

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة جيل



كلية علوم التسيير

قسم علوم التسيير

نوم ← 0000

تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة  
تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة  
المؤسسة

مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

إختصاص : إدارة أعمال المؤسسات

إشراف الأستاذ:

الدكتور: أحمد بوراس

إعداد الطالب:

قدهام جمال

لجنة المناقشة:

السنة الجامعية

2007-2006

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة جيل

كلية علوم التسيير

قسم علوم التسيير

٤٨

تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة  
تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة  
المؤسسة

مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

إختصاص : إدارة أعمال المؤسسات

إشراف الأستاذ:

الدكتور: أحمد بوراس

إعداد الطالب:

قدام جمال

لجنة المناقشة:

السنة الجامعية

2007-2006

## تشكرات

اللهم لك الحمد و لك الشكر كله واليك يرجع الفضل كله سره و علانيته وبعد اعترافا

بالجميل وتقديرا للمجهودات التي بذلوها من أجل مساعدتي على إنجاز هذا العمل لا

يسعني إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل و التقدير الجليل للذين مدوا لي يد العون طوال

مشواري الدراسي و إلى كل من علمنا الحرف الواحد و ساعدنا و لو بالكلمة الطيبة  
وأخص بالذكر:

الأستاذ المشرف أحمد بوراس

أساتذتي جمال كبيش و محمد البشير ميبروك الذين لم يذخروا أي جهد في ضمان حسن  
تدريسنا .

أساتذة كلية الحقوق .

## إهداء

إلى من لا تنتهي بذكرهم الكلمات و تعجز عن وصفهم العبارات إلى سر ناجحي  
ومن أرشدني إلى درب الفلاح إلى التي أعيش من أجلها إلى أعذب ما تتفوه به البشرية و  
أجمل مناداة في الوجود أمي الحبيبة حفظها الله

إلى الذي أنار لي درب الحياة وكان عوني وسندي في حياتي إلى الذي لم يدخر  
جهدا من أجل إرضائي إلى أبي العزيز حفظه الله

إلى النجوم الساطعة في سماء حياتي إخوتي سمير ومختار ، و أخواتي وفاء  
وإيمان

إلى صهراي العزيزان عبد الحميد و عز الدين ، و إلى أولاد أخواتي شهلة مروة  
إسحاق إكرام و دعاء

إلى جميع أساتذتي

إلى كل أساتذة كلية التسيير و كلية الحقوق وجميع أساتذة الجامعة.

المحتويات	الموضوع	الصفحة
مقدمة.....		01 .....
الفصل الأول : خيارات التمويل الإستثماري و طرق تقييم المؤسسة .....		07.....
تمهيد.....		08.....
المبحث الأول: مصادر تمويل استثمارات المؤسسات الاقتصادية .....		09.....
المطلب الأول: التمويل الذاتي.....		09.....
المطلب الثاني: التمويل المباشر.....		18.....
المطلب الثالث: التمويل الغير المباشر.....		34.....
المبحث الثاني: تكلفة تمويل المؤسسات الإقتصادية.....		42.....
المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل.....		42.....
المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل.....		46.....
المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسات الإقتصادية.....		53.....
المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة.....		57.....
المطلب الأول : الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية.....		57.....
المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على الذمة المالية.....		66.....
المطلب الثالث: الطرق المركبة و الطرق المقارنة.....		70.....
خلاصة.....		79.....
الفصل الثاني : تحليل أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة.....		80.....
تمهيد.....		81.....
المبحث الأول: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة		
في ظل افتراض السوق الكامل.....		82.....
المطلب الأول: مدخل صافي الربح.....		83.....
المطلب الثاني: مدخل صافي الدخل التشغيلي.....		85.....
المطلب الثالث: المدخل التقليدي.....		89.....

93.....	المطلب الرابع: مدخل مودجلياني وميلر
	المبحث الثاني: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة
104.....	في ظل افتراض سوق غير كامل
104.....	المطلب الأول: أثر وجود الضرائب على قيمة المؤسسة
109.....	المطلب الثاني: أثر وجود تكلفة الإفلاس
116.....	المطلب الثالث: أثر تكلفة الوكالة
120.....	المطلب الرابع: أثر الضريبة على دخل المستثمر
	المبحث الثالث: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة
130.....	في ظل النظريات الحديثة
130.....	المطلب الأول: نظرية العلاقة التوازنية
133.....	المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل
138.....	المطلب الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات
143.....	خلاصة
144.....	<b>الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لأثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total</b>
145.....	تمهيد
146.....	المبحث الأول: تقديم مجمع Total
146.....	المطلب الأول: التعريف بالمجمع
150.....	المطلب الثاني: تنظيم المجمع
154.....	المطلب الثالث: واقع المجمع وأفاقه المستقبلية
156.....	المبحث الثاني: تقدير قيمة مجمع Total
156.....	المطلب الأول: تطبيق الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية
164.....	المطلب الثاني: تطبيق الطرق المرتكزة على الذمة المالية
166.....	المطلب الثالث: تطبيق الطرق المركبة

168.....Tota	المبحث الثالث : دراسة أثر التمويل المباشر على قيمة مجمع
168.....	المطلب الأول :المنهج المتبع في الدراسة
170.....	المطلب الثاني :تحديد و عرض متغيرات الدراسة
171.....	المطلب الثالث :عرض و تحليل نتائج الدراسة
173.....	خلاصة
174.....	خاتمة
178 .....	قائمة المراجع
182.....	قائمة الأشكال
183 .....	قائمة الجداول
184.....	الملاحق
	الملخص

مقدمة

## مقدمة

لقد ازدادت أهمية التمويل خلال العقدین الأخيرین و تطورت تطورا ملحوظا و قد كان هذا التطور من المستلزمات الضرورية لمواجهة التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسات الاقتصادية اليوم . حيث تميز هذان العقدان بازدياد حدة المنافسة وازدياد حدة التضخم بالإضافة إلى ازدياد التدخل الحكومي المباشر و الغير المباشر في النشاط الاقتصادي كما تميز أيضا بالتقدم التكنولوجي الهائل و عظم المسؤولية الاجتماعية .

وقد أصبح واضحا أن بقاء المؤسسة اليوم في ميدان الأعمال واستمرارها يتوقفان إلى حد كبير على قدرة الإدارة المالية على أداء وظائفها بالكفاءة المطلوبة خاصة الحصول على الأموال وكيفية تسييرها. وتهتم دراسات التمويل بتوفير الأموال اللازمة لمواجهة استحقاقات المؤسسة وتمويل استثماراتها بشروط مناسبة وهذا لتحقيق الأهداف المسطرة. وهنا يطرح مشكل ندرة مصادر الأموال وكذا العقلانية في تسيير الأموال المتاحة للمؤسسة.

من خلال هذا المشكل تظهر قدرة الإدارة المالية في استثمار و تسيير أموال المؤسسة من أجل الحصول على أكبر عائد على هذه الاستثمارات ولكن بمستوى مقبول من المخاطر. كما أن تمويل هذه الاستثمارات يحتاج إلى تشكيلة مناسبة من مصادر التمويل هذه التشكيلة يجب أن تجعل تكلفة الأموال في أدنى حد لها .

وبما أن الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر هو تعظيم قيمة المؤسسة هذا يعني أنه لا يمكن إتخاذ أي قرار دون مراعاة أثره على قيمة المؤسسة. وللوصول إلى تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة يجب العمل على مراعاة العوامل التي لها تأثير على قيمة المؤسسة و المتمثلة في القرارات الاستثمارية و التي ينتج عنها زيادة في التدفقات النقدية المتوقعة بالإضافة إلى قرارات التمويل المحددة لهيكل رأس المال التي تجعل تكلفة الأموال في أدنى حد لها .

وأمام المؤسسة اليوم طرق عديدة لتمويل استثماراتها ولقد شهدت فترة السبعينات و الثمانينات من القرن العشرين تطورا كبيرا في سبل تمويل المؤسسات حيث ظهرت سبل تمويل لم تكن متاحة من قبل . ولقد أصبح السوق المالي و ما يوفره من منتجات مختلفة من أهم مصادر توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة من خلال إصدار أوراق مالية وطرحها للاكتتاب العام.

و تكون مصادر التمويل المختلفة الهيكل المالي للمؤسسة وهو مجموع العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت تلك المصادر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل . و الهيكل المالي بهذا المفهوم يختلف عن هيكل رأس المال الذي يتكون فقط من مصادر التمويل طويلة الأجل .

غير أن اختيار مصدر من مصادر التمويل أو تشكيلة هيكل رأس مال المؤسسة يخضع لعدة عوامل و تعتبر تكلفة الأموال من أهم العوامل التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ مثل هذه القرارات. وتهدف قرارات التمويل إلى تحديد تشكيلة الأموال الخاصة و القروض التي تجعل تكلفة أموال المؤسسة عند أدنى حد لها ، وتكون تشكيلة الأموال الخاصة و القروض هيكل رأس مال المؤسسة وسنفترض في موضوعنا أن المؤسسة تحصل على الأموال الخاصة و القروض من خلال التمويل المباشر فقط أي أن هيكل رأس المال يتكون فقط من مصادر التمويل المباشر أي من الأسهم و السندات .

وقد حظي موضوع تحديد تشكيلة القروض و الأموال الخاصة التي تكون هيكل رأس المال للمؤسسة باهتمام كبير من قبل المفكرين و الباحثين في نظرية التمويل ويعتبر هذا الموضوع من أهم القضايا التي نالت اهتماما كبيرا سواء من الناحية النظرية أو التجارب الميدانية عما سواه من جانب الدارسين في مجال التمويل . ويدور الجدل في هذا الموضوع حول وجود تأثير لهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة ، فالبعض يرى أن قرارات التمويل يمكن أن تتخذ دون مراعاة قيمة المؤسسة و بالتالي لا أثر لقرارات التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة . فيما يرى البعض الآخر أن صياغة هيكل رأس المال لا يمكن أن تتم دون مراعاة الأثر الذي يمكن أن تحدثه على القيمة السوقية للمؤسسة . ولقد تطور النقاش حول هذا الموضوع حيث ظهرت عدة وجهات نظر تُثني أو تؤكد وجود تأثير لهيكل رأس المال على قيمة المؤسسة . حيث بدأ هذا النقاش بافتراض سوق كامل وهنا اختلفت المداخل حول تأكيد أو نفي وجود مثل هذا الأثر على قيمة المؤسسة وتعتبر الدراسة الرائدة التي قدها الباحثان مودجلياني و ميلر "Modigliani et miller" سنة 1958 من أهم الدراسات التي ترى بحيادية هيكل رأس المال. حيث أثبت الباحثان أنه في ظل غياب الضرائب فإنه لا يمكن للمؤسسة أن تحقق وفورات ضريبية من الإقتراض مما يعني عدم وجود أي أثر لهيكل رأس المال على قيمة المؤسسة وهذا ما يحمل في طياته معارضة صريحة للفكر التقليدي الذي يرى بوجود هيكل لرأس المال مثالي تكون عنده تكلفة الأموال عند أدنى حد لها و القيمة السوقية للمؤسسة عند أقصى حد لها .

غير أن مودجلياني و ميلر أسقط فرض السوق الكامل وجاء بدراسة أخرى لهذا الموضوع سنة 1963 مع إفتراض سوق غير كامل .حيث وضح الباحثان أنه بإدخال الضريبة على أرباح الشركات في هذا الموضوع فإن المؤسسة التي تستعمل القروض بجانب أموالها الخاصة يمكن أن تحقق وفورات ضريبية تسمح لها بزيادة قيمتها السوقية ، غير أن الإقتراض يترتب عليه زيادة في المخاطر المالية التي تتحملها المؤسسة و تسمى مثل هذه التكاليف بتكاليف الإفلاس كما يمكن للمؤسسة أن تتحمل أيضا من جراء الإقتراض تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة مثل هذه التكاليف من شأنها أن تخفض من الوفورات الضريبية و بالتالي نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال .

كما عاد ميلر سنة 1976 بدراسة أخرى تأخذ بعين الإعتبار الضريبة على دخل المستثمر ويرى أن المؤسسة قد لا تحقق وفرات ضريبية كبيرة من الإعتماد على الإقتراض في هيكل رأسمالها. كما ظهرت نظريات حديثة تحاول تفسير الأسس و العوامل التي تختار على أساسها المؤسسة مصادر التمويل حيث تشير الدراسات إلى أفضلية إصدار القروض على إصدار الأسهم العادية . ورغم كل البحوث التي أجريت و مازالت تجرى إلا أنه لا يوجد إجماع حول هذا الموضوع مما دفع ب مايرز Mayers 1984 بتسميته باللغز « structure puzzle » .

مما سبق تتضح إشكالية الموضوع و يمكن صياغتها كمايلي:

ما طبيعة اثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة؟

للإجابة على هذه الإشكالية يجب الإجابة على مجموعة من التساؤلات الفرعية وهي :

- ما هي مصادر التمويل المتاحة، و ما هو التمويل المباشر؟
  - ما هي تكلفة مصادر التمويل وتكلفة تمويل المؤسسة ؟
  - ما هي طرق تقدير قيمة المؤسسة ؟
  - هل توجد تشكيلة مثلى من الأموال الخاصة و القروض تعظم القيمة السوقية للمؤسسة، وإلى أي مدى يمكن الإعتماد على القروض في هذه التشكيلة ؟
- وللإجابة على الإشكالية و التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات و التي نراها أكثر الإجابات إحتمالا للإشكالية المطروحة و عليه فهي قابلة للإختبار و تتمثل في:
- قد يؤدي تعدد طرق تقييم المؤسسة إلى الحصول على مجموعة من القيم و ليس قيمة واحدة،

• قد تكون هناك علاقة بين نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة و قيمة المؤسسة .  
وتضطلع الدراسة إلى محاولة تحديد ما إذا كان للتمويل المباشر المكون لهيكل رأس المال أثر على القيمة السوقية للمؤسسة واختبار هذا الأثر على مؤسسة مسجلة في البورصة وبالتالي معرفة ما إذا كانت هناك توليفة مثلى للأموال الخاصة و القروض تعظم قيمة المؤسسة .

ومما سبق يمكننا تحديد أهداف الدراسة و المتمثلة في :

- التعريف بالتمويل المباشر أو التمويل بواسطة البورصة باعتباره مصدر مهم خاصة في اقتصاديات الدول المتطورة،
- الوقوف على النظريات المفسرة لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة ،
- التأكد من وجود أثر للتمويل المباشر على قيمة المؤسسة من خلال دراسة حالة لمؤسسة مسجلة في البورصة،
- تشجيع المؤسسات الجزائرية على ضرورة الإعتماد على البورصة و ما توفره من مصادر للتمويل،

- جذب إهتمام الباحثين إلى هذا الموضوع وضرورة إجراء بحوث أخرى في هذا المجال .  
وتتبع أهمية دراسة هذا الموضوع من الجوانب التالية:
- طبيعة الموضوع حيث تعتبر صياغة هيكل رأس المال الأمثل من أهم الموضوعات في نظرية التمويل إن لم نقل أهمها على الإطلاق ،
- تعتبر هذه الدراسة من بين الدراسات القليلة التي تحاول تحليل أثر التمويل المباشر على القيمة السوقية للمؤسسة فمعظم الدراسات تدرس أثر هيكل رأس المال بصفة عامة على قيمة المؤسسة،
- تقديم نموذج للمؤسسات الجزائرية حول صياغة هيكل رأس المال في المؤسسات العالمية .  
ومن الأسباب التي دفعتنا لدراسة هذا الموضوع هي محاولة معالجة مشكل صياغة هيكل رأس المال باعتباره من أهم المواضيع التي لم يتوصل إلى إجابة نهائية بشأنها .بالإضافة إلى محاولة لفت الإنتباه إلى التمويل بواسطة البورصة و تشجيع التعامل مع مثل هذه المؤسسات .كما لاننكر الميول الشخصية للباحث لمثل هذه المواضيع المالية مما يدفع بالباحث إلى الإخلاص في إنجاز مثل هذه البحوث .
- وتماشيا مع طبيعة الموضوع محل الدراسة، وحتى نتمكن من دراسة الإشكالية المطروحة والإجابة على تساؤلات البحث مع إثبات صحة أو نفي الفرضيات المعتمدة سنعتمد على مجموعة من الأساليب المنهجية المعروفة في العلوم الاجتماعية منها:
- المنهج التاريخي حيث سيتم تتبع تطور النظريات في تفسير أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة،
- المنهج الوصفي التحليلي حيث سنعتمد على هذا المنهج في تقديم المفاهيم النظرية المتعلقة بالموضوع و الأساليب و الطرق والنظريات التي تطرقت لهذا الموضوع وكذا تحليلها ،
- المنهج المقارن وسنعتمد على هذا المنهج سواء على المستوى النظري أو التطبيقي فعلى المستوى النظري استعمل هذا المنهج في المقارنة بين بعض مداخل طرق تقييم المؤسسة كما نجد هذا المنهج مستعمل في المقارنة بين الدراسات النظرية لتأثير التمويل المباشر على قيمة المؤسسة. أما على المستوى التطبيقي فتمت المقارنة بين نتائج الفترات الزمنية المختلفة للمؤسسة موضوع الدراسة، كما قارنا بين نتائج تقدير قيمة المؤسسة بالطرق المختلفة .  
بالإضافة الى إستعمال المنهج الإحصائي الذي تتطلبه الدراسة في جانبها التطبيقي لعرض و تحليل مختلف المعلومات وإختبار مصداقية النتائج.

ومن أجل الإحاطة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع إرتأينا تقسيم هذا البحث إلى قسمين أساسيين قسم نظري وآخر تطبيقي .

حيث قسم الجانب النظري إلى فصلين ; حيث يهدف الفصل الأول إلى جمع المفاهيم النظرية المتعلقة بهذا الموضوع و التي تمكن بعد استيعابها من مواصلة الخوض في البحث. حيث تما تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية يشكل كل مبحث منها ركيزة أساسية في الموضوع . وبدأنا الدراسة بتحديد وتحليل مصادر التمويل الطويلة الأجل المشكلة لهيكل رأس المال مع التركيز على التمويل المباشر باعتباره المصدر المشكل لهيكل رأس المال في دراستنا. أما في المبحث الثاني فقد تطرقنا إلى تكلفة التمويل باعتبارها أهم عوامل إختيار مصادر التمويل بالإضافة لكونها المعدل الذي تخصم به التدفقات النقدية المتوقعة والمحددة لقيمة المؤسسة، وفي المبحث الثالث تطرقنا إلى أهم الطرق والمداخل المعتمدة في تحديد قيمة المؤسسة .

أما الفصل الثاني فقد خصص لتحليل أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة ، حيث قسمنا تحليل هذا الأثر إلى ثلاث أقسام تتعكس في ثلاث مباحث. حيث جاء في المبحث الأول تحليل هذا الأثر في ظل افتراض سوق كامل، بعد ذلك خرجنا إلى عالم الواقع ودرسنا في المبحث الثاني هذا الموضوع في ظل افتراض سوق غير كامل، أما في المبحث الأخير فقد تطرقنا إلى أهم النظريات الحديثة المفسرة لهذا الأثر .

ويستكمل القسم النظري بقسم تطبيقي وقد وقع اختيارنا على مجمع «total» المسجل في بورصة باريس من أجل محاولة تطبيق ما توصلنا إليه من نتائج في الجانب النظري على هذا المجمع. ويمكن الإشارة هنا إلى أن اختيارنا وقع على مؤسسة أجنبية مسجلة في بورصة باريس لعدم توفر المعلومات والقوائم الضرورية لإجراء مثل هذه الدراسات على مستوى بورصة الجزائر . ويشمل هذا القسم على فصل واحد قسمناه إلى ثلاث مباحث أساسية ،حيث سنتطرق إلى التعريف بمجمع total من حيث الخلفية التاريخية للمجمع، تنظيم المجمع وكذا واقعه و آفاقه المستقبلية . ثم بعد ذلك نقوم بتقدير قيمة المجمع من خلال مجموعة من الطرق و المداخل ، وبعدها سنحاول إختيار أثر التمويل المباشر على قيمة المجمع من خلال دراسة علاقة الارتباط بين نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة و نسبة التغير التي تحدث في سعر السهم . وللوقوف على مدى مصداقية هذا الإرتباط قمنا باختبار مدى معنوية هذه العلاقة للوصول إلى مدى تأثير التمويل المباشر على قيمة المؤسسة .

ويرتكز البحث على مجموعة من المفاهيم الأساسية التي يجب توضيحها مند البداية وتدقيق مفهومها.حيث يجب توضيح أن الدراسة تركز على التمويل المباشر و بالتالي فدراسة هذا الموضوع تقوم على افتراض أن هيكل رأس المال يتكون فقط من مصادر التمويل المباشر أي من الأسهم و السندات. ولهذا سيأتي مصطلح هيكل رأس المال مرادفا لهيكل مصادر التمويل المباشر.

كما أن المؤسسات التي تعنى بموضوع الدراسة هي المؤسسات الكبيرة المسجلة في البورصة و التي لها الحق في إصدار أسهم وسندات تتداول في البورصة. كذلك بالنسبة لتحديد قيمة المؤسسة فنظرا إلى أن مثل هذه المؤسسات لديها أسهم وسندات متداولة في البورصة و يمكن الحصول على أسعارها في أي لحظة فسنعتمد على القيمة السوقية للمؤسسة. كما نشير إلى أهمية تكلفة التمويل في دراسة هذا الموضوع ويجب الإشارة إلى أن هناك مصطلحات مرادفة لمصطلح تكلفة التمويل مثل تكلفة الأموال و تكلفة رأس المال التي ستتكرر معنا في هذا الموضوع والتي تؤدي نفس المعنى .

**الفصل الأول:**

**خيارات التمويل الاستثماري و طرق  
تقييم المؤسسة**

## تمهيد

يمكن للمؤسسة الإعتماد في تمويل استثماراتها على قسمين رئيسيين لمصادر الأموال هما الأموال الخاصة و القروض اللذين يكونان في مجموعهما جانب الخصوم في الميزانية . وفي هذين القسمين الرئيسيين توجد وسائل متنوعة للتمويل و التي يمكن للمؤسسة استعمالها.

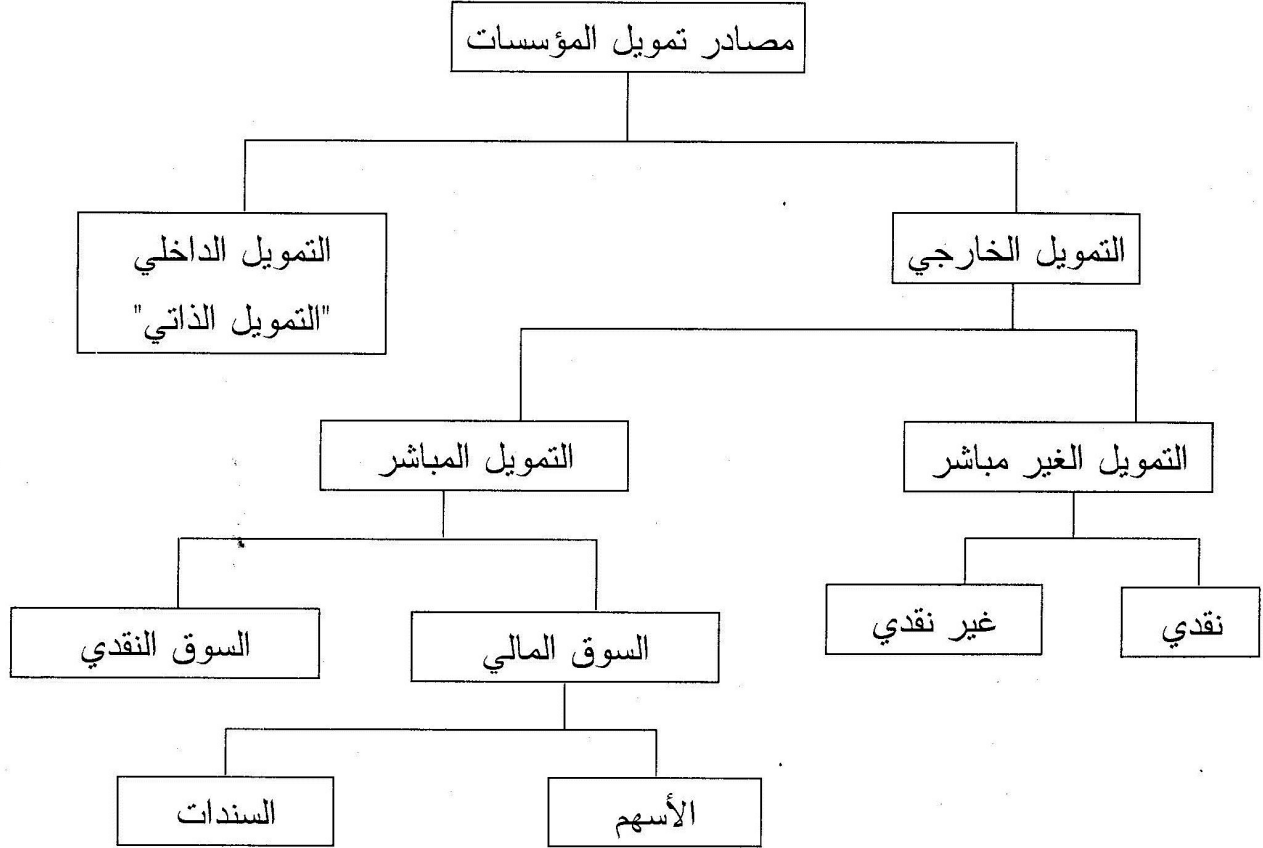
وهناك مجموعة من التقسيمات لمصادر التمويل تختلف مع اختلاف الهدف من التقسيم وكذا باختلاف الباحثين والكتاب . فهناك من يعتمد على التقسيم حسب معيار الملكية وبذلك يفق بين الأموال الخاصة و الديون, وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية و حديثة وذلك حسب ظهورها ومن خلال التطور الذي عرفته هذه المصادر. كما يمكن تقسيم مصادر التمويل من حيث منشأ الأموال إلى مصادر داخلية ذاتية ومصادر خارجية, وتمثل المصادر الداخلية في التمويل الذاتي أما المصادر مصادر الخارجية فتتقسم إلى التمويل المباشر و التمويل الغير مباشر.

ونرى أن ما يخدم موضوع الدراسة هو التقسيم الأخير بالإضافة إلى التقسيم حسب معيار الملكية . ولأن احد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي الاختيار التمويل الملائم, فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد و المخاطر ولن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها . وهنا تبرز أهمية تكلفة التمويل في المفاضلة و اختيار مصدر التمويل المناسب وكذا تحديد قيمة المؤسسة باعتبارها المعدل الذي تخصم به التدفقات النقدية المتوقعة المحددة لقيمة المؤسسة . وبهذا إذا كان لتشكيلة مصادر التمويل أن تؤثر على قيمة المؤسسة فلا بد أن يكون من خلال تأثيره على التدفقات النقدية أو تكلفة التمويل أو كلاهما لذلك يجب أن تكون تكلفة التمويل في أدنى مستوياتها . ويطرح تحديد قيمة المؤسسة مشاكل كبيرة في قياسها وهذا نظرا لتعدد مداخل القياس وبالتالي يجب اختيار المدخل المناسب وفقا لوضعية المؤسسة و الهدف من التقييم.

من خلال العناصر الثلاث المحددة لموضوع الدراسة تما تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث رئيسية. حيث نتناول في المبحث الأول خيارات التمويل الاستثماري, في حين يتناول المبحث الثاني تكلفة التمويل أما المبحث الثالث فيتطرق إلى طرق تقييم المؤسسة.

**المبحث الأول: مصادر تمويل إستثمارات المؤسسات الاقتصادية:**

ويقصد بمصادر التمويل التشكيلة التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل إستثماراتها، ويمكن تقسيم مصادر تمويل المؤسسة إلى مجموعتين، مصادر التمويل الذاتي من جهة، ومن جهة أخرى مصادر التمويل الخارجي. ويوضح المخطط البياني (1-1) تقسيم مصادر التمويل الذي جاء به « Gurely et shaw » التالي<sup>1</sup>:



وسنعمد على هذا التقسيم في عرض مصادر تمويل المؤسسات غير أننا سنقتصر فقط على المصادر المكونة لهيكل رأس المال، نعني بذلك مصادر التمويل الطويل الأجل حيث سنتطرق إليها وفق الترتيب التالي:

- التمويل الذاتي،
- التمويل المباشر،
- التمويل الغير مباشر.

**المطلب الأول: التمويل الذاتي**

يعتبر التمويل الذاتي مؤشراً جيداً لتقييم أداء إدارة المؤسسة، فهو يعبر عن مردودية العمليات السابقة للمؤسسة، كما يعكس قدرة المؤسسة على تمويل جزء من إحتياجاتها من أموالها الذاتية حيث

<sup>1</sup> - [www.ac-bordeaux.fr/Etablissement/sudMedoc/ses/2000/cadre\\_social.htm](http://www.ac-bordeaux.fr/Etablissement/sudMedoc/ses/2000/cadre_social.htm).

تشير الدراسات إلى أن مؤسسات البلدان النامية تمول ما بين 12% إلى 58% من مجموع إحتياجاتها التمويلية من مصادر ذاتية والباقي من مصادر خارجية، أما بلدان مجموعة السبعة الكبار G7 فتمول ما بين 52% إلى 100% من إحتياجاتها التمويلية من مصادر ذاتية، ومن هنا تبرز أهمية التمويل الذاتي كمصدر للتمويل .

### الفرع الأول: ماهية التمويل الذاتي

يتمثل التمويل الذاتي في عملية إعادة إستثمار أرباح المؤسسة، مما يسمح بضمان حرية كبيرة للمؤسسة في العمل بعيدا عن الضغوط والرقابة التي يمارسها الدائنون في كيفية تسيير هذه الأموال. ويعتبر التمويل الذاتي المصدر الوحيد المتولد من العمليات الإنتاجية للمؤسسة، ولهذا يمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه عبارة عن مجموع مصادر التمويل الداخلية التي خلقتها المؤسسة بنفسها وأعيد توظيفها بقصد زيادة طاقتها الإنتاجية، أو هو الفائض النقدي الناتج عن النشاط العادي للمؤسسة، والذي يستخدم من أجل تمويل النشاط المستقبلي.<sup>1</sup>

ويمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه " فائض الأرباح الناتج عن نشاط المؤسسة خلال سنة معينة، ويحتجز جزء من هذا الفائض ليبقى داخل المؤسسة بغرض تمويل توسعها. والتمويل الذاتي عبارة عن الأرباح المستتقات بعد إجراء التوزيعات على المساهمين بالإضافة إلى الأقساط المحتجزة لغرض الإهلاكات"<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه: "مقدرة المؤسسة على تغطية إحتياجاتها المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الإستثمارات الرأسمالية وكذا زيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمؤسسة، ويشمل التمويل الذاتي على الفائض النقدي المتولد من العمليات الجارية وكذلك ثمن بيع الأصول الثابتة ونستطيع القول أن مصادر التمويل الذاتي تتمثل في الأرباح المحتجزة، مخصصات الإهلاك والإحتياطيات"<sup>3</sup>

ويمكن القول بأن التمويل الذاتي هو عبارة عن قدرة المؤسسة على تمويل إستثماراتها المستقبلية وإحتياجاتها المالية من خلال قدرتها على توليد الأرباح من نشاطها. فبعد أن تجري المؤسسة التوزيعات على المساهمين يبقى جزء من الأرباح لغرض تمويل توسع المؤسسة بالإضافة إلى أقساط إهلاك الإستثمارات.

هذا ويمكن للمؤسسة أن تضمن توسعها وتطورها بالإعتماد فقط على التمويل الذاتي كمصدر للتمويل، مما يعني تقليص التوزيعات على المساهمين وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة. هذه الوضعية تلائم إدارة المؤسسة والمسيرين وفي نفس الوقت الدائنين، كما تلائم المساهمين بطريقة غير مباشرة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Capiez. A, *Eléments de gestion Financière*, 4<sup>ème</sup> éd, masson Paris, 1995, P :222.

<sup>2</sup> - Nguèna Jokung octave, *Mathématique et gestion Financière*, 1<sup>er</sup> édition, De Boeck. Bruxelles, 2004, P :421.

<sup>3</sup> - منير شاكر محمد- إسماعيل إسماعيل- عبد الناصر نور، *التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات"*، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر عمان، 2005، ص:289.

<sup>4</sup> - Vernimment. Pierre, *Finance d'entreprise*, 5<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2002, P:765 .

فاعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي كمصدر للتمويل سوف يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهم المساهمين نظرا لزيادة القيمة الدفترية للأسهم، وهذا الأمر يفضله المساهمون، بالإضافة إلى تعرضهم لضريبة أقل من أن توزع كافة أرباحهم، وبالتالي يفضل المساهمون الحصول على عوائدهم في شكل زيادة قيمة أسهمهم، مما يجعلهم يفضلون التمويل الذاتي.

كما أن ضمان المؤسسة توسعها بواسطة التمويل الذاتي فقط، يجعلها في غير حاجة إلى السوق المالي و البنوك وبهذا يربح المسيرين درجة إستقلالية أكبر، ولهذا يفضله المسيريون أيضا. كما يفضل الدائنين إعتقاد المؤسسة على التمويل الذاتي ذلك أن الإعتقاد على هذا المصدر في التمويل يخفض مخاطر القروض ويرفع قيمة هذه الأخيرة.

إن المغالاة في الإعتقاد على التمويل الذاتي كمصدر للتمويل يمكن أن يقود المؤسسة مع الوقت إلى إلغاء أي سياسة مالية أخرى. ذلك أنه ليس من الجيد للمؤسسة الإنقطاع عن السوق المالي، وبالتالي تخفيض حركية رأس المال بالإضافة إلى قيام المؤسسة باستثمارات في مجالات أقل مردودية. كما أن المؤسسة تخلق سوق داخلي لرأس المال مستقل عن السوق المالي، وفي هذا السوق معدلات المردودية تكون منخفضة والموارد غير مستغلة بالشكل الجيد.

لهذا جاء مبدأ آخر ينص على توزيع معظم الأرباح، والتخلي عن أموال المساهمين (الأرباح المحتجزة) عند الحاجة إلى تمويل الإستثمارات المعتبرة. لكن هذا المبدأ يصطدم باعتبارات واقعية (التكلفة الضريبية، مراقبة المساهمين للمؤسسة) تجعل من الصعب تطبيق هذا المبدأ<sup>1</sup>.

ومن هنا تبرز إشكالية التمويل الذاتي فالمغالاة في استعمال هذا المصدر في التمويل ينتج عنه سلبيات، كما أن التخلي عن هذا المصدر في التمويل أمر غير مرغوب فيه. لذلك على المؤسسة اعتماد سياسة الوسطية فلا تحتجز معظم الأرباح ولا توزعها كلها مع مراعاة الظروف التي تمر بها هذه المؤسسة.

ومن خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن التمويل الذاتي يعطي المؤسسة حرية الحركة وشبه إستقلال كلي عن المالكين والغير، وقد يؤثر ذلك على الربحية وذلك عن طريق تخفيض الفوائد الواجبة الدفع على الديون الخارجية. كما أن الإعتقاد على التمويل الذاتي كمصدر للتمويل يدعم المقدر الإقتراضية للمؤسسة عن طريق زيادة حقوق الملكية. وبالمقابل يؤدي الإعتقاد على التمويل الذاتي فقط إلى إبطاء التوسع مما يؤدي إلى عدم الإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة، كما قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام أموال التمويل الذاتي كإهتمامها بمصادر التمويل الخارجية مما يؤدي إلى إضعاف العائد المتحصل عليه. ونشير إلى أن هناك من يفرق بين التمويل الذاتي الصافي والتمويل الذاتي الخام، حيث يحسب التمويل الذاتي الصافي على أساس الأرباح المحتجزة فقط، دونما اعتبار لأقساط الإهلاك والمخصصات ذات الطابع الإحتياطي التي تؤخذ بعين الإعتبار أثناء حساب التمويل

<sup>1</sup> -Ibid. P :765.

الذاتي الخام، ويمكن القول أن التمويل الذاتي يتكون أساسا من الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك<sup>1</sup>.

### أولا: الأرباح المحتجزة

تعتمد المؤسسات في تمويل جزء لا يستهان به من إحتياجاتها المالية على الأرباح المحتجزة، والتي تمثل جزءا هاما من مصادر التمويل الذاتية التي أنشأتها المؤسسة بنفسها. والأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت، غير أن المؤسسة قررت إحتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف إستخدامها في تمويل إستثمارات مستقبلية.<sup>2</sup>

كما تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا ذو أهمية كبيرة خاصة في الشركات الناجحة، ويقصد بذلك تلبية إحتياجات الشركة من السيولة من خلال الأرباح الغير موزعة -الأرباح المحتجزة- وهي ناتجة عن الأرباح تحققت الشركة من عملياتها الجارية ولم تقم بتوزيعها.<sup>3</sup>

كما أن الأرباح المحتجزة عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها - في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة- ولم يدفع في شكل توزيعات وتظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية.<sup>4</sup>

من خلال ما سبق يمكن القول أن الأرباح المحتجزة هي عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم تقم بتوزيعها على حملة الأسهم بغرض إستخدامها في تمويل مشاريع مستقبلية. وتعتبر الأرباح المحتجزة أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي للشركة، فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين قد تقوم الشركة بتجنيب جزء من الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم "إحتياطي" بغرض تحقيق هدف معين، مثل احتياطي سداد القروض، أو إحلال وتجديد الآلات والمعدات ومباني جديدة أو إحتياطي عام.

كما أن الغاية من إقتطاع هذه الأرباح هي مواجهة الطوارئ والتوسيع أو توزيعها على المساهمين في الحالات التي لا تحقق الشركة أرباح كافية للتوزيعات وخاصة إذا ما اتبعت الشركة سياسة الثبات في التوزيعات. ومن هذا المنظور تمثل هذه الأموال جزءا من حقوق الملكية تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية إذا ارتفعت، بمعنى أن العلاقة التي تربط بين هذه الأموال والقيمة الدفترية علاقة إيجابية لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.

وتخضع الشركات لتشريعات قانونية خاصة بتوزيع الأرباح السنوية، حيث تفرض هذه التشريعات والقواعد القانونية على المؤسسة القيام باقتطاع بعض الإحتياطيات مثل: الإحتياطي القانوني، وهو الإحتياطي المنصوص عليه في المادة: 721 من القانون التجاري والتي جاء فيها: «في الشركات ذات المسؤولية المحدودة والشركات المساهمة يفتتق من الأرباح سندات نصف العشر على الأقل

<sup>1</sup> - منير شاكر محمد- إسماعيل إسماعيل- عبد الناصر نور، مرجع سبق ذكره، ص:219- 292 .

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، نشأة المعارف: الإسكندرية، 1998، ص:82.

<sup>3</sup> - عبد المنعم السيد علي - نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص:178-179.

<sup>4</sup> - سمير محمد عبد العزيز، التمويل والإصلاح ظل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص:55.

وتطرح منها عند الإقتضاء الخسائر السابقة، ويخصص هذا الإقتطاع لتكوين مال احتياطي يدعى "إحتياطي قانوني" وذلك تحت طائلة بطلان كل مداولة مخالفة. ويصبح إقتطاع هذا الجزء غير إلزامي إذ بلغ الإحتياطي عشر رأس المال»<sup>1</sup>.

هذه القاعدة ناتجة عن هدف تقوية الأموال الخاصة والتي ينتج عنها زيادة الضمانات للدائنين. كما قد ينص النظام الأساسي للشركة أو قرارات الجمعية العمومية أو مجلس إدارة الشركة على إستبقاء جزء من الأرباح وتسمى هذه الإحتياطات " الإحتياطات النظامية أو التعاقدية". ويسمى ذلك الجزء من رأس المال المتراكم من أرباح الشركة خلال السنوات السابقة بـ "رأس المال الإحتياطي" الذي تحفظ به الشركة لمواجهة الخسائر المحتملة أو لضمان أرباح للمساهمين بصورة مستقرة، أو لزيادة رأس المال وتدعيم مركزها المالي.<sup>2</sup>

ومن المبررات التي تدفع المؤسسة إلى احتجاز الأرباح كون بعض المؤسسات تتعرض أنشطتها لتقلبات موسمية أو أخطار مختلفة مما يوجب حجز جزء من الأرباح وعدم توزيعها. وقد تضع الشركة برنامجا تهدف منه إلى تخفيض ديونها والإعتماد على مصادرها الذاتية في التمويل وهي بذلك تتجنب مخاطر الإستدانة الخارجية. وسبب آخر يلزم الشركة بحجز الأرباح هو أن الشركة قد تكون ناجحة وتنمو بسرعة وتحقق أرباح عالية مما يستدعي إعادة إستثمار هذه الأموال المقطعة ذلك أن النمو المستمر وملاحقة التطور من جانب الشركة يستدعي منها توفير المال الكافي للإستثمار.

ويمكن أن تحقق المؤسسة عدة مزايا من الإعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل حيث أن الأرباح المحتجزة أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى، إلا أنه من منظور علمي قد تكون تكلفتها أعلى من غيرها وهي بذلك مساوية لتكلفة الفرصة البديلة لإستثمار تلك الأموال في مجالات أخرى. كما أن الحصول على هذا المصدر من التمويل لا يحتاج لضمانات أو رهن أصول الشركة، وأن الحصول عليها لا يحتاج إلى الإجراءات أو المعاملات التي تحتاج إليها مصادر التمويل الأخرى، بالإضافة إلى أن الأرباح المحتجزة ليست إلتزام ينبغي تسديده في وقت معين.<sup>3</sup>

#### ثانيا: مخصصات الإهتلاكات:

تمثل الإقتطاعات الموجهة لغرض تكوين مخصصات إهتلاك الإستثمارات جزءا هاما من التمويل الذاتي للمؤسسة، بالإضافة إلى الأرباح الغير موزعة على المساهمين. ويمكن تعريف الإهتلاك وفق ما جاء به المخطط الوطني المحاسبي كالتالي: "الإهتلاك هو إثبات نقص قيمة الإستثمارات التي تسمح بإعادة تمويل الإستثمارات، إذن الإهتلاك يسمح للمؤسسة بإعادة تجديد إستثماراتها".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - المادة: 721 من الأمر رقم 75-59 مؤرخ في 20 رمضان عام 1395 هـ الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 .

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 55.

<sup>3</sup> - عبد المنعم السيد علي - نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 179-180.

<sup>4</sup> - بوعقوب عبد الكريم، أصول المحاسبة العامة (وفق المخطط المحاسبي الوطني)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص: 256.

كما يمكن تعريف الإهلاك بأنه هو: "النقص التدريجي الذي يطرأ على الأصول الثابتة بسبب إستخدامها في الإنتاج أو إنقضاء الزمن والقدم، ويجب أن يدرج الإهلاك ضمن تكاليف الإنتاج حتى تحصل المؤسسة في نهاية العام على صافي الأرباح الحقيقية ذلك لأن ما يفقده الأصل الثابت عند الإستعمال إنما هو عنصر من العناصر الضرورية للإنتاج".

وقد عرف معهد المحاسبين القانونيين بانجلترا "ويلف" الإهلاك فذكر أنه: "هو ذلك الجزء من تكلفة الأصل الثابت بالنسبة لمالكه الذي لا يمكن إسترداده عندما يفنى الأصل ويستغني عن خدماته. والمخصص الذي يعمل لمقابلة هذه الخسارة الرأسمالية هو جزء مكمل لتكاليف المؤسسة خلال الحياة الإنتاجية للأصل ولا يتوقف على قيمة الربح المحقق".

كما عرف النظام المحاسبي الموحد الإهلاك بأنه: "توزيع تكلفة الأصل القابل للإهلاك على مدة عمره الإنتاجي بطريقة متناسبة"<sup>1</sup>

ويمكن تعريف الإهلاك أيضا بأنه: "تلك الحصص من تكاليف الإستثمارات والتي تخضع للضريبة، والموجهة لتعويض الهلاك المتتالي للإستثمارات نتيجة النشاط الإنتاجي للمؤسسة"<sup>2</sup>. نلاحظ أن كل التعاريف السابقة تركز على التقادم المادي للإستثمارات وتهمل بذلك التقادم التكنولوجي، والذي لا يؤخذ بعين الإعتبار عند حساب أقساط الإهلاكات. ويمكن القول بأن الإهلاك هو ذلك النقص في أصول المؤسسة نتيجة الإستعمال في العملية الإنتاجية، يتم تحميل قيمة النقص في هذه الأصول على إيرادات المؤسسة، مما يسمح لهذه الأخيرة بتجديد استثماراتها عند نهاية مدة حياة الأصل.

ويجب الأخذ بعين الإعتبار جملة من العوامل عند تحديد قيمة الإهلاك من بينها:

- تكلفة الأصل أي ثمن شراء الأصل بالإضافة إلى جميع المصروفات التي أنفقت في سبيل الحصول عليه ونقل ملكيته إلى المؤسسة وإعداده للإنتاج.
- عمر الأصل أو الحياة الإنتاجية للأصل والمقصود هنا المدة التي بعد انقضاءها تصبح الآلة غير قادرة على العمل والإنتاج.
- القيمة الباقية في نهاية الحياة الإنتاجية للأصل، وقد لا يبقى هناك قيمة لبعض الأصول كما هو الحال بالنسبة لحق الإختراع، غير أنه يتخلف عن الأصول الأخرى بقايا يمكن بيعها كما هو الحال بالنسبة للآلات والمعدات وغيرها.

ومن الأسباب التي تدعو إلى حساب مخصصات الإهلاك نذكر:

- إظهار عناصر تكاليف الإنتاج والأرباح على حقيقتها إذ يجب أن يتحمل هذا الربح بمقدار الخسارة التي تحقق نتيجة إهلاك الأصل الثابت أثناء حياته الإنتاجية عند تحديد تكلفة الإنتاج وتحديد صافي الربح تحديدا سليما.

<sup>1</sup> - خيرت ضيف، في أصول المحاسبة، دار النهضة العربية، بيروت 1981، ص: 571.

<sup>2</sup> - Forget Jack, *Dynamique de l'amortissement*, Editions d'organisation, Paris, 2005, P :10.

- إظهار الأصول الثابتة بقيمتها الحقيقية في الميزانية، فحساب الإهلاك يؤدي إلى إثبات النقص الذي طرأ على قيمة الأصول في نهاية السنة المالية، حتى تصور الميزانية القيمة الحقيقية للأصول الثابتة التي تملكها المؤسسة.

- ينبغي على المؤسسة أن تحتجز من أرباحها السنوية جزءا لمقابلة قيمة النقص في الأصول الثابتة حتى يمكن لها أن تدخر من المال ما تستخدمه في شراء أصول ثابتة جديدة تحل محل الأصول الثابتة القديمة، وبهذا يمكن المحافظة على رأس مال المؤسسة<sup>1</sup>.

إن السبب الأخير هو الذي يجعل من مخصصات الإهلاكات مصدرا للتمويل يسمح للمؤسسة بتجديد إستثماراتها عند نهاية مدة حياتها، وبهذا تعتبر مخصصات الإهلاكات مصدرا للتمويل الذاتي للمؤسسة الناجحة، والذي تخلقه من خلال نشاطها ويعطي لإدارة المؤسسة إستقلالية أكبر في إتخاذ القرارات.

و هناك العديد من الطرق لتحديد قسط الإهلاك منها طريقة القسط الثابت وهو النظام المطبق في الجزائر، طريقة القسط المتناقص، طريقة مجموعة أرقام سنوات الإستخدام وغيرها من الطرق. كل طريقة لها إيجابيتها وسلبياتها ، وكل طريقة لها أثرها على الربح بعد الضريبة للمؤسسة.

#### الفرع الثاني: السياسات المؤثرة على التمويل الذاتي:

بما أن التمويل الذاتي يتكون أساسا من الأرباح المحتجزة وأقساط الإهلاك فإنه يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي لها دور كبير في تحديد نسبة الأرباح المحتجزة من الأرباح الإجمالية، كما أن التمويل الذاتي يتأثر بالسياسة المحددة لأقساط الإهلاك.

#### أولا: أثر سياسة توزيع الأرباح على التمويل الذاتي:

إن أحد الأهداف الرئيسية لمعظم المؤسسات الإقتصادية هو تحقيق الربح، ولذا فتمتى تكونت المؤسسة وقامت بنشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباح. وهذه الأرباح يمكن الإحتفاظ بها في المؤسسة لإعادة إستثمارها بغرض النمو والتوسع، أو توزيعها على المساهمين ملاك المؤسسة، كما يمكن أيضا الإحتفاظ بجزء منها داخل المؤسسة وتوزيع الباقي على المساهمين.

