حيث ارتفعت الأموال الخاصة من 23297.7 مليون دينار سنة 2016 إلى 33069 مليون دينار سنة 2018 وذلك راجع إلى الزيادة المستمرة في رأس مال المجمع حيث بلغت الزيادة خلال السنوات (2016، 2017، 2018)، على التوالي (7270.96 - 8266 - 13872) مليون دينار، وكان عامل الزيادة في رأس المال هو الأكثر

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

تأثيرا في زيادة نسبة الاعتماد على الأموال الخاصة مقارنة بالديون التي انخفضت خلال هذه الفترة وذلك من أجل تجنب المخاطر المالية المرتبطة بالمدىونية، في حين تؤدي زيادة رأس المال إلى زيادة صافي قيمة المؤسسة إضافة إلى حفاظ المؤسسة على جدارتها الائتمانية.

- **المرحلة الثانية (2019-2020):** نلاحظ انخفاض في نسبة الأموال الخاصة مقارنة بالديون من 56.58% سنة 2019 إلى 54.37% سنة 2020 وذلك رغم استمرار ارتفاع مبالغ الأموال الخاصة حيث بلغت 40416 مليون دينار سنة 2020، أما نسبة الديون فقد ارتفعت خلال هذه الفترة حيث بلغت 43.42% سنة 2019 و45.63% سنة 2020 بحيث كانت الديون طويلة الأجل الأكثر ارتفاعا خاصة سنة 2019 حيث بلغت نسبتها 6.23% وذلك لتمويل الاحتياج الناتج عن جائحة Covid 19 خاصة أن المؤسسة تنشط في مجال الصناعة الصيدلانية.

هذا يعتبر مؤشر ايجابي ويدل على سمعة المؤسسة وجدارتها الائتمانية مع مختلف متعاملاتها خاصة في الظروف الاستثنائية .

المطلب الثاني: الإطار المنهجي لدراسة الحالة

سنتطرق في هذا المطلب إلى المنهجية المتبعة في دراسة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك كما يلي:

أولاً: حدود الدراسة:

اقتصرت دراستنا على الفترة الزمنية الممتدة من (2016 إلى 2020) والتي تعتبر كافية نسبيا لمعرفة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، أما الحدود المكانية فتتمثل في مجمع بيوفارم والتي تعتبر من أهم المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في بورصة الجزائر.

ثانياً: مصادر البيانات:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على البيانات والمعطيات التي تم الحصول عليها من الموقع الإلكتروني لمجمع بيوفارم، إضافة إلى موقع البورصة.

كما تم الاعتماد على برنامج (SPSS 25) في معالجة واستخدام البيانات من أجل الوصول إلى نتائج يمكن تحليلها وتفصيلها.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

ثالثا: متغيرات الدراسة:

- 1- المتغير التابع: والمتمثل في قيمة المؤسسة وقد مثلناه بالمتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة، وللحصول على أفضل تمثيل للقيمة السوقية لمجمع بيوفارم للوصول إلى نتائج أكثر موضوعية اعتمدنا على اللوغاريتم الطبيعي للمتوسط الحسابي للقيمة السوقية لأسهم مجمع بيوفارم .
- 2- المتغير المستقل: يعتبر الهيكل المالي المتغير المستقل لهذه الدراسة، حيث يمكن الاعتماد على عدة مقاييس تعبر عن هذا المتغير متمثلة فيما يلي:
 - الديون قصيرة الأجل (DCT): متمثلة في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة.
 - الديون طويلة الأجل (DLT): متمثلة في نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة.
 - الأموال الخاصة (RC): متمثلة في نسبة إجمالي الأموال الخاصة.

رابعا: عرض متغيرات الدراسة:

من خلال الجدول التالي سنقوم بعرض متغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول (3): عرض متغيرات الدراسة.