وإن كان هدف التوسع والنمو من الأشياء المرغوب فيها، فتوزيع الأرباح يعتبر أيضا من الأشياء المرغوب فيها أي أن لسياسة توزيع الأرباح هدفين كلاهما مرغوب فيه. ومن هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح باعتبارها السياسة التي تحدد مصير الأرباح التي تحققها المؤسسة، فتحدد مقدار التوزيعات على الملاك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها للمشروع. والواقع أن إجراء توزيعات الأرباح وزيادة معدل هذه التوزيعات يعني إنخفاض الأرباح المحتجزة وبتبع ذلك انخفاض أو بطء في معدل نمو هذه الأرباح مستقبلا.

ومسألة التصرف في الأرباح ترجع للجمعية العمومية للمساهمين باعتبار أن من مسؤولياتها إعتقاد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة، وعند تخطيط سياسة توزيع الأرباح يجب

<sup>1</sup> - خيرت ضيف، مرجع سبق ذكره، ص: 573 - 574.

على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى صالح المؤسسة نفسها وتقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الاسهم مع الأخذ بعين الإعتبار أن السياسة التي تقوم بتخطيطها لا تخالف القوانين والتشريعات<sup>1</sup>.

إن السياسة التي توفق بين العناصر الثلاثة تمثل السياسة المثلى لتوزيع الأرباح، هذه الأخيرة هي التي تعظم ثروة الملاك. وتتحدد هذه السياسة من خلال المقارنة بين الإستثمارات المتاحة للمؤسسة وبين الفرصة المتاحة للملاك خارج المؤسسة لإعادة إستثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المؤسسة<sup>2</sup>.

فإذا كان العائد على إستثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المؤسسة يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه بإستثمار ما يحصل عليه من توزيعات، نجد أن المستثمر يفضل قيام المؤسسة بحجز هذه الأرباح وإعادة إستثمارها بدلا من توزيعها. وهذه الحالة تفترض أن المؤسسة لديها فرص إستثمارية مربحة وعادة ما توصف هذه المؤسسات بأنها ذات معدل نمو متزايد أي مؤسسات ذات مردودية.

أما إذا كانت المؤسسة تعاني من بعض الصعوبات أو مشاكل ومعدل نموها يسير نحو التدهور فهذا يعني أن المؤسسة لديها فرص إستثمارية مربحة ومن تم نجد أن معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر بنفسه من إعادة إستثمار ما يحصل عليه من توزيعات يفوق العائد الذي تحققه له المؤسسة. وحتى يتحقق هدف تعظيم ثروة الملاك فإنه من الأفضل في هذه الحالة أن يتم توزيع كل الأرباح أي نسبة التوزيعات تمثل 100%<sup>3</sup>.

ومن هنا نلاحظ أن سياسة توزيع الأرباح محددة بالنسبة للتوزيعات من جهة والأرباح المحتجزة من جهة أخرى، فالنسبة المتبقية من التوزيعات عبارة عن الأرباح المحتجزة التي تسعى المؤسسة لإعادة إستثمارها.

#### الفرع الثاني: أثر سياسة الإهلاك على التمويل الذاتي:

تفرض الإلتزامات القانونية والضريبية على المؤسسة تسجيل إهلاك الإستثمارات ضمن التكاليف في جدول حسابات النتائج، غير أن الإهلاك لا يعد إستخداما للأموال بل احتجاز لجزء من الدخل سنويا حتى إذا ما انتهى العمر الإفتراضي للأصل يكون قد تجمع لدى المؤسسة قدرا من الأموال يكفي لإحلال ذلك الأصل بأصل آخر جديد. وكما هو معلوم فإن تسجيل الإهلاك ضمن التكاليف سيؤدي إلى تخفيض نتيجة المؤسسة، غير أن تسجيل هذه التكاليف التي لا ينجم عنها تدفقات مالية خارجية يسمح بالإحتفاظ بمبالغ مالية غير موزعة من أجل إعادة استثمارها في المستقبل هذا من جهة، ومن جهة أخرى تسمح هذه التكاليف بتحقيق وفر ضريبي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي- إبراهيم إسماعيل السلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص:315-316.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص:502.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص:503.

<sup>4</sup> - Chambost. Isabelle, Cuyanbère. Thierry, *Gestion Financière*, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2004, P :3 .

إن تسجيل الإهلاك ضمن التكاليف يجعل صافي الربح الذي يظهر في جدول حسابات النتائج لا يمثل صافي التدفق النقدي المتولد عن العمليات، إذ ينبغي أن تضاف إليه الأموال المحتجزة لأغراض الإهلاك، وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{صافي التدفق النقدي} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{القسط السنوي للإهلاك.}$$

من خلال المعادلة نلاحظ أن الإهلاك يوفر مورد ذاتي عبر حياة الأصل، يكفي لإحلاله عندما ينتهي عمره الافتراضي، وبناء عليه فإن الأموال المتاحة للمؤسسة تتمثل في قيمة الأرباح المتولدة مضافاً إليها الأموال المحتجزة لأغراض الإهلاك.<sup>1</sup>

ويمكن زيادة الأموال المتولدة عن العمليات، إذا ما زاد قسط الإهلاك، غير أن ما يجب ملاحظته هو أن الزيادة في الأموال المتولدة عن العمليات المصاحبة لزيادة قسط الإهلاك لا ترجع إلى الإهلاك نفسه بل ترجع إلى الوفرات الضريبية التي نجمت عن زيادة ذلك القسط.

وترجع تلك الوفرات إلى مبدأ مالي يقضي بأن أي مصروف يتضمنه جدول حسابات النتائج، يتولد عنه وفرة ضريبية تقدر بقيمة ذلك المصروف مضروباً في معدل الضريبة الذي تخضع له أرباح المؤسسة وهو ما توضحه المعادلة التالي:

$$\text{الوفرات الضريبية} = \text{قيمة المصروف} \times \text{معدل الضريبة}$$

ويضاف قسط الإهلاك بالكامل إلى صافي الربح بعد الضريبة لأنه بعد أن يخصم قسط الإهلاك من الإيرادات لغرض حساب الضريبة، يجب إضافته للأرباح المتولدة عن العمليات، للوصول إلى صافي التدفق النقدي، فالإهلاك لا يمثل تدفق نقدي فعلي إذ لم يحرر أحد شيك بقيمة ذلك القسط.<sup>2</sup> وتؤثر طرق تحديد أقساط الإهلاك المذكورة سابقاً على أرباح المؤسسة، لذلك يجب على المؤسسة تحديد الطريقة المناسبة لإهلاك إستثماراتها، ويتم إعتماد الطريقة المناسبة بناءً على مجموعة من المعطيات أهمها الأثر الضريبي وهو ما تم شرحه سابقاً، بالإضافة إلى التضخم النقدي والتقدم التكنولوجي.

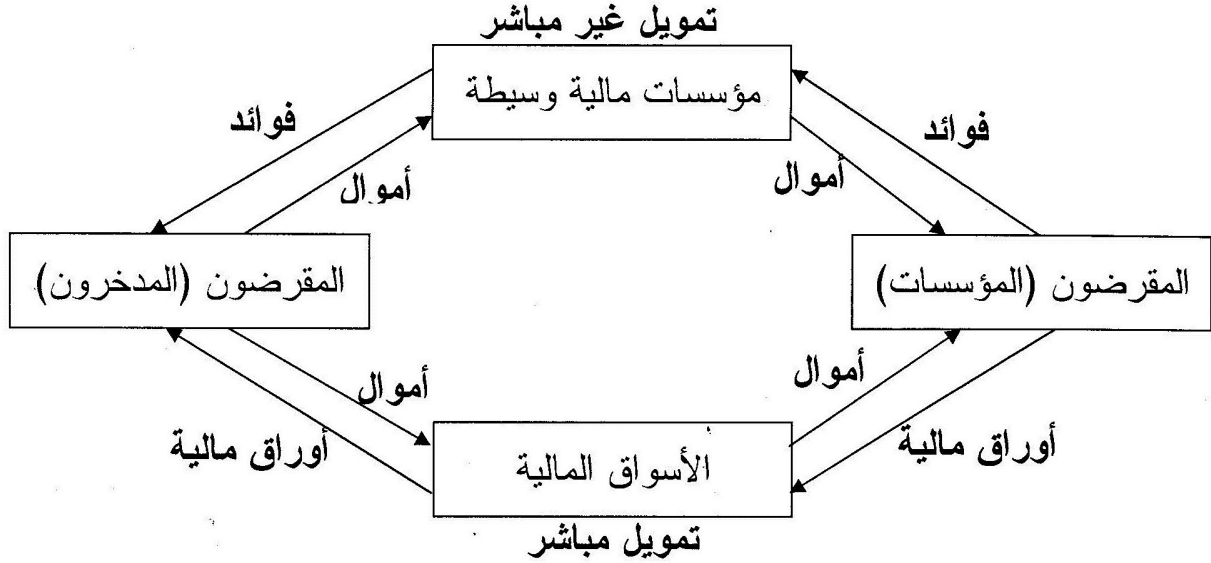
ففي فترات التضخم تلجأ المؤسسة إلى إختيار طريقة القسط المتناقص، وهذا من أجل استرجاع قيمة الأصل في أقصر وقت ممكن وتجنب خطر التضخم، غير أنه تبرز هنا أهمية إعادة تقييم الإستثمارات وذلك بتطبيق أقساط الإهلاك على أساس القيمة الحقيقية لا الدفترية. كما أن القطاعات التي تتميز باعتماد تكنولوجيا سريعة التقدم يجب عليها إعتماد الطريقة التي تمكنها من استرجاع قيمة أصولها في أقصر وقت ممكن.

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص:38-39.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص:39-43.

المطلب الثاني: التمويل المباشر:

عموما، فإن التمويل الذاتي لا يكفي لوحده لتغطية الإحتياجات المالية للمؤسسة، مما يضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي سواء التمويل المباشر أو التمويل الغير مباشر ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:



الشكل (1-2): يوضح طرق تدفق<sup>1</sup>

المصدر: عبد النافع الزرري- غازي فرح، مرجع سبق ذكره ، ص:155.

يشير الشكل (1-2) إلى وجود طريقتين لتدفق الأموال إلى المؤسسات، الأولى من خلال المؤسسات المالية الوسيطة وهو تمويل غير مباشر، كالتمويل عن طريق البنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية الوسيطة. أما الطريق الثاني فهو التمويل المباشر من خلال أسواق الأوراق المالية، حيث تحصل المؤسسات على الأموال دون وساطة المؤسسات النقدية وعن طريق إصدار أوراق مالية. وتقوم المؤسسات بإصدار نوعين من الأوراق المالية وهي الأسهم التي تدخل ضمن الأموال الخاصة، وكذا السندات التي تدخل ضمن القروض، وفيما يلي سنتطرق لمصادر التمويل المباشر على النحو التالي:

- التمويل بواسطة الأسهم،
- التمويل بواسطة القرض السندي.

الفرع الأول: التمويل بواسطة الأسهم:

يندرج التمويل بواسطة الأسهم في إطار التمويل بالأموال الخاصة، حيث يكون هذا النوع من التمويل مع التمويل الذاتي مجموع مصادر الأموال الخاصة، غير أن الفرق بينهما يتمثل في أن التمويل الذاتي هو عبارة عن الأموال الناتجة عن قدرة المؤسسة على خلق الأرباح أي من داخل المؤسسة، بينما التمويل بواسطة الأسهم هو عبارة عن أموال ذات مصدر خارجي. وبشكل عام يدخل

<sup>1</sup> - عبد النافع الزرري- غازي فرح، مرجع سبق ذكره ، ص:155.

التمويل بواسطة الأسهم ضمن ما يعرف بزيادة رأس المال عن طريق طرح الأسهم للإكتتاب وبالتالي زيادة الأموال الخاصة على حساب القروض. وسنتطرق هنا إلى قسمين أساسيين هما التمويل بواسطة الأسهم العادية، والتمويل بواسطة الأسهم الممتازة، وسنتطرق كذلك إلى مفهوم هذين النوعين من الأسهم والخصائص التي يتميز بها كل نوع بالإضافة إلى مختلف أنواع هذه الأسهم.

#### أولاً: التمويل بواسطة الأسهم العادية:

تعتمد شركات المساهمة اعتماداً يكاد يكون تاماً على الأسهم العادية في تمويلها الدائم، وخصوصاً عند بدء تكوين الشركة، حيث يتم تقسيم رأس مال الشركة إلى حصص مالية تشكل في مجموعها رأس مالها.

#### I- ماهية الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية أهم جزء من حقوق الملكية في رأس مال الشركة، وكذا طريق مباشر لحصول الشركة على التمويل الذي تحتاجه من السوق المالي.

#### 1- مفهوم الأسهم العادية:

السهم العادي هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة. وتعتبر هذه الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة، وعادة ما تصدر الأسهم العادية بقيم متساوية.<sup>1</sup>

والسهم العادي هو سند مساهمة في رأس المال لمؤسسة، يسمى حامله بالمساهم كما أنه قابل للتداول، ويعطي السهم العادي الحق لحامله في الحصول على الأرباح، بالإضافة إلى الحق في أصول المؤسسة، كما له الحق في إدارة المؤسسة.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها صكوك ملكية، تمثل حصة في رأس مال الشركة، حامل هذا الصك يسمى بالمساهم والذي يمتلك حق التصويت في الجمعية العمومية ومراقبة إدارة الشركة، كما يملك أيضاً الحق في الأرباح الموزعة وكذا الحق في الإكتتاب، بالإضافة إلى الحق في جزء من أصول الشركة في حالة الإفلاس.<sup>3</sup>

ويحدد عقد الشركة الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية، وكذا قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات، وتتمثل هذه الحقوق في:<sup>4</sup>

- **حق التصويت:** يصوت المساهمون على إدارة الشركة ويقررون الحسابات السنوية، توزيع الأرباح، بالإضافة إلى التصويت على تعديل عقد الشركة وقرارات رفع رأس المال أو إصدار السندات.

<sup>1</sup> - محمد مطر - فايز يتم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2005، ص:77.

<sup>2</sup> - Bellalah .Mondher, *Gestion de Portefeuille*, Pearson Edition, Paris, 2004, P :07.

<sup>3</sup> - Hervé. Juvin, *Les Marché Financières*, Editions d'organisation , Paris, 2004,p : 145.

<sup>4</sup> - Nguéna. Octave. Jokung, op.cit, P-P :233-234 .

- **حق المعلومة:** بعدما تعد الإدارة الميزانية وجدول حسابات النتائج والتقديرات، يجب إيصال هذه المستندات إلى المساهمين ما يسمح لهم بالتصويت بناء على ما يحصلون عليه من معلومات في الجمعية العمومية.
- **الحق في التوزيعات:** هذا الحق ينشأ في نهاية كل سنة مالية عند حساب النتيجة، و يحصل المساهمون على حصة من الأرباح في شكل توزيعات.
- **الحق على الأصول:** المساهمون هم المالكون للمؤسسة، حيث يملك كل مساهم جزء من المؤسسة أي جزء من أصول المؤسسة (مباني، آلات،...)، وبالتالي مخاطر المساهم محدودة بحصته من الأسهم.
- بالإضافة إلى حق الأفضلية في شراء الأسهم الجديدة التي يمكن أن تطرحها المؤسسة، ما يمكن المساهمين القدامى من إستمرارية سيطرتهم على إدارة الشركة<sup>1</sup>. وعندما تقرر المؤسسة أن تصدر أسهم تقوم بإعلان للاكتتاب العام، وبذلك تلجأ إلى مؤسسات مالية متخصصة مثل بنوك الإستثمار، أو البورصة لتسويق هذه الصكوك<sup>2</sup>.
- ويعطي القانون الحق للشركة في منح نوعين من التوزيعات للأسهم العادية، حيث يمكن أن يحصل حمله الأسهم على توزيعات في شكل سيولة، ونوع آخر من الأسهم يحصل حملتها على نفس التوزيعات في شكل أسهم<sup>3</sup>.
- وفي حالة التصفية فإن أصحاب الأسهم العادية هم آخر من يحصل على أموالهم، ولهم الأولوية الدنيا في طلب العوائد باعتبارهم ملاك المؤسسة حيث يسبقهم في طلب العوائد حاملي السندات ومختلف الدائنين بالإضافة إلى أصحاب الأسهم الممتازة.
- و يمكن القول أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى زيادة القدرة الإقتراضية للشركة في المستقبل وذلك نتيجة لزيادة نسبة الملكية إلى الإقتراض، بالإضافة إلى أن فشل الشركة في إجراء التوزيعات على حملة هذه الأسهم لا يؤدي إلى إفلاس الشركة، غير أن هذا المصدر يتميز بارتفاع التكلفة، لأن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم يكون مرتفعا نظرا لكبر حجم المخاطر التي يتعرض لها المساهم هذا بالإضافة إلى أن العائد المدفوع للمساهم لا يترتب عليه أي وفر ضريبي لأنه لا يعتبر من بين التكاليف التشغيلية<sup>4</sup>.

## 2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص وتتمثل في:

- 1-2- **طبيعة السهم العادي:** يمثل السهم العادي حق ملكية حيث يكون المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

<sup>1</sup> - عبد النافع الزردي- غازي فرح، مرجع سبق ذكره ، ص:155.

<sup>2</sup> - Bellalah. Mondher ,OP.cit, P :07.

<sup>3</sup> Damodaran Aswath, *Finance d'entreprise :théorie et pratique*, traduction sous la direction de :Hirigoyen.gerard, 1<sup>er</sup> édition, De boeck, Bruxelles, 2004, P :657.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2001، ص498 .

2-2- قيمة السهم العادي: ويمكن التمييز هنا بين:

أ- القيمة الإسمية: وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، التي ينص عليها عقد تأسيس الشركة، ويجب أن تكون هذه القيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة، والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر بحق الملكية.<sup>1</sup>

ب- القيمة الدفترية: هي عبارة عن حصة السهم العادي من صافي موجودات الشركة، وتحسب هذه القيمة كما يلي:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{مجموع الموجودات} - \text{مجموع المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة}}$$

أو:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{رأس المال المدفوع} - \text{الأرباح المحتجزة}}{\text{عدد الأسهم العادية القائمة}}$$

تعتبر هذه القيمة من مؤشرات سوق الأوراق المالية المهمة، فهي تمثل مؤشرا للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم في السوق، كما أنها تؤثر إلى قدرة الشركة على تحقيق العوائد لحملة الأسهم.<sup>3</sup>

ج- القيمة السوقية: وهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الإقتصادية والسياسية والإجتماعية المحيطة، هذا مع الأخذ بعين الإعتبار واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، بالإضافة إلى الدور الذي تمارسه إدارة السوق المالي في تكريس الإستقرار وتجاوز الإختناقات ونشر المعلومات.<sup>4</sup> ومن الأحسن أن تكون القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية، فالعكس يعني أن المؤسسة تعاني من صعوبات ومشاكل مالية.

2-3- قابلية التداول: توفر هذه الخاصية مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عن السهم بالطرق التجارية. وإن كانت هذه الخاصية توفر إستثناءا في بعض الأوراق المالية الأخرى، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة، وبالتالي فإن السهم العادي قابل للتحويل إلى سيولة في أي لحظة.<sup>5</sup>

2-4- الإستحقاق: ليس للسهم العادي تاريخ إستحقاق كونه يمثل حق ملكية حقيقية ما دام أن المنشآت قائمة على أساس مبدأ الإستمرارية. والملكية الحقيقية تتمثل في ملكية المساهم لأصول المؤسسة حسب عدد الأسهم ونصيبه في الأرباح وتحمله لإلتزامات تجاه الغير.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، الطبعة الأولى، درا الميسرة، عمان، 2004، ص: 37.

<sup>2</sup> - عبد النافع الزردي- غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص: 157.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

<sup>4</sup> - هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، 2003، ص: 96.

<sup>5</sup> - محمد مطر- فايز يتم، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

5-2- **عائد السهم العادي:** يحصل السهم العادي على عائد متذبذب وغير ثابت، ففي حالة تحقيق المؤسسة لأرباح يتحصل حامل السهم على جزء منها إذا تقرر توزيعها، أما إذا تقرر عكس ذلك أو حققت المؤسسة خسارة فلا يحصل على شيء، بالإضافة إلى حصول حامل السهم على عائد رأسمالي عند بيعه.<sup>1</sup>

6-2- **الحق في الانتخاب:** يملك أصحاب الأسهم العادية حق المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية وينفرد هؤلاء بعضوية المجلس العمومي، كما يحق لهم (على الأقل نظرياً) مراقبة العمليات الجارية.

7-2- **أولوية الإكتتاب:** يملك أصحاب الأسهم العادية حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للإكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقاً من أسهم.<sup>2</sup>

**II- أنواع الأسهم العادية:**

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت في السنوات الأخيرة أنواعاً جديدة من الأسهم العادية وهي:

1- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:**

حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام المؤسسة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في المنشأة.<sup>3</sup>

وقد لجأت إلى هذا النوع من الأسهم شركة جنرال موتورز وأصدرت أسهم ذات الفئة E وربطتها بقسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، وأسهم ذات الفئة H وربطتها بقسم إنتاج أجزاء الطائرات. من مخاطر هذه الأسهم أنها قد تحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.<sup>4</sup>

2- **الأسهم العادية ذات الأرباح المخصومة من الربح الخاضع للضريبة:**

الأرباح الموزعة لهذه الأسهم تستقطع من الربح قبل الضريبة، أي أنها تمثل عبأ على إيرادات المؤسسة وتخفف الأرباح وبالتالي تخفف مخصص الضريبة، هذه الأسهم تخصص للعاملين في المؤسسة مما يجعل أرباح هذه الأسهم تشبه الرواتب التي يتقاضاها العاملون (مصرفيون تشغيليون) كونها تخص عنصر العمل.<sup>5</sup>

أول إصدار لهذا النوع من الأسهم كان في الثمانينات بالو.م.أ بعد تشريع ضريبي يقضي بأن المؤسسات التي تباع حصة من أسهمها العادية لمستخدميها، بغرض مشاركتهم في ملكية المؤسسة تخصص التوزيعات على تلك الأسهم قبل حساب الضريبة، بالإضافة إلى إعفاء المؤسسة المالية التي تمول المستخدمين بقروض لشراء الأسهم بـ 50% من الفوائد التي تحصل عليها، يسمح هذا الخصم

1- أرسد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 31.

2- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

3- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

4- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

5- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

للمقرض بتخفيض معدل الفائدة على القرض، وقد يصل هذا التخفيض إلى 4%، وهو ما يعني بالتبعية تخفيض تكلفة شراء الأسهم.

ويتم سداد قيمة القرض والفوائد السنوية من خلال التوزيعات التي تتولد عن الأسهم المشتراة،

كما قد يتم خدمته من مساهمة مالية إضافية تقدمها المؤسسة المعنية في حدود 25% من إجمالي

مرتبات العاملين على أن تخصم هي الأخرى من الإيرادات قبل حساب الضريبة.<sup>1</sup>

### 3- الأسهم العادية المضمونة:<sup>2</sup>

في عام 1984م ظهرت هذه الأسهم والتي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض في حالة إنخفاض القيمة السوقية لها إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا لم يصل إنخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الإنخفاض الحد ولكن بعد إنتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض. ويتميز هذا النوع من الأسهم بـ:

• يمكن للمستثمر خلال فترة التعويض تحقيق أرباحا رأسمالية مع كل إرتفاع في القيمة السوقية للأسهم،

• تظهر مخاطر التعرض لخسائر رأسمالية إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم دون أن تصل إلى المستوى المحدد للمطالبة بالتعويض، عندها لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر شراء السهم والحد الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه المؤسسة، أما إذا تجاوز إنخفاض القيمة الحد المشار إليه، فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة إذ يمكن حينئذ المطالبة بالتعويض.

• تتم عملية التعويض عن الخسائر من خلال دفع قيمة التعويض نقدا، هذا قد ينتهي بالمؤسسة إلى التصفية، إذا لم تتوفر لديها النقدية الكافية لتغطية التعويض المطلوب، كما قد يتم التعويض من خلال أوراق تجارية تمثل مديونية قصيرة الأجل، مما قد ينتهي بالمؤسسة إلى الإفلاس، في حالة فشل المؤسسة في تدبير الأموال اللازمة لخدمة الدين خلال الأجل المحدد. والأسلوب الأخير الممكن للتعويض هو إصدار أسهم ممتازة والذي من شأنه أن يجنب المؤسسة التعرض لمخاطر التصفية، وهو ما يعني إنخفاض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها مشتري السهم.

### ثانيا: التمويل بواسطة الأسهم الممتازة:

تمثل الأسهم الممتازة جزء من الأموال الخاصة من الناحية القانونية كما لها خصائص تقترب من السندات . وسنتطرق إلى ماهية الأسهم الممتازة وأنواعها ومزايا وعيوبها.

#### I- ماهية الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل الهجينة التي تجمع بين خصائص الاسهم العادية و السندات . وسنتطرق الى مفهوم الأسهم الممتازة وأهم الخصائص التي تتميز بها.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص: 48-50.

## 1- مفهوم الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز هو شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية والضريبية، غير أنه في حقيقة الأمر أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي). وقد اكتسب السهم الممتاز صفة الهجانة لأنه من جانب يمثل مشاركة برأس مال الشركة كأداة ملكية، ومن جهة أخرى كونه يحصل على عائد دوري ثابت يشبه في ذلك أداة المديونية<sup>1</sup>.

ويختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في مجموعة من النقاط أهمها، أن أصحاب الأسهم الممتازة يستلمون عائد ثابت لا يتغير، وفي حالة عدم إجراء توزيعات لسبب معين، فإن هذه الأخيرة ستتراكم إلى السنوات القادمة. كما أن حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في دفع العائد المستحق لهم، بالإضافة إلى أن حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح الدورية، وكذا في استيفاء حقوقهم في أصول الشركة (أموال التصفية) في حالة الإفلاس أو حل الشركة، وأخيراً ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في الرقابة على الشركة عكس حملة الأسهم العادية<sup>2</sup>.

بينما تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث كونها تمثل حصة في رأس مال الشركة، ويتلقى أصحابها توزيعات لا تدخل ضمن المصارف التشغيلية (لا تسمح بتحقيق وفورات ضريبية) بل تدفع بعد حساب الربح بعد الضريبة، بالإضافة إلى أنها لا تحمل تاريخ استحقاق<sup>3</sup>.

ويتعرض السهم الممتاز لمخاطر أكبر من المخاطر التي تتعرض لها السندات من وجهة نظر المستثمر نظراً لأن عائد السهم الممتازة غير مضمون. أما بالنسبة للمؤسسة المصدرة، فإن تمويل المؤسسة بإصدار أسهم ممتازة يكون أقل مخاطرة من الإقتراض، إذ أن للمؤسسة الحق في عدم إجراء التوزيعات غير أنها ليست قادرة على عدم تسديد فوائد القروض، فعدم تسديدها يقود المؤسسة إلى الإفلاس المالي، وهو ما لا يحدث بالنسبة للأسهم الممتازة<sup>4</sup>.

ورغم أن الأسهم الممتازة تكلف المؤسسة أكثر من الإقتراض (نظراً لارتفاع مخاطرها)، ولا تسمح بالحصول على وفورات ضريبية، فقد تلجأ المؤسسة لإصدار مثل هذه الأسهم حيث أن الأسهم الممتازة تعتبر كحقوق ملكية في حالة حساب الرفع المالي، وبالتالي تصدرها المؤسسة للحصول على الأموال دون زيادة تكلفة الوكالة على عكس اللجوء إلى الإقتراض. كما تلجأ المؤسسة إلى إصدار الأسهم الممتازة في حالة عدم وجود حلول أخرى (الإقتراض أو الأسهم العادية) أي باعتباره كحل أخير<sup>5</sup>.

## 2- خصائص الأسهم الممتازة:

للأسهم الممتازة مجموعة من الخصائص تشترك فيها جميع الأسهم الممتازة، وهناك خصائص أخرى إضافية تخضع وفقاً لنظام الجهة المصدرة للسهم الممتاز.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

<sup>2</sup> - عبد النافع الزردي- غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

<sup>3</sup> - Domodaran. Aswath ,OP.cit , P :677.

<sup>4</sup> - Bellalah. Mondher , OP.cit, P :08.

<sup>5</sup> - أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

## 1-2- الخصائص المشتركة للأسهم الممتازة:

وهي الخصائص العامة التي نجدها في أي سهم ممتاز وهي:

أ- القيمة الإسمية للسهم الممتاز: وتصدر الأسهم الممتازة بقيمة إسمية مثبتة بشهادة السهم، وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم أرباح الأسهم الممتازة، وليس هناك قيمة إسمية محددة، إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات<sup>1</sup>.

ب- الأولوية في التوزيعات: للسهم الممتاز أولوية في الحصول على مقسومه من الأرباح قبل السهم العادي، هذه التوزيعات تكون تراكمية، حيث أنه إذا قررت إدارة الشركة عدم إجراء توزيعات في سنة مالية فإن هذه التوزيعات ستأجل إلى السنوات المالية اللاحقة إلى أن تدفع هذه التوزيعات، وهذه الأخيرة تدفع قبل أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على توزيعاتهم. هذا وحتى لو أن التوزيعات تراكمية إلا أن توزيعها غير إلزامي، أما بالنسبة للأسهم الممتازة ذات التوزيعات الغير تراكمية، فهي تخسر توزيعات الدورة إذا لم تقرر إدارة الشركة إجراء توزيعات.

ج- الحق في أصول المؤسسة: في حالة الإفلاس، الحجز أو الحل الإداري للمؤسسة، فإن حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على مستحقاتهم قبل حملة الأسهم العادية، ولكن بعد الدائنين، وإذا لم يحصل الدائنين على كافة مستحقاتهم، فإن حملة الأسهم الممتازة لن يحصلوا على أي جزء من حقوقهم تجاه المؤسسة<sup>2</sup>.

د- الضمان: تضمن المؤسسة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الإستثمارية، علما بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية. وهكذا فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية<sup>3</sup>.

## 2-2- الخصائص الإضافية للأسهم الممتازة:

بالإضافة إلى الخصائص المشتركة للأسهم الممتازة يمكن أن تكون للأسهم الممتازة خصائص

إضافية تخضع لنظام الجهة المصدرة للسهم وتتمثل هذه الخصائص في:

أ- حق التصويت: مبدئيا لا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها، ولا يشاركون في تسيير المؤسسة، ولكن قد يرد إستثناء في حالة عدم إجراء توزيعات لمدة محددة مسبقا، يكسب حملة الأسهم الممتازة الحق في انتخاب عدد معين من المدراء<sup>4</sup>.

ب- الإستحقاق: تمثل الأسهم الممتازة أداة ملكية ليس لها تاريخ إستحقاق معين، غير أن بعضها قد يتضمن شروط إضافية مثل الإطفاء أو الإستدعاء:

• الإطفاء: عادة ما يكون سعر الإطفاء أكبر من سعر السوق، ويمنح هذا الشرط مرونة أكبر للمؤسسة، وتخصص الشركات مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض إستهلاك السهم، إما

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 67.

<sup>2</sup> - Gagnon. Jean- Marie, Khoury. Nabil , Traité de gestion financière, 2ème edition, gaétan morim éditeur, quebec, 1981, p :488.

<sup>3</sup> - هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

<sup>4</sup> - Gagnon. Jean- Marie, Koury. Nabil, OP.cit, P :489.

لفترات متعاقبة أو نهاية فترة زمنية تحدد مسبقاً، طبقاً لحاجة الجهة المصدرة وظروف سوق الأوراق المالية. وقد يكون الإطفاء إما بشراء الأسهم مباشرة من السوق، أو بعرض ثمن أكبر من سعر السوق على حملة هذه الأسهم.<sup>1</sup>

• **الإستدعاء:** بعض الأسهم الممتازة لها شرط يلزم حملتها على إعادتها في تاريخ محدد ويكون الإستدعاء إما بشراء الأسهم من السوق، أو باستدعائها بعلاوة على القيمة الإسمية تسمى علاوة الإستدعاء.

**ج- قابلية التحويل:** أي تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبياً مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.<sup>2</sup> ويتم تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقاً كما تحدد مدة التحويل، ويترك خيار التحويل عادة للمستثمرين حيثما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية، ولاسيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي، هذا بجانب توقعات المستثمرين حول زيادة مقسوم أرباح السهم العادي.<sup>3</sup>

## II- أنواع الأسهم الممتازة:

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، ظهرت أنواع جديدة من هذه الأسهم والمتمثلة في:

### 1- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

وهي نادرة نسبياً يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم في الأرباح من عملية التوزيع الأولى. فمثلاً إذا أصدرت أسهم ممتازة بمعدل 10%، فهذا يعني أنها إذا كانت من النوع المشارك فستمكن حاملها من الحصول على نصيب إضافي من الأرباح إذا ما تجاوزت نسبة الأرباح لحملة الأسهم العادية 10%.<sup>4</sup>

### 2- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:

الأصل أن التوزيعات على الأسهم الممتازة ثابتة وتتحدد بنسبة معينة من القيمة الإسمية للسهم. وفي عام 1982م ظهر في الولايات المتحدة ولأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية (سندات الخزينة)، على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور، بناءً على التغير الذي يطرأ على معدل العائد تلك السندات.<sup>5</sup>

1- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 67.

2- هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

3- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

4- عبد النافع الزرري- غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص: 160.

5- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

### 3- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:

وهي الأسهم الممتازة التي تمنح لحملة الأسهم العادية كتعويض لإنخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، وهذا كما تم الإشارة إلى ذلك عند معالجة الأسهم العادية المضمونة.

### 4- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضا وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية.<sup>1</sup>

### 5- الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء:

يعطي هذا الشرط الحق للشركة المصدرة في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إطفاء هذا السهم إذا ما شعرت بأن لديها فائض في الأموال يمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي. وغالبا ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترنا بشروط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل في صالح المساهم في حين يعتبر شرط القابلية للإستدعاء في صالح الشركة.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: التمويل بواسطة القرض السندي

قد لا يكفي التمويل الذاتي لتمويل الإحتياجات المالية للمؤسسة لمواصلة توسعها ونموها مما يضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى مصادر خارجية للأموال. وقد يكون القرض السندي هنا من أحسن الحلول، على اعتبار أن اللجوء إلى الأموال الخاصة ذات المصدر الخارجي حل غير مرغوب فيه من طرف السوق المالي على الأقل، لذلك قد تلجأ المؤسسة للإقتراض عن طريق طرح سندات للإكتتاب العام.

### أولاً: ماهية القرض السندي

تعتمد المؤسسات اليوم على تمويل جزء لا يستهان به من إحتياجاتها المالية من خلال طرح سندات للإكتتاب العام، حيث يمكن اليوم للمؤسسات سواء كانت مسجلة في البورصة أم لا أن تصدر سندات لتمويل إحتياجاتها المالية، ويدخل هذا النوع من التمويل ضمن القروض الطويلة الأجل.

### I- مفهوم القرض السندي

القرض السندي عبارة عن إتفاق تعهدي مكتوب يتعهد فيه الطرف الذي أنشأه بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد أو مقرر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد مطر - فايز يتم، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص: 84.

<sup>3</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

ويمثل السند جزء من قرض تصدره الشركة لتمويل إستثمارات متوسطة أو طويلة الأجل، ويعتبر السند ورقة إسمية تحمل قيمة محددة وينص فيها على دفع فائدة بمعدل ثابت في موعد محدد مع رد القيمة الإسمية للسند أو أية قيمة ينص عليها في تاريخ الإستحقاق أو قبل ذلك. ويعتبر حامل السند دائناً للشركة وليس من ملاكها لذلك لا يملك الحق في إدارة الشركة أو في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو حتى المشاركة في الأرباح.<sup>1</sup>

كما يمثل السند أصل مالي ذو مدة محددة يمنح الحق لحامله الحصول على تدفق مالي محدد كويون وقيمة تسديد لرأس المال. تدفع الكوبونات خلال فترات زمنية منتظمة كل عام، كل سداسي أو كل ثلاثي.<sup>2</sup>

وعليه فإن حامل السند يقرض الأموال للشركة، وله الحق في استرجاع قرضه، وخلال مدة القرض، له الحق في الحصول على الفائدة التي قد حددت قيمتها في شروط عقد القرض، هذه الشروط تكون متلائمة وشروط السوق خلال فترة إصدار القرض. كما له حق الدائنية على الشركة الذي يمكنه في حالة إفلاس المدين، من المتابعة القضائية للحصول على حقوقه المتمثلة في الفوائد وقيمة القرض.<sup>3</sup>

وتنص التشريعات على دخول طرف ثالث بين المقترض (الشركة المصدرة للسندات) والمقرض (حامل السندات)، قد يكون بنك تجاري أو غيره، يعمل بمثابة وكيل أو أمين توكّل إليه مهمة متابعة إستيفاء المؤسسة للشروط التي تضمنها العقد.<sup>4</sup>

وعادة ما يكون إصدار السندات من طرف الشركة، ممثلاً بعدد معتبر من السندات ذات قيمة إسمية متساوية، والتي تكون حقوقها القانونية محددة، وقابلة للتفاوض في بورصة القيم المنقولة.<sup>5</sup>

وقد يكون السند لحامله وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، وفي تاريخ إستحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المختص أي الأمين بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضاً سندات الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف، إلا أنه غير قابل للتداول على نحو مماثل للنوع السابق.<sup>6</sup>

## II - خصائص القرض السندي:

تتميز القروض السندية بمجموعة من الخصائص المالية والقانونية نستعرضها فيما يلي:

1- الجانب المالي: من خلال التعاريف المذكورة سابقاً يمكن إستنتاج مجموعة من الخصائص المالية والتي يتميز بها القروض السندية والمتمثلة في:

<sup>1</sup> - وائل عودة العكشة وآخرون، محاسبة الشركات "أشخاص - أموال"، الطبعة الأولى، دار الميسرة، عمان، 1996، ص:343.

<sup>2</sup> - Broquet et al, *Gestion de portefeuille*, 4<sup>ème</sup> édition, De boeck, Bruxelles, 2004, P :287

<sup>3</sup> - Depallens. Georges et Jobard Jean- Pierre, *Gestion financière de l'entreprise*, 10<sup>ème</sup> éditions, Sirey, Paris, 1990, P :720.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

<sup>5</sup> - Depallens. Georges et Jobard. Jean- Pierre, OP.cit, P :720 .

<sup>6</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

1-1- قيمة السند: يمكن أن نفرق هنا بين:<sup>1</sup>

أ- القيمة الإسمية للسند: وهي حصة من رأس المال المقترض الممثل بهذا السند، هذه القيمة يجب أن تكون ذات قيمة مساوية ل 100 ومضاعفاتها، هذه القيمة هي المعتمدة لحساب قيمة الكوبون.  
ب- قيمة الإصدار: يمكن أن يصدر السند بقيمة مساوية لقيمته الإسمية، ولكن غالبا ما يصدر بأقل من هذه الأخيرة لجعل الإقبال عليه أكثر. وبهذا فعلاوة الإصدار تتمثل في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الإسمية.

ج- قيمة التسديد وعلاوة التسديد: يمكن إصدار سندات بقيمة إصدار معينة، ويتم تسديد هذه السندات بقيمة أكبر من قيمة الإصدار، الفرق بين قيمة التسديد وقيمة الإصدار يسمى علاوة التسديد.  
1-2- مدة القرض السندي:

لتحديد مدة القرض السندي يجب أولا تحديد تاريخ التمتع، فإصدار القرض السندي يأخذ وقت معين ومن الضروري تحديد تاريخ التمتع، ابتداء من ذلك التاريخ يبدأ بحساب الفوائد المسطرة. إن مدة القرض تنحصر بين تاريخ التمتع وتاريخ تسديد آخر سند متداول<sup>2</sup>. ومعظم السندات تصدر لمدة تتراوح بين 5 و 15 سنة، غير أن بعض الشركات مثل "Boeing" تصدر سندات لمدة تصل حتى 50 و 100 سنة. كما أن هناك بعض الشركات تصدر سندات لها الحق في تسديدها مسبقا أي قبل تاريخ إستحقاقها، وبعض السندات يمكن تمديد مدتها، وبالتالي تصبح مدة القرض السندي أطول من المدة المبدئية<sup>3</sup>

1-3- معدل الفائدة:

تلتزم الشركة بتسديد فوائد السندات والتي تأخذ شكل تسديد الكوبون، وهذا عادة كل سنة أو 6 أشهر. معدل الفائدة يحدد عادة بما هو موجود في السوق ومرتبط كذلك بمدة القرض السندي والضمان وغيره. ويمكن أن يأخذ معدل الفائدة شكل ثابت محدد عند الإصدار، ويمكن أن يأخذ شكل سندات صفيرية الكوبون، وفي السنوات الأخيرة ظهرت سندات بمعدلات فائدة متغيرة.

1-4- ضمان القرض السندي:

تصدر بعض المؤسسات سندات غير مضمونة بأصول معينة، وبالتالي الضمان الوحيد لهذه السندات قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، غير أن هذه السندات يطالب حاملوها بمعدل فائدة أعلى. كما أن هناك نوع آخر من السندات الغير مضمونة وهي سندات الدخل والتي تدفع الفائدة عليها في حالة تحقيق المؤسسة لأرباح، هذه الخاصية تجعل من هذه السندات ذات مخاطر أكبر وبالتالي معدل الفائدة أعلى. كما تصدر المؤسسات السندات المضمونة والتي تحتل صدارة الأولوية في التسديد لوجود أصول معينة لضمان هذا القرض، بالمقابل تدفع المؤسسة معدل فائدة منخفض لإنخفاض المخاطر.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Hutin. Hervé, *Toute la finance d'entreprise*, 3<sup>ème</sup> édition, Editions d'organisation, Paris, 2005, P-P :721 - 723.

<sup>2</sup> - Depallens. Geonges et Jobard. Jean- Pierre, OP.cit, P :723

<sup>3</sup> - Damodaran. Aswath , op.cit, P :663.

<sup>4</sup> - Ibid, P:664.

### 1-5- طرق تسديد القرض السندي:

يمكن التمييز بين ثلاثة طرق أساسية لإهلاك القرض السندي وهي:

أ- طريقة إهلاك القرض دفعة واحدة: "In fine": تعتبر هذه الطريقة سهلة وبسيطة حيث تقوم المؤسسة بالتسديد السنوي للفوائد، مع تخصيص مبالغ كافية في كل سنة لتشكيل رأس المال،

بحيث يعادل هذا المبلغ مقدار رأس المال الواجب تسديده في تاريخ استحقاق الدين.<sup>1</sup>

ب- طريقة الدفعة السنوية الثابتة: حيث ترحل المؤسسة إلى حساب القرض الأعباء المالية السنوية

الخاصة به (الفائدة واستهلاك القرض) ويعتبر هذا المبلغ ثابتاً، حيث تشمل الدفعة الأولى على

الأقل الفوائد والأخيرة إستهلاك الدفعة الأخيرة من القرض حيث يلاحظ أن الفوائد تتناقص سنوياً

بمقدار ما تم سداده من دفعات القرض.

ج- طريقة الإهلاك الثابت: حسب هذه الطريقة، تتغير قيمة الدفعة من سنة لأخرى، إذ تتكون من

القيمة الثابتة لإهلاك القرض، إضافة إلى قيمة الفوائد التي تتغير بالنقصان من دفعة لأخرى.<sup>2</sup>

### 1-6- قابلية الاستدعاء:

هذه السمة تعطي الحق للجهة المصدرة للسندات إستدعاء السند قبل إستحقاقه إذا نصت الإتفاقية

على ذلك. وقد يكون الإستدعاء مطلق بموجبه تحدد مدة من تاريخ الإصدار يحق خلالها للشركة

إسترداد السند. وقد يحدث العكس، ويكون الإستدعاء محدد يوفر حماية للمستثمر بأن لا يسترد السند

إلا بعد مرور مدة معينة.

يلعب الإستدعاء ومدته دوراً كبيراً في تحديد معدل الفائدة على السند، وعليه فإن الفائدة تكون

مرتفعة في السندات القابلة للإستدعاء، وهذه الأخيرة قد تختلف باختلاف مدة الإستدعاء. وعادة ما

تستدعي السندات بعلاوة عن القيمة الإسمية تسمى علاوة الإستدعاء في السنة الأولى، وتتناقص هذه

العلاوة سنوياً وبنسبة ثابتة مساوية إلى (مبلغ الفائدة السنوي / مدة السند).<sup>3</sup>

### 1-7- قابلية التحويل إلى أسهم عادية:

هذه العملية تسمح لحاملي السندات بالإستفادة من فروقات العوائد والإميازات التي يمكن أن

يحصلوا عليها من عملية التحويل، ولاشك بأن ذلك قد يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة،

حيث أن هذه الخاصية تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد في حجم الطلب عليها، كما أن معدلات

الفائدة على هذه السندات تكون أقل من غيرها من السندات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Depallens. Georges et Jobard. Jean- Pierre, OP.cit, P :723

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية "أسهم- سندات- وثائق الإستثمارات- الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص:280.

<sup>3</sup> - أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص:88.

<sup>4</sup> - هويشار معروف، مرجع سبق ذكره، ص:111.

ج- الجانب القانوني:

- تنص المادة 715 مكرر 81 من القانون التجاري على أن: "سندات الإستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"<sup>1</sup>
- من خلال نص المادة نستنتج أن المشرع يشير إلى أن تكون هناك مساواة بين جميع المقرضين تجاه نفس القرض السندي، بالإضافة إلى قابلية تداول السندات بالطرق التجارية المعروفة.
- أمافي نص المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري فيستفاد منه أن من شروط إصدار السندات مايلي:
- أن إصدار السندات لا يكون إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين.
  - أن تكون الشركة قد أعدت موازننتين صادق عليها المساهمون بصفة منتظمة.
- كما يستفاد من نص المادة 715 مكرر 84 ما يلي:
- يخول فقط للجمعية العامة العادية للشركات إتخاذ قرار إصدار سندات بغرض التمويل، والتي تمنح لمجلس الإدارة صلاحية القيام بذلك.
  - تلجأ المؤسسة لتقديم ضمانات للجمهور بهدف ضمان نجاح الإقتراض مثل رهن المحل التجاري، الرهن العقاري أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها.
  - عادة ما تلجأ المؤسسة عند إصدار السندات إلى وساطة بنك أو مجموعة من البنوك تقوم هذه الأخيرة بضمان توظيف كل الأوراق المالية، حيث تسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد، أو عن طريق طرح السندات للإكتتاب على مستوى هذه البنوك، وفي الحالتين يكون ذلك مقابل عمولة خدمات أو عمولة ضمان.

ثانيا: أنواع السندات:

تعتبر السندات من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل الخارجية، وخلال العشرين سنة الأخيرة طورت أنواع جديدة من السندات، لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية في ناحية أو أخرى، ومن أهم أنواع السندات نذكر ما يلي:

1- السندات العادية:

هذا النوع من السندات لا يكون له أي إمتيازات خاصة على أصول الشركة، وضمان مثل هذه السندات ينحصر في قدرة الجهة المصدرة لها على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الإئتماني للمؤسسة محور ضمان هذه السندات. وتتوقف قدرة المؤسسة على إصدار هذا النوع من السندات على طبيعة أصول المؤسسة وعلى قوة مركزها الإئتماني، فالمؤسسات ذات المركز الإئتماني القوي تستطيع أن تجذب المستثمرين إلى الإستثمار في السندات الخاصة بها دون الحاجة إلى رهن أصولها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية، عدد 101، المؤرخة في 30 سبتمبر 1975.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي- نهال فريد مصطفى- رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص: 351.

## 2- السندات الضمونة:

والتي توفر حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة ، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن. وقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية، حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات مما يوفر مرونة لتمويل الشركة، إلا أن الإفراط بالإصدار قد يضعف مقدار الحماية لحملة السندات، وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان.<sup>1</sup>

### 2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للشركة المصدرة، بتاريخ التحويل ومعادلة التحويل التي تعطي عدد الأسهم التي تمنح في حالة إجراء تحويل للسندات تكون محددة في عقد الإصدار. هذا النوع من السندات يمنح للمؤسسة المصدرة إمكانية القيام برفع رأس المال في المستقبل، حيث أن عملية تحويل السندات ستؤدي إلى تلاشي هذه الأخيرة وفي نفس الوقت سيكون هناك رفع في رأس مال المؤسسة.<sup>2</sup>

كما أنه بإمكان حملة هذا النوع من السندات تحقيق غرضين أولهما ثبات عائد السند بالإضافة إلى إمتلاك فرصة مستقبلية لتحويل السند إلى أسهم عادية.<sup>3</sup>

### 3- السندات ذات القسيمة الصفرية "صفرية الكوبون":

تباع عادة هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية، ولا يحصل السند على أي كوبون قبل تاريخ الإستحقاق. إنما يحصل على كوبون واحد في تاريخ تسديد السند، فهذا السند لا يحصل على أي كوبون وإنما يسدد بقيمة أكبر من قيمة إصداره.<sup>4</sup>

### 4- السندات ذات معدل الفائدة المتغير:

قد يكون سعر الفائدة في هذا النوع من السندات غير ثابت ومتذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيير معدل الفائدة بالإرتفاع أو الإنخفاض تبعاً للحالة الإقتصادية.