الوحدة: مليون دينار جزائري

DCT	DLT	RC		السنوات المتغيرات
16248.16	709.25	23297.75	1304.78	2016
19943.60	537.81	28111.38	1156.26	2017
21772	546	33069	1100.38	2018
24809	4154	37737	1206.67	2019
29683	4238	40416	1190.55	2020

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على القوائم المالية للمجمع

بعد القيام بتحديد متغيرات الدراسة التي تم جمعها بالاعتماد على المعلومات والبيانات المتواجدة في الموقع، سنقوم الآن بقياس هذه المتغيرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2016 إلى سنة 2020.

خامسا: نموذج الدراسة:

اعتمدنا على نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد على النحو التالي:

1. الانحدار الخطي البسيط:

نموذج الانحدار البسيط هو نموذج إحصائي يقوم بتقدير العلاقة التي تربط بين متغير كمي واحد وهو المتغير التابع مع متغير كمي آخر وهو المتغير المستقل. وينتج من هذا النموذج معادلة إحصائية خطية يمكن استخدامها لتفسير العلاقة بين المتغيرين أو تقدير قيمة المتغير التابع عند معرفة قيمة المتغير المستقل.

1-1- العلاقة بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة:

$$V_m = \alpha + \beta DCT + \varepsilon_i$$

حيث أن:

V_m : القيمة السوقية للمؤسسة. β, α : معاملات النموذج.

DCT : الديون قصيرة الأجل. ε_i : الخطأ العشوائي.

1-2- العلاقة بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية للمؤسسة:

$$V_m = \alpha + \beta DLT + \varepsilon_i$$

حيث أن:

V_m : القيمة السوقية للمؤسسة. β, α : معاملات النموذج.

DLT : الديون طويلة الأجل. ε_i : الخطأ العشوائي.

1-3- العلاقة بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية للمؤسسة:

$$V_m = \alpha + \beta RC + \varepsilon_i$$

حيث أن:

V_m : القيمة السوقية للمؤسسة. β, α : معاملات النموذج.

RC : الأموال الخاصة. ε_i : الخطأ العشوائي.

2. الانحدار الخطي المتعدد

يعتبر نموذج الانحدار المتعدد من أكثر أدوات التحليل الإحصائي استخداماً، ويهتم نموذج الانحدار المتعدد بتقدير العلاقة بين متغير كمي وهو المتغير التابع وعدة متغيرات كمية أخرى وهي المتغيرات المستقلة.

2-1- العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية

$$V_m = \beta_0 + \beta_1 DC + \beta_2 DLC + \beta_3 RC + \varepsilon_i$$

حيث:

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$: معاملات النموذج.

سادساً: القدرة التفسيرية للنموذج

نستعمل معامل التحديد R^2 لدراسة القدرة التفسيرية للنموذج وفقاً للقاعدة التالية:

- كلما كان R^2 قريب من 1 هناك جودة في التوفيق والارتباط بين متغيرين، أي أن القدرة التفسيرية للنموذج عالية.

سابعاً: اختبار المعنوية الكلية:

يستخدم اختبار فيشر F لاختبار المعنوية الكلية للنموذج وفقاً للقاعدة التالية:

- $0.05 > \text{Prob (F-statistic)}$ النموذج له معنوية إحصائية.
- $0.05 < \text{Prob (F-statistic)}$ النموذج ليس له معنوية إحصائية.

ثامناً: اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يستخدم اختبار (Durbin-watson) للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ولاتخاذ القرار المناسب حول وجوده أو عدم وجوده نتبع القاعدة التالية:

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

قيمة D-W	0	1	1.68	2.32	3	4
القرار	وجود ارتباط ذاتي موجب للأخطاء	منطقة الشك	استقلالية الأخطاء	منطقة الشك	وجود ارتباط ذاتي سالب للأخطاء	

تاسعا: اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات:

لاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات كل على حدة يتم مقارنة المستوى الأدنى لمستوى المعنوية (Prob) بـ 0.05 وفقا للقاعدة التالية:

➤ $0.05 > \text{Prob}$ نقبل H_1 ونرفض H_0 .

➤ $0.05 < \text{Prob}$ نقبل H_0 ونرفض H_1 .

حيث:

H_0 : المعلمة ليس لها معنوية إحصائية.

H_1 : المعلمة لها معنوية إحصائية.

المطلب الثالث: دراسة أثر عناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال

الفترة (2016-2020)

قد اعتمدنا في دراسة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) على نموذجي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد كما يلي:

أولا: تحليل التأثير بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

(2020)

الفرضية الأولى:

H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة أجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة أجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

الجدول (4): اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية

القيمة السوقية	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	F المحسوبة	SIG	معامل الانحدار B	T المحسوبة	SIG
الديون قصيرة الأجل	0.343	0.118	0.400	0.572	-0.343	-0.632	0.572

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات spss.

نلاحظ من الجدول السابق أن معدل الارتباط بين القيمة السوقية والديون قصيرة الأجل بلغ R (0.343) عند مستوى دلالة قدرت بـ (0.572)، أي أكبر من (0.05)، أما معامل التحديد R^2 فبلغت قيمته (0.118)، ومعامل الانحدار (-0.343).

بما أن مستوى الدلالة أكبر من (0.05)، فإنه يستوجب قبول فرضية العدم القائلة: أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، ورفض الفرضية البديلة التي مفادها: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.

ثانياً: تحليل التأثير بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية خلال الفترة (2016-2020)

الفرضية الثانية:

H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل و القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الديون طويلة الأجل و القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

الجدول (5): اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية

القيمة السوقية	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	F المحسوبة	SIG	B معامل الانحدار	T المحسوبة	SIG
الديون طويلة الأجل	0.115	0.013	0.040	0.854	0.115	0.201	0.854

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات spss.

نلاحظ من الجدول السابق أن معدل الارتباط بين القيمة السوقية والديون طويلة الأجل بلغ R (0.115) عند مستوى دلالة قدرت ب (0.854)، أي أكبر من (0.05)، أما معامل التحديد R² فبلغت قيمته (0.013)، ومعامل الانحدار (0.115).

بما أن مستوى الدلالة أكبر من (0.05)، فإنه يستوجب قبول فرضية العدم القائلة: أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، ورفض الفرضية البديلة التي مفادها: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.

ثالثاً: تحليل التأثير بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية خلال الفترة (2016-2020)

الفرضية الثالثة:

H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

الجدول (6): اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية

القيمة السوقية	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	F المحسوبة	SIG	B معامل الانحدار	T المحسوبة	SIG
الأموال الخاصة	0.414	0.171	0.620	0.488	-0.414	-0.788	0.488

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات spss

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

نلاحظ من الجدول السابق أن معدل الارتباط بين القيمة السوقية والأموال الخاصة بلغ R (0.414) عند مستوى دلالة قدرت بـ (0.488)، أي أكبر من (0.05)، أما معامل التحديد R^2 فبلغت قيمته (0.171)، ومعامل الانحدار (-0.414).

بما أن مستوى الدلالة أكبر من (0.05)، فإنه يستوجب قبول فرضية العدم القائلة: أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، ورفض الفرضية البديلة التي مفادها: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.

رابعاً: اختبار الفرضية الرئيسية:

الفرضية الرئيسية:

H_1 : يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

وللإجابة على هذه الفرضية تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد للتأكد من مدى تأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، والجدول الموالي يبين ذلك:

الجدول (7): نتائج الانحدار المتعدد لأبعاد الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم

SIG	T المحسوبة	معامل B الانحدار		SIG	DF درجة الحرية	B	F	معامل التحديد R^2	معامل الارتبا ط R	المتغير التابع
0.860	2.989	0.248	DCT	0.333	3	1688.8	4.42	0.72	0.964	V _m
0.195	3.614	1.6	DLT		1					
0.321	7.489	-2.007	RC		4					

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات SPSS.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)

من خلال اختبار الانحدار الخطي المتعدد أظهرت النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الهيكل المالي لمجمع بيوفارم بعناصره: (ديون قصيرة الأجل، طويلة الأجل، أموال خاصة) على متغير القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، حيث كانت نسبة الدلالة الكلية للنموذج أكبر من 5٪، إذ قدرت بـ (0.333).