### 5- سندات الدخل:

لا يحصل هذا النوع من السندات على عائد إلا إذا حققت المؤسسة أرباحاً تسمح بدفع الفائدة المستحقة على السندات، وبالتالي فإن التوقف عن سداد فائدة هذا النوع من السندات لا يؤدي إلى شهر إفلاس الشركة إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة طبقاً لشروط الإصدار.<sup>5</sup>

### 6- السندات الرديئة:

تصنف هذه السندات بأنها ليست من درجة الإستثمارات الجيدة لأنها تحتوي على نسبة مخاطرة كبيرة لذا يكون العائد عليها مرتفع ليعوض المستثمر عن هذه المخاطر. وتستعمل أموال بيع السندات

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص: 91.

<sup>2</sup> - Nguéna. Octave. Jokung ,opcit, P :182.

<sup>3</sup> - حسن علي خربوش، وآخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص: 169.

<sup>4</sup> - Nguéna. Octave.Jokung ,opcit, P :181..

<sup>5</sup> - محمد صالح الحناوي- نهال فريد مصطفى- رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 352.

من أجل تمويل شراء أسهم شركة متعثرة أو الإندماج مع شركة أخرى أو للإستيلاء على مجلس إدارة شركة من خلال إمتلاك حصة كبيرة من أسهمها المتداولة في السوق. ومن مخاطر هذه السندات الزيادة الكبيرة في نسبة مديونية المؤسسة.<sup>1</sup>

#### 7- سندات المشاركة:

وتعطي الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، مثل هذا الإمتياز يتحقق على ما تبقى من الأرباح بعد التوزيع على حملة الأسهم العادية. مثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الإئتمانية الضعيفة.<sup>2</sup>

#### 8- سندات القوة القاهرة:

ظهر هذا النوع من السندات في منتصف التسعينات تقوده شركات التأمين بموجب تشريع يتيح لها حق إصدار سندات بسعر فائدة ثابت ومحدد، وفي حالة تعرض الشركة لأزمة حادة يكون لحامل السند الخيار بين:

- سقوط حقه في استرجاع جزء من قيمة القرض،
- قبول تحويل السند إلى سهم عادي.

ويتميز هذا النوع من السندات بمعدل فائدة مرتفع يبرر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حامل السند بسبب الخيار المطروح.<sup>3</sup>

#### ثالثاً: مزايا وعيوب التمويل بواسطة القرض السندي:

تحقق المؤسسة من التمويل بواسطة القرض السندي مجموعة من المزايا كما ينتج عنه عيوب منها :

#### I- مزايا التمويل بواسطة القرض السندي:

يتميز الإقتراض عن طريق إصدار السندات ببعض المزايا التي تشجع المؤسسات على استخدامه، وفيما يلي أهم هذه المزايا:

- يعتبر التمويل بالإقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة،

- أن تكلفة الإقتراض الممثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح،

- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية،

- إذا ما تم إشتراط حق الإستدعاء، فإن هذا الشرط يحقق للمؤسسة قدراً من المرونة. ففي حالة إنخفاض أسعار الفائدة في السوق يمكن للمؤسسة إستدعاء السندات القديمة ذات معدل الكوبون المرتفع، وإصدار سندات جديدة بمعدل كوبون منخفض، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة لنفس

<sup>1</sup> - عبد النافع الزرري- غازي فرح، مرجع سبق ذكره، ص:162.

<sup>2</sup> - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص:93.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:57-58.

الوسيلة في حالة السيولة الزائدة، إذ قد يكون إستدعاء السندات (أي إعادة شرائها) هو أفضل إستثمار متاح لتلك الأموال.

## II- عيوب التمويل بواسطة القرض السندي:

إلى جانب المزايا التي يتصف بها الإقتراض عن طريق إصدار السندات، فإنه يعاني من بعض العيوب أهمها:

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المؤسسة للإفلاس،
- يؤدي الإقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية. ففي حالة وجود القروض يترتب على إنخفاض المبيعات بنسبة معينة إنخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر،
- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ إستحقاق، ومن ثم ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجل،.
- قد يعطي عقد الإقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة ومن أمثلة هذه القيود منع الحصول على قروض جديدة، ومنع بيع وشراء الأصول الثابتة، ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها.
- لا يعتبر التمويل عن طريق القرض السندي متاحاً للعديد من المؤسسات، فالعديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحتى الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على هذا النوع من القروض<sup>1</sup>.

خلاصة القول أنه يظهر للتمويل المباشر أهمية كبيرة من خلال توفير كم كبير من الأوراق المالية التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال، حسب ظروفها واحتياجاتها وكذا الظروف الإقتصادية والمالية للإقتصاد الموجودة به.

### المطلب الثالث: التمويل الغير المباشر:

بالإضافة إلى التمويل الذاتي والتمويل المباشر اللذان تطرقنا لهما في المطلبين السابقين قد تلجأ المؤسسة إلى التمويل الغير مباشر، وعلى عكس التمويل المباشر الذي يتم بدون وساطة مالية، فإن التمويل الغير مباشر يتم من خلال المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك التجارية وغيرها وسنتطرق إلى التمويل الغير مباشر كمايلي:

- التمويل بواسطة القروض،
- التمويل بواسطة الإعتماد الإيجاري.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص-ص : 26-27.

## الفرع الأول: التمويل بواسطة القروض:

تعتبر عملية التمويل بواسطة القروض الوسيلة الكلاسيكية في تمويل المؤسسات. وتتولى البنوك التجارية والمؤسسات النقدية المتخصصة القيام بتوفير مجموعة من الوسائل والتقنيات والأنواع لتوفير التمويل المناسب للمؤسسات كل حسب إحتياجاته، ويمكن التمييز في مجال القروض الموجهة لتمويل الإستثمارات بين:

- القروض طويلة الأجل،
- القروض متوسطة الأجل.

### أولاً: القروض الطويلة الأجل:

يعتبر الإقتراض من المؤسسات المالية الوسيلة الكلاسيكية في تمويل المؤسسات، وتسمى القروض المحصل عليها من المؤسسات المالية بقروض غير مجزئة نظراً لأن المقرض شخص واحد. هذه الخاصية تتعارض مع خصائص القرض السندي أين نجد عدد كبير من المقرضين. وتمثل القروض طويلة الأجل إحدى الطرق المهمة التي تحصل بموجبها المؤسسة على الأموال، لتمويل إحتياجاتها وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال عدة سنوات وفقاً للشروط والقواعد التي يتم الإتفاق عليها بين المؤسسة والمقرض.<sup>1</sup>

والقروض طويلة الأجل هي تلك القروض التي تحصل عليها المؤسسات لمدة تفوق السبع سنوات، بهدف توفير موارد مالية معتبرة لقطاع المؤسسات، يتم إستغلال هذه الأموال في تمويل مشروعات إقتصادية كبيرة ولتغطية الإحتياجات المالية لهذه الأخيرة.<sup>2</sup>

وتحصل المؤسسة على مثل هذه القروض من المؤسسات النقدية المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين وغيرها. وتتوقف عملية سداد القرض على ما يتم الإتفاق عليه من شروط بين الشركة والجهات التي تقدم هذه الأموال في شكل قروض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة، تاريخ الإستحقاق وطريقة السداد وما إذا كان يسدد مرة واحدة أو على دفعات.<sup>3</sup>

وقد تفرض جملة من الشروط على المؤسسة المستفيدة من القروض طويلة الأجل من قبل المؤسسة المانحة للقرض، وعادة ما تكون معدلات الفائدة على مثل هذه القروض مرتفعة نسبياً نظراً لمجموعة من العوامل من بينها طول مدة القرض. كما قد تطلب المؤسسة المانحة للقرض ضمانات مادية أو شخصية لقاء منح هذه القروض، وفي بعض الأحيان قد يشترط مراقبة كيفية إستخدام أموال القروض ومجالات إستعمالها.<sup>4</sup>

ولكي تقبل مؤسسة مالية المساهمة في تمويل مشروع مفتوح من قبل مؤسسة فيجب أن تجتمع مجموعة من الشروط القانونية والإقتصادية، وأيضاً المتعلقة بأصول المؤسسة وترتكز على ما يلي:

1- عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية، دار نهران، عمان، 1997، ص: 294.

2- Ben Halima A, *Pratiques des Techniques Bancaires*, Edition Dehleb, Alger, 1997, P: 78.

3- عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 504.

4- Ben Halima, A, Op.cit. P: 78.

- مردورية المشروع الإستثماري،

- الصحة المالية الجيدة للمؤسسة،

- القدرة على تسديد المبالغ المالية،

- الضمانات سواء في شكل مادي أو شخصي.

وهذه الشروط المطبقة على منح القروض تختلف من بنك إلى آخر، ومن مجال إستثماري إلى آخر، وخاصة من مؤسسة إلى أخرى، وهناك عناصر متعلقة بهيكل الخصوم وقدرة المؤسسة على تسديد القرض.

أما فيما يتعلق بهيكل الخصوم فاحتمال حصول المؤسسة على قروض مرهونة بمجموع أموالها الخاصة، فالبنك لا يقبل تحمل مخاطر أكبر من التي يتحملها مالكو المؤسسة. وعليه فيجب أن يكون مجموع الأموال الخاصة للمؤسسة يساوي على الأقل نصف الأموال الدائمة.

وأما قدرة المؤسسة على تسديد القرض فنقاس بقدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، حيث يعتبر البنك أن القروض يمكن تسديدها خلال ثلاث أو أربع سنوات.<sup>1</sup>

#### ثانيا: القروض متوسطة الأجل:

للبنوك التجارية دور كبير في هذا النوع من أنواع القروض فبعد أن كانت تقتصر تعاملات هذه الأخيرة على التمويل قصير الأجل، إتجهت البنوك التجارية إلى تمويل المشروعات والمؤسسات بقروض متوسطة الأجل وتقدم أنواع وطرق للتمويل. ففي عام 1966م مثلا، كانت أكثر من 60% من القروض التي منحها البنوك في نيويورك كانت تفوق السنة.<sup>2</sup>

وتستخدم هذه القروض عادة لتمويل الأصول الثابتة، من تجهيزات الإنتاج، معدات النقل، قطع الغيار، وغيرها. تمنح هذه القروض من قبل البنوك التجارية، والتي عادة ما تشترط عدم تجاوز مدة التمويل (مدة القرض) مدة إستعمال الأصل (العمر الإنتاجي). وتمنح عادة هذه القروض لمدة تفوق السنة ولا تتجاوز السبع سنوات.<sup>3</sup>

ويتم تسديد هذا النوع من القروض على أقساط دورية يتم تحديد مواعيد إستحقاقها في عقد القرض. وكذا قيم هذه الأقساط التي قد تكون متساوية عادة، كما قد تكون غير متساوية، أو يكون تسديد القرض دفعة واحدة. أما مخطط تسديد القرض فعادة ما يكون بناءا على التدفقات النقدية " Cash-Flow" التي تخصصها المؤسسة لخدمة القرض.

وعادة ما تكون فائدة القرض متوسط الأجل أكبر من فائدة القرض قصير الأجل، ويمكن أن يحدد معدل الفائدة بطريقتين: سواء بمعدل فائدة ثابت طوال مدة القرض، أو إختيار معدل فائدة متغير في مجال، يتم تحديد معدله الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه ومعدله الأدنى الذي لا يمكن أن يقل عنه.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Barreau . Jean et Delahaye . Jacqueline , Gestion financière , 12 éme edition , Dunod , Paris , 2003 , P : 35 .

<sup>2</sup> - Van Horne. James. C, Gestion et Politique Financière, Tome2, Dunod , Paris, 1985, P :132.

<sup>3</sup> - Ben Halima. A, OP.cit, P :79..

<sup>4</sup> - Van Horne. James. C, opcit, P :133.

وتضع البنوك التجارية جملة من الشروط للإقتراض متوسط الأجل الهدف منها هو ضمان قدرة المؤسسة المقترضة على رد القرض، منها ما يسمى بالشروط العامة التي تتعلق بحجم رأس المال العامل أي أنها تطلب أن لا يقل حجم رأس المال العامل للمؤسسة المقترضة مبلغ معين. كما تضع البنوك شروطا إجرائية متمثلة في تقديم المؤسسات الباحثة عن القروض ميزانيتها الختامية وحساب الأرباح والخسائر للبنك المقرض لتحليلها والوقوف على المركز المالي للمؤسسة، إلى جانب قيود بعدم رهن أو إستئجار موجودات المؤسسة أو خصم أوراقها المالية لدى بنوك أخرى. هذه الشروط قد تزيد أو تنقص بحسب الجهة المقترضة، ويعتمد ذلك على مدى حاجة المؤسسة المقترضة لأموال وتوفر بدائل لها، إضافة إلى مركزها المالي وسمعتها في مجال الأعمال.<sup>1</sup>

أهم ميزة لهذه القروض هو إمكانية دراسة ملفاتها بسهولة، وإمكانية التفاوض المباشر حول شروط العقد، فعادة ما يكون البنك قد تعامل مع الزبون ويعرف وضعيته المالية. وعند تغير الوضعية المالية للمؤسسة فإن مدة القرض وشروطه ستتغير أيضا. ومن السهل على المؤسسة التفاوض مع شخص مقرض واحد (البنك)، على أن تفاوض مع مجموعة كبيرة من المقرضين في حالة إصدار سندات، وأكثر من هذا يمكن للمؤسسة دراسة الملف مع البنك.

وتمنح عادة هذه القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي ليس لها الحق في دخول السوق المالي كما يصعب عليها الحصول على قروض طويلة الأجل لتغطية احتياجاتها المالية، بالإضافة إلى أن القروض متوسطة الأجل عادة ما تكون تكلفتها أقل بالمقارنة مع القروض طويلة الأجل.

كما تعتمد المؤسسات الكبيرة على مثل هذه القروض في التمويل وتجدها أكثر عملية بالمقارنة مع إصدار السندات حيث أن هذه القروض يمكن الحصول عليها في بضع أسابيع بينما إصدار السندات يأخذ مدة أطول.<sup>2</sup>

و يمكن إضافة المساعدات المالية التي تقدمها الدولة للمؤسسات كمصدر من مصادر التمويل، وتختلف طبيعة هذه المساعدات، فقد تأتي في شكل تخفيضات جبائية وشبه جبائية يكون الغرض الأساسي منها هو التحفيز على الإستثمار، وتطوير المؤسسات الحديثة النشأة. ومن بين المساعدات ذات الطابع المالي التي تقدمها الدولة للمؤسسات، المنح الغير مسترجعة، أو مسح ديون بعض المؤسسات، وقد تكون أحيانا في شكل قروض ميسرة بشروط أخف من شروط الحصول على الموارد التمويلية الأخرى، كتخفيض معدلات الفائدة أو منح مدة أطول للتسديد، أو الإعفاء من التسديد لمدة محددة من بداية عقد الإقتراض.

<sup>1</sup> - عدنان هاشم السمراي، مرجع سبق ذكره، ص: 281.

<sup>2</sup> - Barreau . Jean et al. *Gestion Financière*, 6<sup>ème</sup> édition , Dunod , Paris , 2004 , P :134.

الفرع الثاني: التمويل بواسطة الإعتماد الإجاري:

يعتبر الإعتماد الإجاري من بين وسائل التمويل الحديثة التي تسمح للمؤسسة بالحصول على أصول دون الحاجة إلى شرائها . وسنتطرق إلى مفهوم هذا المصدر من التمويل و أهم أنواعه .

أولا: مفهوم الإعتماد الإجاري:

لم يعد شراء الأصل هو الأسلوب الوحيد للإستفادة منه، فقد شهدت بداية النصف الثاني من القرن العشرين بديلا آخر وهو الإستئجار، وتستطيع الشركات اليوم الحصول على إحتياجاتها من الأصول الثابتة عن طريق الإستئجار. وقد إنتشر هذا الأسلوب في كثير من الدول والمنطق في ذلك هو أن امتلاك هذه الأصول يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال التي من الممكن استخدامها في مجالات بديلة، وقد كان الإستئجار فيما سبق قاصرا على المباني والأراضي ولكنه يشمل اليوم جميع أنواع الأصول الثابتة للشركات بما فيها المعدات والآلات.<sup>1</sup>

ويمكن تعريف الإعتماد الإجاري على أنه إيجار أصل لاستعمال مهني، مع وعد أحادي الجانب بالبيع لفائدة المستأجر، ويتم ذلك عند انتهاء عقد الإيجار بسعر متفق عليه مسبقا.<sup>2</sup> وهناك تعريف آخر للإعتماد الإجاري، ويعرفه بأنه عقد إيجار يسمح بموجبه للمستأجر إستعمال أصل واستغلاله كأنه ملك له، بالمقابل يلتزم المستأجر بدفع إيجارات محددة للمؤجر لمدة معينة، مع بقاء ملكية الأصل للمؤجر إلى غاية نهاية العقد.<sup>3</sup>

كما أن عملية الإعتماد الإجاري تتم بعقد إيجار بين المستأجر والمؤجر الذي يبقى مالكا للأصل المؤجر حيث يدفع المستأجر قيمة الإيجار وعند نهاية العقد يشتري الأصل بقيمة منخفضة. أما قيمة الإيجار فعادة ما تكون مرتفعة كونه يتضمن أقساط قيمة الأصل بالإضافة إلى الفوائد، غير أن قيمة هذه الإيجارات تدخل ضمن التكاليف التشغيلية وبالتالي تسمح بتحقيق وفر ضريبي.<sup>4</sup>

أما تعريف الإعتماد الإجاري في القانون التجاري الجزائري، فقد جاء به الأمر رقم: 96-09 حيث جاء في المادة الأولى من هذا الأمر: "يعتبر الإعتماد الإجاري، موضوع هذا الأمر عملية تجارية ومالية، يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا ومعتمدة صراحة بهذه الصفة، مع المتعاملين الإقتصاديين الجزائريين أو الأجانب، أشخاص طبيعيين كانوا أو معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص. تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن، أولا حق الخيار بالشراء لصالح المستأجر، ويتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الإستعمال المهني أو بالمحلات التجارية أو بمؤسسات حرفية".<sup>5</sup>

<sup>1</sup>- فود ويستون- يوجين بروجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة: عبد الرحمن دعالة بيلة- عبد الفتاح السيد النعماني، مراجعة، نabil عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 1993، ص:136.

<sup>2</sup> - Rouyer. Gerard et Choinel. Alain, la banque et l'entreprise, 3<sup>ème</sup> édition, éditions d'organisation, Paris, 2003, P:199.

<sup>3</sup>- Gagnon. Jean- Marie et Khoury. Nabil , OP.cit , p : 522.

<sup>4</sup> - Vizzavona. Patrice, Gestion Financière, Tome1, ATOL édition , 1994, P :399.

<sup>5</sup> - أمر رقم 96-09 مؤرخ في 10 يناير 1996م المتعلق بالإعتماد الإجاري، الجريدة الرسمية العدد 3 المؤرخة في: 14/01/1996.

إنطلاقاً من التعريف التي أسلفنا ذكرها أعلاه، يتضح بأن الإعتماد الإيجاري هو تقنية حديثة لتمويل الأصول الثابتة، تقوم بموجبها المؤسسة المالية باقتناء أصل معين أو إستثمار لتأجيره لمؤسسة معينة، مع إمكانية بيعه لها عند نهاية عقد الإيجار، بالقيمة المتبقية لهذا الأصل والتي عادة ما تكون منخفضة.

عند انتهاء عقد الإيجار (نهاية مدة الإيجار)، يكون أمام المستأجر الخيار بين ثلاثة خيارات والمتمثلة في إعادة الأصل للمؤجر، شراء الأصل للمؤجر بالقيمة المتبقية مع الأخذ بعين الاعتبار الإيجارات المدفوعة حتى انتهاء العقد، كما يمكن تجديد عقد الإيجار بشروط جديدة أقل بالمقارنة مع الشروط السابقة.<sup>1</sup>

وتجمع عادة عملية الإعتماد الإيجاري بين ثلاث أطراف أساسية هي:

- المؤسسة المستأجرة: وهي التي تقوم باختيار أصل معين تكون بحاجة إليه عند مورد، وهي التي تتحمل عملية صيانة الأصل.
- مؤسسة الإعتماد الإيجاري "المؤجر": والتي تقوم بتأجير الأصل للمؤسسة المستأجرة مع إبقاء ملكية الأصل لها.

المورد: الذي يلتقي من مؤسسة الإعتماد الإيجاري "المؤجر" الطلبية ومواصفات الأصل بعد موافقة المؤسسة المستأجرة، ثم بعد ذلك يقوم بتسليم هذا الأصل للمستأجر ويرسل الفاتورة للمؤجر.<sup>2</sup> عادة ما تكون مدة عقد الإيجار مرتبطة بمدة حياة الأصل، وعادة ما تؤجر الأصول لمدة 75 إلى 80% من العمر الإنتاجي للأصل، إلا إذا كان للمستأجر الرغبة في تغيير أصوله خلال مدة أقصر ويكون هذا خاصة مع الأصول التي تتقدم تكنولوجياً.

وعند انتهاء عقد الإيجار تكون قيمة الأصل منخفضة جداً، وبناءاً على تلك القيمة (القيمة المتبقية) يتم بيع الأصل للمستأجر، أو يتم تحديد عقد الإيجار.

أما فيما يخص خدمة الأصل ومسؤولية تكاليف الصيانة، الرسوم، التأمين وغيرها فيتفق المتعاقدون حولها هل يتحملها المؤجر أو المستأجر، وعادة عندما يكون المؤجر هو شركة إنتاج هذا الأصل تضمن هي الصيانة والتصليح، أما إذا كانت مؤسسة مالية فلن تضمن هذه الخدمة.<sup>3</sup>

وتلجأ المؤسسات عادة إلى هذا النوع من التمويل لعدة أسباب من بينها:

- أن عملية الإيجار هي أقل تكلفة مالياً من شراء الإستثمارات،<sup>4</sup>
- يحقق الإستئجار قدراً من المرونة للمؤسسة المعنية، ذلك أنه يقبها تحمل تكلفة الأصل خلال الفترات التي لا تكون في حاجة إليه.

<sup>1</sup> - Depallens. Georges et Jobard. Jean- Pierre, OP.cit, p :735.

<sup>2</sup> - Rouyer. Gerard et choinel Alain, OP, cit, P :199.

<sup>3</sup> - Gagnon. Jean- Marie et Khoury. Nabil, OP.cit,p-p : 522-523.

<sup>4</sup> - Vizzavona. Patrice, OP. cit, P :399.

- في حالة ما إذا كانت فترة الإيجار نقل عن العمر الافتراضي الذي تقبله مصلحة الضرائب، حينئذ يمكن للمؤسسة المستأجرة أن تحقق ميزة ضريبية من قرار الإستئجار، تفوق ما كان يمكن أنت تحقيقه لو أنها اشترت الأصل.
- لا يسمح في عقد الإعتماد الإيجاري للمؤجر بوضع قيود على قرارات الإدارة، على عكس الإقتراض، ويرجع هذا إلى أنه في حالة الإفلاس من حق المؤسسة إسترداد الأصل طالما أنه ملك لها.
- يظهر الإستئجار الربحية الدفترية للمؤسسة في صورة أفضل مقارنة بالإقتراض من أجل شراء الأصل.
- تعتمد المؤسسة إلى قرار الإستئجار، بهدف توفير الموارد المالية المتاحة لإستخدامات أخرى.<sup>1</sup>
- الإستئجار يمكن المؤسسة المستأجرة من الحصول على تمويل كامل (100%) على عكس التمويل بالإقتراض، أين لا تستفيد الشركة بكامل قيمة القرض.

#### ثانيا: أنواع الإعتماد الإيجاري:

يتخذ الإعتماد الإيجاري ثلاثة أنواع أساسية وفيما يلي نتطرق إلى كل نوع:

#### 1- البيع ثم الإستئجار:

في هذا النوع تقوم المؤسسة ببيع أصل لمؤسسة الإعتماد الإيجاري، هذه الأخيرة تقوم بإيجار نفس الأصل للمؤسسة بعقد إعتماد إيجاري تحت شروط معينة.<sup>2</sup> وكما يبدو واضحا أن الشركة البائعة (المستأجرة) تستلم قيمة البيع (أي تحصل على قيمة التمويل) من المؤسسة المشترية (المؤجرة) فورا، وفي نفس الوقت ستبقي الأصل المباع عندها لإستخدامه.<sup>3</sup> يمكن أن تستعمل هذه العملية عندما تكون المؤسسة تعاني من مشاكل مالية وتمتلك أصول هامة، هذه الحالة تسمح بتحقيق وفورات ضريبية للمؤسسة أحسن من مواصلة الإحتفاظ بالأصل، و تعتبر هذه العملية وسيلة فعالة تسمح للمؤسسة بإيجاد توازنها المالي.<sup>4</sup>

#### 2- الإعتماد الإيجاري التشغيلي:

ويسمى أيضا إستئجار الخدمة ويتضمن بشكل عام، المعدات وخدمات صيانتها ومن أهم هذه المعدات الكمبيوتر، ماكينات النسخ، السيارات وغيرها. وتؤمن الشركة المؤجرة خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها بالحسبان عند حساب أقساط الإيجار، كما قد تحصلها الشركة المؤجرة بإتفاق منفصل عن عقد الإيجار.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 559 - 563.

<sup>2</sup> - Vizzavona. Patrice, OP,cit, P :399.

<sup>3</sup> - فود ويستون- يوجين براجام، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

<sup>4</sup> - Vizzavona. Patrice, OP,cit, P :399.

وعادة لا تكفي أقساط الإيجار لتغطية مجمل تكاليف الأصل، لأن عقد الإيجار قد يكون أقل بكثير من العمر الإقتصادي المتوقع للأصل، هذا يؤدي بالمؤجر إلى إعادة تأجير الأصل لمؤسسات أخرى أو بيع الأصل ذاته من أجل تغطية قيمة الأصل.

كما يعطي هذا النوع من الإعتماد الإيجاري الحق للمؤسسة المستأجرة في إلغاء العقد وإرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية، هذه ميزة تسمح للمؤسسة المستأجرة بإرجاع الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدماً أو عندما لا تكون بحاجة للأصل.<sup>1</sup>

### 3- الإعتماد الإيجاري المالي:

إن الإستئجار المالي البحت هو الإستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إغائه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها (أي أن مجموع الأقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة).<sup>2</sup>

وتنص المادة 2 من الأمر رقم 96-09 على أن: "تدعى عمليات الإعتماد الإيجاري" باعتماد إيجاري مالي" في حالة ما إذا نص عقد الإعتماد الإيجاري على تحويل لصالح المستأجر كل الحقوق والالتزامات و المنافع والمساوي والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل الممول عن طريق الإعتماد الإيجاري، وفي حالة ما إذا لم يمكن فسخ الإعتماد الإيجاري وكذا في حالة ما إذا لم يتضمن هذه الأخيرة للمؤجر حق إستعادة نفقاته من رأس المال والحصول على مكافأة على الأموال المستثمرة".

وتبدأ إجراءات هذا النوع من التأجير بقيام المؤسسة بالإتفاق على السعر وشروط التسليم مع المؤسسة المنتجة أو الموزع، ثم تجري بعد ذلك إتصال بمؤسسة للتأجير، لتقوم بشراء الأصل من المنتج. وفي لحظة توقيع عقد الشراء بين الشركة المؤجرة والمنتج، يبرم عقد تأجير بين المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة ويشبه التأجير التمويلي القرض المضمون الذي قد يحصل عليه المستأجر لغرض شراء الأصل، فعلى المستأجر دفع القيمة الإيجارية وتسليم الأصل للمؤجر في نهاية التعاقد، وهو ما يقابل الفوائد الدورية والقيمة الإسمية للقرض التي يحصل عليها المقرض في تاريخ إستحقاق القرض.

وكما هو الحال في شراء الأصل بقرض مرهون، فإنه إذا ما فشل المستأجر في سداد قيمة الإيجار يكون من حق المؤجر إسترداد الأصل المؤجر، غير أن هناك فرق جوهري بين شراء الأصل بقرض وبين إستئجاره. ففي الحالة الأولى تكون ملكية الأصل في تاريخ إستحقاق القرض من حق المقرض أي مستخدم الأصل، أما في الحالة الثانية فيكون الأصل من حق المؤجر.<sup>3</sup>

خلاصة القول أنه بالإضافة إلى التمويل الذاتي الذي تسعى المؤسسة إلى تمويل أكبر جزء من إحتياجاتها المالية من خلاله، هناك التمويل المباشر الذي يتيح أمام المؤسسة خيارات عديدة لتمويل هذه الإحتياجات، من خلال أنواع عديدة من الأوراق المالية سواء عن طريق طرح الأسهم أو السندات. كما

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره، ص: 182- 183.

<sup>2</sup> - بن الموفق سهيلة ، أثر تقلبات سعر الفائدة على أداء المؤسسة ، رسالة ماجستير ، جامعة منتوري ، قسنطينة، ص: 40.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 556.

يمكن للمؤسسة الحصول على إحتياجاتها المالية من خلال التمويل الغير مباشر وهنا أمام المؤسسة الحصول على قروض من المؤسسات النقدية أو تأجير أصول عن طريق الإعتماد الإجاري. وهذه هي أهم مصادر التمويل الإستثماري المتاحة للمؤسسة.

### المبحث الثاني: تكلفة تمويل المؤسسات الإقتصادية:

عند تقييم المشاريع الإستثمارية، نسمي معدل خصم التدفقات النقدية بـ "تكلفة التمويل"، وبهذا فإن هذا المفهوم جد ضروري في دراستنا هذه ولدى يجب التطرق إليه بنوع من التفصيل، لأنه المعدل الذي تخصم به التدفقات النقدية من أجل حساب قيمة المؤسسة.

وسوف نقسم دراستنا لهذا الموضوع إلى ثلاثة أقسام أساسية، حيث نتعرض في القسم الأول للمفاهيم العامة والتي تساعدنا على التحليل والتفصيل، حيث سنتطرق إلى ماهية تكلفة التمويل، أهميتها وكذا العناصر أو العوامل المؤثرة عليها.

ثم بعد ذلك ننتقل إلى القسم الثاني أين سنتطرق إلى الكيفية التي يتم بها تقدير تكلفة كل عنصر من العناصر المكونة لهيكل رأس المال. وهنا سنتطرق بالتفصيل لكل عنصر من عناصر التمويل والطرق والمعادلات المختلفة التي تمكننا من تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

ثم سنحاول الوصول إلى رقم واحد لتكلفة التمويل، بمعنى أننا سنحاول الوصول إلى تكلفة الخليط من الأموال التي تعتمد عليها المؤسسة في التمويل. وسنتطرق هنا إلى المتوسط المرجح لتكلفة التمويل أين سنتعرض بالتحليل لكل مدخل لحساب هذا الأخير والتحفظات الموجودة على كل مدخل.

### المطلب الأول: ماهية تكلفة التمويل:

يعتبر مفهوم تكلفة التمويل من أصعب المفاهيم في الإدارة المالية ذلك أن تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لا يخضع لمعادلات رياضية واضحة ومحددة، بل يخضع لعملية التقدير. وسنتطرق في هذا المطلب إلى المفاهيم الأساسية لتكلفة التمويل والتي ستساعدنا فيما بعد على فهم عملية تقدير تكلفة التمويل.

### الفرع الأول: مفهوم تكلفة التمويل

يقصد بتكلفة التمويل معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها. وعلى هذا الأساس فإن قبول أو رفض المقترحات الإستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء نسبة أو معدل تكلفة رأسمال الشركة. ويمكن للمؤسسة أن تحافظ على قيمتها فقط بقبول الإستثمارات التي يكون لها معدل عائد أكبر من تكلفة رأس المال، وفيما عدا ذلك فإن أي قرار إستثماري سيساهم في تخفيض قيمة المؤسسة، ولا بد أن يعمل إستخدام مفهوم تكلفة رأس المال على تحقيق أحد الأهداف الرئيسية للمؤسسة والمتمثل في تعظيم الثروة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - نور الدين خبايا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، ص: 506-507.

كما يمكننا تعريف تكلفة التمويل بأنها: "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات الرأسمالية المقترحة، وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل، وما يترتب على ذلك من إنخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسين الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة"<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف تكلفة التمويل بأنها: "الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الإستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة دون تغيير. لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن المعدل (تكلفة التمويل) يؤدي إلى أن يصبح وضع المشروع أسوأ مما كان عليه من قبل مع إنخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة. بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل (تكلفة التمويل) إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع مع إرتفاع إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة"<sup>2</sup>.

وبالتالي تكلفة التمويل هو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات، هذا وأن تحقيق عائد يقل عن معدل تكلفة تمويل هذه الإستثمارات يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل عائد يفوق معدل تكلفة التمويل سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي زيادة ثروة الملاك.

وتكلفة التمويل هو معدل الخصم الذي يمكننا من حساب مردودية مشروع إستثماري جديد، ويمثل معدل المردودية الأدنى المقبول عند اتخاذ القرار. وبعد ذلك، معظم المشاريع التي تنفذ يمكن أن تحقق مردودية أكبر من هذا المعدل الأدنى، غير أن بعض المشاريع لا تحقق حتى هذا المعدل.

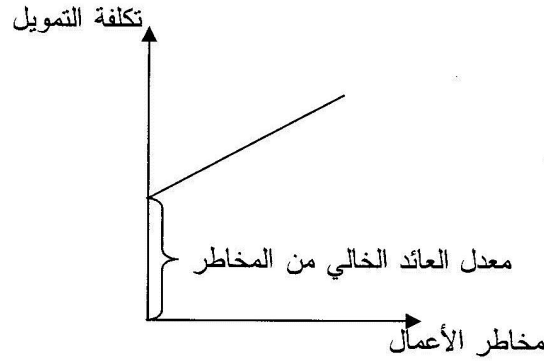
وبما أن مصادر التمويل ترتبط بدرجة المخاطر التي تتعرض لها، مما ينتج عليه إختلاف تكلفة مصادر التمويل تناسبا مع درجة الخطر التي يتعرض لها كل مصدر للأموال. وعادة ما يتجمع أصحاب الأموال حسب درجة كراهيتهم للخطر، ويطالبون بمعدلات عائد أكبر من المخاطر التي من المحتمل أن يتعرض إليها. وكما نعلم أن الرفع التشغيلي والرفع المالي يعملان على رفع إحتمال الإفلاس بالإضافة إلى حساسية الأرباح إلى متغيرات الظروف، ونسبي مجموع هذه المتغيرات "المخاطر"<sup>3</sup>.

يوضح لنا الشكل البياني التالي علاقة تكلفة التمويل بالمخاطر:

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 433.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 292.

<sup>3</sup> - Gagnon. Jean- MAIE et Khoury. Nabil, OP.cit, P-P :252 -254 .



الشكل (3-1): علاقة تكلفة التمويل بالمخاطر.

**Source :** Khory Nabil, Gagnon Jean- MARIE. OP cit, P : 254

يوضح الشكل (3-1) أن تكلفة التمويل هي دالة للمخاطر، حيث نلاحظ أن معدل تكلفة التمويل أو ما يسمى بمعدل العائد المطلوب يحتوي دائماً على تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، وعادة ما يقدر هذا العائد بالعائد الذي يمكن للمستثمر تحقيقه من الإستثمار في مجالات لا تتعرض لأي خطر من المخاطر هذا الجزء هو ما يسمى بمعدل العائد الخالي من المخاطر. ثم بعد ذلك يأتي الجزء الذي يسمى بـ "بدل المخاطر" بحيث كلما زادت مخاطر الأعمال والمخاطر المالية زاد معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب هذه الأموال.

#### الفرع الثاني: أهمية تكلفة التمويل:

- ويمكن إجمال ما يمكن أن تحققه الإدارة المالية من أهمية عند حسابها لتكلفة الأموال فيما يلي:
- إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يمكن الإدارة المالية من إختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة. حيث يقتضي المنطق المالي، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يختار المصدر الذي يحمل الشركة أقل تكلفة ممكنة.
- تستخدم تكلفة التمويل كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال، وذلك باستخدام معدل تكلفة التمويل كمعدل لخصم التدفقات النقدية.
- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المقترحات الإستثمارية ذاتها وتحديد مدلولها، إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة الشركة في الأسواق المالية وبين هياكلها المالية.
- إن تعظيم القيمة السوقية كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك وبغرض تخفيض تكلفة التمويل فإن المنطق يتطلب حسابها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، صص: 706-707.

- إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات، القرارات المتعلقة بالإستثمار، واسترداد السندات وسياسة رأس المال العامل، يستخدم حسابا دقيقا لتكلفة التمويل.
- إن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطر لأرباح الشركة، لذلك فإن معرفة تكلفة رأس المال وكيفية تأثره بالرفع المالي يعتبر أمرا مفيدا في اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل رأس المال.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل:

تتأثر تكلفة التمويل بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل رأس المال، وبالعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر، كما تتأثر تكلفة التمويل كذلك بالقرار المحددة للخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، وفيما يلي عرض لهذه العوامل الثلاثة.

#### أولا: تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من إستغلال أموالهم لتحقيق إشباعات حاضرة (أي تأجيل الإشباع) كنتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الإستثمار. كما يتوقعون الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد إستثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وسوف نعتبره مساويا للعائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة إستحقاقها عن السنة. وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر ويتوقف هذا العائد على الحالة الإقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال، زاد معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد فيطلق عليها بدل المخاطر والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الإستثمار ذاته. و بالنسبة لمخاطر التضخم يؤكد الباحثون في هذا المجال على أن معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر عن مخاطر إنخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطر على أنه تعويض عن مخاطر التشغيل و المخاطر المالية، وبالتالي فإن معدل العائد الخالي من المخاطر خالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية ويكفي لتعويض مخاطر التضخم والتعويض عن تأجيل الإشباع، أي التعويض عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر بما فيها مخاطر إنخفاض القوة الشرائية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 291.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 72- 73.

ثانيا: تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية. فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح - إذا ما تقرر توزيعها- أو حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.<sup>1</sup>

أما حملة الأسهم العادية فهم الذين يتحملون العبء الأكبر من المخاطر نظرا لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، يترتب على ذلك أن الإقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة، أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان وسط أي بين الإقتراض والأسهم العادية.<sup>2</sup>

ثالثا: تأثير العوامل المرتبطة بتكوين هيكل رأس المال:

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال، ونسبة كل عنصر فيه، لدى فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضا نسبة كل عنصر فيه.<sup>3</sup>

فقد تقرر المؤسسة مثلا الإعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل إستثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الإعتماد عليه في تمويل إستثماراتها، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لإختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، وكل هذا يؤثر بالتالي على تكلفة التمويل.<sup>4</sup>

المطلب الثاني: تقدير تكلفة مصادر التمويل:

يقتضي تقدير تكلفة التمويل الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال، والمتمثلة في الإقتراض طويل الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية، والأرباح المحتجزة بالإضافة إلى أقساط الإهلاك المتجمعة.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص: 73.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرأ قص، مرجع سبق ذكره، ص: 434.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص: 434.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

الفرع الأول: تكلفة التمويل الذاتي:

للوصول إلى تكلفة التمويل الذاتي يجب تقدير تكلفة التمويل لمكونات التمويل الذاتي والمتمثلة في: الأرباح المحتجزة، وأقساط الإهلاكات.

أولاً: تكلفة الأرباح المحتجزة:

يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة لا تكلفة لها، ولكن هذا الاعتقاد غير صحيح على إطلاقه، لأن هذه الأرباح هي أصلاً من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم إحتجازها إلا بعد موافقتهم.<sup>1</sup> وتتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة في تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المؤسسة بإحتجازها لحين الحاجة إليها وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح التي تم إحتجازها أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم إحتجاز الأرباح.<sup>2</sup>

وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من إستثمارها، يساوي على الأقل معدل العائد على الإستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظراً إلى أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فإن تكلفة الإعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الإستثمار والذي يمكن حسابه باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة أي المعادلتين:<sup>3</sup>

$$Kc = \frac{D_1}{P} \dots\dots\dots(1-1)$$

$$Kc = \frac{D_1}{P} + g \dots\dots\dots(2-1)$$

وإذا كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض هذه الأرباح بمقدار الضريبة وبالتالي يصبح لدينا:<sup>4</sup>

$$Kc = \frac{D_1(1-T)}{P} \dots\dots\dots(3-1)$$

كما يمكن إستخدام في هذا الشأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، طالما أن هذه التكلفة تساوي معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الإستثمار، وهو ما توضحه المعادلة التالية:<sup>5</sup>

$$Kc = rf + \beta[E(Fm) - rf] \dots\dots\dots(4-1)$$

حيث: **Kc**: معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية (تكلفة الأسهم العادية)  
**r f**: معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص:306.

<sup>2</sup> - عبد الستار مصطفى الصباح- سعود حايذ العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات علمية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2003، ص:228-229.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

<sup>4</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

<sup>5</sup> - Nguèna. Octave. Jokung, OP.cit, P :427.

$\beta$  : تمثل معدل بيتا لعائد السهم.

$E (Fm)$  : تمثل معدل العائد على محفظة السوق.

ثانيا: تكلفة أقساط الإهلاكات:

يشير ويستون و كوبلاند إلى أنه ينبغي أن تقدر لأقساط الإهلاك تكلفة تتمثل في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة عناصر التمويل، ومن المعروف أن أمام المؤسسة دائما الخيار بين إحتجاز الإهلاك، و بين توزيعه على مصادر التمويل من ملاك ومقروضين. وإذا ما تم التوزيع فينبغي أن يكون بنسبة مساهمة الطرفين في هيكل رأس المال. وذلك حتى لا يطرأ تغيير على نسبة مكوناته، أما إذا احتجز الإهلاك لغرض الإستثمار فينبغي أن يكون العائد المتولد يساوي على الأقل تكلفة تلك الأموال.

وبما أن تكلفة أقساط الإهلاك تتمثل في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة عناصر التمويل، فهذا يعني بالتبعية أنه لا ضرورة لدخول الإهلاك في عملية حساب تكلفة الأموال، طالما أن المتوسط المرجح يعكس آليا تكلفة ذلك العنصر.<sup>1</sup>

وهناك رأي آخر يرى بأن إحتجاز الإهلاكات لغرض الإستثمار يتطلب تحقيق عائد مناسب على هذه الأموال وهذا العائد ما هو إلا عائد الفرصة البديلة الذي يطلبه حملة الأسهم وهذا يعني أن تكلفة إعادة إستثمار هذه الأموال ما هي إلا تكلفة الفرصة البديلة. كما يجب ملاحظة أن توزيع أقساط الإهلاك على حملة الأسهم ليس توزيعا للأرباح، بل هي توزيع لرأس المال، مما يعني أن المؤسسة في طريقها إلى الزوال.<sup>2</sup>

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم:

كنا قد قسمنا في المبحث الأول الأسهم إلى أسهم عادية تمثل حقوق الملكية، وأسهم ممتازة تمثل مصدر هجين للتمويل يجمع بين الإقتراض وحقوق الملكية وسنلقي على هذا التقسيم حيث سنقوم بحساب تكلفة الأسهم العادية ثم بعد ذلك تكلفة الأسهم الممتازة.

أولا: تكلفة الأسهم العادية

وتتمثل في معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على الإستثمار في المؤسسة. وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل العائد الذي ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من إستثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر، ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.

ويقتضي تقدير تكلفة إستخدام الأسهم العادية في التمويل، ضرورة التعرض لمدخل التدفقات النقدية المخصومة الذي يهدف إلى تقدير تكلفة إستخدام السهم العادية في التمويل، ضرورة التعرض

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قورباغص، مرجع سبق ذكره، ص: 447.

لمدخل التدفقات النقدية المخصومة الذي يهدف إلى تقدير القيمة السوقية للأسهم، التي تعد الأساس لتقدير كل من العائد المتوقع من وجهة نظر الملاك، وتكلفة الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة. يشير هذا النموذج إلى أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقات النقدية المستقبلية، وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ إستحقاق معين، فإن التدفقات النقدية سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر. وهو ما توضحه المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$P = \frac{D_1}{(1+Kc)^1} + \frac{D_2}{(1+Kc)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+Kc)^t}$$

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+Kc)^t}$$

ومن ثم فإن:

$$P = \frac{D_1}{Kc}$$

$$Kc = \frac{D_1}{P} \dots (1-1)$$

حيث: **P**: يمثل القيمة السوقية للسهم.

**kc**: يمثل معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم.

**D<sub>1</sub>**: التوزيعات في نهاية السنة الأولى.

أي أن معدل العائد المطلوب تحقيقه لحملة الأسهم العادية يتحدد من خلال العلاقة بين الإيرادات المتوقعة وسعر السهم.<sup>2</sup>

يعتمد الإثبات الرياضي للمعادلة (1-1) على افتراض أن قيمة التوزيعات ثابتة من سنة إلى أخرى، أما نموذج جوردون- شابيرو "Gordon-Shapiro" الذي يفترض أن التوزيعات السنوية تنمو بمعدل ثابت **g**، فسوف يعطينا المعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$Kc = \frac{D_1}{P} + g \dots (2-1)$$

ومع الأخذ بعين الإعتبار تكاليف إصدار الأسهم ومصاريفها فإن متحصلات بيع الأسهم عادة ما تنخفض فإذا رمزنا لنسبة المصروفات المصاحبة للإصدار إلى القيمة السوقية للسهم بالرمز "**F**" فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تصبح تحسب بالمعادلة:

$$Kc = \frac{D_1}{P(1-F)} + g \dots (5-1)$$

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قورياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 441.

<sup>3</sup> - Nguèna. Octave. Jokung , OP.cit , P :427.

كما يمكن الحصول على تكلفة الأسهم العادية من خلال نموذج الـ MEDAF والذي ينص على أن حملة الأسهم يطالبون بعائد بناء على فئة المخاطر التي تنتمي إليها هذه المؤسسة والمحددة بمعامل بيتا ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بواسطة المعادلة التالية:

$$Kc = rf + \beta[E(Fm) - rf] \dots\dots(4-1)$$

حيث: **Kc**: معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.

**r f**: يمثل معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر.

**β**: يمثل معامل بيتا لعائد السهم.

**E (Fm)**: يمثل معدل العائد على محفظة السوق.

إن هذين المدخلين (جوردون شايبورو، MEDAF) يمكن أن يعطيان نتائج مختلفة، حيث أن مصداقية المدخل الأول تتوقف على التقدير الجيد للتوزيعات وكذلك معدل النمو، أما المدخل الثاني فيتوقف على كفاءة السوق المالي واستقرار معامل بيتا.<sup>1</sup>

#### ثانيا: تكلفة الأسهم الممتازة

تتمثل تكلفة الأسهم الممتازة في أنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى تتمكن من الإحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير.<sup>2</sup>

وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي القيمة التي تحصل عليها المؤسسة من بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم، أي قيمة السهم مخصوما منها مصاريف الإصدار للسهم إن وجدت، وتحدد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفق النموذج التالي:<sup>3</sup>

$$Kp = \frac{Dp}{Pm} \dots\dots(6-1)$$

حيث: **kp**: تكلفة السهم الممتاز

**D p**: قيمة التوزيع الثابت للسهم

**Pm**: صافي قيمة السهم.

وتعتبر تكلفة الأسهم الممتازة حسب العلاقة السابقة بعد الضريبة لأن التوزيعات لا تعتبر نفقات يتم خصمها لأغراض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للإقتراض.<sup>4</sup>

وجدير بالذكر أن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم تقل عن قيمتها الإسمية وذلك بسبب تكاليف الإصدار والعمولات وغيرها. فكما هو معروف تستعين شركات الأعمال بينوك الإستثمار

<sup>1</sup> - Ibid, P :427.

<sup>2</sup>- محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، دار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص: 278.

<sup>3</sup>- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني "الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية"، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2003، ص: 303.

<sup>4</sup>- عبد لغفار حنفي- رسمية قورياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 441.