خامسا: تحليل النتائج

من خلال مخرجات الدراسة لأثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)، تبين أنه لا يوجد أثر لكافة عناصر الهيكل المالي والمتمثلة في: الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال فترة الدراسة، سواء كانت منفردة في تأثيرها على القيمة السوقية للمجمع كما أظهرت نتائج الانحدار الخطي البسيط، أو أثر الهيكل ككل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم كما أظهرت نتائج الانحدار الخطي المتعدد. حيث بينت كافة النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية، وكانت أكبر من 5٪. وهذا يبين أن هنالك عوامل ومتغيرات أخرى غير مالية قد تؤثر على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم مثل: طبيعة نشاط المجمع، حجم المجمع وسمعته، إضافة إلى عوامل مالية أخرى مثل: ربحية السهم الواحد، حصة السهم من الأرباح الموزعة، نسبة الرفع المالي ومضاعف سعر السهم.

كما أن قصر فترة الدراسة (5 سنوات) قد يكون له تأثير على النتائج التي بينت عدم وجود أثر للهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

خلاصة الفصل:

حاولنا خلال هذا الفصل المكون من مبحثين، تقديم مجمع بيوفارم من خلال التعريف به، التطور الهيكلي للمجمع والهيكل القانوني والتنظيمي للمجمع ونشاطاته، وذلك بهدف الاطلاع على مختلف الجوانب المتعلقة بالمجمع ومصالحه المختلفة. بينما خصصنا المبحث الثاني لمعرفة ما إذا كان هناك تأثير لعناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) من خلال دراسة أثر المتغيرات المستقلة (الديون قصيرة الأجل و الديون طويلة الأجل، الأموال الخاصة) على المتغير التابع (القيمة السوقية لمجمع بيوفارم)، ويمكن القول من خلال النتائج المتوصل إليها أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

الخاتمة

حاولنا خلال دراسة موضوع أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) تقديم مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي وتكلفة التمويل، إضافة إلى طرق التقييم المختلفة للمؤسسات والنظريات المفسرة للهيكل المالي، وذلك لمعرفة طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، ومدى تأثير عناصره (الديون قصيرة الأجل و الديون طويلة الأجل، الأموال الخاصة) على القيمة السوقية للمجمع خلال فترة الدراسة، وحاولنا معالجة الإشكالية التالية: هل يؤثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020)؟

بعد عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالموضوع، ثم عرض وتحليل عناصر الهيكل المالي لمجمع بيوفارم، وقياس مدى تأثيرها على قيمته السوقية خلال فترة الدراسة، تبقى كمرحلة أخيرة عرض اختبار الفرضيات، نتائج الدراسة، توصيات الدراسة وآفاق الدراسة.

اختبار الفرضيات

1- الفرضية الرئيسية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

انطلاقاً من اختبار الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة مدى تأثير عناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم، تحصلنا على مستوى دلالة أكبر من 5%، وذلك يبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للهيكل المالي لمجمع بيوفارم ممثلاً بـ: (الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، الأموال الخاصة) على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

2- الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

انطلاقاً من اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون قصيرة الأجل والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم، تحصلنا على مستوى دلالة أكبر من 5%، وذلك يبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

3- الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5%.

انطلاقاً من اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الديون طويلة الأجل والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم، تحصلنا على مستوى دلالة أكبر من 5٪، وذلك يبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

4- الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) عند مستوى دلالة 5٪.