لضمان تسويق إصداراتها من الأسهم وسندات الدين مقابل أتعاب وساطة تدفعها الشركات لهذه البنوك. إن نفقات الإصدار تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل ويجب أخذها بعين الإعتبار في حساب تكلفة مصدر التمويل. ويتم ذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$Kp = \frac{D_p}{Pm(1-F)} \dots\dots(7-1)$$

حيث: F: تمثل نفقات الإصدار.<sup>1</sup>

الفرع الثالث: تكلفة الإقتراض طويل الأجل "تكلفة السندات":

تتمثل تكلفة الإقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي إستبعاد الوفورات الضريبية.<sup>2</sup>

كما تعرف تكلفة الإقتراض بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الإقتراض حتى يمكن الإحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير.<sup>3</sup>

وتكلفة التمويل عن طريق الإقتراض تتوقف على الإعتبارات التالية:

- الوضع الإقتصادي وحالة السوق المالي حيث يؤثر ذلك على شروط الإصدار والتسديد ومعدل الفائدة والتكلفة الحقيقية للقروض بالنسبة للمؤسسة.
- الوضع القانوني للمؤسسة حيث تتفاوت معدلات الفائدة على القروض الممنوحة وخاصة وحدات القطاع العام والقطاع الخاص.
- جنسية المؤسسة مصدرة القرض حيث يلاحظ تفاوت معدلات الفائدة على القروض التي تصدرها المؤسسات الوطنية عن تلك التي تصدرها المؤسسات الأجنبية رغم تماثل النشاط ودرجة المخاطرة.
- حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للقروض وهذا يؤثر على نجاح عملية الإكتتاب وعلى معدل الفائدة، فالسمعة مؤشر على الكفاءة الإدارية للمؤسسة الإقتصادية.
- الضمانات المقدمة لأداء القرض (عينة، شخصية) فمعدلات الفائدة تختلف بين القروض المكفولة بضمانات عينية أو شخصية عن تلك الغير مكفولة بأي ضمان، حيث يقل الخطر في الأولى عن الثانية.<sup>4</sup>

ويترتب على أي عملية إقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة، أو في صورة قرض تتعاقد عليه المؤسسة، يترتب عليه تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة بيع السند أو قيمة التعاقد على القرض، وأيضاً يترتب عليها من جانب آخر تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنوياً بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الإستحقاق. و لحساب

<sup>1</sup>- Gagnon. Jean- Marie et Khoury. Nabil, OP.cit, P :262.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:75.

<sup>3</sup>- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

<sup>4</sup>- منير شاكر محمد- إسماعيل إسماعيل- عبد الناصر عبد النور، التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، دار وائل، عمان، 2005، ص:295.

تكلفة الإقتراض يمكن الإستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي، والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة (أو معدل الخصم) الذي يمكنه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية (أي الفوائد) وأيضا الدفعة النهائية المتمثلة في سداد قيمة القرض عند الإستحقاق تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة.<sup>1</sup> ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$D = \frac{F_1}{(1+Kd)^1} + \frac{F_2}{(1+Kd)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+Kd)^n} + \frac{V_R}{(1+Kd)^n}$$

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+Kd)^i} + \frac{V_R}{(1+Kd)^n} \dots (9-1)$$

حيث أن: **D**: صافي متحصلات الأموال المقترضة.

**F**: الفوائد الدورية بعد خصم الضريبة.

**VR**: قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الإستحقاق.

**Kd**: معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة (معدل تكلفة الإقتراض).

كما يمكن حساب تكلفة الإقتراض في حالة إنتهاج المؤسسة سياسة الإبقاء على نسبة ثابتة من الأموال المقترضة في هيكلها المالي، حيث تعمل المؤسسة على تجديد القرض بمجرد إنتهاء مدته وتعويضه بقرض جديد، في هذه الحالة يمكن حساب تكلفة الإقتراض بالمعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$Kd = \frac{F}{Pd} x (1-T) \dots (10-1)$$

حيث: **F**: الفوائد الدورية المدفوعة.

**Pd**: سعر بيع السندات الدائمة ويمكن أن يأخذ ثلاث أشكال:

- الإصدار بالسعر الإسمي للسند
- الإصدار بالسعر الإضافي.
- الإصدار سعر الخصم.

**T**: نسبة الضريبة.

وهي نفس المعادلة (9-1) على اعتبار أن "VR" أي قيمة الأموال المقترضة التي سدادها في

تاريخ الإستحقاق تساوي صفر وبالتالي نحصل على:

$$D = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+Kd)^i} \dots (11-1)$$

إن إستخدام طريقة معدل العائد الداخلي تعتبر الطريقة الدقيقة لحساب تكلفة الإقتراض، وهناك معادلة بسيطة يطلق عليها الطريقة التقريبية أو الغلة التقريبية، ويمكن تلخيص هذه الفكرة في المعادلة التالية:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عيد لغفار حنفي- رسمية قورباقص، مرجع سبق ذكره، ص: 435.

<sup>2</sup> - نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص: 510.

<sup>3</sup> - نور الدين خبابية، المرجع السابق، ص: 510.

<sup>4</sup> - عيد لغفار حنفي- رسمية قورباقص، مرجع سبق ذكره، ص: 440.

$$Kd = \frac{F + \frac{VR - D}{n}}{\frac{VR + D}{2}} \dots\dots\dots(12-1)$$

حيث: VR: تمثل قيمة القرض الذي يستحق عنه السداد بعد المدة n.

F: الفائدة الدورية الواجب دفعها.

D: صافي المتحصلات الحالية من القرض.

n: مدة القرض.

Kd: تكلفة الإقتراض.

### المطلب الثالث: تكلفة تمويل المؤسسات الإقتصادية

يتمثل متوسط الأموال المرجحة في المتوسط المرجح لمختلف تكاليف مصادر التمويل . وكما نعلم يجب الأخذ بعين الإعتبار نسبة أو وزن كل مصدر من مصادر التمويل التي تستعمله المؤسسة كمعيار للترجيح، ويمكننا الحصول على هذه الأوزان من خلال هيكل رأس المال الحالي، وفي حالة حصول المؤسسة على تمويل إضافي فنكون أمام متوسط التكلفة الحديدية.<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف متوسط تكلفة التمويل بأنها عبارة عن متوسط الكلفة المرجحة للأموال والمقصود بكلمة مرجحة هنا هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من هيكل رأس المال، ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزنا معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى.<sup>2</sup>

وبما أن نسب العناصر المكونة لهيكل رأس المال ليست متساوية، أيضاً تكلفة كل عنصر منها غير متساوي فلا يمكن إستخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة، لذلك يفضل إستخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، ولكن أي خليط لهيكل رأس المال ينبغي أن تحدد على أساسه تكلفة التمويل؟

إن الإجابة على هذا السؤال يقتضي التعرض للمداخل البديلة في حساب تكلفة التمويل والتي تتمثل في:

- 1- تقدير تكلفة التمويل على أساس الأوزان الفعلية للعناصر،
- 2- تقدير تكلفة التمويل على أساس الأوزان المستهدفة للعناصر،
- 3- تقدير تكلفة التمويل على أساس أوزان العناصر التي سوف تستخدم في تمويل الإقتراح الإستثماري محل البحث.

### الفرع الأول: مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

يقوم هذا المدخل على حساب أوزان عناصر هيكل رأس المال طبقاً للأوزان الفعلية لها، بمعنى أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس المصادر وبنفس النسب الحالية. ويقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن مكونات هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة يعتبر

<sup>1</sup> - Gagnon. Jean- Marie et Khoury. Nabil, OP.cit, P :254.

<sup>2</sup> - عبد الستار مصطفى الصياح- سعود حايذ العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

مثاليا ومستقرا أي لا يتغير من وقت لآخر. وهذا الافتراض غير واقعي لحد كبير لأنه يعني أن أي أموال إضافية لا تتغير من نسب التشكيلة التي يتكون منها هيكل رأسمالها الحالي.<sup>1</sup> ويعاب على هذا المدخل أن تكلفة الأموال سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها هيكل رأس المال، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، وعليه يعد هذا المدخل ملائما في حالة كون الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال هو خليط مستقر أي لا يتغير من وقت لآخر.<sup>2</sup>

هذا وتحسب تكلفة الخليط الفعلي لهيكل رأس مال المؤسسة إما على أساس القيمة الدفترية للعناصر التي يتكون منها الهيكل، أو على أساس القيمة السوقية لها. **أولا: تكلفة التمويل على أساس القيمة الدفترية:**

يعتمد هذا المدخل على حساب أوزان العناصر التي يتكون منها رأس المال وفقا للقيمة الدفترية لهذه العناصر، غير أنه يقتضي التفاوت في القيمة الدفترية للعناصر وكذا التفاوت في تكلفتها ضرورة استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لحساب تكلفة التمويل. وهذا ما توضحه المعادلة التالية:<sup>3</sup>

$$K = K_1.W_1 + K_2.W_2 + \dots + K_n.W_n$$

$$K = \sum_{i=1}^n K_i.W_i + \dots (13-1)$$

حيث: **K**: تمثل متوسط تكلفة التمويل.

**Wt**: تمثل وزن عنصر التمويل.

**Kt**: تمثل تكلفة عنصر التمويل.

**ثانيا: تكلفة التمويل على أساس القيمة السوقية:**

ويقصد بالترجيح على أساس القيمة السوقية أن قيمة كل عنصر من عناصر التمويل تأخذ بقيمة السوق وخاصة القيمة السوقية للأسهم بمختلف أنواعها والسندات حيث تتعرض كل من الأسهم والسندات لتقلبات في قيمتها السوقية.<sup>4</sup>

ويختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال تتحدد وفقا لقيمتها السوقية، ويعتبر حساب تكلفة التمويل على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر "kt" تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن أي عنصر "wt" على أساس قيمته السوقية.<sup>5</sup>

<sup>1</sup>- نور الدين خيابة، مرجع سبق ذكره، ص: 531.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

<sup>3</sup>- عبد الستار محمد الصباح- سعود حايذ العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

<sup>4</sup>- عبد لغفار حنفي- رسمية قورياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

<sup>5</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 87-88.

كما أن الإعتماد على القيمة السوقية يعطي صورة أقرب إلى الواقع من القيمة الدفترية، ولذلك فإن إستخدام القيم السوقية لحساب الأوزان النسبية لمصادر التمويل أفضل من إستخدام القيم الدفترية للحصول على تكلفة رأس المال بصورة أدق. ويعاب على هذا المدخل "مدخل القيمة السوقية" عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، كما أن القروض ليس لها قيمة سوقية ومن ثم فهي تبقى كما هي بقيمتها الدفترية.

ويجب الإشارة إلى أن مدخل هيكل رأس المال الفعلي بصورة عامة عبارة عن مدخل تاريخي يتميز بالسكون ويمثل أوضاع تاريخية لهيكل رأس المال، في حين أن المقصود من حساب تكلفة رأس المال هو إستخدامها لإتخاذ قرارات إستثمارية تتعلق بالمستقبل.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: مدخل الأوزان المستهدفة

ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل رأس مال مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الإنحراف عنه بقدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسة ككل. ويترتب على ذلك أن التكلفة المحسوبة على هذا الأساس ستبقى ثابتة ومستقرة طالما أن المؤسسة لم تغير قرارها المحدد لهيكلها التمويلي وذلك بصرف النظر عن أن يكون هذا الهيكل مماثل أو قريب من الهيكل الحالي أو الفعلي للمؤسسة أم لا.<sup>2</sup>

غير أن هذا الإستقرار والثبات قد يترتب عليه آثار غير محمودة، فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة (الأسهم العادية والأرباح المحتجزة) في الهيكل الفعلي تفوق مثيلتها في الهيكل المستهدف، فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للتمويل، وإذا ما تم تقييم الإقتراحات الإستثمارية على أساس معدل التكلفة للهيكل المستهدف فقد يترتب على ذلك قبول إقتراحات إستثمارية كان ينبغي أن ترفض، مما يترك أثر سلبي على ثروة الملاك.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: المدخل الحدي والمتوسط الحدي لتكلفة التمويل:

عندما تريد المؤسسة الحصول على تمويل إضافي يستعمل عندها هذا المدخل. وسنتطرق هنا إلى المدخل الحدي ثم بعد ذلك إلى المتوسط الحدي لتكلفة التمويل.

### أولاً: المدخل الحدي:

تعرف التكلفة الحدية للتمويل بأنها تكلفة الدينار الإضافي من الأموال الجديدة التي يتم الحصول عليها ويتم حساب هذه التكلفة على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الإقتراحات الإستثمارية ويترتب على ذلك أن تكلفة التمويل سوف تختلف من إقتراح لآخر إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - نور الدين خبايا، مرجع سبق ذكره، ص: 539.

<sup>2</sup> - عبد لغفار حنفي - رسمية قورباقص، مرجع سبق ذكره، ص: 449.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

<sup>4</sup> - نور الدين خبايا، مرجع سبق ذكره، ص: 540.

يتضمن المدخل الحدي لحساب تكلفة التمويل بأنه مدخل واقعي، غير أن استخدامه كأساس لتقييم الإقتراحات الإستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل. فمثلا إذا كان أمام مؤسسة إقتراح إستثماري يبلغ معدل العائد المتوقع على الإستثمار فيه 12% وأن مصدر التمويل المتاح هو قرض طويل الأجل يبلغ معدل تكلفته 9,71% فسوف يتم قبول هذا الإقتراح. غير أن هناك من الأسباب ما يدعو إلى الشك في سلامة القرار، ذلك أن الإعتماد على القروض في تمويل الإقتراح سوف يرفع نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية، الأمر الذي يحتمل أن يؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل في المستقبل.

وبناء عليه إذا واجهت الشركة في العام التالي قرار بشأن إقتراح يبلغ معدل العائد على الإستثمار فيه 15% فسيرفض بحجة أن الإقتراح الذي تم قبوله في العام الماضي قد ترتب عليه إرتفاع تكلفة التمويل للمؤسسة إلى ما يزيد عن عائد الإقتراح المشار إليه. وهكذا يتضح أن المؤسسة قد قبلت إقتراح يبلغ معدل العائد على الإستثمار فيه 12%، ورفضت إقتراح آخر يتولد عنه عائد قدره 15% وذلك بسبب إلتحاق المدخل الحدي في تقدير تكلفة التمويل.<sup>1</sup>

#### ثانيا: مدخل المتوسط الحدي لتكلفة التمويل

ويستخدم متوسط التكلفة الحدية المرجح بالأوزان كمؤشر لبناء الهيكل الأمثل لرأس المال. أي توليفة مصادر التمويل التي تخفض التكلفة المرجحة للتمويل إلى حدها الأدنى وذلك في ضوء معدل العائد الداخلي المتوقع عن المشروعات الرأسمالية التي ستوظف فيها هذه الأموال.<sup>2</sup> ولتجنب المشكلات التي سبقت الإشارة إليها بشأن المدخل الحدي، ينبغي أن تتمثل تكلفة التمويل في المتوسط المرجح بالأوزان للتكلفة الحدية. وهذا يتطلب بالطبع أن تكون تشكيلة الأموال (سواء من حيث المكونات أو النسب) المستخدمة في تمويل الإقتراح مماثلة للتشكيلة التي يتكون منها الهيكل التمويلي للمؤسسة سواء المستهدف أو الفعلي، ونشير هنا أن الأسلوب الأكثر إستخداما هو الإعتماد على الهيكل التمويلي الفعلي على أنه هيكل مثالي.

وجدير بالملاحظة أن الإعتماد على هيكل رأس المال الفعلي في حساب الأوزان للأموال الإضافية لا يعني ثبات التكلفة الحدية المحسوبة على هذا الأساس، ذلك أنه كلما زادت الموارد المالية المطلوبة إرتفعت تكلفة التمويل. فزيادة الأموال التي تطلبها المؤسسة يترتب عليها زيادة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل ومن هنا نجد أن المؤسسة لا يمكنها الحصول على أموال إضافية إلا إذا ارتفعت معدلات العائد لهذه الأموال أي زيادة تكلفتها.<sup>3</sup>

وأيا كان المدخل المستخدم بشأن حساب الأوزان فإن حساب التكلفة المرجحة للتمويل يتطلب تحديد التشكيلة المناسبة وإعطاء وزن لكل عنصر من العناصر المكونة لإجمالي هذه العناصر وقد يتم

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 91-92.

<sup>2</sup> - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

<sup>3</sup> - عبد لغفار حنفي- رسمية قورياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 450.

ذلك إما على أساس القيم الدفترية لهذه العناصر وإما على أساس قيمها السوقية ثم تحسب تكلفة كل عنصر وإجمالي حاصل ضرب تكلفة العنصر في وزنه لنحصل على التكلفة المرجحة للتمويل.

### المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة:

تهدف الطرق المختلفة لتقييم المؤسسة إلى الوصول لإعطاء قيمة لهذه الأخيرة، ومما لا شك فيه أنه من الصعب الوصول إلى قيمة دقيقة للمؤسسة نظرا لإستخدام طرق مختلفة، بل سنصل إلى نتائج مختلفة ولكن يجب أن نعلم أن عملية بيع المؤسسة لا تتم إلا بالتفاوض، و قد تكون هذه القيم المتوصل إليها نقطة بداية عملية التفاوض.

إذن وللوصول لتحديد قيمة المؤسسة أو على الأقل تحديد قيمة الأموال الخاصة أمام المؤسسة طريقتين، حيث يمكننا الحصول على قيمة الأموال الخاصة بطريقة غير مباشرة، بمعنى أن نحدد أولا قيمة الأصل الاقتصادي ثم بعد ذلك نطرح القيمة الصافية للقروض، أو بطريقة مباشرة بحساب الأموال الخاصة مباشرة دون المرور بوساطة قيمة الأصل الإقتصادي.

ويجب التركيز هنا على الهدف الذي من أجله نقوم بعملية التقييم، حيث لا بد من تحديد الظروف التي أدت إلى التقييم، و هنا يجب تحديد بدقة ما إذا كنا أمام مؤسسة مقبلة على التوقف عن النشاط أم نحن أمام مؤسسة لها مستقبل و قدرة على الإستمرار، و هذا يتوقف على التوقعات المستقبلية للمؤسسة موضوع التقييم و سوف نقسم هذا المبحث إلى ثلاث أقسام أساسية حيث سنعرض إلى:

- الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية،

- الطرق المرتكزة على الذمة المالية،

- الطرق المركبة و الطرق المقارنة.

### المطلب الأول: الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية:

يرتكز هذا التصور على فكرة مفادها أن المؤسسة هي مركز لخلق القيمة و أن قيمتها تتحدد بأفاقها المستقبلية بمعنى أن " قيمة المؤسسة هي عبارة عن قيمة عائداتها المستقبلية" بمعنى آخر قيمة المؤسسة تعبر عن توقع الأرباح المستقبلية، فالمتعامل الذي سيشتري المؤسسة لا يهتم بماضي هذه الأخيرة و ما حققته من أرباح بقدر ما يهتم بما ستحققه من مداخيل مستقبلية متوقعة. و عليه فإن هذا المدخل يرتكز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول، و هنا سيتم تحديد قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للمداخيل المنتظرة.

وما دام أن هذه الطريقة ترتكز على التدفقات النقدية المستقبلية، فإن أثر المعلومات التقديرية سيبرز على سلوك المقيمين و المستثمرين، مما يستوجب وجود نظام معلوماتي فعال يسمح بنقل المعلومات الملائمة و في الوقت المناسب لكل مستعملها لإتخاذ القرارات السليمة.

ووفق هذه الطرق فإن قيمة المؤسسة هي دالة في التدفقات التي ستحققها مستقبلا، و ينطوي هذا

المفهوم على بعض المشاكل أهمها:

- يطرح تقدير المداخل المستقبلية المتوقعة مشكل إختيار مؤشر القياس الملائم، و هذا بسبب تعدد مؤشرات قياس المداخل المستقبلية المتوقعة مثل النتيجة الصافية، التدفق النقدي المتوقع و غيرها،
- كما يطرح مشكل إختيار معدل الخصم لهذه المداخل المستقبلية للحصول على قيمة المؤسسة.

### الفرع الأول: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح "DCF"

يرتكز هذا النوع من التقييم على نظرية تقييم المشاريع الإستثمارية "إختيار الاستثمارات" و التي تتوقف على القيمة الحالية. حيث ترى أن صافي القيمة الحالية لمشروع إستثماري هو عبارة عن خصم مجموع التدفقات النقدية المستقبلية الصافية والمتركمة خلال مدة الحياة الإقتصادية. وتعتبر هذه الطريقة، الطريقة الأساسية لتقييم المؤسسات، حيث تسمح بتقييم الأصل الاقتصادي " Actif économique "، بعدها تخصص منه القيمة الصافية للقروض للحصول على قيمة الأموال الخاصة. تمثل هذه التدفقات مدخلات صافية للخزينة الناتجة عن الأصل الاقتصادي، و التي تعبر عن المردودية الفعلية للمؤسسة، يتم خصم هذه التدفقات بواسطة متوسط تكلفة التمويل، و عدد هذه التدفقات لا نهائي على اعتبار أن المؤسسة مستمرة النشاط في السوق.

بإختصار قيمة الأصل الاقتصادي هي مجموع القيم الحالية لتدفقات الخزينة بعد الضريبة في مدى محدد بالإضافة إلى القيمة الحالية للقيمة النهائية التي نحصل عليها في نهاية المدة المحدد<sup>1</sup>. ويمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K)^t} + \frac{V_n}{(1+K)^n} \dots\dots(1-2)$$

حيث:  $F_t$ : التدفق النقدي المتاح الناتج في الفترة t.

$V_n$ : القيمة النهائية للمؤسسة.

$K$ : معدل الخصم (متوسط تكلفة التمويل).

$n$ : عدد السنوات .

وفي رأينا تمثل قيمة  $V$  أعلى سعر يمكن أن يدفعه المشتري للحصول على المؤسسة إستنادا إلى التدفقات التي اعتمد عليها، حيث إذا اشتريت هذه المؤسسة بأكثر من قيمة  $V$  فإن هذا الاستثمار ليس له مردودية و العكس صحيح.

### أ- التدفق النقدي المتاح "FCF":

تشتري المؤسسة لمستقبلها و ليس لماضيها حتى و لو كان مجيدا، لذلك تعتمد على التدفقات النقدية المستقبلية المقدرة لتحديد قيمة المؤسسة، و يمكن حساب التدفق النقدي المتاح "FCF" الذي يترجم التدفقات الناتجة عن نشاط المؤسسة والموضوعة تحت تصرف أصحاب الأموال بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - verminent .p, op.cit, p : 896.

<sup>2</sup> - Nguéna J. O et al, *Introduction en management de la valeur*, Dunod, Paris, 2001, p : 139.

<sup>3</sup> - Tchameni. E, *l'évaluation des entreprises*, 2éme ed, Economica , Paris ,2001, p :48.

التدفق النقدي المتاح FCF نتيجة الاستغلال + مخصصات الإهلاكات والمؤنات - التغير في احتياج رأس المال العامل - الاستثمارات

ومن الأحسن القيام بإعداد مجموعة من السيناريوهات لتطور التدفقات النقدية المتاحة، و يمكن الإعتماد في تحديد هذه الأخيرة على الميزانية، جدول حسابات النتائج، مخطط التمويل و غيرها. كما أنه عادة ما تتبنى هذه السيناريوهات إنطلاقاً من تشخيص للمؤسسة، تشخيص مالي يحلل مردودية وسيولة المؤسسة، بالإضافة إلى التشخيص الإستراتيجي الذي يسمح بتحديد نقاط القوة و الضعف مثل خصائص القطاع، الوضعية التنافسية للمؤسسة، مميزات نظام الإنتاج، الطرق التجارية المعتمدة، قدرات طاقم الإدارة و الموارد البشرية وغيرها. هذه النقاط يجب أن تدرس جيداً<sup>1</sup>.

ب- عدد السنوات " n " :

المدة المختارة ( n ) تختلف حسب هدف و رؤية من سيقوم بعملية التقييم، بمعنى إختيار المدى المعقول للتنبؤ بالتدفقات النقدية. هذا الإختلاف كبير بين الخبراء، فمنهم من يرى أن هذه المدة تتراوح بين أربع سنوات<sup>2</sup>. فيما يرى آخر أن هذه المدة يجب أن تتناسب مع الوقت الذي خلاله ستستمر المؤسسة في نموها الحالي بمعنى أن تتناسب مع فترة تقديرات المؤسسة بشأن الأرباح، و بالتالي يجب أن تقل هذه الفترة عن 10 سنوات كأبعد تقدير كي لا تكون هذه التوقعات نظرية لا أكثر، بالإضافة إلى أهميتها في تحديد القيمة النهائية  $V_n$ <sup>3</sup>.

وكما يعلم الجميع كلما كانت الفترة طويلة، كلما زادت متغيرات عدم التأكد و يصعب بالتالي تحديد قيمة التدفقات النقدية المقدرة، لهذا يوجد من يفرق بين فترتين، الفترة الأولى ستكون قصيرة عادة ما تكون ما بين 3 إلى 5 سنوات تتماشى هذه الفترة مع الرؤية الواضحة للمؤسسة و مع سيناريوهات تطور مفصلة، بينما الفترة الثانية أكثر من 5 سنوات، تركز هذه الفترة على فرضيات بسيطة<sup>4</sup>.

ومن الناحية النظرية تعتبر فترة التدفقات غير منتهية على اعتبار أن عمر حياة المؤسسة غير محدد و أن المؤسسة ستستمر في النشاط.

ج- معدل الخصم " K "

التدفقات النقدية المقدرة سوف تخصم بمعدل يتناسب مع المخاطر ، معدل خصم هذه التدفقات يتكون من معدل الخالي من المخاطر بالإضافة إلى علاوة المخاطر. وهنا يمكن مقارنة مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة محل التقييم مع المؤسسات المشابهة المسجلة في البورصة. وبافتراض حد معين لكفاءة الأسواق المالية، و تقارب كامل بين المؤسسات المسجلة و

<sup>1</sup> - Gillet.R et al , Finance :Finance d'entreprise, Finance de marché, diagnostic,Dalloz , Paris ,2001, p :147.

<sup>2</sup> -Peyrard .j, Analyse Financière, 8<sup>ème</sup> ed , Vuibert, Paris ,1999, p :229.

<sup>3</sup> - Tchameni. E, opcit, p : 48.

<sup>4</sup> -Gillet.R et al , Op.cit, P : 147

المؤسسة محل التقييم، بالإضافة إلى فترة تمثل بدقة فترة التقييم، فإن معدل الخصم هو عبارة عن معدل العائد المطلوب من طرف السوق المالي<sup>1</sup>.

ويستعمل متوسط التكلفة المرجحة للتمويل "CMPC" في عملية الخصم، و الذي يحسب كما يلي :

$$K^{CMPC} = KC \cdot \frac{s}{S+D} + Kd \frac{D}{S+D}$$

د- القيمة النهائية للمؤسسة "Vn" :

حسب منطق القيمة الحالية فإن القيمة النهائية للمؤسسة أي عند نهاية المجال المحدد هي تابعة للتدفقات المستقبلية. و هنا تستخدم العلاقة الحسابية التي جاء بها "Gordon-Shapiro" مع افتراض نمو التدفقات النقدية بمعدل ثابت "g" و الذي يكون أقل من معدل الخصم، و تعطى العلاقة<sup>2</sup>:

$$Vn = \frac{F}{K - g} \dots\dots(2-2)$$

حيث : F : يمثل التدفق النقدي الأول بعد الفترة "n"

g: معدل نمو التدفقات النقدية

K : معدل الخصم ( متوسط التكلفة المرجحة للتمويل )

و يمكن القول أن طريقة خصم التدفقات المتاحة هي الطريقة الأساسية في تحديد قيمة المؤسسة، و هي الأكثر إستعمالا و المعترف بها من طرف كل الباحثين، كما أنها الأكثر تعبيراً عن القيمة الفعلية للمؤسسة نظرا لإعتمادها على التدفقات المستقبلية. و تتوقف فعالية هذه الطريقة على قدرة المقيم في تحديد العناصر المحددة لها بدقة، خاصة التدفقات النقدية بإعداد مجموعة من السيناريوهات ، بالإضافة إلى فترة التنبؤ، و معدل الخصم، و القيمة النهائية. أما الصعوبات التي تواجه تطبيق هذه الطريقة هي إعتقادها كثيرا على التنبؤ و كذا معدل الخصم الذي يصعب تحديده بدقة نفس الشيء بالنسبة للقيمة النهائية و مدة التنبؤ.

الفرع الثاني: الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح:

ترتكز هذه الطرق على المعلومات المتوفرة في الأسواق المالية و من بينها توزيعات الأرباح لذلك تسمى هذه الطرق أيضا " بطرق البورصة" و تحسب قيمة المؤسسة بهذه الطرق من خلال تدفقات توزيعات الأرباح ، و من بين أهم هذه الطرق :

أولا: طريقة أرفين فيشر "Irving Fisher"

ترتكز هذه الطريقة على مستقبل المؤسسة و ليس على ماضيها، حيث يرى Irving Fisher أن قيمة أي رأسمال هي قيمة مردوديتها المستقبلية ، بمعنى آخر يركز الباحث على قدرة المؤسسة على خلق أرباح مستقبلية. و هذا يعني أن قيمة المؤسسة هي قيمة نتائجها المستقبلية<sup>3</sup>. و يقوم هذا النموذج على مجموعة من الفرضيات هي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup>- Ibid, p : 148.

<sup>2</sup>- Verniment. p, Op.cit. P : 872.

<sup>3</sup>-Tournier.J.C et Tournier.J.B, *Evaluation d'entreprise*, 3<sup>ème</sup> ed ,Edition d'organisation Paris, 2002, P : 131.

<sup>4</sup>- Gillet. R et al ,P : 150.

- من المحتمل أن يكون للمؤسسة عمر غير منتهى ،  
 - في هذا المجال الغير منتهى من المفترض أن المؤسسة تحقق أرباح صافية ثابتة "B".  
 هذه الفرضيات ستؤدي بنا للقول بأن أسهم المؤسسة هي صكوك دائمة بعائد ثابت، قيمتها الحالية  $V_0$  نحصل عليها من خلال خصم هذه التدفقات بحيث يكون معدل الخصم المناسب، و تحسب  $V_0$  بالعلاقة التالية :

$$V_0 = \text{Lim} \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+K)^t} \dots\dots(3-2)$$

وعندما يؤول n إلى ما لانهاية تصبح هذه العلاقة :

$$V_0 = \frac{B}{K} \dots\dots(4-2)$$

حيث:  $V_0$  : قيمة المؤسسة ( قيمة أسهمها )

B : الأرباح الصافية الموزعة

من مزايا هذه الطريقة سهولتها و بساطة حساباتها خاصة إذا تم تحديد كل من B و K بدقة، هذه السهولة ناتجة عن الافتراضات التي تقوم عليها و التي يرى البعض أنها غير واقعية، خاصة افتراض ثبات توزيعات الأرباح الذي تقوم عليه هذه العلاقة بالإضافة إلى حساسية العلاقة لأي تغيير في محدداتها و الذي قد ينعكس على دقتها.

ثانيا : نموذج جوردون شابيرو " Gordon- Shapiro ":

يقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية<sup>1</sup>:

- عمر حياة المؤسسة غير منتهى،

- خلال هذا العمر الغير منتهى نشاط المؤسسة ينمو بمعدل ثابت "g".

يعتبر هذا النموذج أن توزيعات الأرباح هي أهم تدفق نقدي ملموس بالنسبة للمستثمر، وبالتالي تقييم أسهم المؤسسة ( الأموال الخاصة) عن طريق التوزيعات يقوم على مبدأ أن سعر السهم هو عبارة عن قيمة التدفقات النقدية المتوالية لأرباح الأسهم، و التي تخصم بمعدل المردودية الذي يطالب به المساهم.وبما أننا افترضنا أن نشاط المؤسسة ينمو بمعدل ثابت "g" فإن تمويل هذا النمو يحتاج لمصادر تمويل ذاتية، مما يعني أن التوزيعات على المساهمين ليست مساوية لإجمالي أرباح المؤسسة و لكن للجزء الموزع فقط. و كنتيجة لهذا فإن هذا النموذج مبني على التوزيعات التي يحصل عليها المساهمون.

وإذا كان Kc هو معدل العائد المطلوب من طرف المساهم و  $D_1$  هو قيمة التوزيع الأول الذي يحصل المساهم عليه، فإن قيمة الأموال الخاصة تساوي :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D}{(1+k_t)^t} \dots\dots(5-2)$$

<sup>1</sup>- Ibit. P-P : 150-151.

ويمكن كتابة نموذج " Bates " بالاعتماد على مضاعف الربحية " PER " البدائي ونهاية الفترة بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$PER_0 = PER_n \left[ \frac{1+g}{(1+K)^n} \right] + \frac{d}{(K-g)} \left[ 1 - \left[ \frac{1+g}{(1+K)^n} \right] \right] \dots\dots(9-2)$$

حيث:

**PER<sub>0</sub>** : مضاعف الربحية الابتدائي

**PER<sub>n</sub>** : مضاعف الربحية النهائي

**d** : معدل توزيعات الأرباح

**g** : معدل نمو الأرباح

**K** : معدل العائد المطلوب

**N** : عدد السنوات المقابلة ل " g "

ولإعتماد جداول " Bates " في التقييم نكتب العلاقة السابقة كما يلي 2 :

$$m = M \cdot A - d \cdot B \dots\dots\dots(10-2)$$

**PER<sub>0</sub> : m**

**PER<sub>n</sub> : M**

ونحصل على قيمة المعاملات A و B من خلال جداول " Bates " بدلالة المتغيرات (k, n, g). تتوقف دقة هذا النموذج على مدى جودة قياس متغيراته، و يتماشى هذا النموذج خاصة مع تقييم المؤسسات حاليا " atypiques " ذلك أن المؤسسة قد تعرف معدلات نمو استثنائية قد تخل بنتائج النموذج. كما يمكن تطبيق هذا النموذج في المؤسسات المقيدة في البورصة أين يكون " PER<sub>n</sub> " للمؤسسة هو نفسه " PER<sub>n</sub> " للقطاع. ذلك أن المؤسسة بعد الفترة الأولى [n, 0] تصبح تصرفاتها و وضعيتها خاصة " PER " المؤسسة مقارب لما هو موجود في القطاع.

#### رابعا : نموذج هولت " Holt "

يسمح هذا النموذج بتوضيح العلاقة بين " PER " ومعدل نمو الأرباح وفترة هذا النمو . بمعنى اخر يسمح هذا النموذج بصياغة علاقة لتحديد فترة النمو الاستثنائية المتضمنة في " PER " لمؤسسة تعرف نموا قويا، و بالتالي التأكد إذا كان " PER " هذه المؤسسة مبررا أم لا<sup>3</sup>. وتتحدد عدد سنوات النمو من خلال مقارنة " PER " المؤسسة ذات النمو القوي (c) و المؤسسة ذات النمو المتوسط (m)، بحيث تكون هاتان المؤسستان تنتميان لنفس فئة المخاطر.

<sup>1</sup>-Nguéna .J.O et al , Op.cit p - p : 138-139.

<sup>2</sup>-Brilmane .J et Marie .C , Manuel d'évaluation des entreprises, éditions d'organisation . Paris, 1990, P : 37.

<sup>3</sup>-Topsacalian . P et Gense .P, Ingénierie Financière, Economica, Paris, 2001, P-P : 68-69.

وعندما يؤول n إلى ما لانهاية فإن :

$$V_0 = \frac{D_1}{Kc} \dots (6-2)$$

وإذا لاحظنا أن تطور التوزيعات يكون بمعدل ثابت "g" فستحول المعادلة السابقة إلى <sup>1</sup> :

$$V_0 = \frac{D_1}{Kc - g} \dots (7-2)$$

وتتميز هذه العلاقة بسهولة واضحة ، و لكن حتى تكون قابلة للتطبيق ينبغي أن يكون معدل نمو توزيعات للسهم "g" أقل تماما من معدل الخصم "kc" ، فإذا لم يتحقق هذا الشرط فإن القيمة إما تكون سالبة (g < Kc) أو غير معرفة (K = g) ، كما أن فرضية ثبات النمو إلى ما لا نهاية أمر غير معقول و يصعب الدفاع عنه بعد ما يصبح هذا النمو نفسه كبيرا.

### ثالثا: نموذج بات "Bates":

هذا النموذج يكمل نموذج "Gordon- Shapiro" بارتكازه على فرضيات أكثر واقعية و التي تجعل النموذج أكثر تعقيدا، و تتمثل هذه الفرضيات فيما يلي <sup>2</sup> :

- عمر حياة المؤسسة غير منتهي ،
  - يقسم هذا العمر إلى فترتين متميزتين: الفترة الأولى لها عمر محدد ب n ويعرف معدل نمو ثابت "g" أما الفترة الثانية فهي غير محددة النهاية يكون فيها تطور المؤسسة يعكس تطور وضعية القطاع الوظيفي الذي تنتمي له المؤسسة ،
  - في الفترة [n , 0] المؤسسة تقوم بإجراء توزيعات بمعدل ثابت "d".
- ويقوم هذا النموذج على إعطاء تقييم للمؤسسة، مرتبط من جهة بتقييمات السوق، و من جهة أخرى بتقييمات القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة. و يستعمل في الحساب المقاييس التالية<sup>3</sup>:
- "PER" أي مضاعف الربحية الخاص بالقطاع في فترة التقييم،
  - نسبة توزيعات الأرباح "d" ،
  - معدل العائد المطلوب "k" المناسب.

وبالتالي قيمة المؤسسة تساوي إلى مجموع التوزيعات إلى غاية تاريخ التنازل n بالإضافة إلى قيمة السهم عند التنازل n مخصومة بمعدل خصم مناسب و تكتب العلاقة كما يلي<sup>4</sup>:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+k_i)^i} + \frac{D_n}{(1+K)^n} \dots (8-2)$$

حيث:  $V_0$ : قيمة السهم في السنة صفر .

$V_n$ : قيمة السهم عند تاريخ التنازل .

<sup>1</sup>- Tournier .J.C et Tournier. J.B, Op.cit. P : 145.

<sup>2</sup>- Gillet .R et al , Op.cit , p : 151.

<sup>3</sup>- Tournier .J.C et Tournier J.B, Op.cit, P : 147.

<sup>4</sup>-Gillet .R et al , Op.cit., p : 151.

ويمكن حساب النسبة ما بين " PER " للمؤسستين بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\frac{\frac{P}{E_c} \left[ \frac{(1+g_c)(1+g_c)}{(1+g_m)(1+g_m)} \right]^n}{\frac{P}{E_m}} \Rightarrow n \frac{\text{Log} \left[ \frac{\frac{P_c}{E_c}}{\frac{P_m}{E_m}} \right]}{\text{Log} \frac{(1+r_c)(1+g_c)}{(1+r_c)(1+r_c)}} \dots\dots(11-2)$$

$g_c$  و  $g_m$  تمثل نسبة النمو خلال السنوات الأولى للمؤسستين : c و m.

$r_c$  و  $r_m$  و تساوي الأرباح الموزعة للسهم / سعر السهم للمؤسستين : c و m.

**P** : سعر السهم

**E** : ربح السهم

ترتكز هذه الطريقة على نفس مبدأ طريقة "Bates" و لا يمكن إستعمالها إلا في المؤسسات المقيدة في البورصة أو بمقارنة المؤسسة الغير مقيدة بالإعتماد على الـ PER مضاعف الربحية.

**الفرع الثالث: الطرق المرتكزة على الأرباح :**

على عكس الطرق السابقة و التي تعتمد على توزيعات الأرباح فإن هذه الطرق ترتكز أساسا على الأرباح المحققة.

**أولا : الطرق القائمة على خصم و رسملة الأرباح :**

ترتكز هذه الطريقة في تحديد قيمة المؤسسة على تقنيات الخصم و رسملة الأرباح، من هنا يمكن تقسيم هذه الطرق إلى قسمين أساسيين، القسم الأول يرتكز على خصم الأرباح و القسم الثاني على رسملتها.

**1. خصم الأرباح الجارية :**

ترتكز هذه الطريقة على خصم النتيجة الجارية بدلا من النتيجة الصافية كتدفق نقدي بمعدل خصم يتمثل في متوسط التكلفة الموجهة للتمويل للوصول إلى تحديد قيمة المؤسسة. و يتم تحديد هذه الأخيرة بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Rt}{(1+K)^t} \dots\dots(12-2)$$

**n** : فترة التوقع

**K** : معدل الخصم

**R** : النتيجة الجارية

**2. رسملة الأرباح:**

على عكس الطريقة السابقة التي تعتمد على النتيجة الجارية كتدفق نقدي، ترتكز هذه الطريقة

<sup>1</sup> - Tchemeni, E, Opcit , P : 168

<sup>2</sup> -Charreaux . G, Finance d'entreprise , éd: EMS, Paris , 2000, P:168.

على مضاعف الربحية " PER " في تحديد قيمة المؤسسة، و تعطى هذه الأخيرة بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$V = BPA \times PER \dots\dots\dots(13-2)$$

حيث : **PER** : يمثل مضاعف الربحية

**BPA** : يمثل النتيجة الجارية للسهم.

ثانيا: فترة الاسترداد<sup>2</sup>:

تمثل فترة الاسترداد عدد السنوات اللازمة للمستثمر لكي يتساوى سعر السهم مع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية، هذه الطريقة مستوحاة من طريقة فترة الاسترداد المستعملة في تقييم المشاريع الاستثمارية و يمكن استعمال هذه الطريقة لتقييم الأوراق المالية وفقا لمقاربتين:

- إما عن طريق القياس ( عن طريق المقارنة)و ذلك بالبحث في الأسواق عن فترة الاسترداد لمؤسسة مماثلة للمؤسسة موضوع التقييم، شرط أن تكون المخاطر (المالية ومخاطر التشغيل) متساوية للمؤسستين.

- وإما عن طريق الاختيار العشوائي لفترة التحصيل (n) الممثلة لمدة الحيازة المرغوب فيها، مع افتراض هذا النموذج أن كل الأرباح المحققة توزع.

وتقوم قاعدة الحساب الذي هو أساس تعريف فترة الاسترداد ,وتعطى بالعلاقة التالية:

$$P = B \cdot \frac{\left[ \frac{(1+C)}{(1+R)} \right]^n}{\left[ \frac{(1+C)}{(1+R)} \right]^{-1}} \dots\dots\dots(14-2)$$

حيث تمثل : **P** : سعر السهم المراد الوصول إليه .

**B** : ربح السهم للسنة صفر ( آخر سنة مقفلة ) .

**C** : معدل الزيادة الاسمية لربح السهم .

**R** : معدل مردود السندات على المدى البعيد.

**n** : فترة التحصيل بالسنوات ( المرجعية )

تتمثل مزايا هذا النموذج في انتشاره على مستوى الأسواق المالية نظرا لسهولة، و إدماجه لعامل نمو النتائج، أما أوجه قصوره، فتكمن في تحديد المعدل " r " الغير مرتبط بالمخاطر و كذا في ذاتية " n " . تتميز الطرق المرتكزة على التدفقات المستقبلية بشكل عام بحساسيتها الشديدة للفرضيات التي تقوم عليها، و هذا ما ينعكس مباشرة على نتائجها و مدى مصداقيتها وواقعيتها. إضافة إلى هذا فإنه

<sup>1</sup> - Idem.

<sup>2</sup> - زغيب مليكة ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزئية : دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جبلي ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف ، سنة : 2005-2006.

يصعب تحديد تقديرات للمتغيرات التي تقوم عليها كمعدل الخصم، و فترة التنبؤ و نمو الأرباح أو توقعات الأرباح و غيرها. و رغم هذا فنظرتها المستقبلية تعطي لها أهمية كبرى و وزن مهم في اتخاذ القرارات.

### المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على الذمة المالية

تعتبر الطرق المرتكزة على الذمة المالية من أقدم مقاربات التقييم المستعملة، لأنها تركز على ميزانية المؤسسة كمرجع أساسي في التقييم. و تفضل هذه الطرق من قبل العديد من المقيمين نظرا لسهولة تطبيقها.

وتتميز طرق الذمة المالية بخاصية تاريخية غير تقديرية على عكس الطرق المرتكزة على التدفقات. وتقوم طرق الذمة المالية على اساس تقييم مختلف عناصر الذمة المالية للمؤسسة المادية منها و المعنوية سواء تعلق الأمر بالأصول أو الخصوم. و حتى نحصل على تقييم حقيقي للمؤسسة يجب أن نجري بعض التعديلات على القيم المحاسبية الظاهرة في ميزانية المؤسسة.

#### الفرع الأول : طريقة الأصل الصافي المحاسبي :

ترتكز هذه الطريقة على أن قيمة المؤسسة يمكن قياسها بقيمة أصولها المحاسبية، أي أن قيمة المؤسسة تساوي إلى القيمة المحاسبية للأموال المستثمرة من طرف الملاك (الأموال الخاصة)، و يمكن الحصول على هذه الأخيرة عن طريق الفرق بين القيمة المحاسبية للأصول و القيمة المحاسبية الصافية للديون. ويمكن الحصول على قيمة الأصل الصافي المحاسبي بالعلاقة التالية<sup>1</sup> :

$$\text{الأصل الصافي المحاسبي ( ANC )} = \text{مجموع الأصول الحقيقية} - \text{مجموع الديون الحقيقية}$$

إن طريقة صافي الأصل المحاسبي سهلة و سريعة، و يمكن الوصول إليها مباشرة من خلال الميزانية الختامية للمؤسسة، غير أنها لا تعكس الحقيقة إلا بصفة جزئية. فمن جهة ، نجد أن قيم عناصر الميزانية تكون مبنية على اعتبارات جبائية وليس على المعايير الاقتصادية . ومن جهة أخرى فان مختلف عناصر الميزانية لا تأخذ في الاعتبار تدهور قيمة النقود، فحسابات الأصول الثابتة عموما لا تعكس القيمة الحقيقية، لأنها تقيد في الميزانية المحاسبية بقيمتها التاريخية<sup>2</sup>.

ورغم النقائص المرتبطة بهذه الطريقة إلا أنها يمكن تطبيقها في المؤسسات حديثة النشأة ( من 3 إلى 5 سنوات ) و كذا المؤسسات التي لا تمتلك الكثير من الأصول الثابتة. ويمكن اعتبار هذه الطريقة كأداة أولية لتحديد قيمة المؤسسة، و للحصول على نظرة اقتصادية عن الذمة المالية للمؤسسة، من الضروري تصحيح الأصول الصافية المحاسبية بالاعتماد على مجموعة من التعديلات للحصول على الصافي المحاسبي المصحح.

<sup>1</sup>- Hutin . H , Op.cit , P : 703.

<sup>2</sup>-Conso. P et Hemeci .F , gestion financière , 9ème éd , Dunod , Paris , 1999 , P :514.

**الفرع الثاني: طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح:**

بما أن الميزانية ترتكز على القيم التاريخية فإن هذه الأخيرة لا تعكس القيمة الحقيقية لأصول المؤسسة لذلك تهدف طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح إلى إعادة عناصر الميزانية من أجل تحديد الفروقات الزائدة أو الناقصة سواء بالنسبة للأصول أو الخصوم. و هنا سنبدأ بتصحيح قيم الأصول أو إعادة تقييمها ثم بعد ذلك تصحيح ديون المؤسسة على الفرق الذي يمثل الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

**أولا : تحديد الأصل الخام المحاسبي المصحح :**

نحصل على الأصل الخام المصحح بجمع مختلف عناصر الأصول التي تظهر في الميزانية مع استبدال القيم المحاسبية بأسعار التنازل المحتملة للأصول التالية :

**1- الأصول المعنوية:**

تطرح مثل هذه الأصول الغير ملموسة مشكل في التقييم، نظرا لصعوبة إيجاد قيمة استبدالية أو سوقية لها، و قد تكون الأصول المعنوية ذات طبيعة:

- تقنية (براءات الاختراع)،
- تجارية (شهرة المحل ، العلامة التجارية ،....).

القيم الخاصة بالأصول المعنوية عادة ما تكون غير موجودة في الميزانية المحاسبية، و حتى إن كانت موجودة فإن هذه القيم عادة ما تكون غير موثوق فيها. و غياب هذه القيم في ميزانية المؤسسة لا يعني أن المؤسسة ليس لديها أصول معنوية بل أن كل مؤسسة لديها قيم معنوية. و تتمثل هذه الأخيرة في قدرات مجلس الإدارة التسييرية و كذا المعرفة البيعية للمؤسسة.

ويمكن حساب قيمة الأصول المعنوية بحساب قيمة الذمة المالية لأصول المؤسسة خارج الأصول المعنوية، بعدها حساب قيمة مردوديتها، ثم طرح الثانية من الأولى للحصول على قيمة الأصول المعنوية<sup>1</sup>.

**2- الأصول المادية:**

يعتبر تقييم الأصول المادية أقل تعقيدا مقارنة بالأصول المعنوية، فالاتجاه الحديث يرى أن قيمة السلعة ترتبط بالمستقبل أكثر منه بالماضي بمعنى أن تقييم السلعة بما يمكن أن تعطيه مستقبلا و ليس بما كلفته. وفي هذا الركن من الميزانية يجب إعادة تقييم الأصول المادية بجعلها تعطي الصورة الحقيقية لها، و سنبدأ بالعقارات التي تشكل الجزء المهم من القيمة الإجمالية للأصول المادية. و تتمثل هذه العقارات في الأراضي و المباني و غيرها، و عادة ما يتم تقييم الأراضي من خلال المقارنة مع العمليات الحديثة لبيع الأراضي و التي لها نفس الخصائص مع أراضي المؤسسة محل التقييم.