انطلاقاً من اختبار الانحدار الخطي البسيط بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية لمجمع بيوفارم، تحصلنا على مستوى دلالة أكبر من 5٪، وذلك يبين أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

نتائج الدراسة

من خلال الدراسة التي قمنا بها والمتمثلة في الجانبين النظري والتطبيقي يمكننا حصر أهم النتائج التي توصلنا إليها في النقاط التالية:

- نتاح أمام المؤسسة الاقتصادية العديد من سياسات التمويل لتمويل نشاطها الاستثماري والاستغلالي حيث أن التطورات في النظام المالي وفرت للمؤسسات الاقتصادية العديد من البدائل التمويلية، التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية لتغطية احتياجاتها، من أهم سياسات التمويل يمكن أن نجد سياسة التمويل الذاتي التي تتبع أهميتها أساساً من استقلاليتها عن الغير.
- إن اختلاف سياسات التمويل له انعكاس على تكوين الهيكل المالي للمؤسسة، والذي يعبر عن المزيج التمويلي الطويل الأجل الذي تلجأ إليه المؤسسة من أجل تمويل استثماراتها.
- حتى الآن لا توجد نظرية تحوز على الإجماع فيما يتعلق بتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مما يعني أن الموضوع يحتاج إلى المزيد من الدراسات التطبيقية لاختبار نظريات معينة في بيئات معينة.
- الهيكل الأمثل هو ذلك الذي يخفض من تكلفة الأموال ويزيد من مردودية المؤسسة بما يعظم القيمة السوقية لها، ولقد كان هذا الموضوع محل جدل واسع بين منظري الإدارة المالية، بحيث تعتمد كل نظرية على فروض معينة وعلى براهين من أجل إثبات صحة هذه النظريات.
- يندرج موضوع تقييم المؤسسة أو نظرية تقييم المؤسسة بين النظرية المحاسبية والنظرية المالية، فطرق الذمة المالية وفائض القيمة تعود خلفيتها إلى الفكر المحاسبي، وتسمى بطرق التقييم

المحاسبية، بينما طرق التدفقات فتتطلب نظرية استثمار أصولها أو تطورها من النظرية المالية، وتسمى بطرق التقييم المالية.

- كل طريقة تقييم ترتبط بمنطق تحليل محدد، وهي طرق ضرورية أثناء عملية التقييم لكن لا يمكن استعمالها كلها في آن واحد لأنها تتطلب الكثير من المعلومات التي لا تكون متاحة أو تحتاج وقت وجهد كبير لتحليلها، كما يجب مراعاة القصد المرجو منها.
- من خلال تحليل عناصر الهيكل المالي تبين أن مجمع بيوفارم يعتمد على التمويل الذاتي بنسبة أكبر من مصادر التمويل الأخرى خلال الفترة (2016-2020).
- من خلال الدراسة الإحصائية تبين أنه لا يوجد أثر لعناصر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020).

توصيات الدراسة

مما سبق يمكننا اقتراح جملة من التوصيات، والتي قد تعتبر سدا للنقائص التي تم ملاحظتها أثناء قيامنا بالدراسة التطبيقية التي تهدف لمعرفة أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم خلال الفترة (2016-2020) كما يلي:

- على مجمع بيوفارم الاهتمام بالقرار التمويلي المرتبط باختيار الهيكل المالي الأمثل الذي من شأنه أن يعظم قيمته السوقية، وذلك بالاستفادة من أثر الرفع المالي الموجب والوفرات الضريبية الناتجة عن استعمال الديون.
- ينبغي على مجمع بيوفارم التنويع من مصادر التمويل المتاحة في السوق المالي مع ضرورة الاختيار الدقيق والمناسب للمصادر التي ترفع من قيمتها السوقية.
- ضرورة القيام بدراسات تقييمية للمجمع بعد أي عملية تمويلية لمعرفة أثرها على القيمة السوقية.