أما تقدير قيمة المباني يمكن أن تتم بطريقتين مختلفتين و لكن متقاربتين:

- من خلال التقدير المباشر لقيمة إعادة بيع الأصل،

<sup>1</sup> - Gillet .R et al , Op.cit , p - p : 142-143.

• من خلال التدفقات النقدية التي بالإمكان الحصول عليها من الأصل.

التقدير المباشر لقيمة إعادة بيع الأصل تتم كما هو الحال بالنسبة للأراضي عن طريق المقارنة. أما بالنسبة للحالة الثانية للتقييم، فإن الأصل يعتبر كمصدر للإرادات و ما يمثل هذه الإيرادات هي الإيجارات، خصم هذه الأخيرة بمجموع التدفقات لمدة حياة الأصل تسمح بتحديد قيمة هذا الأخير<sup>1</sup>

أما باقي الأصول فعادة ما يتم إعادة تقييمها بالسعر الذي يمكن تحقيقه في حالة بيعها (سعر التنازل) و هنا يتعلق الأمر بسعر السوق.

### 3- الأصول المالية

و هنا يجب تعديل قيم الأصول المالية (الأوراق المالية) التي تمتلكها المؤسسة وفق القيمة السوقية أو " القيمة العادلة "، و من هنا يمكن الاعتماد في تحديد قيمة الأوراق المالية على متوسط أسعار البورصة التي تحققت في المرحلة السابقة للحصول على تقييم بلا شك مقبول لهذه الأوراق المالية.

### 4- الأصول المتداولة

و هنا يجب إعادة تقييم المخزونات، العملاء و الخزينة، وعند تقييم المخزونات يجب التركيز على<sup>2</sup> :

- الجرد المادي،
  - دراسة معدل دوران المخزون ،
  - تحديد طرق تقييم المخزون في المؤسسة في الماضي و الحاضر
- أما بالنسبة للتقييم فيمكن الأخذ مبدئيا بتكلفة الشراء بالنسبة للمواد الأولية والبضائع أو بتكلفة الإنتاج بالنسبة للمنتجات، و في بعض الأحيان يمكن الأخذ بسعر البيع الحقيقي و خاصة في حالة<sup>3</sup> :
- الفرق بين تكلفة الإنتاج و سعر البيع كبير،
  - أسعار المنتجات متقلبة ،
  - حجم المنتجات المباعة من طرف المؤسسة معتبر مقارنة بحجم السوق.

أما بالنسبة لإعادة تقييم حسابات العملاء فإنه يتم التركيز على المؤونات، و في حالة إعداد المؤونات بصفة دقيقة فإن حقوق المؤسسة على عملائها ستكون في الميزانية بقيمتها الحقيقية و إلا فإن عملية التدقيق (مراجعة الحسابات) ستكون ضرورية، أما بالنسبة للخزينة فستأخذ بقيمتها المحاسبية.

**ثانيا: تحديد الديون المصححة:** عند إعداد تقييم لديون المؤسسة يجب التركيز على قيم القروض و آجال استحقاقها، و ينبغي هنا التأكد من المبالغ المسجلة و المعبرة عن أصل القرض، و بالنسبة للفوائد و العمولات فإنها تسجل في حسابات خاصة بها، و هي الأخرى ينبغي إعادة تقييمها.

<sup>1</sup> -Ibid, p -p : 143-144..

<sup>2</sup> -Brilman. J et Marie .C, Op.cit , p : 143

<sup>3</sup> -Gillet .R et al, Op.cit, p : 145.

بعد القيام بعملية تصحيح أصول المؤسسة و ديونها يمكن الحصول على قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح و ذلك بتطبيق العلاقة التالية:

$$ANCC = ABCC - DC \dots\dots\dots(15-2)$$

حيث:

**ANCC**: الأصل الصافي المحاسبي المصحح

**ABCC**: الأصل الخام المحاسبي المصحح

**DC**: الديون المصححة.

و يمكن القول أن عملية تقييم مختلف عناصر الميزانية يمكن أن تتم حسب وجهات نظر المشتري و البائع حول استمرار أو توقف المؤسسة عن النشاط. و يبقى العيب في هذه الطريقة هو تجاهلها لإمكانية خلق القيمة في المؤسسة، وقيمتها حسب هذه الطريقة ما هي إلا مجموع قيم أصولها.

**الفرع الثالث : طرق أخرى تركز على الذمة المالية :**

بالإضافة إلى طريقة الأصل الصافي المحاسبي و طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح يوجد هناك ثلاث طرق أخرى تركز على الذمة المالية أهمها:

- القيمة الجوهرية الإجمالية،

- الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال .

**أولاً: القيمة الجوهرية الإجمالية:**

يتأثر صافي الأصل المحاسبي المصحح باختيارات المؤسسة فيما يخص تمويل هذه الأصول سواء عن طريق الأموال الخاصة، استخدام القروض، أم اللجوء إلى الاستئجار. هذا الاختيار له تأثير على نتائج المؤسسة، فعندما نريد تحديد القيمة الجوهرية للمؤسسة، فإننا نعطي تقدير لكل العناصر الداخلة في الاستغلال مهما كان مصدر تمويلها<sup>1</sup>.

ولحساب القيمة الجوهرية الإجمالية لابد من إضافة قيمة العناصر التي لا تمتلكها المؤسسة الضرورية للاستغلال إلى الأصل الخام المحاسبي المصحح، و تطرح منها العناصر خارج الاستغلال. و يمكن صياغة ذلك بالعلاقة الحسابية التالية<sup>2</sup>:

$$VSB = ABCC + AE - AHE \dots\dots\dots(16-2)$$

حيث: **VSB**: القيمة الجوهرية الإجمالية

**AE**: الأصول الضرورية للاستغلال دون إجبارية ملكيتها.

**AHE**: الأصول خارج الاستغلال

<sup>1</sup>- Topscaliem.P et Teulie. J, Finance, 2éme éd, Vuibert, Paris, 1997, p : 96

<sup>2</sup> زغيب مليكة : مرجع سبق ذكره , ص : 81 .

ثانيا : الأصول الدائمة للاستغلال :

تهدف هذه الطريقة إلى تقييم الأصول المنتجة فقط، حيث لا يؤخذ بعين الاعتبار الأصول المالية إذا لم تكن لها علاقة بالاستغلال. و تعطى الأموال الضرورية الدائمة للاستغلال بمجموع الأصول الضرورية للاستغلال مضافا إليها الاحتياجات من رأس المال العامل الضروري للاستغلال. أي مجموع الوسائل الموضوعة لتغطية احتياجات الاستغلال من أصول ثابتة مرتبطة بالاستغلال و التي تقيم وفقا لمبلغها الصافي، و كذا الاحتياجات من رأس المال العامل للاستغلال و التي تقيم عن طريق مستوى النشاط التنبؤي، و يمكن حساب الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال بالعلاقة الحسابية التالية<sup>1</sup> :

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{أصول الاستغلال} + \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

عموما يمكن القول أن طرق الذمة تعطي فكرة أولية عن قيمة المؤسسة نظرا لاعتمادها على طرق بسيطة في الحساب، وعادة ما تستخدم هذه الطرق في تقييم المؤسسات الغير مسجلة في البورصة و في تقييم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، أو في حالة تصفية المؤسسة أين لا يكون هناك إمكانية لاستمرار النشاط و بالتالي إمكانية خلق قيمة مستقبلا .

رغم هذا فإن الطرق لها سلبيات كثيرة أولها اعتمادها على الميزانية كمصدر رئيسي للمعلومات. هذه الأخيرة تركز على القيمة التاريخية دون مراعاة التغيرات التي يمكن أن تحدث للأصول، و بالتالي تعطى هذه الطرق نظرة ستاتيكية (ساكنة) عن المؤسسة دون مراعاة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح مستقبلا. لذلك يجب ربط هذه الطريقة بطرق أو معاملات ترجيح معينة حسب أهمية الطريقة و تناسبها مع خصوصية المؤسسة، ذلك أن طرق الذمة المالية لوحدها لا يعطي الصورة الحقيقية للمؤسسة.

المطلب الثالث: الطرق المركبة و الطرق المقارنة:

نظرا لوجود فرق بين قيمة الذمة المالية للمؤسسة التي تركز على بيانات الميزانية، و قيمة المؤسسة التي تركز على التدفقات المستقبلية، فإن هذا الفرق يعبر عن مدى قدرة الإدارة على خلق أرباح مستقبلية انطلاقا من أصولها. إنطلاقا من هذا المبدأ ظهرت طرق لتقييم المؤسسات تجمع ما بين الطرق المرتكزة على الذمة المالية و الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية، كما ظهرت طرق تفترض أن الأسواق المالية متوازنة و المعلومات متاحة فيها و متوفرة تسمح بإجراء مقارنة ما بين المؤسسات .

الفرع الأول: الطرق المركبة:

تجمع هذه الطرق ما بين الطرق الستاتيكية التي تعتمد على الذمة المالية في تقييم المؤسسة و الطرق الديناميكية التي تركز على المردودية. و يسمى هذا الفرق بين هذين القيمتين

<sup>1</sup> - Popsacalian . P et Gensse .P , Op.cit , P-P : 51-52 .

بالـ "GOOD WILL" أو الـ "BAD WILL": حيث إذا كانت مردودية المؤسسة أكبر من قيمة ذمتها المالية فإن الفرق يعني وجود خلق للقيمة و يسمى ب الـ "GOOD WILL"، أما إذا كانت قيمة مردودية المؤسسة أقل من قيمة ذمتها فإن هذا يعني أن المؤسسة ليس لها مردودية و يسمى هذا الفرق ب الـ "BAD WILL"

و يمكن تعريف الـ "GOOD WILL" بأنه القيمة المضافة الناشئة عن استغلال أصول المؤسسة. فإذا رمزنا لصافي الأصل المحاسبي المصحح و هو يعبر عن قيمة الذمة المالية للمؤسسة ب ANCC و ب VR لقيمة مردودية المؤسسة فإن "GOOD WILL" يحسب كالتالي :

$$GW = VR - ANCC \dots\dots\dots(17-2)$$

ويمثل الـ "GOOD WILL" قدرة إدارة المؤسسة على تسيير وسائل الإنتاج، ويتمثل أساسا في المعرفة الإنتاجية *Savoir -produire* المعرفة بالعمل *Savoir – faire*، معرفة الصنع *Savoir –fabriquer* (مع مفهوم البحث و التطوير الذي يحتويه) بالإضافة إلى المعرفة البيعية *Savoir – vendre* و المعرفة التجارية *Savoir – commercialiser* (مع مفهوم التسويق و الإشهار) هذا ما يمثل "GOOD WILL". بعبارة أخرى يقيس هذا الأخير قيمة الأصول المعنوية للمؤسسة و التي تشكل محددات القدرة التنافسية و تعتبر أساس خلق القيمة<sup>1</sup>. و عندما يكون الفرق بين قيمة مردودية المؤسسة "VR" و قيمة ذمتها المالية "ANCC" سالبا في هذه الحالة سنكون أمام الـ "BAD WILL" و يمكن حسابه بالعلاقة التالية:

$$BW = ANCC - VR \dots\dots\dots(18-2)$$

الحصول على الـ "BAD WILL": يعني عدم قدرة على خلق القيمة المطلوبة من رأس المال المستثمر. إذن فالمؤسسة تنطلق من استغلال رأسمال بدائي "ANCC" للحصول على مردودية قيمتها VR. و إذا كان "ANCC" أكبر من VR فهذا يعني أن المؤسسة ليس لها مردودية اقتصادية، فهي تخلق قيمة أقل من الوسائل المادية الضرورية لإنتاج نفس الثروة<sup>2</sup>. وبالتالي يمكن إعطاء قيمة المؤسسة من خلال قيمة الأصل المحاسبي المصحح و الـ "GOOD WILL" بالعلاقة التالية :

$$V = ANCC + GW \dots\dots\dots(19-2)$$

ويمكن الاختلاف بين طرق هذا المدخل في تحديد قيمة الـ "GOOD WILL" ويمكن أن نميز بين ثلاث طرق رئيسية و هي :

- الطريقة الغير مباشرة أو الطريقة الألمانية،

<sup>1</sup> - Gillet .R et al , Opcit , p: 153

<sup>2</sup> -Ibid, p: 153.

- الطريقة الأنجلوساكسونية،

- طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين (UEC).

أولاً: الطريقة الغير مباشرة أو الطريقة الألمانية:

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ هذا المدخل، حيث أن قيمة المؤسسة هي عبارة عن قيمة ذمتها المالية و فائض القيمة "GOOD WILL" و يمكن حساب هذا الأخير بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$GW = \frac{1}{2} (VR - ANCC) \dots\dots\dots(20-2)$$

حيث: VR: تمثل قيمة مردودية المؤسسة

ANCC: تمثل الأصل الصافي المحاسبي المصحح

وبالتالي قيمة المؤسسة تساوي:

$$V = ANCC + \frac{1}{2} (VR - ANCC) \dots\dots\dots(21-2)$$

وبما أن قيمة مردودية المؤسسة يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$VR = \frac{BNCC}{K} \dots\dots\dots(22-2)$$

حيث: BNCC: تمثل الربح الصافي المحاسبي المصحح

فإن قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة عبارة عن المتوسط الحسابي لصافي الأصل المحاسبي

المصحح ANCC و قيمة مردودية المؤسسة و تعطى بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$VR = \frac{BNCC + ANCC}{2} \dots\dots\dots(23-2)$$

وتمثل العلاقة السابقة ترجيحاً لصافي الأصل المحاسبي المصحح و قيمة مردودية المؤسسة و

التي نحصل عليها برسمة الربح المرجعي، و بهذا يكون الـ "GOOD WILL" هو الفرق بين القيمتين. و يتمثل الانتقاد الموجه لهذه الطريقة في استعمالها لمتوسط قيمتين من أجل حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة.

ثانياً: الطريقة الأنجلوساكسونية ( الطريقة المباشرة )

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطريقة السابقة، حيث تعطى قيمة المؤسسة بجمع الأصل

الصافي المحاسبي مع الـ "GOOD WILL" سميت هذه الطريقة بالمباشرة لأن فائض القيمة

"GOOD WILL" يحدد مباشرة دون الرجوع إلى صافي الأصل المحاسبي المصحح و قيمة المردودية.

و يمكن حساب الـ "GOOD WILL" حسب هذه الطريقة بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$GW = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{K} (Rt - iVS) \dots\dots\dots(24-2)$$

<sup>1</sup>- Tchameni.E, Op.cit, p 22.

<sup>2</sup>-Tournier. J.C et Tournier J.B, Op.cit, p : 153.

<sup>3</sup>-Tolsacalian . P et Teulie .J, Opcit, P: 527.

Rt: النتيجة المتوقعة للفترة t

iVS: المردودية الممكن تحقيقها إذا وضع الأصل في السوق بنفس المخاطر

K: معدل الخصم

وبعد ذلك نحصل على قيمة المؤسسة بجمع الأصل الصافي المصحح مع الـ "GOOD WILL"

وفق العلاقة التالية:

$$V = ANCC + GW \dots\dots\dots(25-2)$$

ثالثا: طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين (UEC)

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطرق السابقة، حيث أن قيمة المؤسسة هي مجموع الأصل الصافي المحاسبي المصحح و فائض القيمة. حيث أن الـ "WILL GOOD" يحسب بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$GW = (BNCC - iANCC) \left[ \frac{1 - (1+i+r)^{-n}}{(1+r)^n} \right] \dots\dots\dots(26-2)$$

وبتعويض قيمة الـ "GOOD WILL" فإن قيمة المؤسسة تساوي:

$$V = ANCC + (BNCC - iANCC) \left[ \frac{1 - (1+i+r)^{-n}}{(1+r)^n} \right] \dots\dots\dots(27-2)$$

حيث أن:

BNCC: الربح الصافي المحاسبي المصحح

c: معدل التوظيف الخالي من المخاطر

r: علاوة المخاطر

n: فترة التنبؤ بفائض القيمة ( من 3 سنوات إلى 8 سنوات )

تستعمل الطرق المركبة خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و تعطي هذه الطريقة قيمة أولية للمؤسسة تبنى على أساسها المفاوضات حول سعر المؤسسة.

الفرع الثاني: الطرق المقارنة :

معظم عمليات تقييم المؤسسات تركز على هذه الطريقة في التقييم، أي تحديد قيمة المؤسسة بمقارنتها مع مؤسسات أخرى مماثلة ( نفس النشاط، نفس المنطقة الجغرافية، نفس المخاطر، نفس المردودية، نفس النمو ). و تركز هذه الطرق على الفرضيتين التاليتين<sup>2</sup>:

- تقييم المؤسسة يكون إجمالا،
- الأسواق في حالة توازن مما يسمح بإجراء عملية مقارنة ذات مصداقية.

<sup>1</sup> -Morel .H et Guedj .N, finance d'entreprise, 2 éme ed , Editions d'organisation, paris, 2001, p : 476.

<sup>2</sup> - Verniment. P, Opcit, p: 877.

هذه الطريقة إجمالية لأنها تهتم بالمردودية التي تنشأ عن إستعمال أصول المؤسسة، و بالتالي تركز على محددات هذه المردودية للوصول إلى قيمة أصول المؤسسة، و تتوقف هذه الطريقة على النمو المتوقع، والمخاطر و على مستوى معدلات الفائدة.

وترتكز طرق المقارنة على المضاعفات، و بما أن الأسعار في البورصة تشكل مرجعا عاما، فإن إستعمال طرق السوق المالي (مضاعفات البورصة) يعد أكثر إنتشارا نظرا للإفصاح عن الأسعار و عن تطورها في كل لحظة.

و يمكن تطبيق هذه الطرق على المؤسسات المسجلة في البورصة أو المؤسسات الغير مسجلة و المماثلة للمؤسسات المسجلة، لا سيما منها المقيمة من أجل الدخول للبورصة. وأول خطوة في تطبيق هذه الطرق هو تحديد عينة المؤسسات المقارنة، ثم بعبد ذلك المقارنة بواسطة مجموعة من المضاعفات.

#### أولا: تحديد عينة للمؤسسات المقارنة<sup>1</sup>:

يرتكز مدخل طرق المقارنة على تحديد عينة من المؤسسات المسجلة في البورصة، التي لها نفس خصائص القطاع خاصة من حيث مستوى المردودية الاقتصادية، النمو المنتظر إلى آخره، و يتم إختيار هذه العينة حسب طبيعة المؤسسة موضوع التقييم و كذا الهدف من إجراء هذا التقييم، و يجب أن تكون المؤسسات التي تكون هذه العينة مسجلة في البورصة و كذا:

- تمارس نفس نوعية نشاط المؤسسة، و لا يكفي أن تكون من نفس القطاع و لكن لا بد أن يكون المنتج من نفس النوع، و لهذا يصعب أحيانا تحديد عينة للمقارنة،
- لها نفس الحجم، و هنا يصعب إيجاد مؤسسات مسجلة لها حجم مؤسسة صغيرة أو متوسطة (PME) إن لم نقل يندم و إجراء تقييم على أساس هذه الطرق،
- من نفس المنطقة الجغرافية حتى تكون عملية المقارنة ذات مصداقية.

#### ثانيا : إختيار المضاعف :

يوجد العديد من المضاعفات التي تستعمل من طرف المحللين الماليين من أجل تقييم المؤسسات، و يلقي مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة إستحسانا كبيرا من طرف المحللين الماليين بالإضافة إلى مضاعف الربحية الذي يلقي أيضا قبولا كبيرا و كذا الفائص الخام للإستغلال، و سنركز على هذه المضاعفات الثلاث نظرا لأهميتها وإستعمالاتها الكبيرة. و بالإضافة للمضاعفات التي ذكرت سابقا توجد مضاعفات أخرى من بينها:

- مضاعف رقم الأعمال ،
- مضاعف النتيجة الصافية،
- مضاعف قدرة التمويل الذاتية،
- مضاعف النتيجة الجارية.

<sup>1</sup> - Ibid, p: 877.

### 1- مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة :

يلقى مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة إستحسانا كبيرا، حيث يسمح بالأخذ بعين الإعتبار القدرة الربحية للإستغلال، و يقارن مضاعف نتيجة الإستغلال ما بين الأصل الإقتصادي ونتيجة الإستغلال بعد الضريبة. و من الناحية النظرية يجب أن تحسب نتيجة الاستغلال بعد الضريبة ولكن يجب أن يصحح الفرق في معدل الضريبة ما بين المؤسسات في العينة خاصة إذا كانت هذه الأخيرة من بلدان مختلفة غير أن بعض المحللين الماليين يرى بأن يأخذ بنتيجة الإستغلال قبل الضريبة. ويعطى مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} = \frac{\text{قيمة الأصل الاقتصادي}}{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}$$

وللحصول على نتيجة الإستغلال بعد الضريبة يكفي ضرب نتيجة الاستغلال ب(1 - معدل الضريبة على الأرباح شركات). و بالتالي مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة يعبر عن قيمة الأصل الإقتصادي على أساس عدد السنوات ( عدد المرات) لأرباح الإستغلال بعد الضريبة. وبهذا إذا كانت مؤسسة مثلا لها أصل إقتصادي قيمته 100 و نتيجة الإستغلال بعد الضريبة 12.5 فإن مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة يساوي 8 مرات، أي المؤسسة ستشتري ب 08 مرات أرباح إستغلالها بعدد الضريبة<sup>2</sup>.

وبغض النظر عن القيمة الباقية للإستثمار في نهاية المدة، و كذا بغض النظر عن الخصم، فإن مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة يساوي 8 مرات، يعني أن المستثمر سينتظر 8 سنوات لتحصيل قيمة هذا الإستثمار. أما إذا كانت نتيجة الإستغلال بعد الضريبة لهذه المؤسسة سترتفع في المستقبل فإن المستثمر سينتظر أقل من 8 سنوات، أما إذا انخفضت فسينتظر أقل من هذه المدة. وبالتالي إذا كانت مضاعف نتيجة الاستغلال بعد الضريبة لعينة المؤسسات المقارنة هو 8 مرات، فيمكن تطبيق هذا المضاعف على المؤسسة موضوع التقييم للحصول على قيمة هذه الأخيرة، فإذا كانت نتيجة الاستغلال بعد الضريبة للمؤسسة موضوع التقييم هي 10 فإن قيمة هذه المؤسسة تساوي 80 أي  $8 \times 10$ .

وينصح بإستخدام مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة إذا كانت المؤسسات من نفس البلد (أي نفس معدل الضريبة) أو من بلدان مختلفة و لكن بمعدلات ضريبة متقاربة. و بالإضافة إلى

<sup>1</sup>-Barked. Richard, L'évaluation des entreprises : modèles et mesures de la valeur , traduit de l'anglais par : Anne-Marie Salha , Les Echos Edition et Pearson Education , Paris , 2002 , P :73 .

<sup>2</sup>-Verniment . pierre ,OP.cit, p: 504.

معدل الضريبة وبما أن هذا مضاعف مؤشر إجمالي يلخص في رقم واحد عدة معلومات فإنه يتوقف أساسا على معدل النمو المنتظر لنتيجة الاستغلال و مخاطر المؤسسة و مستوى معدلات الفائدة<sup>1</sup>:  
أ- معدل النمو المنتظر لنتيجة الاستغلال بعد الضريبة:

يوجد إرتباط ما بين معدل النمو المستقبلي لنتيجة الإستغلال بعد الضريبة ومضاعف نتيجة الإستغلال و بالتالي فالمستثمر سيكون أكثر تقبلا لشرء مؤسسة حققت نتيجة إستغلال مرتفعة مع توقع نمو مرتفع لهذه نتيجة، و على العكس من ذلك فالمستثمر يكون أقل تقبلا لشرء مؤسسة يكون لها معدلات نمو متواضعة أو مستقرة .

#### ب- مخاطر الأصل الاقتصادي (مخاطر المؤسسة):

إن إدخال مفهوم المخاطر على معدلات النمو يسمح بالوصول إلى معدلات نمو ذات مصداقية أكبر ما يسمح بتحديد مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة أدق. ويمكن القول أنه كلما كانت المخاطر كبيرة كلما كان مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة ضعيف. وكلما كانت المخاطر أقل كلما كان مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة أكبر.

#### ج- معدل الفائدة:

يوجد إرتباط قوي ما بين معدل الفائدة و مقلوب مضاعف نتيجة الإستغلال، هذه الفكرة مقبولة ما دام أن إرتفاع معدلات الفائدة سيرفع معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر، مما يؤدي إلى إنخفاض قيمة الأصل الإقتصادي (قيمة المؤسسة). و بصفة عامة و في وقت معين ، مستوى مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة يفسر أساسا بمستوى معدلات الفائدة في الاقتصاد. كما أن مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة أكثر أو أقل بدلالة أبعاد النمو والمخاطر بالمقارنة مع مؤسسات عينة المقارنة (نفس قطاع النشاط). كما أنه يمكن القول أن مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة هو مفهوم إجمالي يسمح بمعرفة قيمة المؤسسة مقارنة بالسوق.

#### 2- مضاعف الفائض الخام للإستغلال:

يرتكز مضاعف الفائض الخام للإستغلال على نفس مبدأ مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة. لتفادي الفروقات الموجودة ما بين المؤسسات من حيث معدلات الضريبة والفائدة، ومن حيث أقساط الإستهلاك التي تطرح من نتيجة الإستغلال فإن مضاعف الفائض الخام للإستغلال يأخذ بالنتيجة قبل الفائدة و الضريبة و الإستهلاك أي ما يسمى " EBITDA " .

في حالة وجود إختلاف في معدلات الضريبة و كذا إختلاف هيكل رأسمال مؤسسات العينة بالإضافة إلى معدلات الفائض قد يخلق إختلال عند إجراء المقارنة. ففي قطاع يكون فيه لأقساط الإهلاكات أهمية كبيرة مثل قطاع الإتصالات أين بلغت قيمة هذه الأقساط في شركة " France telecom " 20 % من رقم أعمالها، بالإضافة إلى إختلاف طرق تحديد أقساط الإهلاكات و مدة إهلاك الأصول قد يخلق إختلال أيضا عند إجراء عملية المقارنة، لذا هناك من يرى أنه من الأحسن

<sup>1</sup> - Ibid, p : 507.

الأخذ بالنتيجة قبل طرح الإهلاكات والفوائد والضريبة أي الفائض الخام للإستغلال من أجل القيام بمقارنات ذات مصداقية. غير أن الإهلاكات هي عبارة عن تكلفة لا يمكن الهروب منها، لذلك فإن عدم الأخذ بأفراط الإهلاكات سيؤدي إلى تخفيض قيمة الأصل الاقتصادي (قيمة المؤسسة) مما يؤدي إلى إختلال في المقارنة.

### 3- مضاعفة الربحية: " PER "

يعرف مضاعف الربحية " RER " بأنه العلاقة " Rapport " بين الأموال الخاصة والنتيجة الصافية للمؤسسة ، ويمكن الحصول على هذا المضاعف بالعلاقة التالية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{قيمة الأموال الخاصة}}{\text{النتيجة الصافية}}$$

ويتوقف تحديد قيمة مضاعف الربحية على ثلاث معايير أساسية: سعر السهم في البورصة، و النتيجة الصافية، و عدد الأسهم. و بالنسبة لسعر السهم نحصل عليه من البورصة، عدد الأسهم معلوم، أما النتيجة الصافية يجب تعديلها بخصم يتأثر العناصر الإستثنائية للحصول على النتيجة الصافية الجارية الأكثر دلالة<sup>1</sup>.

هذا المضاعف يتأثر بالمصاريف المالية و بالتالي بهيكل رأس المال بطريقة غير مباشرة. و لنفرض مؤسستين "Solène" et "Aymeric" تنشطان في نفس القطاع و لها الخصائص التالية<sup>2</sup>:

الجدول (1-1) : خصائص مؤسسة "Aymeric" و "Solène"

Aymeric	Solène	المؤسسة
177	150	نتيجة الإستغلال
120	30	- مصارف مالية
23	48	- ضريبة على الأرباح 40 %
34	72	النتيجة الصافية
?	1800	الأموال الخاصة
1200	300	قيمة القروض ( 10 % فائدة )

Source : Verniment.Pierre, OP.cit,p :880.

<sup>1</sup>- Morel. H et Guedj .N, Op.cit, p : 476

<sup>2</sup>-Verniment . P , Op.cit , p- p : 880-881.

مضاعف الربحية لمؤسسة Solène هو 25 أي 1800/72 ولنطبق هذا المضاعف على مؤسسة Aymeric للحصول على الأموال الخاصة لهذه المؤسسة، و بالتالي قيمتها: 850 أي  $25 \times 34$  قيمة الأموال الخاصة: 850.

أما إذا طبقنا مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة على مؤسسة "Solène" فإن قيمة المؤسسة تساوي: 2100 أي  $1800+300$ ، أما نتيجة الإستغلال بعد الضريبة فهي 90 أي  $150(1-1,4)$  و بالتالي مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة لمؤسسة Solène هو 23.3 أي 2100/90. نطبق هذه المضاعف على مؤسسة Aymeric للحصول على قيمة أموالها الخاصة عندئذ نحصل على نتيجة الإستغلال بعد الضريبة ب 106 أي  $177(1-0,4)$ .

وبالتالي قيمة مؤسسة Aymeric هي 2470 أي  $106 \times 23.3$  نطرح قيمة القروض 1200 نحصل على قيمة الأموال الخاصة ب 1270 بطريقة مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة بدلا من 850 بطريقة مضاعف الربحية، و يفضل المحللون المليون استعمال طريقة مضاعف نتيجة الإستغلال بعد الضريبة.

ميزة طريقة مضاعف الربحية إمكانية تقييم الشركات الغير مسجلة في البورصة بالإعتماد على مثيلاتها المسجلة، و يتم الحصول على السعر الممكن للمؤسسة الغير مسجلة في البورصة. كما تستعمل في التقييم بهدف الإدماج و شراء الشركات و كذا في حالة المنازعات القضائية<sup>1</sup>.

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أنه ظهرت نماذج في تقييم المؤسسات تركز على مفهوم الإختيارات و أول من جاء بهذا المفهوم هو Merton 1973، وطوره كل من Galais et Masulis 1976 و يرى المحللون أفضلية إستعمال هذه النماذج في حالة وجود مؤسسات تعتمد في تمويلها على مزيج تمويلي أموال خاصة و ديون.

يرى هذا المدخل أن الأموال الخاصة تعطى للمساهمين الحق في امتلاك و استعمال الأصل الإقتصادي بشرط تسديد قيمة الدائنين . و في حالة إعتماد المؤسسة على الديون في هيكل رأسمالها، فإن الدائن له " إختيار البيع " لأصول المؤسسة و الذي يسمح له ببيعها إذا ما توقع عدم قدرة المؤسسة على التسديد.

أما الأموال الخاصة فتتمثل إختيار شراء على أصول المؤسسة، و لا يصبح المساهمون مالكون حقيقيون إلا بعد تسديد الديون، و بالتالي فإن قيمة الدين هو سعر تنفيذ الإختيار الذي يتم فقط في حالة ما إذا كانت قيمة الأصل الإقتصادي عند تاريخ إستحقاق الدين أكبر من قيمة الديون. أما إذا كانت قيمة الأصل الإقتصادي أقل من قيمة الديون فلا يسترجع الدائنون الا جزء من أموالهم و بالتالي تصبح قيمة الإختيار أي الأموال الخاصة معدومة. ووفق هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة تساوي إلى قيمة إختيار الشراء زائد قيمة الدين .

<sup>1</sup> - NGuéna . J .O et al , Op.cit , p :139.

خلاصة القول أن عملية تقييم المؤسسات تطرح مشكلا كبيرا، فتعدد مداخل التقييم يجعلنا لا نحصل على قيمة واحدة و إنما مجموعة من القيم. و بالتالي فإن صعوبة التقييم لا يكمن في تطبيق طريقة معينة و إنما في الوصول إلى قيمة حقيقية لهذه المؤسسة موضوع التقييم، و هنا يجب إختيار الطريقة المناسبة التي تخدم الهدف الذي من أجله تتم عملية التقييم، ومع اعتبار أن عملية شراء المؤسسة تخضع للتفاوض بين طرفين تختلف مصالحهم، فإن هذه الطرق المختلفة التقييم تحدد لنا مجالا للتقييم - و ليس قيمة محددة - و هنا تحديد هذه القيمة يكون بأخذ هذا المجال كمرجع، و تحديد سعر التنازل يكون من الطرف الأكثر قدرة على التفاوض.

خلاصة

تعتمد المؤسسات الكبيرة اليوم على الأموال الخاصة بشكل كبير خاصة عند التأسيس (الأسهم) غير أنه لضمان نمو واستمرارية و توسع المؤسسة قد تلجأ هذه الأخيرة لمجموعة من المصادر. و يعتبر التمويل الذاتي من أهم هذه المصادر خاصة بالنسبة للمؤسسات الناجحة، غير أن هذا النوع من التمويل قد يكون غير كافي خاصة إذا احتاجت المؤسسة إلى إستثمارات كبيرة، هنا سيكون أمام المؤسسة المفاضلة بين مجموعة من الإختيارات سواء كانت من الأموال الخاصة أو القروض أو المصادر الهجينة، وإختيار المصدر التمويلي المناسب تعتمد المؤسسات على مجموعة من المعايير للمفاضلة .

وهنا تبرز تكلفة التمويل كإحدى أهم المعايير في إختيار المصدر التمويلي المناسب باعتبارها الحد الأدنى للعائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمار . ليس هذا فقط فهذه التكلفة تعتبر بمثابة معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية المتوقعة من هذا الإستثمار. و هنا يجب معرفة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي تشكل هيكل رأس المال. وهذا للوصول إلى رقم واحد يمثل تكلفة التمويل المؤسسة ككل و هنا يبرز الهدف من تحديد هذه التكلفة.

ولهذه التكلفة دور كبير في تحديد قيمة المؤسسة و هنا تبرز مجموعة من الطرق و المداخل المعتمدة من أجل الوصول إلى هذه القيمة كل مدخل له مزاياه و عيوبه. هذا الإختلاف في المداخل جعلنا لانصل إلى قيمة واحدة و إنما مجموعة من القيم تشكل المجال الذي يعتمد من أجل المفاوضات حول سعر المؤسسة .

ولكن السؤال الذي يطرح نفسه كيف لتشكيلة مصادر التمويل التي تكون هيكل رأس المال أن تؤثر على قيمة المؤسسة.

يرى الباحثين أنه إذا كان لهيكل رأس المال أن يؤثر على قيمة المؤسسة فلا بد أن يكون ذلك من خلال تأثيره على التدفقات النقدية أو من خلال تأثيره على هيكل رأس المال أو كلاهما . و هنا يرى البعض أنه لاوجود لأي أثر لقرارات التمويل على قيمة المؤسسة. فيما يرى البعض الآخر أن قرارات التمويل لايمكن أن تتخذ إلا بمراعاة الزيادة في قيمة المؤسسة و بالتالي ثروة الملاك.

الفصل الثاني:

تحليل أثر التمويل المباشر على قيمة  
المؤسسة

تعتبر دراسة موضوع اثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة من الموضوعات الأكثر جدلا في نظرية التمويل، وربما من أهم القضايا التي نالت اهتماما كبيرا سواء من الناحية النظرية أو التجارب الميدانية عما سواه من جانب الدارسين في مجال التمويل. وفي هذه الدراسة سنفترض أن هيكل رأس المال يتكون فقط من مصادر التمويل المباشر فقط أي من الأسهم العادية و السندات. ويمكن الإشارة إلى أننا سنتجاهل الأسهم الممتازة شأننا في ذلك شأن بقية الباحثين الذين ناقشوا هذا الموضوع. أما السبب فيرجع إلى أن الأسهم الممتازة يصعب تصنيفها على أنها حقوق ملكية نظرا لما لها من صفات تجعلها قريبة من السندات، كما يمكن الإشارة إلى أننا سنعتمد على القيمة السوقية في تحديد قيمة المؤسسة .

ويعتبر الجدل القائم حول هذا الموضوع المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، وكل نظريات هيكل رأس المال تحاول تفسير كيفية تأثير هيكل رأس المال على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة من خلال الإجابة على سؤالين أساسيين هما هل يمكن للمؤسسة أن تزيد من ثروة الملاك من خلال الاعتماد على القروض؟ والى أي مدى يجب الاعتماد على القروض؟

ويمكن تقسيم دراسات الباحثين لهذا الموضوع إلى وجهتي نظر؛ وجهة نظر ترى بان هيكل رأس المال يمكن أن يؤثر على قيمة المؤسسة و بالتالي تسلم بوجود هيكل رأس مال مثالي يدني تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن لها. ووجهة نظر أخرى ترى بان هيكل رأس المال لايمكن له أن يؤثر على قيمة المؤسسة و بالتالي لاتقر بوجود هيكل رأس مال مثالي تكون عنده تكلفة الأموال عند أدنى حد لها. ولم تستطع أي نظرية أن تحوز الإجماع و تتوصل إلى إجابة نهائية سواء على المستوى النظري أو من خلال التجارب الميدانية . ومما يزيد من تعقيد الموضوع هو أن كل نظرية مؤيدة بمجموعة من الدراسات النظرية و الميدانية .

وسنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف النظريات و المداخل التي تطرقت إلى هذا الموضوع و سنقسمه إلى ثلاث مباحث أساسية حيث سنتطرق في المبحث الأول إلى اثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في عالم مثالي أي في ظل افتراض السوق الكامل. أما في الفصل الثاني فسنخرج إلى الواقع و ندرس الموضوع في ظل افتراض سوق غير كامل، ثم بعد ذلك سنتطرق إلى اثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل النظريات الحديثة .

المبحث الأول: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق الكامل:

هناك اختلاف بين المفكرين حول أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض

السوق الكامل وسوف نتطرق للمداخل التي تعرضت لهذا الموضوع والمتمثلة في:

- مدخل صافي الربح،

- مدخل صافي ربح العمليات،

- المدخل التقليدي،

- مدخل مودجيلياني وميلر.

ولكن قبل التطرق إلى هذه المداخل، يجب أولاً الوقوف على الفرضيات التي تركز عليها هذه

المداخل في ظل افتراض السوق الكامل والمتمثلة فيما يلي:

- توظف المؤسسات نوعين من الأموال: الأسهم العادية والسندات (القروض)<sup>1</sup>،

- عدم وجود ضرائب وتكلفة للإفلاس،

- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية،

- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير، وتقوم سياسة المؤسسة على توزيع كافة الأرباح أي لا توجد

أرباح محتجزة، ويهدف هذا الفرض إلى إبعاد أثر التمويل الذاتي على التحليل.

- حجم الإستثمار ثابت لا يتغير، وهذا يعني أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمونها هيكل رأس

المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل.

وسوف نفترض في هذا الشأن أنه يمكن للمؤسسة إصدار سندات جديدة واستخدام حصيلتها في

إعادة شراء جزء من الأسهم العادية التي سبق وأن أصدرتها، كما يمكنها إصدار أسهم عادية

جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات من السوق، ويهدف هذا الفرض إلى قصر

التغير في هيكل رأس المال على التغير في نسبة الإقتراض.

- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى، وهذا الفرض يتسق مع

الفرض السابق.

- السندات التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم وهذا لا يمنع من إعادة شرائها من

السوق.

- توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الإحتمالي لصافي ربح العمليات.<sup>2</sup>

هذه هي الافتراضات التي يقوم عليها السوق الكامل، وسنتطرق الآن إلى المداخل التي تفسر أثر

التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق الكامل.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 174-175.

### المطلب الأول: مدخل صافي الربح

يرى مؤيدي مدخل صافي الربح أن الاختلاف في تكلفة مصادر التمويل التي تشكل هيكل رأس المال سوف تتيح الفرصة للمؤسسة، بزيادة قيمتها السوقية وتدنية تكلفة التمويل عن طريق زيادة نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال. ويقوم هذا المدخل على مجموعة من الافتراضات يجب التطرق إليها قبل الخوض في تحليل مضمون هذا المدخل وتتمثل هذه الافتراضات فيما يلي:

1- إن الزيادة في استخدام القروض من إدراك المستثمرين (الملاك) للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات (القروض) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.<sup>1</sup>

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

يقوم الإقتراض الأول من إقتراضات مدخل صافي الربح على ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الإقتراض، وطالما أن تكلفة السندات (القروض) أقل من تكلفة الأسهم العادية (أموال الملكية) كما يشير إلى ذلك الإقتراض الثاني، فإن الزيادة في الإعتماد على الإقتراض يعني في الواقع الإعتماد على مصادر التمويل رخيصة نسبيا مقارنة بأموال الملاك، الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للتمويل، ومع ثبات ربح العمليات فمعنى ذلك بالتالي زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين الأمر الذي يحمل في طياته زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>2</sup>

أما فيما يخص تكلفة التمويل فنظرا لأن تكلفة الأموال المقترضة ثابتة كما أن تكلفة الأموال المملوكة ثابتة أيضا، ونظرا لأن تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة الأموال المملوكة، فإن زيادة التمويل المقترض في المساهمة في هيكل رأس مال الشركة ما من خلال زيادة نسبة الرفع المالي، سوف يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة (بسبب زيادة مساهمة المصدر ذا الكلفة الأرخص)، مع ثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الإستثمار، فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة.<sup>3</sup>

وتقاس تكلفة الأموال المرجحة من خلال المعادلة التالية:

$$K = \frac{X}{V} \dots\dots\dots (1-3) \dots\dots\dots \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}} = \text{تكلفة الأموال}$$

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، 2004، مرجع سبق ذكره، ص: 762.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص- ص: 316-317.

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 762.

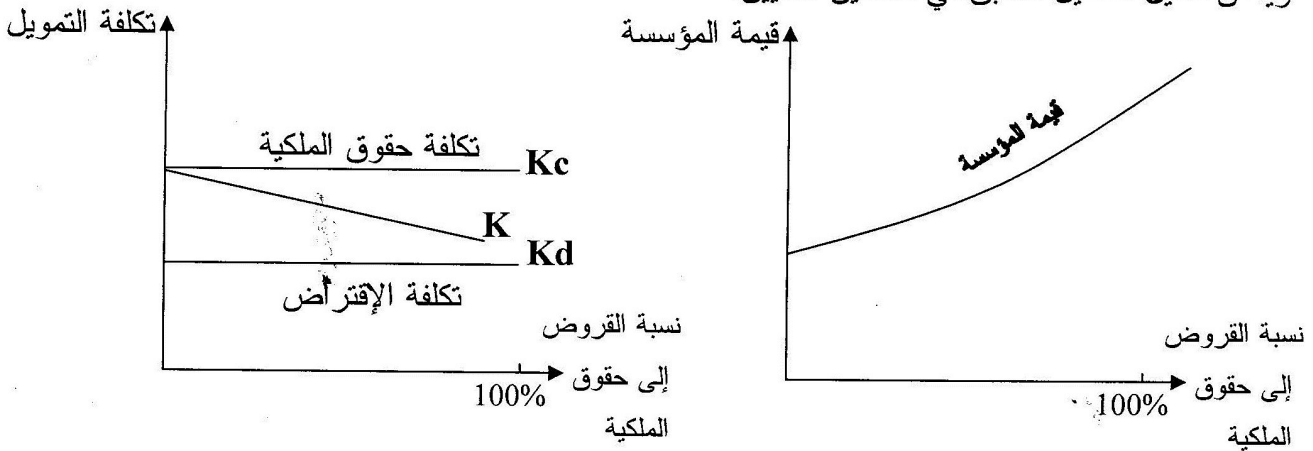
ومن الواضح في هذه المعادلة أن مع ثبات صافي ربح العميات تنخفض تكلفة الأموال بينما تزداد القيمة السوقية للمؤسسة.

و تنخفض تكلفة الأموال المرجحة رغم ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة الملكية، نظرا لزيادة وزن الإقتراض في هيكل رأس المال للمؤسسة ويمكن حساب تكلفة الأموال المرجحة من خلال المعادلة التالية:

$$K = Kc \cdot \frac{S}{V} + Kd \cdot \frac{D}{V} \dots\dots\dots (2-3)$$

فمع كل ارتفاع في وزن الأموال المقترضة في هيكل رأسمال المؤسسة فإن هذا يعني بالمقابل انخفاض أموال الملكية، ومع ثبات كل من تكلفة أموال الملكية وتكلفة الإقتراض فإن تكلفة الأموال المرجحة سوف تنخفض مع الارتفاع في اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة.<sup>1</sup>

ويمكن تمثيل التحليل السابق في الشكلين التاليين:



**الشكل (2-2):** يبين العلاقة بين نسبة وتكلفة الأموال (مدخل صافي الربح)

**الشكل (1-2):** بين العلاقة بين نسبة الدفع المالي والدفع المالي وقيمة المؤسسة (مدخل صافي الربح)

**المصدر:** منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

ويتضح من الشكل (2-2) أن تكلفة أموال الملكية تنخفض مع كل زيادة في نسبة الإقتراض إلى أموال الملكية، أي كلما زادت أموال الإقتراض وانخفضت قيمة الأموال المملوكة، وهذا على الرغم من ثبات تكلفة الأسهم العادية وتكلفة السندات عند المستويات المختلفة من الإقتراض. وتستمر تكلفة الأموال المرجحة في الإنخفاض إلى أن تصل إلى أدها عندما تتعادل مع تكلفة الإقتراض، وعند هذا الحد سوف تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى قيمة لها، ولن يتحقق ذلك (أي يتعادل تكلفة الأموال المرجحة مع تكلفة الإقتراض) إلا عندما تعتمد الشركة في تمويلها على أموال الإقتراض فقط.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص:216.  
<sup>2</sup>- عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص:467.

ويمكن توضيح هذا التحليل من خلال المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$K = \left[ Kc - (Kc - Kd) \cdot \frac{D}{V} \right] \dots (3-3)$$

حيث تمثل: **D**: الأموال المقترضة، **V**: قيمة المؤسسة. ومع ثبات كل من **kc**، **kd** وأن **kc > kd**. فإن **k** تساوي **kc** إذ لم توظف المؤسسة أي قروض  $\left( \frac{D}{V} = 0 \right)$  وتتنخفض قيمة **k** مع كل ارتفاع في قيمة  $\frac{D}{V}$  حتى تصبح **k** تساوي **kd** عندما تكون  $\frac{D}{V}$  مساوية للواحد الصحيح، ولكن الحالة الأخيرة  $\left( \frac{D}{V} = 1 \right)$  هي حالة نظرية ولا يمكن أن تتحقق في الواقع.

ولما كان انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، فإن الهيكل المثالي لرأسمال المؤسسة طبقاً لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة. وإذا تأملنا الشكل السابق يمكن القول أن المؤسسة تصل إلى أقصى قيمة لها إذا اعتمدت على أكبر نسبة من الأموال المقترضة حتى ولو كانت بنسبة 100% وهو ما يوضحه الشكل.<sup>2</sup>

ويعاب على مدخل صافي الربح أنه يفترض أن الملاك سوف لن يطالبوا بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الإقتراض وكذلك الحال بالنسبة للمقرضين، أي إفتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة الملكية بغض النظر عن التغيير في نسبة الإقتراض إلى الملكية، وهذا الإفتراض بعيد كل البعد عن الواقع العملي.

إذ من المتوقع أن يصاحب الإرتفاع في نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى، كما أنه من المتوقع مع الزيادة في نسب الرفع المالي أن يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة حيث ينتقل جزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي، خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة لعسر مالي، و من المتوقع أن يطالب المقرضين بفوائد أعلى مع الإرتفاع التدريجي في نسب الإقتراض بهيكل رأسمال المؤسسة.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني: مدخل صافي الدخل التشغيلي

يرى مؤيدي مدخل صافي الربح التشغيلي أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للمؤسسة، والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائداً القيمة السوقية للقروض، بمعنى أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في هيكل رأس المال، وهي أيضاً مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 467.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 179-181.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي - جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 322.

<sup>4</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 769.