آفاق الدراسة

بهدف فتح باب البحث والدراسة نقترح بعض الآفاق للبحث في شكل عناوين ممكنة لبحوث مستقبلية:

- أثر ربحية السهم على القيمة السوقية لمجمع بيوفارم.
- أثر الهيكل المالي على القيمة الحقيقية لمجمع بيوفارم.
- تأثير الهيكل المالي على القرارات المالية لمجمع بيوفارم.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: باللغة العربية:

1- الكتب:

1. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة السابعة، 2007.
2. بن إبراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة، الجزائر، 2019.
3. بن قدورة أشواق، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الرابحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
4. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1987.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004.
6. خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، دون سنة نشر.
7. خميسي شيخة، التسيير المالي للمؤسسة: دروس ومسائل محلولة، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
8. دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
9. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
10. سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
11. سليمان مبارك آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.

12. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2002.
13. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
14. عاطف محمد عبيد، مصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1989.
15. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 .
16. عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، دار الكتاب الجامعي، صنعاء، اليمن، الطبعة الثانية، 2013.
17. عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
18. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2009.
19. عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة السابعة، 2007.
20. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
21. علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
22. غزوان علي ، مبادئ الإدارة المالية، الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020.
23. فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007.
24. فيصل محمود الشاورة، مبادئ الإدارة المالية: إطار نظري ومحتوى عملي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.

25. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، الطبعة السابعة، 2010.
26. ماهر كينج شكري، مروان عوض، المالية الدولية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
27. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2002.
28. محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصري، الإسكندرية، مصر، بدون سنة نشر.
29. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006.
30. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
31. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2007.
32. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
33. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
34. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، الطبعة السادسة، 2007.
35. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
36. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

2- المقالات والمجلات العلمية:

1. بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي، قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البائل خلال الفترة 2014-2018، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2021.
2. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة: دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.
3. بلعشي عبدالمالك، بن رجم محمد خميسي، أثر فتح رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة: دراسة تحليلية لمجمع صيدال للصناعة الصيدلانية وفندق الأوراسي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 11، العدد 1، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2018.
4. جمال قدام، محمد زيدان، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 9، جامعة حمة لخضر الوادي، الجزائر، 2015.
5. دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2008.
6. رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC)، المجلد 6، العدد 10، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2018.
7. رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثارها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 6، جامعة تشرين، سوريا، 2018.
8. زغدار أحمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكثيف مع متطلبات الإفصاح وفق المحاسبة الدولية IFRS/IAS، مجلة الباحث العدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010.
9. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية للبحوث الاقتصادية، المجلد ب، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009.

10. سليمان شلاش، علي البقوم، سالم العون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال: حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)، مجلة المنارة، مجلد14، العدد1، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2008.
11. السمانى محمد أحمد عبد الله، إسماعيل عثمان نجيب، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سودااتل 2007-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد15، عدد2، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2014.
12. صبيحة قاسم هاشم، نظريات التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الانتقال ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلد 21، العدد 83، جامعة بغداد، العراق، 2015.
13. صديقي أحمد، فقيقي سعاد، صبرو خدوجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، مجلد01، العدد01، جامعة أحمد دراية أدرار، الجزائر، سبتمبر 2017.
14. ضيف الله محمد الهادي، أسس وقواعد الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية وفق معايير المحاسبة والإبلاغ المالي الدولية (IAS/IFRS)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد6 المجلد1، جامعة الوادي، الجزائر، 2013.
15. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد1، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010.
16. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد4، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
17. غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، دراسات العلوم الإدارية، المجلد38، العدد 2، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2011.
18. فاطمة زهراء بن زعمية، عبد الغني حريري، عبد القادر علي بن يحيى، أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي لمؤسسة باتيمال بولاية عين الدفلة 2015-2016، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد7، العدد3، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، جوان 2021.

19. محفوظ جبّار، كفاءة البورصة الجزائرية خلال الفترة (1999-2001)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 03، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.
20. محمد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية، العدد6، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر، ديسمبر2016.
21. محمد العيد عامرة، كفاية الإفصاح وفق SCF في التقارير المالية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد6 (العدد01 مكرر)، جامعة الوادي، الجزائر، 2021.
22. مسعداوي يوسف، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة 2، الجزائر، 2014 .
23. نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، العدد5، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميله، الجزائر، جوان 2017.
24. نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقارنة تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004.
25. وليد بشيشي، سليم مجلخ، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي var، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر، جوان 2019.

3- الرسائل والأطروحات والمذكرات:

1. أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2016.
2. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2011-2012.

3. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار: دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
4. بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر1، الجزائر، 2010.
5. بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة: دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015-2016.
6. بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012.
7. جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، رسالة ماجستير في علوم التسيير: تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2009-2010.
8. دعاس مصعب، قرار التمويل في إطار محددات الهيكل المالي لمنظمات الأعمال: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين (2007-2010)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012.
9. زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009.
10. زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر: دراسة حالة مؤسسة سونلغاز، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2008-2009.

11. شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة: حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2013-2014.
12. شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010.
13. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.
14. عبد الكريم خيرى، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2018-2019.
15. عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011.
16. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2008-2009.
17. محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015-2016.
18. نشأت حكمت عليوي، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2019.
19. هوارى سويسي تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2007-2008.

20. ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين (2008-2011)، رسالة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2012-2013.

4- الملتقيات

1. نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقارنة تقييم المؤسسة، مداخلة قدمت في الملتقى الدولي اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004.

ثانيا: باللغة الأجنبية:

1- Les Livres

1. Chaplain Gérard **Pratique Moderne de L'évaluation d'entreprise**, édition EMS, Paris, 2004.
2. Christine Collette, **Gestion Fiscale des Entreprises**, Edition Ellipses, paris, 1998.
3. Franco Modigliani, Merton Miller, **The cost of capital, corporation finance and the theory of investment**, the american economic review, vol 48, n3, juin1958.
4. Henri. Mauguier.: **l'Evaluation Des Entreprises Non Cotées**, Edition Bordas, Paris, 1990 .
5. Jean Barrean, Jacqueline Delahaye: **Gestion financière: Manuel et application**, 9em Edition, Edition Dunod, Paris, 2000.
6. Jean Etienne PALARB et Franck IMBERT, « **Guide pratique d'évaluation d'entreprise** » , Eyrolles, paris, 2013.
7. Oliver Ramond, Paugan Luc, Jean François Casta, Laurent Batsch, **Evaluation financière et normes I.F.R.S**, Economica, Paris, 2012.
8. Pierre VERNIMMEN- **Finance D'entreprise-Ed DALOZ 5 eme-Edition-** Paris, 2002 .
9. Richard Brealey, Stewart Myers, **Principes de gestion financière**, 7ème-Edition Pearson Education France, Paris, 2003.

2- Les Sites Electroniques

1. www.biopharmdz.com
2. www.sgbv.dz

الملاحق

الملحق رقم (1): ميزانية الخصوم 2016



BILAN (PASSIF) CONSOLIDE			
LIBELLE	NOTE	2016	2015
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé			
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		5 721 193 070	6 396 030 334
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		5 552 092 789	4 453 571 856
Autres capitaux propres - Report à nouveau		6 920 096 727	3 298 165 043
Part de la société consolidante (1)		23 166 468 919	19 159 219 657
Part des minoritaires (1)		131 288 668	92 922 576
TOTAL I		23 297 757 587	19 252 142 233
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		620 177 696	880 422 450
Impôts (différés et provisionnés)		24 186 219	11 723 546
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		64 886 113	76 450 802
TOTAL II		709 250 030	968 596 798
PASSIFS COURANTS:			
Fournisseurs et comptes rattachés		12 532 748 319	13 397 281 757
Impôts		872 956 150	575 323 779
Autres dettes		2 408 723 545	2 406 439 035
Trésorerie passif		433 745 633	1 596 022 642
TOTAL III		16 248 173 648	17 975 067 213
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		40 255 181 266	38 195 806 244