وتبعاً لهذا المدخل فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال. ويمكن تقدير قيمة المؤسسة في السوق برسمة صافي الربح التشغيلي ككل بالمتوسط المرجح لتكلفة الأموال وهو قيمة ثابتة. ويمكن تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$K = \frac{X}{V} \dots\dots\dots (4-3) \quad \frac{\text{صافي الدخل التشغيلي}}{\text{متوسط تكلفة الأموال المرجحة}} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة}$$

وتختلف قيمة متوسط تكلفة الأموال المرجحة من مؤسسة لأخرى حسب درجة المخاطرة التي تتعرض لها، وهي مستقلة عن مزيج هيكل رأس المال من أموال ملكية وقروض. ومن الملاحظ أنه إذا كان كل من متوسط تكلفة الأموال المرجحة وصافي الربح التشغيلي مستقلان عن مزيج هيكل رأس مال المؤسسة، فهذا يعني أن القيمة السوقية لهذه المؤسسة سوف تكون ثابتة وغير مرتبطة بالتغيرات في هيكل رأس المال. ومن هنا جاءت فروض مدخل صافي الدخل التشغيلي على النحو التالي:<sup>2</sup>

- 1- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات المتاحة بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين الإقتراض والملكية.
- 2- يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر العمليات "Business Risk" ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم (تكلفة التمويل) لا يتغير أيضاً.
- 3- الإعتقاد المتراد على الإقتراض (السندات) وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الإعتقاد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدلات عائد أعلى لتعويضهم عن إرتفاع درجة الخطر التي يتعرضون لها.
- 4- معدل الفائدة (تكلفة السندات) ثابت.
- 5- لا توجد ضرائب على أرباح الشركات.

ويشير هذا المدخل إلى أن زيادة حصة التمويل المقترض (السندات) في هيكل رأس المال سوف يؤدي إلى إرتفاع المخاطر المالية "Financial risk"، التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطالبوا بمعدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضاً عن المخاطر الإضافية. وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتك لذا فإن تكلفة التمويل الممتك سوف تزداد مع كل زيادة في حصة التمويل المقترض (السندات) في هيكل رأس المال. وأن هذا الإرتفاع في تكلفة التمويل الممتك يعوضه الإنخفاض في

<sup>1</sup>- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 189.  
<sup>2</sup>- محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 323-324.

تكلفة التمويل المقترض بنفس القيمة، الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.<sup>1</sup>

وطبقا لمدخل صافي الربح التشغيلي فإنه يمكن التوصل إلى القيمة الكلية للمؤسسة بقيمة صافي الدخل التشغيلي على متوسط التكلفة المرجحة للأموال، كما يمكن تحديد القيمة السوقية لحقوق الملكية عن طريق طرح قيمة القروض من القيمة الكلية للمؤسسة. كما يمكن تحديد تكلفة أموال الملكية من خلال حاصل قسمة صافي ربح العمليات على القيمة السوقية لحق الملكية وهو ما توضحه المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{معدل العائد المطلوب من طرف الملاك} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}} \dots\dots (5-3)$$

ويمكن القول أن تكلفة أموال الملكية تتزايد بزيادة نسبة الإقتراض هذا ويمكننا التحقق من أن تكلفة أموال الملكية تزداد خطيا مع زيادة نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال، وذلك كالتالي:<sup>3</sup>

بما أن:

$$K = Kc \cdot \frac{S}{(S+D)} + Kd \cdot \frac{D}{(S+D)} \dots\dots (6-3)$$

وباعتبار أن  $kd$ : ثابتة يمكن إعادة صياغة هذه المعادلة كالاتي لحساب تكلفة أموال الملكية.

$$K(S+D) = Kc \cdot S + Kd \cdot D$$

$$Kc \cdot S = K(S+D) - Kd \cdot D$$

$$K = \frac{K(S+D)}{S} - \frac{Kd \cdot D}{S}$$

$$Kc = K \cdot \frac{S}{S} + K \cdot \frac{D}{S} - Kd \cdot \frac{D}{S}$$

$$Kc = K + K \cdot \frac{D}{S} - Kd \cdot \frac{D}{S}$$

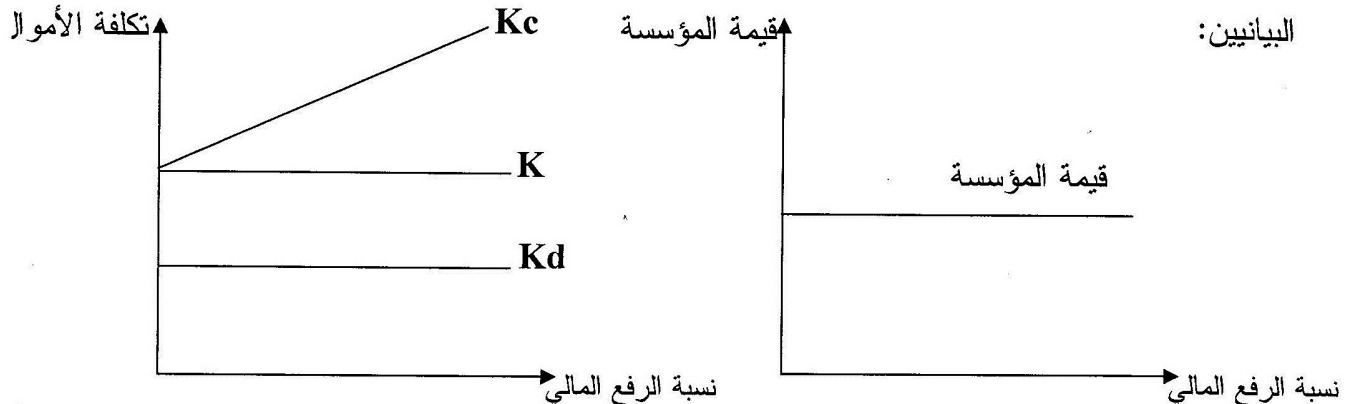
$$Kc = K + (K - Kd) \cdot \frac{D}{S} \dots\dots (7-3)$$

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سبق ذكره، ص: 796.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 474.

وبما أن كل من  $Kd$  و  $K$  ثابتين، فإن التغير في نسبة الإقتراض سيؤدي إلى تغير في  $Kc$  وبنفس النسبة، ومن هنا نستنتج أن العلاقة خطية بين تكلفة أموال الملكية ونسبة الإقتراض في هيكل رأس المال. ويمكن تمثيل هذا التحليل الذي جاء به مدخل صافي الدخل التشغيلي من خلال الشكلين البيانيين:



**الشكل (3-2):** بين العلاقة بين نسبة الرفع المالي وقيمة المؤسسة (مدخل صافي الربح)  
**الشكل (4-2):** بين العلاقة بين نسبة الرفع وتكلفة الأموال (مدخل صافي ربح العمليات)

**المصدر:** منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

يشير الشكل (4-2) إلى ثبات تكلفة التمويل بالسندات، كما يشير إلى علاقة طردية بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية وبين تكلفة التمويل بالأسهم العادية، ولما كنا نفترض في ظل هذا المدخل أن الزيادة في تكلفة الأموال التي تنجم عن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية (بسبب زيادة نسبة الإقتراض) سوف يعوضها انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الإعتماد على مصادر تمويل رخيصة (الإقتراض)، فيصبح من المتوقع أن تظل تكلفة التمويل ثابتة مهما تغيرت نسبة الإقتراض، هذا يعني أنه لا وجود لهيكل رأسمال مثالي، تكون عنده القيمة السوقية للمؤسسة عند أقصى قيمة لها، وتكلفة التمويل المرجحة عند أدنى حد لها. بل سواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض أو سواء زادت أو نقصت نسبة الإقتراض، فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة، وهو ما يوضحه الشكل (3-2) فمهما زادت نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية، فإن قيمة المؤسسة تبقى ثابتة، وهذا جوهر مدخل صافي ربح العمليات.<sup>1</sup>

إن هذا المدخل لاقي قبولا من بعض الكتاب بل أكثر من هذا اعتبروا أن هذا المدخل هو الذي يجب الأخذ به وقبوله ومن أشهر الدراسات التي حاولت إثبات أن تكلفة الأموال لا تتغير مع التغير في نسبة الإقتراض وأن قيمة المؤسسة تبقى ثابتة كذلك، دراسات مودجلياتي وميلر وهم أصحاب المدخل الآخر المؤيد لمدخل صافي ربح العمليات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي - رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 475.

المطلب الثالث: المدخل التقليدي:

يطلق مؤيدي هذا المدخل الصفة التقليدية عليه ليس لكونها قديما من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية و الإستنتاجية، أضف إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار هذا المدخل يعتمد وجهة نظر وسيطة بين مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات.<sup>1</sup>

ويفترض المدخل التقليدي لهيكل رأس المال أن القيمة السوقية للمؤسسة يمكن أن تزداد، وكذلك يمكن أن تنخفض التكلفة الوسطية المرجحة للأموال عن طريق الإعتماد على الإقتراض في حدود معقولة. حيث يؤكد هذا المدخل ويوضح أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض طالما استخدمت القروض عند حد معقول فإذا ما تجاوزت المؤسسة هذا الحد تزداد تكلفة الأموال بزيادة الرفع المالي.<sup>2</sup>

وطبقا لهذا المدخل، فإن هيكل رأس المال، المثالي يتحقق عندما تكون التكلفة المرجحة للأموال أقل ما يمكن أي عندما تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن. وتتناقص التكلفة المرجحة للأموال مع زيادة نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال عندما تكون تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية خلال حد معقول من الإقتراض.<sup>3</sup>

بالإضافة إلى هذا يفترض المدخل أن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الإقتراض في هيكل التمويل، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في شركات الأعمال. وهم يفترضون أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

ولأن تكلفة القروض أقل من تكلفة الأموال الخاصة لأنها أقل خطرا، فإنه مع أول زيادة في القروض ستسمح بتخفيض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل، لأن هناك استبدال لمصدر تمويل أقل تكلفة (الإقتراض) بمصدر تمويل أكثر تكلفة (الأموال الخاصة) وهذا بتطبيق المعادلة التالية:

$$Kc = Kc \cdot \frac{S}{V} + Kd \cdot \frac{D}{V} \dots (8-3)$$

غير أن كل زيادة في نسبة القروض سيؤدي إلى زيادة مخاطر السهم بالنسبة للمساهم، وبالتالي سوف يطلب حملة الأسهم العادية بمعدل عائد أكبر. هذه الزيادة في معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة تلغي جزء من الإنخفاض في التكلفة الناتج عن اللجوء إلى الإقتراض، ولنكون أكثر دقة، يفترض المدخل التقليدي أنه عند حد معين للإقتراض مخاطر الإفلاس لن تصبح حالة نظرية وإنما ستتحول إلى حقيقة، فإحساس المساهم بالمخاطر يصبح متواصل ويتطور بالترجيح.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 778.

<sup>2</sup> - Mondher Bellalah, *Finance Moderne d'entreprise*, 2<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris, 2003, p : 44.

<sup>3</sup> - voir, Rafiri. samira et Sadaa. Abdessadek. , *La structure Financière de la Ferme a-t-elle une influence sur sa valeur? problèmes Economique*, Revue du Financière, n° 2728 de 19 sep2001, paris, P:25.

وكما زادت المؤسسة في الإقتراض كلما زادت المخاطر التي يحس بها المساهمين، وبالتالي يزداد معدل العائد الذي يطالب به المساهمون، إلى أن تلغى مزايا اللجوء إلى الإقتراض. عند هذا الحد من الرفع المالي، تصل المؤسسة إلى هيكل رأسمالها المثالي والذي يؤمن معدل التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل الأكثر انخفاضا وقيمة المؤسسة الأكثر ارتفاعا، بعد ذلك إذا استمرت المؤسسة في الإقتراض فإن المزايا التي تحصل عليها لا تكفي لتعويض الإرتفاع في معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة. ومن جهة أخرى، وبعد حد معين من استعمال القروض، تكلف هذه الأخيرة سترتفع، ذلك أن هذه القروض أصبحت تتعرض لمخاطر أكبر، ومع تكلفة مرتفعة للأموال الخاصة، سنضيف تكلفة مرتفعة للقروض.<sup>1</sup>

وطبقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغييرات في هيكل رأس المال يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل وهي:

#### المرحلة الأولى:

تنص هذه المرحلة على زيادة بطيئة في تكلفة أموال الملاك مع زيادة نسبة الإقتراض، غير أن زيادة تكلفة أموال الملاك في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الإقتراض في هيكل رأس المال والمتمثلة في انخفاض تكلفة الإقتراض. كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضا أن تكلفة الإقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك فإن قيمة المؤسسة سوف ترتفع بزيادة نسبة الأموال المقترضة (السندات) في هيكل رأس المال نتيجة لإنخفاض تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة في هذه المرحلة، وفي ظل الإقتراض الذي يتبناه المدخل التقليدي في هذه المرحلة والقائل بشبه ثبات تكلفة أموال الملاك في هذه المرحلة في ظل حدود مقبولة من الإقتراض فإن قيمة المؤسسة يتم حسابها كما يلي:<sup>2</sup>

$$V = S + D = \frac{X - Kd.D}{Kc} + \frac{Kd.D}{Kd}$$

$$V = \frac{X - Kd.D}{Kc} + D$$

$$V = \frac{X - Kd.D}{Kc} + \frac{Kc.D}{Kc}$$

$$V = \frac{X}{Kc} + \frac{(Kc - Kd)}{Kc}.D.....(9-3)$$

<sup>1</sup> - Verniment. Pierre, OPeit . p-p :662 -663.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره ،صص: 330- 332.

تشير هذه المعادلة إلى أن قيمة المؤسسة ترتفع بمعدل ثابت هو  $\frac{Kc - Kd}{Kc}$  من قيمة القروض. ولما كانت تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان تساوي:

$$K = \frac{X}{V} = Kc \cdot \frac{S}{V} + Kd \cdot \frac{D}{V}$$

فإن هذه المعادلة الأخيرة تؤكد حقيقة أنه في حالة ما إذا كانت تكلفة أموال الملاك أكبر من تكلفة أموال الإقتراض فإن متوسط تكلفة الأموال سينخفض بزيادة نسبة الأموال المقترضة (السندات) في هيكل رأس المال.

مما يعني بالمقابل أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع تدريجياً مع كل زيادة في درجة الرفع المالي، و نخلص إلى أن المرحلة الأولى من المدخل التقليدي تتفق في مضمونها مع ما قدمه أسلوب صافي الربح.

### المرحلة الثانية:

بمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من استخدام القروض في هيكل رأس مالها، لا يكون لأي زيادة بعد ذلك في الإقتراض أي تأثير يذكر على قيمة هذا المشروع أو التكلفة الكلية للأموال به، نظراً لأن المزايا الناجمة عن الإعتماد على الإقتراض في هذه الحالة والمتمثلة في انخفاض تكلفة الإقتراض سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك<sup>1</sup>، وفي هذه المرحلة تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن والتكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن، وهذه الوضعية تعكس وضع الهيكل المالي الأمثل. ويرى بعض الباحثين أن هذه المرحلة تتمثل في نقطة أو نسبة اقتراض معينة، فيما يرى البعض الآخر أن هذه المرحلة تتمثل في مجال معين. وأياً ما يكن الأمر، فالذي يهمنا هو أن هذه المرحلة لن تشهد تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة للسبب الذي سبق وأن ذكرناه.<sup>2</sup>

### المرحلة الثالثة:

تشهد هذه المرحلة ارتفاعاً في نسبة الإقتراض بهيكل رأس المال فيما وراء الحدود المقبولة، ويترتب على ذلك أن تكلفة الأموال تأخذ في الإرتفاع. وتفسير ذلك أنه بعد هذه النقطة نجد أنه بالرغم من أن زيادة نسبة الإقتراض لازالت تساهم في تخفيض تكلفة الأموال (باعتباره مصدر رخيص نسبياً) إلا أن تكلفة حقوق الملكية تأخذ في الإرتفاع بمعدلات كبيرة والنتيجة أن زيادة الإعتماد على أموال رخيصة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض تكلفة الأموال.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

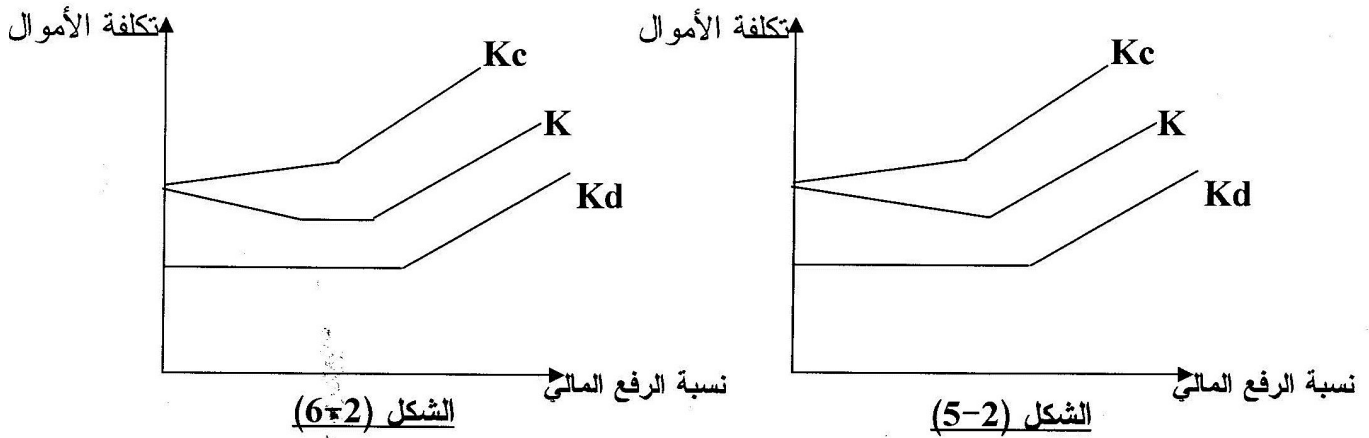
<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 470.

ويرجع ذلك إلى أن حملة الأسهم العادية باتوا يشعرون بالدرجة العالية من الخطر المالي، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية، أضف إلى ذلك ارتفاع تكلفة الإقتراض بعد حد معين نتيجة أن عيوب الإقتراض أصبحت أكبر من مزاياه في هذه الحالة ستخفض قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

وبعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الإعتماد على القروض إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية، بقدر يفوق الوفورات المترتبة عن زيادة الإعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة.<sup>2</sup>

ويمكن تمثيل مسلك تكلفة الأموال تبعاً للمدخل التقليدي بالشكل البياني التالي:



العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال  
(وفقاً للمدخل التقليدي)

**المصدر:** سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

يتضح من الشكلين السابقين ما يلي:

يتضح من الشكل (5-2) أن متوسط تكلفة الأموال  $K$  يبدأ من النقطة  $K_c$  في حالة غياب الإقتراض، و ينخفض بعد ذلك عند استعمال القروض في حدود معقولة، ثم بعد ذلك يبدأ الإرتفاع في كل من تكلفة الإقتراض  $K_d$  وكذا تكلفة الأموال المملوكة  $K_c$ . ويتمثل الحد الأمثل للإقتراض في النقطة الأكثر انخفاضاً للمتوسط المرجح لتكلفة الأموال والذي يمثل كذلك هيكل رأس المال الأمثل.<sup>3</sup>

أما بالنسبة للشكل (6-2) يبدو واضحاً أن منحنى تكلفة الأموال  $K$  مقعر الشكل داخل إطار أفقي، وهذا يعني أن هناك مدى للهياكل المالية المثلى تكون فيها تكلفة الأموال أقل ما يمكن. أما المنحنى  $K_c$  يفترض فيه أنه يزيد بدرجة طفيفة في البداية ثم بمعدل سريع بعد ذلك.<sup>4</sup>

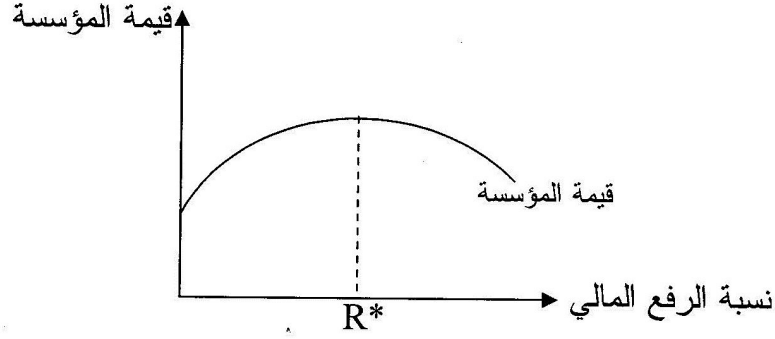
أما بالنسبة لقيمة المؤسسة فيمكن تمثيل مسارها وفق المدخل التقليدي بالشكل التالي:

<sup>1</sup> - Gagnon. J-M et Khoury. N, OP.cit, P :346.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص - ص: 187-188.

<sup>3</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P :45.

<sup>4</sup> - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 225.



الشكل (7-2): يوضح العلاقة بين نسبة الرفع المالي

وقيمة المؤسسة (وفق المدخل التقليدي)

المصدر: Source : Gagnon JM, Khaoury, N. OPcit, P345

ويتضح من الشكل (7-2) أن قيمة المؤسسة تأخذ في الإرتفاع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية إلى أن تصل إلى النقطة "R\*" أين تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها، وبعدها تبدأ القيمة السوقية للمؤسسة في الإنخفاض مع كل زيادة في درجة الرفع المالي.

يعتمد هذا المدخل على صافي الربح التشغيلي والمخاطر المرتبطة به ولا يمكن للهيكل المالي أن يغير من صافي ربح التشغيل ولا المخاطرة، ولكن يستطيع أن يغير الطريقة التي يتم بها توزيع صافي ربح التشغيل والمخاطرة بين المساهمين والمقرضين هذا بالإضافة إلى الإنتقادات التي يتعرض لها المدخل التقليدي من أنصار مدخل صافي الربح التشغيلي بالإضافة إلى الإنتقادات التي أتى بها مودجلياني وميلر:

#### المطلب الرابع: مدخل مودجلياني وميلر

يشكل مدخل مودجلياني وميلر إتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، وقد جاءت هذه النظرية في مقال نشر سنة 1958م وأصبح فيما بعد مرجعية في النظرية المالية. وقد أسند للباحثين بحق أنهما مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية، وقد توجت جهودهما النظرية الواسعة في مجال الإدارة المالية على جائزة نوبل في الإقتصاد سنة 1958م.<sup>1</sup>

ويتفق المضمون النظري لمدخل مودجلياني في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مودجلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل التمويل، ومن ثم فلا يوجد هيكل رأس مال مثالي، و معدل العائد المطلوب يبقى ثابت مهما كان حجم القروض في المؤسسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Hutin. Hervé, OP.cit P :285.

<sup>2</sup> - Verniment Pierre, OP.cit, P :664.

وقد أسس الباحثان هذا المدخل على مجموعة من الإفتراضات ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال وأعمال المؤسسات، فبالإضافة إلى الفروض التي سبقت الإشارة إليها في بداية المبحث هناك فروض أخرى وتتمثل في:

1- يتم التعامل في الأوراق المالية (أسهم وسندات) من خلال سوق كامل لرأس المال هذا يعني بالتحديد:<sup>1</sup>

- أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانية،
- أن المستثمر رشيد،
- أن المستثمر يمكنه شراء وبيع ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شرائها،

- أنه يمكن للمستثمرين الإقتراض بدون أي قيود وبنفس الشروط التي تفترض بها المؤسسات،
- عدم وجود مصروفات خاصة ببيع أو شراء الأوراق المالية (تكلفة العمليات) أو ما شابه ذلك من مصروفات.

2- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات متجانسة من المخاطر، وسوف تعتبر المؤسسة منتمية لنفس درجة المخاطر إذا كانت لإيراداتها المتوقعة نفس صفات الخطر، وعليه فإن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون طبقة متجانسة تواجه نفس الخطر.<sup>2</sup>

3- صافي ربح التشغيل المتوقع هو متغير عشوائي لمتوسط توزيع احتمالي ثابت واختلاف محدود، لذلك فإن مخاطر المستثمرين تتوقف على التغييرات العشوائية لصافي ربح التشغيل المتوقع واحتمال أن تكون القيمة الحقيقية للمتغير مختلفة عن أفضل تقديراتهم.<sup>3</sup>

4- تتبع المؤسسات سياسة توزيع للأرباح تقتضي توزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة أضف إلى ذلك عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.<sup>4</sup>

وقد بدأ موجلياتي وميلر المدخل الذي تضمنته دراستها الرائدة التي نشرت في 1958م بافتراض مؤسسة ممولة بالكامل من حقوق ملكية، وبافتراض تساوي حجم المؤسسات داخل كل فئة مخاطر وكذا المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات، فإن عائد السهم العادي لأي مؤسسة داخل فئة معينة، لا بد وأن يساوي عائد السهم العادي لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس فئة المخاطر. أما إذا اختلف حجم مؤسستين داخل فئة مخاطر واحدة، فإن عائد السهمين قد يكون متساوي، إلا أن الارتباط بين العائدين لا بد وأن يكون ارتباط كامل تماما.

والآن دعنا نفترض أن رأسمال المؤسسة يشتمل على قروض، هنا يعترف مودجلياتي وميلر أنه نظرا لتباين نسب الإقتراض بين المؤسسات، فسوف تختلف درجة المخاطر المالية وهو ما

<sup>1</sup> - Gagnon. J-M et Khoury, N, OP.cit, P :354.

<sup>2</sup> - رسمية قرياقص- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 476.

<sup>3</sup> - FARBER, A et al, Finance , pearson Education , Paris, 2004, p: 192 .

<sup>4</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P :54.

سيكشف عن أن أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطر لن تصبح بديلا كاملا لبعضها البعض، أما القيمة السوقية للمؤسسة فلا علاقة لها بهيكل رأس المال.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: النظرية الأولى لمودجلياني وميلر

يقوم تحليل مودجلياني وميلر على افتراض أساسي مؤداه أن السندات التي تصدرها كافة المؤسسات هي ذات عائد مؤكد، وأن سعر الفائدة على كافة القروض ثابت وموحد، وهو أمر ينسجم مع عالم التأكد.

وفي ظل الإقتراح الأول الذي قدمه كل من مودجلياني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل رأسمالها وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح، ومعدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح هو معدل يناسب خصائص الخطر للشريحة أو المجموعة التي تنتمي لها المؤسسة.<sup>2</sup>

وبعبارة أكثر دقة فإن:

« القيمة السوقية لأي مؤسسة -مقترضة أو غير مقترضة- لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة المؤسسة تتحدد برسمة العائد المتوقع، على أساس معدل الرسملة يتمثل في معدل العائد على الإستثمار في السهم العادي لمؤسسة من ذات فئة المخاطر، ولكنها تعتمد فقط على أموال الملاك<sup>3</sup> »

يلاحظ من الإقتراح الأول لمودجلياني وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة ماهي إلا انعكاس لقرارات الإستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات، أي بفاعلية توزيعها بين الإستثمارات الثابتة والإستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الإستثمارات. أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل رأس المال.

ويمكن صياغة الإقتراح الأول في المعادلة التالية والتي تكشف عن قيمة أي مؤسسة تنتمي إلى

فئة معينة للمخاطر<sup>4</sup>

$$V = (S + D) = \frac{x}{k} \dots \dots \dots (10-3)$$

حيث K: يشير إلى معدل الخصم المناسب لشريحة الخطر الذي تنتمي إليه المؤسسة،

أما X: فيشير إلى صافي ربح العمليات.

وقد صاغ مودجلياني وميلر هذه النظرية في صورة أخرى تقضي بأن: « متوسط تكلفة الأموال لأي مؤسسة لا علاقة له بالمرّة بهيكل رأس المال، وأنه يساوي معدل الرسملة لعائد حقوق الملكية، وذلك لكافة المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر». ويمكن صياغة هذه الصورة بالمعادلة التالية:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 188-190.  
<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 337.  
<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 191.

<sup>4</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P :55.

$$K = \frac{X}{V} \Leftrightarrow K = \frac{Kc.S + Kd.D}{V}$$

$$K = Kc.\frac{S}{V} + Kd.\frac{D}{V} \dots\dots\dots(11-3)$$

ويلاحظ أن الإقتراح الذي قدمه مودجلياتي وميلر سواء تم التعبير عنه بالمعادلة (1) أو المعادلة (2) يؤكد على أن هيكل رأس المال لا يؤثر على القيمة السوقية، حيث تؤكد المعادلة (1) على أن القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على ربح العمليات المتوقع من الأصول وليس على تشكيلة هيكل رأس المال، أما تكلفة الأموال فهي تعادل تكلفة أموال الملاك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في التمويل.

ولكي يثبت مودجلياتي وميلر صحة ومصداقية النظرية الأولى بصورتها، فقد أكد على أنه إذا لم تتحقق العلاقات التي توضحها المعادلتين (1) و (2) والتي تعني أن الشركتين المنتميتين لنفس شريحة الخطر سوف تتعادل قيمتهما السوقية بغض النظر عن استخدام الإقتراض في التمويل أم لا، فسوف يظهر المراجعون لإعادة العلاقة التوازنية، بغض النظر عن استخدام الإقتراض في التمويل أم لا، وقد أطلق مودجلياتي وميلر على هذه العملية اسم عملية المراجعة.<sup>1</sup>

ويشير الباحثان أن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلاف مؤقتاً وأن عملية المراجعة سوف تكون كفيلة بإعادة التوازن للشركتين، وتقوم عملية المراجعة على فكرة افتراض أن المستثمر يمكنه استبدال الرفع المالي للمؤسسة برفع مالي شخصي كعملية معاكسة لرفع المؤسسة وبذلك يمكن الحفاظ على التوازن في السوق.

ولتوضيح العملية التي يقوم بها المراجعون والتي يطلق عليها المراجعة دعنا نفترض وجود مؤسستين متماثلتين وتنتميان لنفس فئة المخاطر، غير أن هيكل رأس مالها مختلف، فهيكّل رأس المال للمؤسسة الأولى يتكون فقط من حقوق ملكية، بينما هيكل رأس المال للمؤسسة الثانية يشمل بجانب حقوق الملكية على سندات قيمتها: 80 000 دج ومعدل الكوبون السنوي: 5%، هذا ويبلغ صافي ربح العمليات: 20 000 دج، أما معدل العائد الذي يطلبه الملاك فيبلغ 10%، 12% للمؤسستين على التوالي، وعلى ضوء هذه البيانات سنقوم بتقدير القيمة السوقية للمؤسستين، وهذا في الجدول التالي:

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص:339.

الجدول (1-2): تقدير القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة و مؤسسة غير مقترضة

المؤسسة الثانية (مقترضة)	المؤسسة الأولى (غير مقترضة)	البيان
20.000	20.000	صافي ربح العمليات
4.000	-	- الفوائد لـ 5%
16.000	20.000	صافي الربح بعد الفوائد
12%	10%	معدل العائد على حقوق الملكية
133.333	200.000	القيمة السوقية للأسهم
80.000	-	القيمة السوقية للسندات
213.333	200.000	القيمة السوقية للمؤسسة
9,4%	10%	المتوسط المرجح لتكلفة الأموال
60%	0%	نسبة الرفع المالي $\frac{D}{S}$

Source : Verniment . p , opcit , p : 665.

يشير الجدول (1-2) أن القيمة السوقية للمؤسسة الثانية تفوق مثلتها للمؤسسة الأولى، كما أن تكلفة أموال الملكية في المؤسسة الثانية يفوق تكلفة الملكية في المؤسسة الأولى، لأن المساهم في المؤسسة الأولى يتحمل مخاطر القروض بالإضافة إلى مخاطر الأعمال، أما المساهم في المؤسسة الأولى فلا يتحمل إلا مخاطر الأعمال. ويوضح مودجلياتي وميلر أن هذه حالة من عدم التوازن في السوق، وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن إلى قيمة المؤسستين، ذلك أن المستثمر في المؤسسة الثانية يمكنه تحقيق نفس العائد بقدر أقل من الإستثمار، ودون أن يتحمل مخاطر إضافية بالإستثمار في المؤسسة الأولى ولتوضيح الفكرة دعنا نفترض أن مستثمر ما يملك 1% من أسهم المؤسسة الثانية مثل هذا المستثمر إذا كان رشيد عليه:

- بيع الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة الثانية مقابل: 1333 دج أي 1% ، 133 333 دج .
- الحصول على قرض بمعدل فائدة: 5% وهو نفس معدل الفوائد على القروض التي يتكون منها هيكل رأس المال للمؤسسة الثانية، بشرط أن تكون نسبة الرفع المالي  $(\frac{D}{S})$  هي نفس نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال للمؤسسة التي باع أسهمها (60%) هذا يعني أنه عليه أن يقترض: 800 دج أي  $(0,6 \times 1333)$ .
- شراء نسبة من أسهم المؤسسة الأولى تعادل النسبة التي كان يمتلكها في رأس مال المؤسسة الأولى (1%) وهو ما يكلفه: 2000 (1% x 200.000) وحيث أن حصيلة بيع أسهم المؤسسة الثانية: 1333 دج ومضافا قيمة القرض 800 دج سوف تبلغ 2133 دج فسوف يتبقى معه مبلغ: 133 دج يمكنه استخدامها في أغراض أخرى.
- قبل عملية المراجعة كان المستثمر يحصل على عائد بمعدل 12% أي ما قيمته: 160 (12% x 1333).

والآن وبعد عملية المراجعة يتوقع أن يحصل على عائد من المؤسسة الأولى قدره: 200دج.(10x2000%)، غير أنه يدفع فوائد على القرض قدرها: 40دج، (0,05x800) لينتهي بعائد صافي من عملية المراجعة قدره: 160دج وهذا باستثمار مبلغ أقل.

أما عن درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فيرى مودجليلاتي وميلر أنها أيضا لن تختلف فالمستثمر في المؤسسة الثانية كان يتعرض لدرجة مخاطر معينة نتيجة اعتماد المؤسسة على الإقتراض، وأيضا في ظل انتقال أمواله إلى المؤسسة الأولى فقد قام المستثمر باقتراض مبلغ (عملية الرفع المالي الشخصي) بنفس نسبة الإقتراض التي كانت في المؤسسة الثانية ومعنى ذلك أنه يتعرض لنفس درجة المخاطر، والبعض الآخر يرى أنه طالما أن المؤسستين تنتميان لنفس شريحة المخاطر فإن اختلاف درجة المخاطر بينهما إن حدثت سوف لا تكون ذا بال يدرك مكن قبل المستثمرين.<sup>1</sup>

ويشير مودجليلاتي وميلر أن عموم المستثمرين سيقومون بممارسة المزيد من عمليات المراجعة، وكنتيجة لزيادة المعروض من أسهم المؤسسة الثانية وزيادة المطلوب من أسهم المؤسسة الأولى ستتأثر القيمة السوقية لأسهم المؤسستين أي ستخفص القيمة السوقية للمؤسسة الثانية وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة الأولى إلى أن تتساوى القيمة السوقية للمؤسستين، وعندئذ تتوقف عملية المراجعة وإذا ما فاقت القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الأولى القيمة السوقية للمؤسسة الثانية، حينئذ ستم عملية أخرى للمراجعة ولكن في إتجاه عكسي إلى أن تتساوى القيمة السوقية للمؤسستين.<sup>2</sup>

ويخلص مودجليلاتي وميلر إلى أن قيمة المؤسسة تتحدد بقيمة أصولها، بصرف النظر عن الكيفية التي تم بها تمويل تلك الأصول، فمهما كان خليط التمويل فلن يكون له تأثير على قيمة المؤسسة، وكما شرح ذلك ميرتون ميلر عندما تقلد جائزة نوبل في الإقتصاد حيث قال: « la taille d'une Pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe » الإعتقاد على مصدر التمويل منخفض التكلفة قد يسمح بتخفيض تكلفة رأس المال.

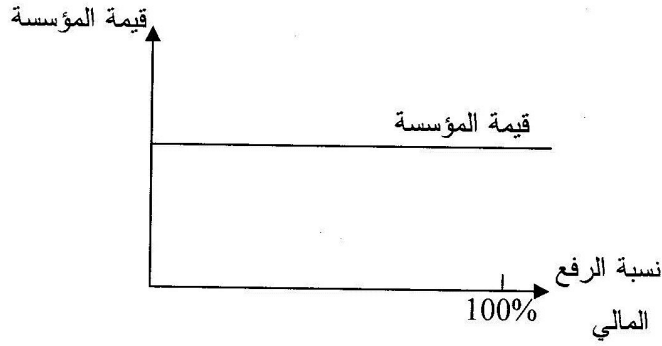
ولكن لا ننسى أن زيادة نسبة الإقتراض ستزيد في تكلفته ، كما يؤدي إلى زيادة مخاطر المساهمين، هذه الزيادة في المخاطر ستترجم إلى زيادة ميكانيكية في معدلات العائد المطلوبة على الأموال الخاصة و يؤدي إلى ثبات معدل العائد المطلوب الكلي، مما يؤدي في النهاية إلى ثبات قيمة المؤسسة.<sup>3</sup>

ويمكن تصوير الشكل الذي تأخذه القيمة السوقية للمؤسسة بالشكل البياني التالي:

<sup>1</sup> -Verniment Pierre, OP.cit, P-P :663-665.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:206.

<sup>3</sup> - المرجع السابق ، ص:206.



**الشكل (2-8):** يبين علاقة نسبة الرفع المالي بقيمة المؤسسة

**Source :** Gagnon J-M, khoury N. OP cit : 345.

يعاب على هذا التحليل افتراضه ضرورة توفر فرضية إكمال سوق رأس المال والذي يتوقع أن تؤدي فيه عملية المراجعة دورها، حيث أنه في حالة نقص أو عدم اكتمال سوق المال فمن المتوقع أن تفشل عملية المراجعة ومن ثم سوف يحدث تفاوت بين القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للإقتراض والأخرى غير المستخدمة له، ومن ثم سوف تفشل عملية المراجعة في إعادة التوازن لسوق رأس المال للأسباب التالية:

1. يرى مودجيلياني وميلر أن الأشخاص يمكنهم الإقتراض بنفس معدل الفائدة التي تقتض به المؤسسات، ولكن هذا الإقتراض يصعب تطبيقه في الواقع ذلك أن المؤسسات المالية عادة ما تطلب ضمانات لمنح القروض وعادة ما تكون المؤسسات لديها ضمانات أكبر بالمقارنة مع الأشخاص الطبيعيين<sup>1</sup>، مما للقدرة المالية وحجم الموجودات من أثر على إمكانية الوفاء بالالتزامات المالية. هذا يجعل للمؤسسات القدرة على الإقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأشخاص الطبيعيين<sup>2</sup>.
2. بزيادة ليس من الصحيح أن الرفع المالي الشخصي هو بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد، تجعل أن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالفوائد قد يترتب عليه إعلان إفلاسها، دون أن تمتد آثار الإفلاس إلى ثروة المستثمر الخاصة. أما عدم قدرة المستثمر على سداد فوائد القرض الذي حصل عليه، قد يترتب عليها إعلان عسره المالي، وهو أمر لا يترتب عليه فقط ضياع أمواله المستثمرة في شراء أسهم المؤسسة، بل قد يؤدي أيضا إلى ضياع جزء من باقي ثروته، مما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.
3. إن افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات -تكلفة شراء وبيع للأوراق المالية- افتراض غير واقعي. أما إذا افترضنا العكس فقد يبطل تأثير عملية المراجعة إذ قد تفوق تكلفة المعاملات قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجعة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Verniment pierre, OP.cit, P :665.

<sup>2</sup> - Gagnon. J-M et KHoury. N, OP.cit. P:346.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص:347

الفرع الثاني: النظرية الثانية لمودجلياني وميلر :

تتبع النظرية الثانية التي قدمها مودجلياني وميلر من النظرية الأولى وتشير إلى أن: "المعدل المتوقع أن يتولد عن السهم العادي (معدل العائد المطلوب) لمؤسسة يتكون رأسمالها من قروض وحقوق ملكية، يتمثل في معدل الرسملة الملائم للتدفق النقدي المتاح لملاك مؤسسة أخرى مماثلة، تنتمي لنفس فئة المخاطر ولكنها تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في التمويل (معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد بالكامل على أموال الملاك). يضاف إلى ذلك مكافأة للتعويض عن المخاطر المالية للمؤسسة الناشئة عن وجود القروض في هيكل رأس المال. وتقاس المكافأة بنسبة القروض إلى حقوق الملكية مضروبة في: الفرق بين معدل العائد للسهم العادي للمؤسسة التي تعتمد بالكامل على حقوق الملكية (يساوي معدل الرسملة المشار إليه)، ومعدل الفائدة على القروض".<sup>1</sup>

ويمكن صياغة النظرية الثانية لمودجلياني وميلر رياضياً كما يلي:<sup>2</sup>

$$Kc = K + (K - Kd) \cdot \frac{D}{S} \dots\dots(12-3)$$

تشير هذه المعادلة إلى الصياغة الرياضية للإقتران الثاني الذي قدمه مودجلياني وميلر وتقول هذه المعادلة أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك في المؤسسة التي تعتمد على الإقتران في هيكل رأسمالها يعادل معدل العائد لشركة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة المخاطر ولكنها لا تعتمد على الإقتران في هيكل رأسمالها بالإضافة إلى بدل المخاطر وهو  $\left[ (K - Kd) \cdot \frac{D}{S} \right]$  والذي يقاس بالفرق بين تكلفة الأموال لمؤسسة تعتمد في تمويلها على أموال الملكية فقط وتكلفة السندات (الإقتران) مضروبا في نسبة الإقتران.

ويمكن الحصول على المعادلة (1) من خلال المعادلات التالية:

$$K = Kc \cdot \frac{S}{(S + D)} + Kd \cdot \frac{D}{(S + D)}$$

وبضرب طرفي المعادلة في:  $(D + S)/S$  نحصل على:

$$K \cdot \frac{(S + D)}{S} = Kc + Kd \cdot \frac{D}{S}$$

$$K \cdot \frac{(D)}{S} + K = Kc + Kd \cdot \frac{D}{S}$$

$$Kc = K + (K - Kd) \cdot \frac{D}{S}$$

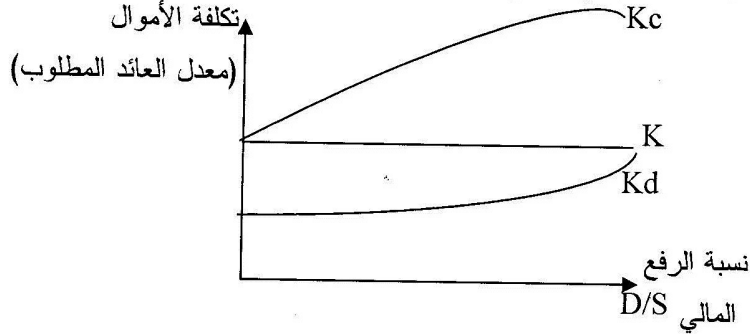
ومن الضروري التوضيح بأن بدل المخاطر هذا ما هو إلا عائد إضافي يعوض عن المخاطر المالية التي يتعرض لها الملاك بسبب الإقتران.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 210.

<sup>2</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P-P :60-61.

والنقطة الهامة فيما قدمه مودجلياني وميلر في هذه النظرية هو أن تكلفة الأموال  $K$  تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الإقتراض في هيكل رأسمالها.<sup>1</sup>

ويمكن تصوير هذه النظرية بالشكل البياني التالي:



**الشكل (9-2):** يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال.

**المصدر:** منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

يشير الشكل (9-2) إلى أن متوسط تكلفة الأموال (معدل العائد على أصول المؤسسة) يظل ثابتاً ولا يتأثر بالمرّة بمكونات هيكل رأس المال، ويساوي في نفس الوقت معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تنتمي لنفس فئة المخاطر، غير أنها تعتمد بالكامل على أموال الملاك في تمويل أصولها. أما معدل العائد على حقوق الملكية فيرتفع مع كل زيادة في نسبة الأموال المقترضة، ويعني ثبات متوسط تكلفة الأموال أن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية نتيجة زيادة نسبة الأموال المقترضة يعوضه بالتّمام والكمال انخفاض في تكلفة الأموال المقترضة نتيجة للتوسع في الإعتماد على أموال ذات تكلفة منخفضة نسبياً أي الأموال المقترضة.

ويشير الشكل البياني كذلك إلى أنه بعد بلوغ نسبة الأموال المقترضة مستوى معين، تبدأ مخاطر التوقف عن الوفاء بالالتزامات في الظهور، وترتفع بالتالي تكلفة الأموال المقترضة للتعويض عن زيادة المخاطر. غير أنه يتوقع أن يرتفع عائد الأسهم العادية نتيجة لزيادة الإعتماد على موارد رخيصة نسبياً أي الأموال المقترضة غير أن ذلك الإرتفاع يكون بمعدل أقل من ذي قبل لأن حملة السندات سوف يتحملون جزء من مخاطر الأعمال، بعبارة أخرى أنه بزيادة نسبة الأموال المقترضة ينتقل جزء من المخاطر من حملة الأسهم العادية إلى حملة السندات.

ويؤكد كل من مودجلياني وميلر أن الزيادة في معدل العائد الذي يطلبه الملاك تكون دائماً بالقدر الذي يضمن أن يكون متوسط تكلفة الأموال، وهو ذاته معدل العائد على أصول المؤسسة ثابتاً دون تغيير.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 345.

<sup>2</sup>- منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص- ص: 213-214.

و لندرج مقارنة بين المدخل التقليدي ومدخل مودجلياتي وميلر، فوفقا لمدخل مودجلياتي وميلر لا يتوقع أن تتغير تكلفة رأس المال مع تغير حجم الأموال المقترضة وذلك على عكس الفكر التقليدي، الذي يؤكد على وجود حجم أمثل للإقتراض تكون فيه تكلفة الأموال عند حدّها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة عند حدّها الأقصى.

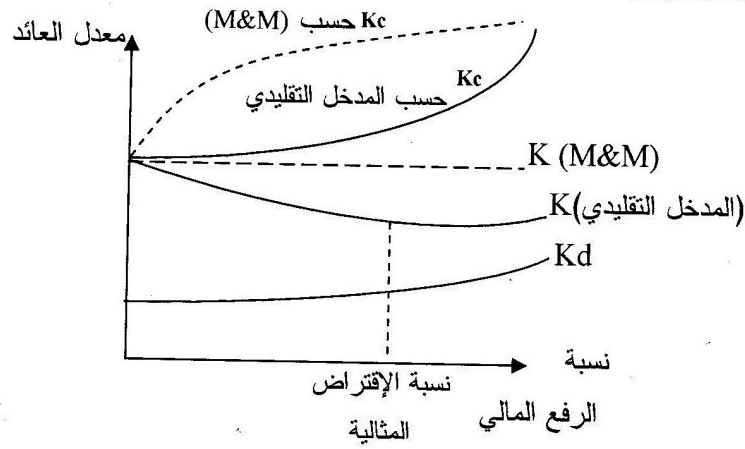
كذلك فإنه في ظل الفكر التقليدي يتوقع أن يكون التغير في معدل العائد على حقوق الملكية أقل مما تقتضي به النظرية الثانية التي قدمها مودجلياتي وميلر، وهذا له تفسيرين: الأول أن حملة الأسهم لم يشعروا بالمخاطر المالية - خاصة قبل بلوغ الحجم الأمثل للإقتراض - الأمر الذي يجعلهم على استعداد لقبول عائد أقل مما ينبغي، أي أقل مما يعتمد مودجلياتي وميلر.

ويعترض بريلي ومايرز على هذا التفسير على أساس أنه يعكس خلط بين المخاطر المالية ومخاطر التوقف عن السداد، فالتفسير المشار إليه قد يناسب النوع الأخير من المخاطر التي لا يشعر بها حملة الأسهم إلا عندما ترتفع نسبة الإقتراض بشكل ملحوظ، أما المخاطر المالية - والتي هي محل اهتمام النظرية الثانية - فيشعر بها حملة الأسهم في صورة تقلب العائد وارتفاع معامل بيتا، يحدث هذا حتى ولو كانت مخاطر التوقف عن السداد محدودة للغاية هذا عن التفسير الأول.

أما التفسير الثاني فيقتضي بأن نظرية مودجلياتي وميلر في شأن عائد الأسهم العادية، قد تلائم فرض السوق الكامل، أما في حالة السوق غير الكامل فإن قيام المؤسسة بالإقتراض، يمثل خدمة ذات قيمة للمستثمر فالمؤسسات يمكنها الإقتراض بمعدل فائدة أقل من معدل الفائدة الذي يقتضيه به الأفراد. وعليه فبدلاً من أن يقوم المستثمر بالإقتراض بنفسه، يقوم بشراء أسهم المؤسسة المقترضة، وإذا كان الأمر كذلك فإن أسهم تلك المؤسسة لا بد وأن تباع بسعر أعلى، مقابل الميزة التي يجنبها المستثمر، وهو ما يعني بالتبعية إنخفاض معدل العائد على الإستثمار الذي يتولد عنها، مقارنة بما تقتضي به نظرية مودجلياتي وميلر.<sup>1</sup>

ويمكن وضع هذا التحليل السابق في الشكل البياني التالي:

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص-ص: 219-221.



الشكل (2-10): يبين مقارنة بين مدخل مودجلياني وميلر والمدخل التقليدي.

المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 220.

يشير الشكل (2-10) إلى أن الإختلاف الأساسي بين النموذجين يكمل في تكلفة حقوق الملكية "Kc" أي درجة إدراك المساهمين للمخاطر المالية، ففي ظل الفكر التقليدي يتوقع أن يكون التغيير في تكلفة أموال الملاك أقل مما يقتضي به فكر مودجلياني وميلر، مما يؤثر على تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة حيث يرى الفكر التقليدي بوجود نسبة اقتراض مثالية على عكس مودجلياني وميلر، الذي يرى أن تكلفة الأموال لا تتأثر باختلاف نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال.

خلاصة القول أن هناك اختلاف في تحديد أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض سوق كامل، حيث هناك من يرى بوجود هيكل رأس مال أمثل تكون عند قيمة المؤسسة عند أقصى قيمة لها وهذا ما يرى به مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي. وهناك من يرى بأنه لا وجود لهيكل رأس مال أمثل وأن لا أثر للتمويل المباشر على قيمة المؤسسة وأن قرارات التمويل تأخذ دون مراعاة قيمة المؤسسة ذلك أنها لا تأثر على هذه الأخيرة وهذا وفق ما يرى به مدخل صافي ربح العمليات ومدخل مودجلياني وميلر.

المبحث الثاني: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض سوق غير كامل :

بعد ما تعرضنا لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض سوق كامل، سنخرج الآن إلى عالم الواقع لنتطرق إلى التأثير الذي يمكن أن تحدثه الوفرات الضريبية وكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة بالإضافة إلى الضريبة على دخل المستثمر على قيمة المؤسسة، وهذا يعني أن المؤسسة تعمل في سوق غير كامل.

المطلب الأول: أثر وجود الضرائب على قيمة المؤسسة

تم تعديل النموذج الأول الذي جاء به مودجلياني وميلر، والذي اهتم بدراسة هيكل رأس المال في ظل غياب الضرائب، حيث تم إدراج التأثير الضريبي في عملية التحليل من خلال المقال الذي نشر في سنة 1963 توصلى فيه إلى أن استخدام القروض في ظل وجود ضرائب على الشركات يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>1</sup>

فمن المعروف أن فوائد القروض تعتبر من الأعباء أو المصروفات التي تدخل ضمن جدول حسابات النتائج، ومن ثم فإن قبول افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل، يعني أنه يمكن للمؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية وقروض أن تحقق وفرات ضريبية من هذه الأخيرة، وقد جاء تحليل مودجلياني وميلر لأثر وجود الضرائب في شكل نظريتين سنتطرق إليهما فيما يلي.

الفرع الأول: قيمة المؤسسة في ظل وجود أثر الضرائب.

إن افتراض وجود ضريبة على دخل الشركات وهو واقع معظم الإقتصاديات في العالم سيسمح بتفضيل القروض كمصدر للتمويل، وهذا لأن الفوائد المدفوعة للدائنين تطرح من الأرباح قبل الضريبة، فالدائنين إذن يحصلون على عوائدهم قبل تحميل الضريبة على عكس التوزيعات التي لا تطرح من الأرباح قبل الضريبة على الشركة، فالمساهمون يحصلون على عوائدهم بعد تسديد الضريبة.<sup>2</sup>

إن طرح الأعباء المالية من الوعاء الضريبي للمؤسسة، هو عبارة عن دعم مالي من الدولة للمؤسسة المقترضة، ولكي تستفيد المؤسسة من هذا الدعم يجب أن يكون هناك ضرائب تفرض على الشركات، تسمح بتحقيق وفرات ضريبية ترفع من قيمة المؤسسة.<sup>3</sup>

وتقدر قيمة الوفرات الضريبية بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، هذا يعني أنه بافتراض خضوع المؤسسات لضريبة على الدخل فإنه يترتب على ذلك أن تتخفف تكلفة الأموال وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس

<sup>1</sup> - Voir, Modigliani. F et Miller. M-H, « Corporate Income Taxes and the cost of capital : a correction », American Economic Review, Juin 1963, P-P : 433-443.

<sup>2</sup> - Albouy . Michel, Financement et coût du capital des entreprises, deuxième édition, Eyrolles, Paris, 1994 ,P : 11

<sup>3</sup> - Verniment.Pierre. OPcit , p-p : 673-674.

شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الإقتراض.<sup>1</sup>

هذا هو جوهر النظرية الأولى لمودجيلياني وميلر، في ظل افتراض خضوع دخل المؤسسة للضريبة، ويمكن التعبير عن هذه النظرية بعبارة أكثر دقة وهي أن:

«القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض».<sup>2</sup>

ويؤكد مودجيلياني وميلر على أن الفرق في القيمة السوقية بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة الغير مقترضة يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث غير ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن إلى قيمة المؤسستين، إلى أن تصبح قيمة الفرق بين المؤسستين مساوي للوفورات الضريبية.<sup>3</sup>

ويمكن التعبير عن النظرية الأولى بالمعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$V^* = \frac{X(1-T)}{K} \dots\dots(1-4)$$

حيث:  $V^*$  تمثل قيمة مؤسسة غير مقترضة

وعليه وحسب مودجيلياني وميلر فإن قيمة المؤسسة المقترضة تساوي:  $V = V^* + T.D \dots\dots(2-4)$

حيث:  $V$ : تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

$D$ : تمثل قيمة القرض.

$T$ : تمثل معدل الضريبة.

أما القيمة  $(T.D)$  فتمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية، والتي تم حسابها بالمعادلة التالية:

$$VAFE = \frac{D \times Kd \times T}{Kd} = D.T$$

ويشير بسط المعادلة إلى الوفورات السنوية المتوقعة وهي تساوي قيمة الفوائد  $(Kd.D)$  مضروبة في معدل الضريبة  $T$ ، أما مقام المعادلة فيمثل معدل الفائدة على القروض وهو معدل الخصم الذي استخدم للوصول إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية، والسبب في هذا الإعتماد يعود إلى أن مخاطر الوفورات الضريبية لا بد وأن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها وعليه لا بد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل الفائدة وقد تم خصم هذه الوفورات الضريبية بالقيمة  $Kd$  وليس بالقيمة  $(1+Kd)$  لافتراض مودجيلياني وميلر أن السندات هي من النوع الدائم الذي ليس له تاريخ استحقاق.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص:349.

<sup>2</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P : 62.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص:484.

<sup>4</sup> - Farber. A et al , OP.cit, P :198.

<sup>5</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص:811.

ولإثبات المعادلة السابقة فإنه نعلم أن العائد المتاح للمساهمين في مؤسسة غير مقترضة هو  $X(1-T)$ ، في حين العائد المتاح للمساهمين في مؤسسة مقترضة هو:  $(1-T)(1+Kd)$ ، وكنتيجة لذلك فإن العائد المحصل عليه من طرف المساهمين والدائنين هو:<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} RT &= (X - Kd.D)(1-T) + Kd.D \\ &= X(1-T) - Kd.D(1-T) + Kd.D \\ RT &= X(1-T) + Kd.D.T \dots\dots(5-4) \end{aligned}$$

الجزء الأول من هذه المعادلة هو  $X(1-T)$  يمثل العائد المتاح للمساهمين لمؤسسة غير مقترضة، أما الجزء الثاني  $(Kd.D.T)$  فيمثل الوفرات الضريبية المتاحة من القروض. وبالتالي نحصل على قيمة المؤسسة من خلال خصم هذين العائدين بمعدل الخصم المناسب، فالجزء الأول  $X(1-T)$  يخص المؤسسة الغير مقترضة يجب أن يخصم بمعدل العائد  $K^*$  أما الجزء الثاني:  $(Kd.D.T)$  فيجب أن يخصم بمعدل الفائدة  $Kd$  ونحصل على:

$$V = \frac{X(1-T)}{K^*} + \frac{Kd.D.T}{Kd}$$

$$V = V^* + D.T$$

ويمكن صياغة هذه النظرية بمعادلة أخرى وهي:<sup>2</sup>

$$V = \frac{X(1-T)}{K^*} + \frac{D \times Kd \times T}{Kd}$$

حيث:  $K^*$  يمثل المتوسط المرجح لتكلفة الأموال لمؤسسة ممولة بالكامل من حقوق الملكية ويساوي تكلفة حقوق الملكية.

$$V = \frac{X(1-T)}{K^*} + T.D \dots\dots(6-4)$$

ويمكن قراءة المعادلة الأخيرة كما يلي: تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة المخاطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك (غير مقترضة) بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الإقتراض والمشار إليها بالمقدار التالي:

$$\left( \frac{D \times Kd \times T}{Kd} \right)$$

ويلاحظ في المعادلة السابقة أن القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها، أما الملاحظة الأخرى الأكثر أهمية، هي أن القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للرفع المالي (الإقتراض) سوف تزداد باستمرار مع زيادة الإقتراض في هيكل رأس المال طالما كان معدل الضريبة على دخل المؤسسة موجبا  $(T > 0)$ .<sup>3</sup>

<sup>1</sup> -Gagnon. J-M et Khoury. N ,OP.cit, P-P :360-361.

<sup>2</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P : 63.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص:350.

و يمكن القول أن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل رأسمالها على قروض، تعادل قيمة مؤسسة مماثلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، مضاف إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية المتولدة عن عملية الإقتراض. وإذا كان الأمر كذلك، فإن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك الذي تكون فيه نسبة الإقتراض أكبر ما يمكن.<sup>1</sup>

ويمكن إثبات ذلك من خلال المعادلات التالية:

$$V = V^* + T.D \quad \text{لدينا:}$$

وبقسمة طرفي المعادلة على V نحصل على:

$$\frac{V}{V} = \frac{V^*}{V} + \frac{T.D}{V} \Leftrightarrow 1 = \frac{V^*}{V} + T.\lambda$$

$$V = \frac{V^*}{1 - (T.\lambda)} \dots\dots(7-4)$$

حيث:  $\lambda = \frac{D}{V}$  وتمثل نسبة الإقتراض.

إن هذه المعادلة تثبت مرة أخرى وبشكل واضح ما توصل إليه مودجيلياني وميلر حيث تؤكد هذه المعادلة على أن القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للرفع المالي (الإقتراض) سوف تصل إلى أقصى حد لها عندما تبلغ نسبة الإقتراض 100% أي أن  $\lambda = 1$ ، ونظريا هذا الحد سوف تكون عنده قيمة الأسهم أو أموال الملاك تساوي صفر كما يجب ملاحظة أن الوفر الضريبي لا يتحقق إلا إذا حققت المؤسسة أرباح ولا تستفيد من إعفاءات ضريبية.

### الفرع الثاني: تكلفة الأموال في ظل وجود أثر الضرائب

تقضي النظرية الثانية لمودجيلياني وميلر بافتراض وجود ضرائب على أرباح الشركات أنه توجد هناك علاقة إيجابية بين التكلفة المرجحة للأموال ونسبة الرفع المالي.

كما تقضي النظرية الثانية لمودجيلياني وميلر بأن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة، ينبغي أن تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الإقتراض التي يفترض مودجيلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات، كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأسمال المؤسسة.<sup>2</sup>

وتلخص هذه المعادلة أبعاد هذه النظرية:<sup>3</sup>

$$K = K^* + (K^* - Kd)(1 - T) \cdot \frac{D}{S} \dots\dots(8-4)$$

حيث:  $K^*$  تمثل تكلفة الأموال لمؤسسة غير مقترضة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص: 227.

<sup>3</sup> - Bellalah. M, OP.cit, P : 64.

ولإثبات ذلك، دعنا نبدأ بالمعادلة التالية التي تتحدد في ظلها القيمة السوقية للأسهم العادية لمؤسسة المقترضة.

$$S = \frac{(X + Kd.D)(1-T)}{Kc}$$

$$Kc = \frac{(X + Kd.D)(1-T)}{S} \dots\dots\dots(1)$$

ومن النظرية الأولى لدينا:

$$V = \frac{X(1-T)}{K^*} + D.T$$

حيث: V تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة.

بضرب الطرفين في  $K^*$  نحصل على:  $V.K^* = X(1-T) + D.T.K^*$

$$X(1-T) = K^*(V - D.T)$$

وبالتعويض بقيمة  $X(1-T)$  في المعادلة (1) نجد:

$$Kc = \frac{K^*(V - D.T) - D.Kd(1-T)}{S}$$

$$Kc = \frac{K^*V - K^*D.T + D.Kd + D.Kd.T}{S}$$

وحيث أن  $V = S + D$  فإن:

$$Kc = K^* + \frac{D}{S} [K^* - K^*T + Kd + Kd.T]$$

$$Kc = K^* + \frac{D}{S} [K^*(1-T) - Kd(1-T)]$$

$$Kc = K^* + \frac{D}{S} [(1-T)(K^* - Kd)]$$

وهي نفسها المعادلة التي تزودنا بقيمة Kc التي تعد عنصرا أساسيا للمعادلة التي تستخدم في حساب متوسط تكلفة الأموال للمؤسسة التي يتضمن هيكل رأسمالها قروض إلى جانب حقوق الملكية وهي:

$$K = Kc \cdot \frac{S}{V} + \frac{D}{V} \cdot Kd(1-T) \dots\dots(9-4)$$

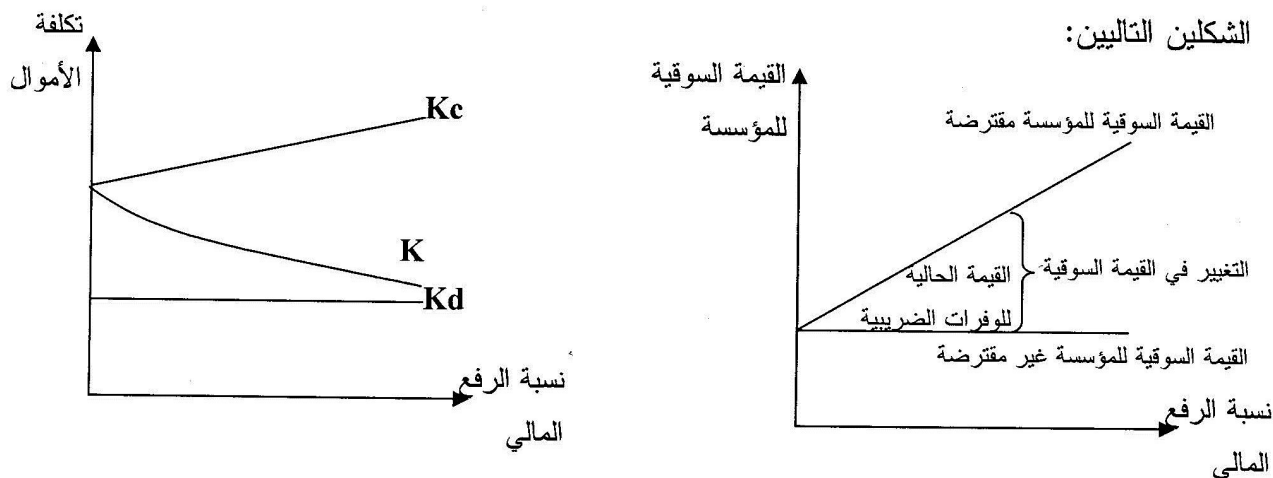
ويضيف بريجهام وجابنسكي بديلا آخر لحساب تكلفة الأموال توضحه المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$K = \frac{X(1-T)}{V} \dots\dots(10-4)$$

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

ويمكن عرض كل من النظرية الأولى والثانية لمودجيلياني وميلر في ظل وجود أثر الضرائب في

الشكلين التاليين:



**الشكل (1-3):** أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة **الشكل (2-3):** أثر الرفع المالي على تكلفة الأموال.

Source : NGuèna Jokung octave, OP.cit. P :449.

المصدر : Damodaram Aswath. OP.cit :P :750

نلاحظ من الشكل (1-3) أن قيمة المؤسسة المقترضة أكبر من قيمة المؤسسة الغير مقترضة وهذا مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي وذلك بالقيمة الحالية للوفورات الضريبية، أما الشكل (2-3) فيبين أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي كلما انخفضت التكلفة المرجحة للأموال مما يعني أن هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة هو الذي يحتوي على أكبر نسبة من القروض.

تنص النظريتين السابقتين لمودجيلياني وميلر (1963) في وجود الضرائب أنه على المؤسسة الإعتماد على أكبر قدر ممكن من القروض للإستفادة من الوفرات الضريبية، فعلى عكس التوزيعات على الأسهم التي يمكن للمؤسسة عدم القيام بها لعدة سنوات فإن عدم تسديد قيمة الفوائد على القروض أو عدم دفع أصل القرض يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس، هذه النتيجة توضح أنه ليس للإقتراض مزايا فقط ولكن لديه عيوب قد تهدد استمرارية المؤسسة في النشاط في السوق.

### المطلب الثاني: أثر وجود تكلفة الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، مثل هذه المخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، وهذه المخاطر هي مخاطر إضافية تصيب الشركة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فوائد القروض أو كليهما في تواريخ الإستحقاق.

إن هذا الإحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

### الفرع الأول: مكونات تكلفة الإفلاس

يترتب على الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسات، تحمل هذه الأخيرة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، جزء من تلك التكاليف مباشر وهي المصروفات الإدارية والقانونية، بالإضافة إلى الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، والجزء الآخر هي تكاليف غير المباشرة للإفلاس وتتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لإنخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.<sup>1</sup>

وعندما تتدهور حالة المؤسسة يظهر عدد من أنواع التكاليف بدرجات مختلفة للعجز المالي أو الفشل المالي وهذه التكاليف (المرتبة حسب درجة خطورتها) تشمل ما يلي:

- الحصول على الأموال اللازمة بشروط قاسية، ومعدلات مرتفعة بسبب ارتفاع التكاليف،
- فقدان العمالة ذات الخبرة لهذه المؤسسة،
- فقدان معظم الموردين لمعظم الأنواع المستقرة من السلع،
- فقدان المبيعات نتيجة فقد الثقة من بعض العملاء لإعتقادهم بأن الشركة في طريقها للفناء،
- الحاجة لتصفية الأموال الثابتة لمواجهة بعض متطلبات رأس المال العامل،
- إجراءات الإفلاس الرسمية، مع تحمل تكاليف قانونية وإدارية.

لهذا يتضح أن تكاليف الإفلاس المباشرة وغير مباشرة يجب أخذها في الحسبان، ويضيف بريجهام وجابنسكي وبيرونو وزملائه أن مخاطر الإفلاس تزداد، وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها كلما زادت نسبة الأموال المقترضة<sup>2</sup>

ولا يختلف الباحثين بشأن التكاليف التي يتوقع أن تتجم عن الإفلاس، ولكنهم يختلفون بشأن حجمها، ونسبها إلى قيمة المؤسسة، ففي دراسة كوستيناس اتضح أن المؤسسات التي تتعرض بدرجة أكبر لمخاطر الإفلاس تعتمد بنسبة أقل على القروض.

وفي دراسة وايت "White" على عينة من الشركات الأمريكية اتضح أن التكاليف المباشرة للإفلاس تصل إلى حوالي 22% من القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يؤكد دراسته على عينة أخرى من الشركات الأمريكية أجريت عام 1971م. و أوضحت أن التكلفة المباشرة للإفلاس تبلغ في المتوسط 20% من القيمة السوقية للمؤسسة.

وفي هذا الصدد يشير لفي وسرنات "Leuy & Sernat" إلى أن متوسط تكلفة الإفلاس المباشرة بلغت في الولايات المتحدة حوالي 23% من قيمة التصفية وذلك للسنة المالية 1976م، وهي تعتبر أكبر بكثير من تلك التي كشفت عنها أنج وزملائه "Ang et al" التي أشارت إلى أن التكاليف المباشرة للإفلاس بلغت في المتوسط 7,5% من قيمة التصفية بينما لم يتجاوز الوسيط عن 1,7%.

<sup>1</sup>- محمد صالح الحناوي- إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص:401.

<sup>2</sup>- فردويستون- يوجين برجام، مرجع سبق ذكره، ص- ص:324-325.

ويشير ميلر إلى أن الإدعاء بأن تكلفة الإفلاس مرتفعة هو ناتج لدراسات أجريت على مؤسسات صغيرة أو فردية، أسفر الإفلاس عن تصفيته وليس عن إعادة تنظيمها. أما الدراسات التي أجريت على مؤسسات كبيرة فتؤكد على صغر حجم تلك التكاليف، بل وأنها تتضاءل كلما زاد حجم المؤسسة. وفي هذا تشير إلى الدراسة الشهيرة لـ "وارنر" "Warner" التي أكدت على أن التكلفة الفعلية للإفلاس بلغت في المتوسط 5,3% من القيمة السوقية في مؤسسات السكة الحديدية.<sup>1</sup>

ويتفق هوقن وسنت "Hogen & Senbet" مع ميلر حيث يشير إلى أن تكلفة الإفلاس يمكن أن تكون مرتفعة في ظل افتراض أن المتعاملين في السوق لا يتصفون بالرشد، أو في ظل افتراض عدم قدرتهم على القيام بعملية المراجعة بخلاف ذلك فإن التكلفة الحقيقية للإفلاس، تصبح قاصرة على التكاليف التي ترتبط بإعادة تشكيل هيكل رأس المال قبل حدوث الإفلاس.

ويضيف هوقن وسنت "Hogen & Senbet" إمكانية تجنب الإفلاس وذلك بإعادة التنظيم وإعادة تشكيل هيكل رأس المال وهو أمر يقبله الدائنون طالما أن القيمة السوقية للمؤسسة بعد إعادة تشكيل هيكل رأس المال (V-VAT) حيث: VAT: تمثل القيمة الحالية لتكلفة المعاملات أكبر من القيمة (V-CF) حيث CF: تمثل تكلفة الإفلاس، أي أكبر من قيمة المؤسسة إذا أعلن إفلاسها.

كذلك أوضح هوقن وسنت "Hogen & Senbet" في دراسة سابقة أن القيمة الحالية لتكلفة المعاملات وهي تمثل جواز تكلفة الإفلاس في حالة إعادة تشكيل هيكل رأس المال - تعد ضئيلة بشكل يجعل تلك التكاليف عاملاً غير مؤثراً على قرارات المؤسسة، كما يشير الباحثان إلى أنه بمجرد إعادة تشكيل هيكل رأس المال، يمكن إصدار سندات جديدة والإستمتاع بالوفورات الضريبية المصاحبة لها بشرط عدم بقاء أي من حملة الأسهم والسندات القدامى.<sup>2</sup>

يعاب على الدراسات التي تشير إلى ضآلة تكلفة الإفلاس انصرفت إلى التكاليف المباشرة بينما تجاهلت التكاليف الغير مباشرة التي ترتبط بالإفلاس، وفي هذا الصدد قام إدوارد إلتان "Edward Altman" بأول دراسة ميدانية لتقدير التكلفة الغير مباشرة للإفلاس لعينة من الشركات الصناعية، حيث اتضح أن تلك التكاليف تبلغ في المتوسط 13,9% من القيمة السوقية وهو ما يعادل ضعف التكاليف المباشرة في بعض السنوات.

ويميز ليزنبرجر "Litzenberger" بين نوعين من التكاليف الغير مباشرة هي: التكاليف الخاصة التي يتحملها المستثمرون (ملاك أو مقرضين أو هما معا)، والتكاليف الإجتماعية التي يتحملها العملاء كليا أو جزئيا فإذا كان سوق المنتج يتميز بمنافسة كاملة، فإن انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس، يقتصر أثره على المستثمرين من ملاك ومقرضين، أما إذا كان سوق المنتج يتسم بمنافسة غير كاملة حينئذ سوف يترتب على انخفاض كفاءة المؤسسة قبل وقوع الإفلاس، تحمل العملاء لجزء

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 247.

<sup>2</sup> - Seder. Salim , *Etude sur la structure du capital des PME algeriennes : perspectives de la banque* , Memoire du magistaire , Ecole superieur du commerce , Alger , 2003-2004 , P :65.

من التكاليف، أما الجزء الباقي فيتحملة الملاك والمقرضين وإن كان بمعدل أقل بالمقارنة مع حالة المنافسة الكاملة.<sup>1</sup>

ولكي يتجنب المقرضين مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس، ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للإستثمار في سندات الشركة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها للمؤسسة بما يعني أن الإنخفاض في القيمة السوقية للسندات قد يكون قد تم تغطيته كليا أو جزئيا من خلال المعدل المرتفع لسعر الفائدة.<sup>2</sup>

ونخلص إلى أنه وإن كان هناك من يعتقد في ظالة التكاليف المباشرة للإفلاس، فإن هناك أيضا التكاليف الغير مباشرة التي يتحملها الملاك سواء أسفر الإفلاس عن إعادة تنظيم المؤسسة أو تصفيتها كما نخلص كذلك إلى أن حجم هذه التكاليف قد لا يكون ضئيلا.

### الفرع الثاني: أثر تكلفة الإفلاس

إن زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي عن حد معين، يؤدي إلى ظهور احتمالات عدم قدرة المؤسسة على تسديد ديونها، لأنه يمكن أن تكون التدفقات النقدية المستقبلية أقل مما كانت تحصل عليه المؤسسة. فالمؤسسات التي تقترب من حالة الإنقطاع عن تسديد الديون تسمى المؤسسات المحتمل إفلاسها هذه المؤسسات المحتمل إفلاسها تتحمل تكاليف إضافية تخفض من قيمتها الكلية.<sup>3</sup>

ومن هنا يدرك جيدا المقرضون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل. لذا فإنهم يقومون (المقرضون) بنقل تكاليف الإفلاس إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس، ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للإستثمار في سندات المؤسسة، أو ارتفاع معدل الفائدة وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس.<sup>4</sup>

إن قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى الملاك يعني أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس وطالما أنهم لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل أعلى على استثماراتهم لتعويضهم عنها. هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الإقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

وبما أن العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال المرجحة والقيمة السوقية للمؤسسة، لذلك أكد مودجيلياني وميلر أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة

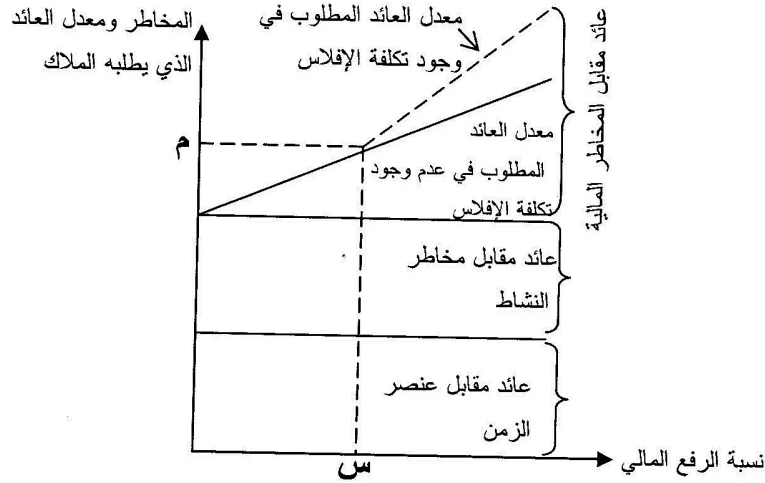
<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 248.

<sup>2</sup> - حضرة محمد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 814.

<sup>3</sup> - Bodie. ZVI et Merton. Robert ,Finance, Pearson Education ,Paris ,2001, p :478.

<sup>4</sup> - محمد صالح الحناوي- إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 401.

الإفلاس وعليه فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الإنخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>1</sup>



**الشكل (3-3):** يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك.

**المصدر:** منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

يشير الشكل (3-3) إلى أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يتساوى في الحالتين (بدون تكلفة الإفلاس وبوجود تكلفة الإفلاس) إلى أن تصل نسبة الإقتراض إلى النقطة "س" حينئذ يكون معدل العائد المطلوب على الإستثمار هو "م"، أما إذا تعدت نسبة الإقتراض النقطة "س" فسوف يصبح احتمال حدوث الإفلاس ملموساً، ومن ثم سوف يرفع المقرضون معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار في السندات، بغرض التخلص من تكلفة الإفلاس، والنتيجة هي زيادة في معدل العائد الذي يطلبونه (الملاك)، مقارنة بما كان يمكن أن تكون عليه هذه الزيادة إذا لم يكن هناك وجود لتكلفة الإفلاس.<sup>2</sup>

وبناء على ما تقدم، تصبح القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد في هيكل رأسمالها على القروض إلى جانب حقوق الملكية مساوية للقيمة السوقية للمؤسسة مماثلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، مضاف إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية مطروحا منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: أثر وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس:

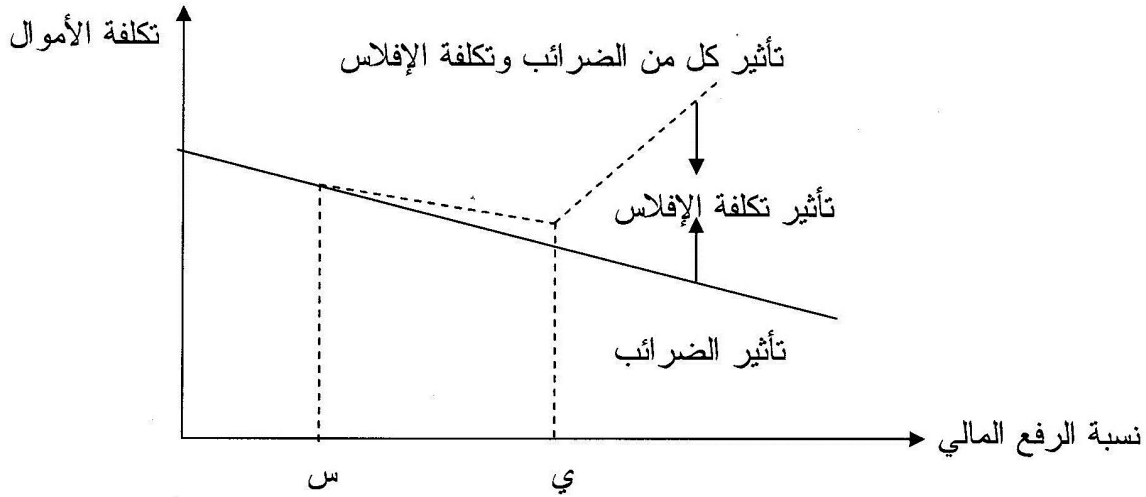
يترتب على زيادة نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية أثرين متضادين على تكلفة الأموال. فزيادة نسبة الإقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفرات الضريبية، كما يترتب عليها- بعد نقطة معينة- ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 814.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

<sup>3</sup> - Albouy. Michel, Op.cit, P :21.

وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس المترتبة على قرار الإقتراض. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



**الشكل (3-4):** يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال

**المصدر:** منير ابراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره، ص:253.

نلاحظ من الشكل (3-4) أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الإنخفاض حتى تصل نسبة الإقتراض إلى النقطة "س" بعدها تستمر تكلفة الأموال في الإنخفاض ولكن بمعدل أقل من ذي قبل إلى غاية النقطة "ي" أين تبدأ تكلفة الأموال في الإرتفاع.

وتفسير ذلك أنه عندما كانت نسبة الإقتراض أقل من "س" لم تكن هناك تكلفة للإفلاس. بعدها بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور، إلا أن حجم تكاليف الإفلاس أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الإقتراض إلى النقطة "ي". وعند هذه النقطة بدأت تكلفة الأموال في الإزدياد وفاقت قيمتها قيمة الوفرات الضريبية، الأمر الذي أدى إلى إتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع. ويمكن القول أن نسبة الإقتراض المثالية (هيكل رأس المال الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة "ي" التي كانت عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى<sup>1</sup>.

أما فيما يخص قيمة المؤسسة فإن ظهور تكاليف الإفلاس يؤدي إلى التخفيض في قيمة التوزيعات التي كان من المفروض أن يتحصل عليها المساهمون و المقرضون. حيث تزداد القيمة السوقية للمؤسسة في المرحلة الأولى كنتيجة للزيادة في مستوى المديونية با يحقق للمؤسسة وفورات ضريبية. لكن مع زيادة خطر الإفلاس بسبب إرتفاع مستوى الرفع المالي إلى حد معين، يترتب على

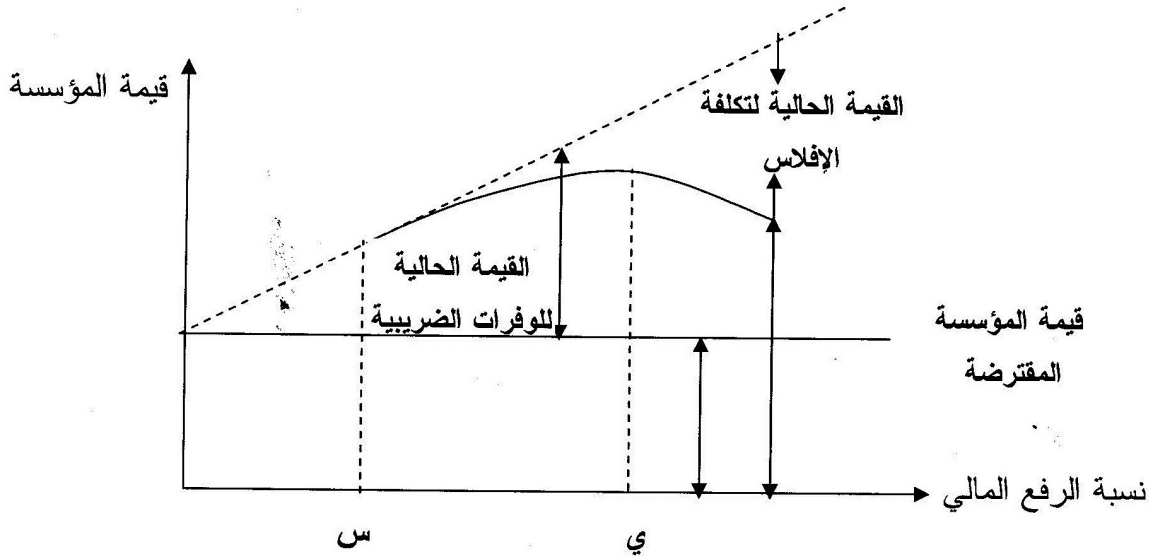
<sup>1</sup> - منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:254.

ذلك أن تؤدي تكاليف الإفلاس إلى إلغاء الميزة الجبائية للديون. بعد ذلك إذا استمرت المؤسسة في زيادة نسبة الرفع المالي فستفوق تكاليف الإفلاس قيمة الوفورات الضريبية<sup>1</sup>. وهنا تصبح قيمة المؤسسة المقترضة مساوية لتكلفة المؤسسة الغير مقترضة مضاف إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية و تطرح منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. و هو ما توضحه المعادلة التالية:

$$V = V^* + VAFE - VACF \dots (11-4)$$

ونحصل على نسبة الإقتراض المثلى عندما تتساوى القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس<sup>2</sup>.

ويمكن صياغة هذه الفكرة من خلال الشكل التالي:



الشكل (3-5): يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة

Source: Bellalah Mondher, op.cit, P : 68.

وتمثل النقطة "ي" نسبة الرفع المالي التي عندها تكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى، وهي ذاتها النقطة التي كانت فيها تكلفة الأموال عند حدها الأدنى وهذا في الشكل السابق. ويوضح الشكل (3-5) أن القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على القروض في تمويل أصولها تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة لكنها تعتمد فقط على حقوق الملكية في التمويل. ويتمثل الفرق بين قيمة المؤسستين في الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية المترتبة على الإقتراض والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. إن الإقتراض ومن خلال الوفر الضريبي يمكن أن يخلق قيمة إضافية للمؤسسة المقترضة، وبهذا يمكن أن تكون قيمتها أكبر من نفس المؤسسة ولكنها لا تستعمل القروض في هيكل رأسمالها.

<sup>1</sup> -Voir. Rafiki S et Sadaq, A, op.cit, p-p : 26-27.

<sup>2</sup> -Farber A et al , op.cit. p :202.

غير أن هذا الكلام لا يمكن الأخذ به على إطلاقه وهذا لسببين هما: الأول أن الإعتماد المفرط للإقتراض يقود المؤسسة في مرحلة الأزمة إلى زوال الوفرات الضريبية هذا في حالة إنخفاض الأرباح. أما الثاني فيتمثل في ظهور مخاطر الإفلاس وإمكانية تضييع مشاريع ذات مردودية عالية، مما يؤدي إلى تخفيض استعمال القروض.

ومن الناحية العلمية الوفرات الضريبية الناتجة عن استعمال القروض يمكن أن تكون بين 5% و15% من قيمة المؤسسة، بينما التكاليف المباشرة وغير مباشرة للإفلاس وحسب مختلف الدراسات التي أجريت أعطت نتائج قدرت ما بين 10% و15% من قيمة المؤسسة. ومن هنا نلاحظ أن تكلفة الإفلاس والوفرات الضريبية متقاربة، ومن هنا لا يمكن الإعتماد على القروض بنسبة كبيرة لخلق القيمة، فيمكن أن يحدث العكس<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: أثر تكلفة الوكالة:

بالإضافة إلى تكلفة الإفلاس التي تشكل قيوداً على الاقتراض. فهناك نوع آخر من القيود تجعل استعمال القروض في هيكل رأس المال لأي مؤسسة أكثر تكلفة. هذه التكاليف تنشأ عندما توكل مسؤولية تسيير المؤسسة إلى مسيرين خارجيين، يعملون على عظيم ثروة المؤسسة، هذا يؤدي إلى تحميل المؤسسة لتكاليف تسمى بتكاليف الوكالة.

### الفرع الأول: مفهوم تكلفة الوكالة:

قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقترضين، قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم، ومن بين القرارات التي تخضع لمواجهة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات، وقرارات رفع مرتبات المديرين وما شابه ذلك.

وعادة ما ينص عقد الاقتراض على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فوراً بقيمة القرض (أي قبل تاريخ الاستحقاق) إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الاقتراض، والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها<sup>2</sup>.

ولكي يتأكد الدائنون من أن المسيرين لم يخلو بشروط التعاقد، يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، حيث يطلق على هذه التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكاليف الوكالة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Verniment pierre, Op.cit , P : 676.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 254-255.

<sup>3</sup> - Rafiki.S et Sadaq.A, op.cit, P : 27.

- ويمكن تعريف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تتجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة وتتكون من ثلاث عناصر:
- التكاليف التي تنشأ عن قيام المسيرين بصرف أعباء كبيرة على مصاريف غير منتجة مثل تزيين المكاتب، و من المنتظر هنا أن يكون الإسراف في مثل هذه المصاريف من طرف المسيرين.
  - في حالة كون رأسمال المؤسسة المملوك بنسبة كبيرة من طرف المقرضين فإنه سيكون من السهل على الإدارة اتخاذ قرارات استثمارية تتعرض لقدرة كبير من المخاطر. وفي هذه الحالة سيكون هناك عدم مساواة في اقتسام الأرباح والخسائر وهذا قد يكون غير معقول من طرف المقرضين.
  - أما العنصر الثالث فيتعلق بالمراقبة والضمانات، فعند قيام المؤسسة بالجوء إلى الادخار العام فإنها ستتحمل مصاريف التقارير السنوية المتعلقة بالبورصة والتنظيمات الحكومية، وكل هذه المصاريف ستضاف إلى مصاريف الإقتراض<sup>1</sup>.

وتشير كتابات الإدارة المالية إلى مصدرين أساسيين لتكلفة الوكالة. ينشأ المصدر الأول كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين. أما المصدر الآخر فينشأ نتيجة التعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية و مصالح حملة السندات أو المقرضين<sup>2</sup>.

وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية<sup>3</sup>.

ويعد تصرف المقرضين على هذا النحو مقبول، على أساس أن الإدارة تسعى في المقام الأول لخدمة مصالح الملاك و ليس مصالح المقرضين. ففي نظرية المؤسسة التي قدمها جنسن ومكلينج " Meckling et Jensen. سنة 1976م يتوقع أن يؤدي الإقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تتطوي على قدر كبير من المخاطر مما قد يكون له أثر إيجابي على ثروة الملاك، واثر عكسي على ثروة الدائنين الحاليين. فإذا ما قامت الإدارة بالتخطيط لتنفيذ اقتراحات استثمارية تتطوي على مخاطر تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة، ثم حاولت تمويل ذلك الاقتراح من خلال إصدار سندات، فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تحمل تلك السندات معدلات فائدة أعلى من سابقتها.

<sup>1</sup> - Gagnon. J-M et Khoury.N, op.cit, p-p : 348-349.

<sup>2</sup> - Bodie. Zvi et Merton .Robert , Op.cit, p: 349.

<sup>3</sup> - بوغزة . عبد القادر، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة -دراسة حالة مؤسسة صيدال-، المدرسة العليا

للتجارة، الجزائر، 2003/2004.ص:207.

وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع هبوط القيمة السوقية للسندات القائمة مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى<sup>1</sup>.

وإذا ما تم تنفيذ الاقتراح المذكور و أسفر عن أرباح غير عادية فإن المستفيد الوحيد هم الملاك، طالما أن نصيب الدائنين محدد سالفًا بنسبة الفوائد. أما إذا فشل تنفيذ الاقتراح وأدى ذلك إلى تصفية المؤسسة، فإن جانب من الخسائر الناجمة عن ذلك قد يتكبده المقرضين الجدد و القدامى على السواء.

ويؤكد جنسن وميكلينج أن ذات الشيء يمكن حتى لو تم تمويل الاقتراح من أموال الملاك فارتفاع مستوى مخاطر الاقتراح يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المؤسسة مما ينجم عنه انخفاض في القيمة السوقية للسندات القائمة، والنتيجة هي إلحاق الأضرار بالدائنين، و هي أضرار قد تتضاعف إذا ما فشل الاقتراح. أما إذا نجح عن الاقتراح الاستثماري أرباحا غير عادية، فالمستفيد من ذلك هم الملاك فقط<sup>2</sup>.

ويضيف بريجهام و جانيسكي أن رغبة الإدارة في استغلال الدائنين لصالح الملاك قد تأخذ صورة إعادة تشكيل هيكل الأصول بالتخلص من الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر منخفضة و عائد منخفض وإحلالها باستثمارات تنطوي على مخاطر أكبر. و في جميع الحالات يجني الملاك ثمار النجاح، بينما يشارك الدائنين في الخسائر إذا ما تعرضت المؤسسة لإفلاس<sup>3</sup>.

غير أن شرط التعاقد الذي يعطى للمقرضين الحق في وضع قيود على قرارات الإدارة لن تقصر تكلفته (تكلفة الوكالة) على المصروفات الإدارية و القانونية، بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود.

وطالما أن الملاك هم الذين سيتحملون التكلفة الناجمة عن القيود التي يضعها المقرضين فإنهم يأملون في تخفيض هذه التكلفة. و في هذا الصدد ينبغي أن يدركوا أن استبعاد الشرط الذي يعطى المقرضين الحق في فرض قيود على قرارات المؤسسة سوف يؤدي إلى زوال تكلفة الوكالة، إلا أن هذا قد يدفع المقرضين للمطالبة بمعدل مرتفع للفائدة و أن الزيادة في معدل الفائدة الناجم عن استبعاد الشرط المذكور قد تفوق تكلفة الوكالة.

وحتى إذا لم يفرض الدائنون قيودا على قرارات الاستثمار، فإن مجرد التفكير في تمويل الإقتراح الاستثماري من القروض قد يتولد عنه ما يشبه تكلفة الوكالة. فإذا ما اتضح للإدارة مثلا أن العائد المتوقع من ذلك الإقتراح سوف يجنيه الدائنون في صورة ارتفاع في القيمة السوقية للسندات فقد تضطر إلى صرف النظر عن تنفيذه، و يعتبر صافي القيمة الحالية الضائع نتيجة تلك السياسة صورة من صور تكلفة الوكالة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

<sup>2</sup> - Gagnon J-M et Khoury, N, op.cit. p: 349.

<sup>3</sup> - محمد صالح الحناوي - إبراهيم إسماعيل سلطان ، مرجع سبق ذكره، ص: 404.

<sup>4</sup> - Seder. Salim, op.cit, p-p: 71-72.

### الفرع الثاني: أثر تكلفة الوكالة:

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالي للإقتراض التي في ظلها تعظم القيمة السوقية للمؤسسة، أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، و بالتالي سيترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الديون في الهيكل التمويلي، و حتى يتم تحقيق هيكل التمويل الأمثل، يجب على مسيري المؤسسة العمل على جعل تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة أدنى ما يمكن<sup>1</sup>.

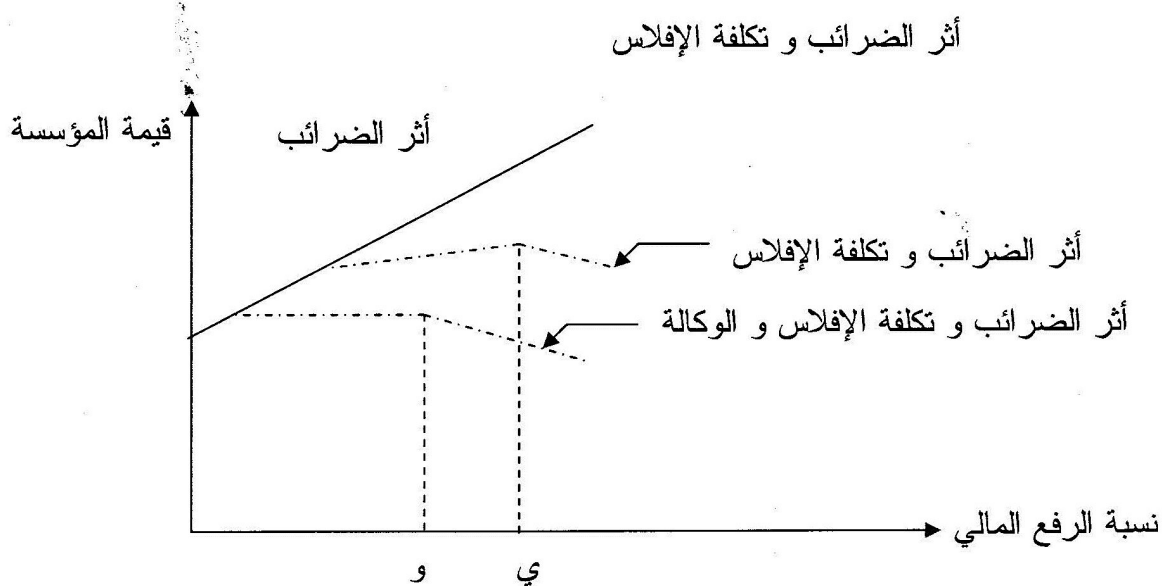
ويمكن توضيح التأثير الذي تحدثه تكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المعادلة

التالية:

$$V = V^* + VAFE - VACF - VACA.....(12 - 4)$$

حيث: VACA: تمثل القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

وكما هو الحال في شأن تكلفة الإفلاس، تنخفض قيمة المؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة. ويمكن توضيح الأثر الذي تحدثه تكلفة الوكالة على القيمة السوقية من خلال الشكل البياني التالي:



**الشكل (6-3):** يبين علاقة نسبة الرفع المالي بقيمة المؤسسة

**المصدر:** منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 260.

يشير الشكل (6-3) إلى أن نسبة الإقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى و تكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت من النقطة "ي" إلى النقطة "و". على أن يراعى أن النقطة "و" تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع مجموع تكلفة

<sup>1</sup> - بوغزة. عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

الإفلاس والوكالة. وقبل أن تبلغ نسبة الإقتراض النقطة "و" تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس<sup>1</sup>.

#### المطلب الرابع: أثر الضريبة على دخل المستثمر:

في كلمة الرئاسة للمؤتمر السنوي الذي عقدته مؤسسة التمويل الأمريكية في عام 1976م و التي نشرت فيما بعد سنة 1977م، قدم ميلر نموذجاً لهيكل رأسمال المؤسسة أثار جدلاً كبيراً. حيث يرى ميلر أن الضريبة على دخل المستثمر هي متغير يجب أخذه بعين الاعتبار في تحليل هيكل رأس المال. عند الأخذ بعين الاعتبار الضريبة على دخل المستثمر تحصل ميلر على نتائج قد تخالف ما توصل إليه سابقاً مع مودجلياني.

فقد توصل إلى أن قيمة مؤسسة مقترضة يمكن أن تكون أكبر، أقل أو مساوية لمؤسسة مماثلة و لكنها لا تعتمد على القروض في هيكل رأسمالها حسب الضريبة على دخل المستثمرين.