الملاحق رقم (2): ميزانية الخصوم 2017

COMPTES CONSOLIDÉS AU
31 DÉCEMBRE 2017ETATS FINANCIERS CONSOLIDÉS EXERCICE CLOS LE 31
DÉCEMBRE 2017

BILAN(PASSIF) CONSOLIDE		
LIBELLE	2017	2016
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	5 104 375 000	5 104 375 000
Capital non appelé		
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	8 242 335 959	5 721 193 070
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net du groupe (1)	6 498 667 964	5 552 092 789
Autres capitaux propres - Report à nouveau	8 266 008 327	6 920 096 727
Part de la société consolidante (1)	27 941 842 568	23 166 468 918
Part des minoritaires (1)	169 544 683	131 288 668
TOTAL I	28 111 387 251	23 297 757 587
PASSIFS NON-COURANTS		
Emprunts et dettes financières	368 427 245	620 177 696
Impôts (différés et provisionnés)	150 871 602	24 186 219
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance	18 517 588	64 886 113
TOTAL II	537 816 436	709 250 030
PASSIFS COURANTS :		
Fournisseurs et comptes rattachés	15 086 479 693	12 532 748 319
Impôts	476 678 609	872 956 150
Autres dettes	2 421 458 816	2 408 723 545
Trésorerie passif	1 958 989 873	433 745 633
TOTAL III	19 943 606 992	16 248 173 648
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)	48 592 810 680	40 255 181 266

الملاحق رقم (3): ميزانية الخصوم 2018

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2018
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2018

Bilan consolidé

Passif

(en millions de DZD)	Note	31/12/2018	31/12/2017
Capitaux propres			
Capital émis		5 104	5 104
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves- Réserves consolidés (1)		7 194	8 242
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net- Résultat net du groupe (1)		7 525	6 499
Autres capitaux propres- Report à nouveau		13 246	8 266
		Part de la société consolidante (1)	32 872
		Part des minoritaires (1)	197
Total Capitaux propres		33 069	28 111
Passifs non courants			
Emprunts et dettes financières	11	223	368
Impôts (différés et provisionnés)	12	304	151
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance	13	19	19
Total passifs non courants		546	538
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés	14	17 299	15 086
Impôts		627	477
Autres dettes	15	3 047	2 421
Trésorerie passif	16	799	1 959
Total passifs courants		21 772	19 944
Total passifs et capitaux propres		55 387	48 593

الملحق رقم (4): ميزانية الخصوم 2019

COMPTES CONSOLIDÉS AU 31 DÉCEMBRE 2019
États financiers consolidés exercice clos le 31 Décembre 2019

Passif					
(en millions de DZD)	Note	31/12/2019	12/31/2018	Var	%
Capitaux propres					
Capital émis		5 104	5 104	-	-
Capital non appelé		-	-	-	n/a
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)		9 521	7 194	2 328	32,4%
Ecart de réévaluation		-	-	-	n/a
Ecart d'équivalence (1)		-	-	-	n/a
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		7 604	7 525	80	1,1%
Autres capitaux propres - Report à nouveau		15 507	13 246	2 261	17,1%
		37 494	32 872	4 622	14,1%
Part de la société consolidante (1)		244	197	47	23,7%
		37 737	33 069	4 669	14,1%
Total Capitaux propres					
Passifs non courants					
Emprunts et dettes financières	11	3 505	223	3 282	1 468,8%
Impôts (différés et provisionnés)	12	647	304	344	113,3%
Autres dettes non courantes		-	-	-	n/a
Provisions et produits constatés d'avance	13	1	19	(18)	(93,5%)
		4 154	546	3 607	660,2%
Total passifs non courants					
Passifs courants					
Fournisseurs et comptes rattachés	14	19 169	17 299	1 869	10,8%
Impôts		1 347	627	720	114,8%
Autres dettes	15	3 481	3 047	435	14,3%
Trésorerie passif	16	812	799	13	1,6%
		24 809	21 772	3 037	13,9%
Total passifs courants					
Total passifs et capitaux propres					
		66 700	55 387	11 313	20,4%