#### الفرع الأول: تحليل أثر الضريبة على دخل المستثمر:

ولقد بدأ ميلر دراسته بالاعتراض على أهمية تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة بوصفهما متغيرين يلعبان دوراً في التأثير على هيكل رأس المال. فلقد أشار إلى أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع قيمة تكاليف الإفلاس (حوالي 20% من القيمة السوقية للمؤسسة) أجريت على مؤسسات صغيرة، أسفر الإفلاس على تصفيته و ليس عن إعادة تنظيمها . أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فإن الدراسات الموجودة تؤكد صغر حجم هذه التكاليف و تتضاءل النسبة كلما زاد حجم المؤسسة، حتى أنها وصلت في بعض الحالات إلى 1,7% من القيمة السوقية للمؤسسة. يضاف إلى ذلك أن هذه التكاليف تمثل تكاليف فعلية للإفلاس وأن ما يهمنا عند اتخاذ قرار هيكل رأس المال هو التكاليف المتوقعة. و لتأكيد وجهة نظره أشار ميلر إلى إحدى الدراسات التي كشفت عن أن التكاليف المقدرة للإفلاس قبل سبع سنوات من حدوثه لم تتجاوز 1% من القيمة السوقية للمؤسسة.

ويضيف ميلر أنه إذا كان قرار هيكل رأس المال يقوم على أساس مقارنة تكاليف الإفلاس مع الوفرات الضريبية للاقتراض، فكيف يمكن تفسير ظاهرة الثبات النسبي للتشكيلة التي يتكون منها هيكل رأس المال عبر الزمن، رغم التغيير الذي يطرأ على المعدلات الضريبية ، ففي دراسة لميلر كشفت عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينيات و الخمسينات، رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى، بينما وصل في الفترة الثانية إلى 52% و نظراً لأن الوفرات الضريبية للاقتراض تزداد مع معدل الضريبة، فكان المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينات و هو ما لم يحدث<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 259-261.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص-ص: 259-261.

يشير التحليل السابق إلى أن تأثير تكلفة الإفلاس على قرار تشكيل هيكل رأس المال ضئيل و يمكن تجاهله، و هذا ما قام به ميلر حيث لم تأخذ دراسته كل من تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة بعين الإعتبار، بل اكتفى بدراسة أثر كل من الضريبة على أرباح الشركات و الضريبة على دخل المستثمر. كما أن ميلر يشكك في تأثير الوفرات الضريبية للإقتراض، و يرجع هذا التشكيك إلى وجود الضريبة الشخصية على دخول المستثمرين. و لكن كيف يمكن للضريبة الشخصية على الدخل أن تلغي التأثير الإيجابي للإقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة؟

وقبل الخوض في تحليل هذه الدراسة، لا بأس أن نشير هنا إلى معدلات الضرائب في بعض دول العالم و ذلك لفهم التحليل الرائع الذي قدمه ميلر و الجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول (2-2): يوضح معدلات الضرائب في بعض دول العالم

البلد	ضريبة على توزيعات الأسهم	الضريبة على زيادة القيمة « الأسهم plus value »	الضريبة على فوائد السندات	الضريبة على أرباح الشركات
ألمانيا	25,0 %	0,0 %	30,0 %	38,36 %
بلجيكا	15- 25,0 %	0,0 %	15,0 %	40,17 %
إسبانيا	25,0 %- 48,0 %	20,0 %- 48,0 %	20,0 %- 48,0 %	35,0 %
فرنسا	39,1 %	26,0 %	25,0 %	34,43 %
إيطاليا	12,5	12,5 % أو 27,0 %	12,5 %	40,25 %
هولندا	25,0 %	0,0 %	30,0 %	34,5 %
المملكة المتحدة	40,0 %	40,0 %	20,0 %	30,0 %
الولايات المتحدة	38,06 %	20,0 %	38,6 %	35,0 %
المغرب	10,0 %	10,0 %	44,0 %	35,0 %
تونس	0,0 %	35,0 %	35,0 %	35,0 %

Source : Verniment Pierre. Opcit. P : 679

لتوضيح فكرة أثر الضريبة الشخصية على دخل المستثمر ، دعنا نفترض أن  $T^*$  تمثل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم ،  $T^{**}$  تمثل معدل الضريبة على دخل السندات ، و لما كان دخل حملة الأسهم يمكن أن يكون في صورة توزيعات أو أرباح رأسمالية أو هما معا ، و أن معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية المتمثلة في التوزيعات قد يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية فإن قيمة  $T^*$  سوف يقصد بها في هذا الصدد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للضريبة على

التوزيعات و الأرباح الرأسمالية ، و التي قد تقل في هذه الحالة عن قيمة  $T^{**}$  طالما أن الفوائد تمثل أرباح إيرادية عادة ما تخضع لمعدل ضريبي يساوي معدل الضريبة على التوزيعات<sup>1</sup>.  
 نبدأ بتحديد القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية. من المتوقع أن يتم تقييم المؤسسة من جهة نظر المتعاملين في السوق على أساس القيمة الحالية لصافي الربح بعد خصم كل من الضريبة على دخل المؤسسة و الضريبة على دخولهم الشخصية و هو ما توضحه المعادلة التالية<sup>2</sup> :

$$V^* = \frac{X(1-T)(1-T^*)}{K^*} \dots\dots(13-4)$$

وللوقوف على اثر الضريبة الشخصية على قيمة المؤسسة التي تعتمد على القروض إلى جانب حقوق الملكية ، ينبغي التمييز بين نصيب كل من الملاك و الدائنين في أرباح المؤسسة و هو ما توضحه المعادلتين ① و ② و يتمثل نصيب الملاك في مؤسسة مفترضة في:

$$(X - Kd.D)(1-T)(1-T^*) \dots\dots\dots ①$$

أما نصيب الدائنين فيتمثل في:

$$Kd.D(1-T^{**}) \dots\dots\dots ②$$

ويمكن الحصول على العائد الإجمالي لكل من المساهمين و المقرضين بدمج المعادلتين

① و ② و نحصل على:

$$X - (Kd.D)(1-T)(1-T^*) + (Kd.D)(1-T^{**}) \dots\dots\dots ③$$

$$(1-T)(1-T^*) - (Kd.D)(1-T)(1-T^*) + (Kd.D)(1-T^{**}) \dots\dots\dots ④$$

لإيجاد القيمة السوقية لهذه المؤسسة ينبغي إيجاد القيمة الحالية لما سيحصل عليه كل من الملاك و المقرضين و للحصول على هذه الأخيرة يجب خصم الشق الأول للمعادلة (4) بمعدل  $K^*$  لأنه لا يخرج عن كونه نصيب الملاك لمؤسسة مثيلة تعتمد في تمويلها بالكامل على حقوق الملكية . أم الشقين الثاني و الثالث فهما التدفقات النقدية المتعلقة بالفوائد و من تم ينبغي خصمهما بالمعدل  $Kd$  و بالتالي نحصل على :

$$V = X \frac{(1-T)(1-T^*)}{K^*} - \frac{(Kd.D)(1-T)(1-T^*)}{Kd} + \frac{(Kd.D)(1-T^{**})}{Kd} \dots\dots\dots ⑤$$

$$V = V^* + \frac{(Kd.D)(1-T^{**})}{Kd} - \frac{(Kd.D)(1-T)(1-T^*)}{Kd}$$

بإخراج  $\left[ \frac{(Kd.D)(1-T^{**})}{Kd} \right]$  كعامل مشترك نحصل على:

<sup>1</sup> - Demodaran. Aswath ,op,cit,p : 751

<sup>2</sup> - Bellalah. Mondher ,op,cit ,p-p : 80-81

$$V = V^* + \left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} - \frac{(Kd.D)(1-T^{**})}{Kd} \right]$$

وتعادل القيمة  $\left[ \frac{(Kd.D)(1-T^{**})}{Kd} \right]$  القيمة السوقية للسندات أي  $D$ . و عليه تصبح المعادلة الأخيرة

كما يلي:

$$V = V^* + \left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} \right] . D \dots \dots \dots \textcircled{6}$$

بعبارة أخرى أنه في ظل وجود ضرائب شخصية على دخول الملاك و المقرضين فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون رأسمالها من قروض و حقوق ملكية تعادل قيمة المؤسسة مماثلة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية، مضافا إليها القيمة الحالية للوفرات الضريبية و المتمثلة في:

$$\left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} \right] . D \dots \dots \dots \textcircled{7}$$

وتمثل المعادلة ( ) الأساس الذي يقوم عليه نموذج ميلر. ومن هذه المعادلة يمكننا الحصول على عدة افتراضات و هي:

- في حالة كون المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لمعدل الضريبة الشخصية على التوزيعات و الأرباح الرأسمالية التي يتكبدها حملة الأسهم من معدل الضريبة الشخصية على عائد السندات أي  $(T^* < T^{**})$ ، فإن القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناتجة عن الأموال المقترضة سوف ترتفع و ترتفع معها القيمة السوقية للمؤسسة كلما ارتفع معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم، و العكس صحيح. ويمكن القول في هذه الحالة أنه إذا كان  $(T^* > T^{**})$  مثلما ما هو موجود في المملكة المتحدة فإن الوفرات الضريبية المتحصل عليها من الإقتراض سوف تكون أكبر من الوفرات الضريبية المتحصل عليها إذا كان  $(T^* < T^{**})$  مثلما هو موجود في ألمانيا و الولايات المتحدة الأمريكية، و بالتالي فإن القيمة السوقية لمؤسسة في حالة  $(T^* > T^{**})$  أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة في حالة  $(T^* < T^{**})$ <sup>1</sup>.

- في حالة كون الشركة لا تقوم بإجراء توزيعات، وإذا ما قرر الملاك الاحتفاظ بالأسهم وعدم طرحها للبيع فإن الزيادة التي تطرأ على قيمتها سوف تمثل أرباحا رأسمالية لم تتحقق وبالتالي لن تخضع للضريبة أي أن  $(T^* = 0)$  و بالتالي فإن المعادلة  $\textcircled{7}$  تصبح بالصيغة التالية:

$$\left[ 1 - \frac{(1-T)}{1-T^{**}} \right] . D \dots \dots \dots (14-4)$$

<sup>1</sup> - Farber A et al , op.cit. p : 198

تشير هذه المعادلة إلى أن قرارات المؤسسة بشأن تشكيل هيكل رأس المال سوف يتوقف على القيمة  $T^{**}$ ، فإذا كانت قيمة  $T$  أقل من  $T^{**}$ ، فإن اعتماد المؤسسة على القروض في التمويل سوف يترك أثرا سلبيا على قيمة الوفورات الضريبية و على قيمة المؤسسة. أما إذا كان أكبر من  $T^{**}$  فإن اعتماد المؤسسة على القروض سوف يترك أثرا إيجابيا على قيمة الوفورات الضريبية و على قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

- في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل، و عدم خضوع الدخل الشخصي للمستثمرين للضريبة كل من  $(T^{**}, T^*)$  يساوي صفر. فإنه وفقا للمعادلة ⑦ سوف تتمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية في القيمة  $(T.D)$  و بالتالي لا تصبح للضريبة على دخل المستثمر أثر على قيمة المؤسسة ويصبح لدينا:

$$V = V^* + T.D \dots (15 - 4)$$

وهو ما يتفق مع ما توصل إليه كل من مودجلياني و ميلر في دراستهما لسنة 1963م. و يمكن الحصول على نفس النتيجة إذا كان معدل الضريبة على عائد الأسهم  $(T^*)$  يساوي معدل الضريبة الشخصية على عائد السندات  $(T^{**})$  مثلما هو موجود في تونس، وهنا نكون أمام حالة عدم وجود ضريبة على دخل المستثمر ولكن وجود ضريبة على أرباح الشركات<sup>2</sup>.

- في حالة ما إذا كانت المؤسسة تعمل في عالم لا تفرض فيه الضرائب  $(T=T^*=T^{**}=0)$  أو أن  $(1-T^{**})=(1-T^*)(1-T)$  فإن قيمة الوفورات الضريبية سوف تساوي الصفر. و من ثم تساوي القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط مع القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة يتكون هيكل رأسمالها من قروض و حقوق ملكية. وهنا سنكون أمام حيادية هيكل رأس المال، مهما كانت نسبة الرفع المالي فإن قيمة المؤسسة تبقى ثابتة. و هو ما يتفق مع دراسة مودجلياني و ميلر في حالة غياب الضرائب لسنة 1958م<sup>3</sup>.

هذه الافتراضات صحيحة عندما يكون كل المستثمرين لا يتفاوتون في معدل الضريبة الشخصي على عوائد السندات. ويرى مرتون ميلر (1977) مع إفتراض أن  $(T^*=0)$  أن التفاوت في معدل الضريبة على الدخل الشخصي للمستثمرين من شأنه أن يؤثر على قراراتهم الإستثمارية. فالمستثمرون الذين تعفى دخولهم من الضريبة مثل مؤسسات إدارة أموال المعاشات، تفضل بطبيعتها الإستثمار في السندات. أما المستثمرون الذين تخضع دخولهم لضريبة شخصية بمعدل مرتفع فيفضلون الإستثمار في الأسهم. وبناء عليه فلا بد للمؤسسات أن تتجه نحو مزيد من الإقتراض بإصدار سندات جديدة طالما أن هناك طلب محتمل على السندات من المستثمرين المعفاة دخولهم من الضريبة الشخصية. مثل هذا التوجه من شأنه أن يترك أثرا إيجابيا على القيمة الحالية للوفورات الضريبية و على القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 270.

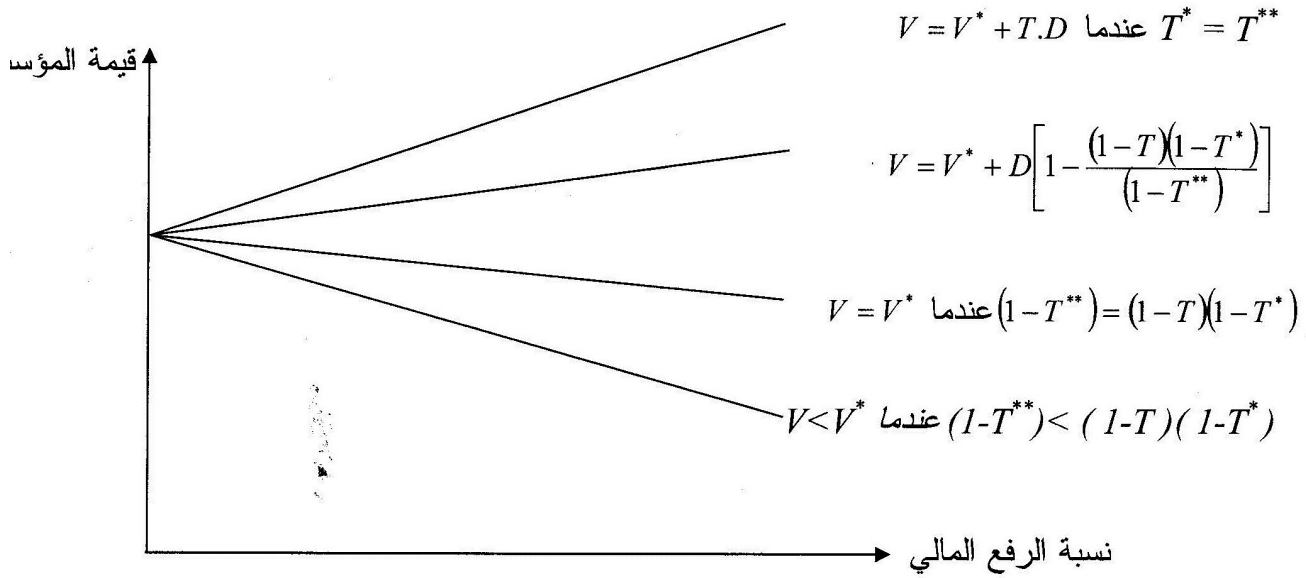
<sup>2</sup> - Demodaran. Aswath ,op.cit , p : 752

<sup>3</sup> - Nguéna.jokung . octave ,op.cit ,p : 82

<sup>4</sup> - Bellalah. Mondher ,op.cit, p : 82

وعندما يصبح معدل الضريبة على دخل المستثمر يساوي معدل الضريبة على دخل المؤسسة، هنا لا يصبح لقرار هيكل رأس المال أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة. هذه النتيجة تشبه ما توصل إليه ميلر و مودجلياني سنة 1958م في عالم بدون ضرائب و سوق كامل.

ويمكن تلخيص نموذج ميلر لسنة 1977م في الشكل التالي:



**الشكل (7-3):** يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة مع الأخذ بعير الإعتبار الضريبة على دخل المستثمر

**Source :** Bellelah. Mondher, Op.cit,p : 82.

و يمكن القول أن الضريبة على دخل المستثمر ستؤدي إلى تخفيض قيمة الوفرات الضريبية. ففي دراسة قام بها جرهام J.Graham جاء فيها أنه مع الأخذ بعين الإعتبار الضريبة على دخل المستثمر فإن قيمة الوفرات الضريبية الناتجة عن الإقتراض تنخفض إلى ما بين 4,3% و 9,7% من قيمة المؤسسة، وهذا قبل الأخذ بعين الإعتبار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس بعدها كانت ما بين 5% و 15%.

### الفرع الثاني: تحفظات حول نموذج ميلر

ومن أهم تلك التحفظات ما يتعلق بالفرض الأساسي للنموذج في أن المستثمرين لا يحصلون على توزيعات وأن الإرتفاع في القيمة السوقية للأسهم الناتجة عن ذلك لن يترجم إلى أرباح رأسمالية تخضع للضريبة، حيث لن تطرح تلك الأسهم للبيع ولن يحقق حملة الأسهم عائد فعلي (توزيعات أو أرباح رأسمالية) يخضع للضريبة الشخصية على الدخل مما يعني أن  $T^* = 0$

ويرد قوردون وملكيل (Gordon and Malkeil) على ذلك بالقول بأن الواقع العملي يثبت أن المؤسسات تجري توزيعات على المساهمين و تشهد مصالح الضرائب على أن هناك ضرائب يتم تحصيلها على تلك التوزيعات<sup>1</sup>.

غير أن برنيا وزملائه (Bernea et AL 1987) يردون على أنه في بلدان أخرى غير الولايات المتحدة مثل اليابان و التي قد تكون الضريبة على دخل الأسهم فيها تساوي صفر، كما نرى من الجدول (2-2) السابق فالضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم في دول مثل ألمانيا، بلجيكا، هولندا، تساوي صفر. بينما الضريبة على التوزيعات على الأسهم في تونس تساوي صفر. و بهذا يرى برنيا و زملاءه أن إفتراض ميلر معقول و له تطبيقات.

ويؤكد تتمان و وسلز (Titman et Wessels)، على مصداقية إفتراض ميلر الخاص بضالة تكلفة الإفلاس والوكالة، والذي خرج منه بأن قرار هيكل رأس المال لا يقوم على مقارنة تكلفة الإفلاس والوكالة مع الوفرات الضريبية واستند في ذلك على أن نسبة الإقتراض لم تتغير في الخمسينات بالمقارنة بالعشرينات رغم إرتفاع معدل الضريبة. غير أن كيم وسورنس ( Kim et Sorensen. 1986) يردان على ذلك بالقول بأن ثبات نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال في العشرينات و الخمسينات تؤكد أهمية تأثير تكلفة الوكالة للأموال المقترضة. ففي الخمسينات زاد عدد الشركات المساهمة على حساب المؤسسات الفردية أو الصغيرة، وصاحب ذلك ارتفاع في تكلفة الوكالة للقروض، مما حدا بالشركات إلى الحد من الإقتراض رغم الزيادة في المزايا الضريبية التي قد تنشأ عنه. بعبارة أخرى يمكن أن تكون تكلفة الوكالة قد زادت بنفس القدر الذي زادت به الوفرات الضريبية، ويترتب على ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال. بل وتشير دراسة تاقرت ( Taggart 1986) إلى اتجاه المؤسسات نحو تخفيض نسبة الإقتراض بهدف تخفيض المخاطر ، وهو ما قد يعني أن الوفرات الضريبية لم تعد كافية لتغطية تكلفة الإفلاس والوكالة.

ويرفض ليتزنبرجر (Litzenberger 1986) نموذج ميلر على أساس أنه لا يمكن أن يكون مقبولا في ظل إفتراض سوق غير كامل. هذا بالإضافة إلى أن الواقع يكشف عن مؤسسات ذهبت بعيدا أكثر من الصناعة التي تنتمي إليها في الاعتماد على القروض في التمويل، و تمكنت من تعظيم قيمتها السوقية، و لم يشاهد أحد التوازن الذي إدعاه ميلر على مستوى الصناعة ككل<sup>2</sup>.

### الفرع الثالث: أثر وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس والوكالة والضريبة على دخل المستثمر

رغم التحفظات التي تحسب على نموذج ميلر، إلا أن التحليل الذي جاء به ميرتون ميلر واقعي جدا، فخضوع المستثمر للضريبة على دخله الشخصي من شأنه أن يخفض من حجم الوفرات الضريبية التي من شأن المؤسسة أن تحصل عليها من جراء إعتقادها على القروض في هيكل رأسمالها. لكن عدم

<sup>1</sup> - Verniment. pierre, Op.cit , P : 680.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص - ض : 274-278.

إعتراف ميرتون ميلر بوجود تكلفة الإفلاس و كذا تكلفة الوكالة، ويرى بأنه يمكن تجاهل هذين المتغيرين في اتخاذ قرار الإقتراض أمر غير واقعي ويمكن الرجوع هنا للدراسات التي أجريت حول وجود تكاليف مباشرة وغير مباشرة للإفلاس والتي ذكرناها في المطلب الثاني لهذا المبحث والتي تشير إلى وجود تكاليف للإفلاس كما أن " كيم وسورنسن Kim Et Sorensen " يؤكدان على وجود تكلفة الوكالة، حيث يرى الباحثان أن الثبات الذي عرفته نسبة الإقتراض في العشرينات والخمسينات رغم أن معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى و52% في الفترة الثانية، يعود إلى ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض في الفترة الثانية.

و بغض النظر عما إن كانت تكاليف الإفلاس والوكالة صغيرة أم كبيرة، إلا أنه يجب الإعتراض بوجود مثل هذه التكاليف وبالتالي يجب أن تأخذ هذه الأخيرة بعين الإعتبار في قرار الإقتراض. فقرار الإقتراض لا ينجر عنه وفورات ضريبية إيجابية للمؤسسة فقط، بل ينجر عنه تكاليف تتمثل في كل من تكلفة الإفلاس والوكالة.

إن وجود الضريبة على دخل المؤسسة يسمح بتحقيق وفورات ضريبية تتمثل في معدل الضريبة مضروب في قيمة القروض في هيكل رأسمال المؤسسة. وحسب مختلف الدراسات فيمكن أن تصل نسبة هذه الوفورات الضريبية ما بين 5% و 15% من القيمة السوقية. وحسب دراسة جراهام " j-Graham " فإن الأخذ بعين الإعتبار الضريبة على دخل المستثمر فإن قيمة الوفورات الضريبية الناتجة عن الإقتراض تنخفض إلى ما بين 3,4% إلى 7,9% من قيمة المؤسسة بالإضافة إلى تكاليف الإفلاس التي قدرت ما بين 10 إلى 15% من قيمة المؤسسة .

إن كل المعطيات السابقة تدفعنا إلى دمج جميع المتغيرات المذكورة سابقا، لدى سنجع كل من أثر الضريبة على دخل الشركة والضريبة على دخل المستثمر بالإضافة إلى كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. وكل هذه المتغيرات يجب أن تأخذ بعين الإعتبار عند إتخاذ قرار الإقتراض الذي يهدف إلى الرفع من قيمة المؤسسة.

وبالأخذ بعين الإعتبار كل المعطيات السابقة ، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أنها تعتمد على حقوق الملكية فقط في تمويلها زائد القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة المقترضة لاعتمادها على القروض (مع الأخذ بعين الإعتبار كل من الضريبة على أرباح الشركات والضريبة على دخل المستثمرين) نطرح منها كل من القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والقيمة الحالية لتكلفة الوكالة. ويمكن التعبير عن هذه الفكرة بالمعادلة

$$V = V^* + \left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} \right] . D - [VACF + VACA] \dots (16-4) \quad \text{التالية:}$$

حيث: V : تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

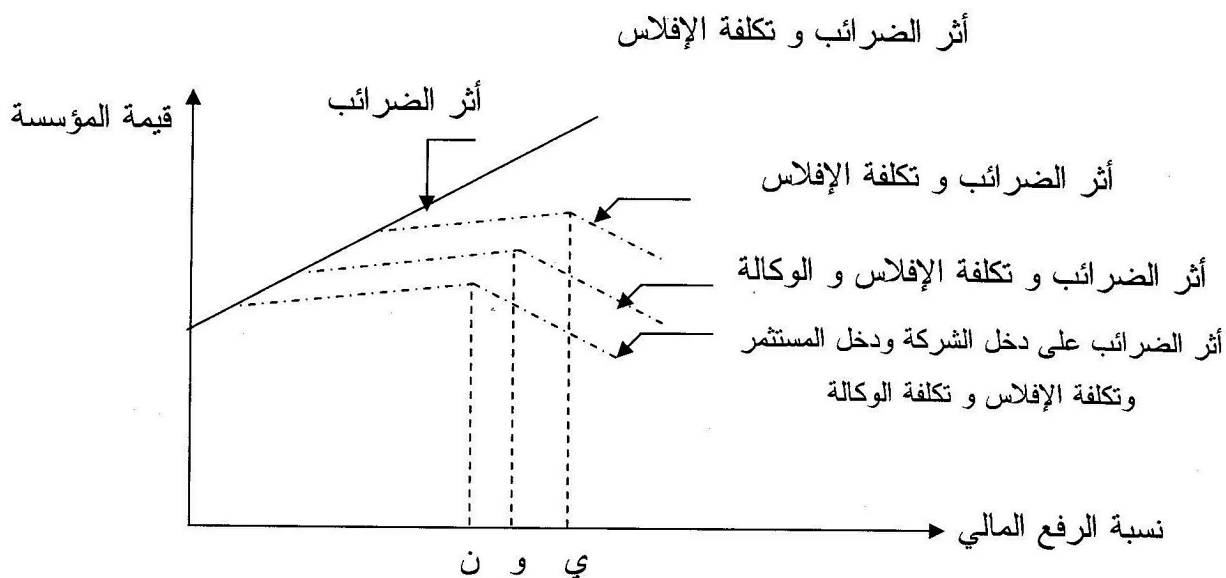
V\* : تمثل القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة

من خلال هذه المعادلة يمكننا الحصول على مجموعة من الإقتراضات نجملها في الجدول (2-3):

الحالة	في ظل نموذج مير 1977	الأخذ بعين الاعتبار كل من تكلفة الإفلاس والوكالة	الافتراضات
1	$V = V^* + T.D$ عندما $T^* = T^{**}$	$V = V^* + T.D - (VACF + VACA)$	إذا كان $T.D > (VACF + VACA)$ فإن $V > V^*$ إذا كان $T.D = (VACF + VACA)$ فإن $V = V^*$ إذا كان $T.D < (VACF + VACA)$ فإن $V < V^*$
2	$V = V^* + \left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} \right].D$ عندما: $(1-T^{**}) > [(1-T)(1-T^*)]$	$V = V^* + \left[ 1 - \frac{(1-T)(1-T^*)}{(1-T^{**})} \right].D - [VACF + VACA]$	إذا كان $D > [VACF + VACA]$ فإن $V > V^*$ إذا كان $D = [VACF + VACA]$ فإن $V = V^*$ إذا كان $D < [VACF + VACA]$ فإن $V < V^*$
3	$V = V^*$ عندما: $(1-T^{**}) = [(1-T)(1-T^*)]$ أو عندما: $T = T^* = T^{**}$	$V = V^* - [VACF + VACA]$	$V = V^* - [VACF + VACA]$ فإن $V < V^*$
4	$V < V^*$ عندما: $(1-T^{**}) < [(1-T)(1-T^*)]$	فإن قيمة: $VAFE$ سالبة و عليه: $V = V^* - [VAFE + VACF + VACA]$	$V = V^* - [VAFE + VACF + VACA]$ فإن $V < V^*$

المصدر: من إعداد الطالب

ويمكن توضيح الأثر الذي تحدثه كل من الضرائب على دخل الشركات و على دخل المستثمرين وتكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة في الشكل البياني التالي:



الشكل (3-8): يبين علاقة نسبة الرفع المالي بقيمة المؤسسة

المصدر: من إعداد الباحث

يشير الشكل (3-8) إلى أن نسبة الإقتراض المثالية التي تكون عندها المؤسسة عند حدها الأقصى و تكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت، إذ تحركت النقطة "ي" إلى النقطة "و" ثم إلى النقطة "ن".

وهذا يعني أنه مع الأخذ بعين الإعتبار أثر الضريبة على دخل الشركات و الضرائب على دخل المستثمرين و كل من تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة فإن نسبة الإقتراض المثالية قد انخفضت من "و" إلى "ن" ما يعني تحفظ أكبر في استعمال القروض من أجل خلق القيمة.

على أن يراعى أن النقطة "ن" تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناتجة عن الإقتراض مع مجموع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة، وقبل أن تصل نسبة الرفع المالي إلى "ن" تكون القيمة الحالية للوفرات الضريبية أكبر، أما بعدها فيحدث العكس.

خلاصة القول أنه بعدما كان يرى مودجلياني وميلر أن هيكل رأس المال لا يؤثر على قيمة المؤسسة في ظل افتراض سوق كامل، فإن الخروج عن هذا الافتراض وإدخال أثر الضريبة على دخل الشركات و كل من تكلفة الإفلاس و الوكالة أصبح يعرف بوجود هيكل رأس أمثل تكون عنده قيمة المؤسسة في أقصى قيمة لها. غير أن نتائجهما لم تسلم من الإنتقادات وظهرت نظريات أخرى تحاول تفسير هذا الأثر.

المبحث الثالث: أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل النظريات الحديثة

بعد ما تطرقنا إلى تحليل أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة في ظل إفتراض سوق كامل، وبعدها الخروج إلى الواقع وافتراض سوق غير كامل. سنتطرق الآن إلى النظريات الحديثة التي تفسر قرارات التمويل وما يمكن أن ينشأ عنها من تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة والتي يمكن حصرها في:

- نظرية العلاقة التوازنية.
- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.
- نظرية عدم تماثل المعلومات.

المطلب الأول: نظرية العلاقة التوازنية:

تقضي نظرية العلاقة التعويضية أو التوازنية بأن القرار المحدد لنسبة الإقتراض في هيكل رأس المال هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفرات الضريبية على القيمة السوقية للمؤسسة ، والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

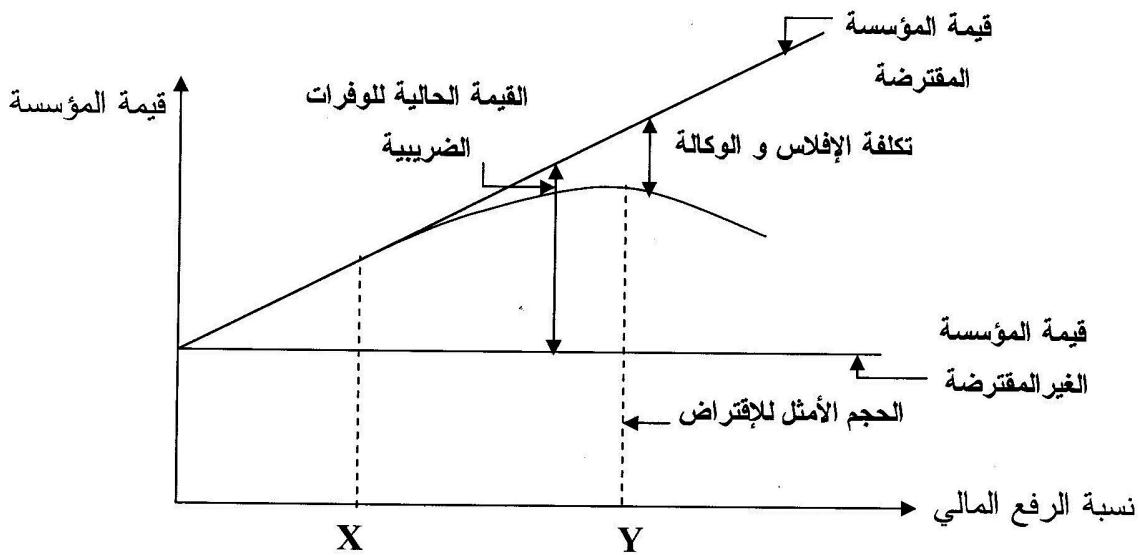
بمعنى أن القرار الأمثل للإقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفرات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة<sup>1</sup>.

ويمكن التفصيل أكثر في هذه النظرية حيث تنص هذه الأخيرة على أنه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة كلما ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة، غير أنه من ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين ظهور الآثار السلبية ممثلة في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس و الوكالة، وإن كان حجمها أقل من القيمة الحالية للوفرات الضريبية. وكنتيجة لذلك تظل القيمة السوقية للمؤسسة متجهة نحو الارتفاع وإن كان بمعدلات متناقصة ويظل الحال كذلك حتى بلوغ نسبة الإقتراض المثلى أي عندما تتساوى الوفرات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة بعد ذلك الحد تصبح تكلفة الإفلاس والوكالة أكبر من الوفرات الضريبية مما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستتجه نحو الإنخفاض<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 816.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 295-296.

ويمكن ترجمة هذا التحليل في الشكل البياني التالي:



الشكل (3-9): يبين القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية

المصدر: منير إبراهيم هندي. مرجع سبق ذكره. ص: 296.

وكما يظهر من الشكل (3-9)، فإن زيادة الأموال المقترضة في هيكل أموال المؤسسة يترتب عليه إرتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة بسبب القيمة الحالية للوفر الضريبي. غير أنه من جانب آخر فإن زيادة التمويل المقترض سوف يترتب عليه أثر معاكس على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب الأثر السلبي لتكلفة الإفلاس، غير أن أثر هذه الأخيرة أقل من الأثر الإيجابي الممثل بالقيمة الحالية للوفر الضريبي.

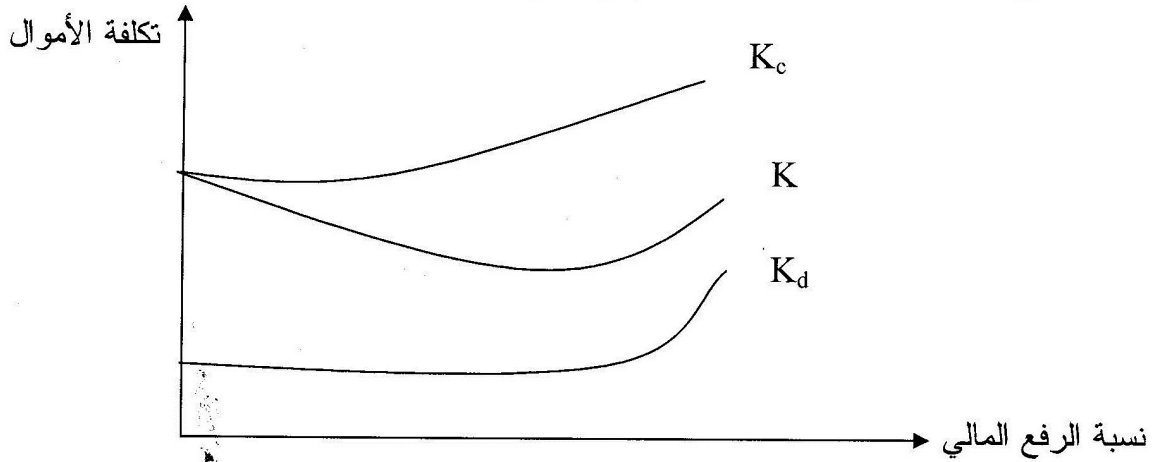
وكننتيجة لذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تتجه نحو الإرتفاع ولو بمعدلات متناقصة، إلى أن تصل إلى أعلى مستوى لها عند النقطة "y"، هذه النقطة تمثل النسبة المثلى للإقتراض التي تتساوى عندها الوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة. بعد هذه النقطة تفوق القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة قيمة الوفورات الضريبية مما يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة<sup>1</sup>.

ويربط بريجهام و جابنسكي "brigham et gapenski" بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال في ظل نظرية العلاقة التوازنية، حيث يرى الباحثان أن تكلفة حقوق الملكية سوف ترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض وذلك للتعويض عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرض لها الملاك نتيجة للإقتراض، كما ترتفع تكلفة الإقتراض مع إرتفاع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

<sup>1</sup>-Seder. Salim, OPcit. P :74

ولما كانت تكلفة الأموال المقترضة رخيصة نسبياً، فإن زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى حد معين - وهو الحد الذي تكون فيه تكلفة الإفلاس و الوكالة أقل من الوفرات الضريبية - يترتب عليه إنخفاض في تكلفة الأموال. ويستمر الحال حتى النقطة التي تتساوى فيها تكلفة الإفلاس و الوكالة مع الوفرات الضريبية، وحينئذ تكون تكلفة الأموال قد وصلت إلى حدها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة إلى حدها الأقصى. وبعد ذلك كل زيادة في نسبة الإقتراض سوف تؤدي إلى إرتفاع تكلفة الإفلاس و الوكالة لتفوق الوفرات الضريبية مما يترتب عليه إرتفاع في متوسط تكلفة الأموال وإنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة<sup>1</sup>.

ويمكن توضيح هذا التحليل من خلال الشكل البياني التالي:



### الشكل (3-10): يبين العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال

**المصدر:** منير إبراهيم هندي. مرجع سبق ذكره. ص: 295.

ما يعاب على هذه النظرية أنه من الصعب الحصول على صياغة كمية دقيقة للعوائد والتكاليف المصاحبة للإقتراض، بما يمكنه إحداث التوازن، الذي في ظله تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى قيمة لها. غير أن هذا لا يمنع من قبول الوجهة التي تقتضي بأن هناك هيكل رأسمال مثالي لكل مؤسسة، هذا الهيكل يتغير عبر الزمن مع التغيير الذي يطرأ على ظروف المؤسسة وعلى سوق رأس المال.

بل وتضيف وجهة النظر هذه، أن العلاقة بين نسبة الأموال المقترضة والقيمة السوقية للمؤسسة ستبدو مسطحة نسبياً على المنحنى حول الحجم الأمثل للإقتراض، مما يعني أنه يمكن أن يكون حجم الإقتراض أقل أو أكبر قليلاً من الحجم الأمثل، ومع هذا تظل القيمة السوقية للمؤسسة على ما هي عليه أو تكاد<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

<sup>2</sup>- المرجع السابق، ص: 299.

ويضيف بريجهام و جابنسكي أنه وإن كانت نظرية العلاقة التوازنية لا تزودنا بتحديد كمي لهيكل رأس المال المثالي، إلا أنها تزودنا بثلاث مؤشرات تضمن سلامة إتخاذ القرار بشأن هيكل رأس المال. وتتمثل هذه المؤشرات فيما يلي:

1- المؤسسة التي تتعرض لمستوى عالا من المخاطر، حيث تقاس المخاطر (مخاطر الأعمال) بدرجة تقلب العائد المتولد على أصولها (أي صافي ربح العمليات)، ينبغي أن تتخفف فيها نسبة الأموال المقترضة. فالتقلب الكبير في العائد يحمل في طياته إحتمال أكبر لتعرض المقرض لمخاطر الإفلاس. لهذا يجب أن تتوقف هذه المؤسسة عن الإقتراض قبل أن تصل إلى النقطة التي تتعادل فيها قيمة الوفرات الضريبية مع تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة.

2- المؤسسات التي تستخدم أصولا ملموسة في عملياتها و تلك التي تميل إلى استخدام تركيبات إنتاجية نمطية يمكنها من التوسع في الإقتراض بدرجة أكبر مقارنة بالمؤسسات التي تعتمد على أصول غير ملموسة كشهرة المحل أو تعتمد على تركيبات إنتاجية أقل. يعود هذا إلى أن إفلاس المؤسسات من النوع الثاني عادة ما ينتهي بحصيلة ضئيلة من أموال التصفية، وهو ما يعني إرتفاع تكلفة الإفلاس والوكالة وبالمقابل تخفيض نسبة الإقتراض المثالية.

3- المؤسسات التي تتمتع بمستوى عالا من الربحية، وتخضع بالتالي لشريحة ضريبية مرتفعة، يكون من صالحها التوسع في الإقتراض وذلك مقارنة بمؤسسة مماثلة تخضع لشريحة ضريبية منخفضة. أما السبب فيرجع إلى أن الخضوع لشريحة ضريبية مرتفعة يعني إرتفاع حجم الوفرات الضريبية، وهو ما يكفي لتغطية مستوى عالا من تكلفة الإفلاس والوكالة<sup>1</sup>.

وقد أجابت هذه النظرية عن التساؤل الذي طرحه ميلر سنة 1963م، في دراسة كشفت عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينات، رغم معدل الضريبة لم يتجاوز 11% في الفترة الأولى، بينما وصل في الفترة الثانية إلى 52% إذ كان من المتوقع أن ترتفع نسبة الإقتراض في الفترة الثانية وهو ما لم يحدث. ويرد كيم و سورنسن " kim et sorensen " على ذلك بالقول أن هذا الثبات يؤكد أهمية تأثير تكلفة الوكالة للأموال المقترضة، ففي الخمسينات زادت عدد الشركات المساهمة على حساب الشركات الفردية، صاحب ذلك إرتفاع في تكلفة الوكالة للقروض مما حدا بالشركات إلى الحد من نسبة الإقتراض كما يمكن أن تكون زيادة في تكلفة الوكالة بذات القدر الذي زادت به الوفرات الضريبية وترتب على ذلك ثبات تشكيلة هيكل رأس المال بما يعني في الواقع تأييد لنظرية العلاقة التوازنية.

#### المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

أجرى قوردون دونالدسون " g. donaldson " سنة 1961م دراسة ميدانية حول الكيفية التي ترتب على أساسها المؤسسات مصادر تمويلها، وخرج منها بنظرية لترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات أسماها " pecking order theory " . فبما أن لكل مصدر تمويل مزاياه

<sup>1</sup> -Seder. Salim,OPcit. P :75

وسلبياته فإن هذا يؤدي بالمؤسسة إلى المفاضلة في اختيار مصدر التمويل المناسب، هذه المفاضلة تؤكد على أن المؤسسات تتبع سلمية في اختيار مصادر تمويلها. وتتخلص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:

▪ تفضل المؤسسات الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك،

▪ تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة، وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية. بعبارة أخرى تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاك أن تكون كافية - في الظروف العادية- لتمويل الفرص الإستثمارية المتاحة،

▪ تتبع المؤسسات سياسة ثابتة بشأن التوزيعات، بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة، خاصة تلك التي تتطوي على إنقاص في قيمة الأرباح الموزعة. وإذا ما أخذ في الحسبان أن احتمال حدوث تقلب في الأرباح وفي الفرص الإستثمارية المتاحة، فإن ثبات سياسة التوزيعات يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى مخصصات الإهلاك، قد تزيد أو تقل عن الإحتياجات الإستثمارية. وفي حالة وجود فائض فيمكن أن يوجه لسداد جزء من ديون المؤسسة، أو يوجه للإستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق. أما في حالة حدوث عجز في حجم الموارد اللازمة لتمويل استثمارات يصعب تأجيلها، حينئذ تتجه المؤسسات لإستخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح، أو تتصرف بالبيع في جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق.

▪ إذا لم تكفي حصيله بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الإحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الإقتراض بإصدار سندات تقليدي أو الإقتراض من المؤسسات النقدية .

يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

باختصار تفضل المؤسسات الحصول على التمويل عن طريق الإعتماد على التمويل الذاتي وهو الاختيار المفضل، بعد ذلك تلجأ إلى القروض، بعدها تلجأ إلى إصدار أوراق مالية هجينة مثل الأوراق المالية القابلة للتحويل وفي الأخير يأتي إصدار الأسهم العادية.

ونلاحظ أن المؤسسات تتبع سلمية في التمويل تتطابق مع سلمية المخاطر، حيث تعتمد على الأرباح المحتجزة وهي الأقل مخاطر بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى، تأتي بعد ذلك القروض المضمونة وبعدها القروض الغير مضمونة وإذا لم تحصل المؤسسة على ما يلزمها من تمويل فإنها تلجأ إلى الأوراق المالية الهجينة وهي أكثر مخاطر من القروض وأقل من الأسهم العادية، وتأتي هذه الأخيرة في المرتبة الأخيرة من حيث أفضلية التمويل نظراً لإرتفاع مخاطرها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 301-302.

بالإضافة إلى هذا يرجع الترتيب السلمي في مصادر التمويل إلى أن المؤسسة تحاول تخفيض مجهوداتها في الحصول على التمويل لهذا جاء التمويل الذاتي في المرتبة الأولى. كذلك رغبة المؤسسة في تخفيض تكاليف الوساطة والعمليات لهذا جاءت عملية إصدار الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة والتي عادة ما تكون لديها تكاليف عمليات كبيرة<sup>1</sup>.

وقد اهتمت هذه النظرية بترتيب أفضلية مصادر التمويل لدى المؤسسات غير أنها لم تتدخل في تحديد الخليط المستهدف من القروض و حقوق الملكية داخل هيكل رأس المال.

ونفسر لنا هذه النظرية لماذا لا تسعى المؤسسات التي تحقق مستوى عالاً من الربحية إلى التوسع في الإقتراض. وترى بأن ذلك لا يرجع إلى كون السياسة المالية تقضي بعدم زيادة نسبة الأموال المقترضة، بل يرجع إلى أنها ليست في حاجة إلى ذلك، طالما أنه يمكنها تغطية احتياجاتها بإحتجاز جزء من الأرباح المتولدة.

وعلى العكس من ذلك تسعى المؤسسات الأقل ربحية للحصول على المزيد من الأموال المقترضة، لأن ما يمكن احتجازه من الأرباح لا يكفي لتغطية احتياجاتها، إضافة إلى كون الأموال المقترضة تأتي في المرتبة الثانية بعد الأرباح المحتجزة.

ويرجع سبب وقوع الأرباح المحتجزة في المرتبة الأولى إلى كون هذا المصدر لا يواجه عادة بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفي المديرين الماليين من السعي للاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين و ملاك. كما يبعد المؤسسة من الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس النعال في حالة إصدار المزيد من الأسهم، فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم كما يحتمل أن يحدث تغييراً في مراكز الملاك داخل الجمعية العمومية. كذلك فإنه بينما لا تتطوي مصادر التمويل الذاتية على تكاليف إصدار، فإن الأمر ليس كذلك في حالة الاعتماد على مصادر تمويل خارجية.

ونضيف إلى ذلك أنه إذا كانت مصادر التمويل الداخلية تأتي في قمة سلم التفضيل، فإنه للأسباب ذاتها نتوقع أن تأتي الأموال المقترضة في الدرجة الثانية وهو ما يستقيم مع مقتضيات النظرية. فإصدارا السندات مثلاً تتطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لها عادة ما تكون أيضاً أقل و ذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية. وبناءً عليه قد يكون من الأفضل للمؤسسة أن تعطي الأولوية في التمويل للأرباح المحتجزة بدلاً من إصدار أسهم عادية على أن تأتي الأموال المقترضة بينهما. ليس هذا فقط بل يرى Myers Et Majluf أنه قد يكون من الأفضل لها أنها تعمل على الدوام على توفير سيولة لمواجهة الظروف الطارئة و ذلك في شكل نقدية أو أوراق مالية سهلة التسويق، حتى لا تضطر - في مواجهة تلك الظروف - إلى إصدار أسهم عادية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Verniment. Pierre, Op,cit, P : 683.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 302-303.

ومن هنا فإن اختيار المؤسسة لمصدر التمويل يمكن أن يعطينا معلومات حول قوتها المالية. وكنتيجة لذلك، فإن القرارات المتخذة سنة 1993م من طرف الشركتين RJR Nabisco et G-M بالحصول على الأموال عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل لأسهم ممتازة اعتبارها السوق المالي كاعتراف من طرف المؤسستين على ضعفهما المالي.

وبما أنه عادة ما تكون لإدارة المؤسسة معلومات أكثر حول مستقبلها بالمقارنة مع المستثمرين فإن هؤلاء قد يخطئون في تقييم الأسهم العادية للمؤسسة سواء بالزيادة أو بالنقصان وهذا راجع حسب Myers Et Majluf إلى عدم تماثل المعلومات<sup>1</sup>.

وعليه إذا كانت الإدارة تدرك أن القيمة السوقية للسهم العادي أقل مما ينبغي وقامت المؤسسة بإصدار المزيد من الأسهم، فسوف تباع عند ذلك السعر المنخفض، وهو ما يعني ضمناً إنتقال الثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد. لذا يصبح من المتوقع أن لا تقدم المؤسسة على مثل هذه الخطوة، حتى لو ترتب على ذلك ضياع فرصة استثمارية مربحة.

أما إذا كانت الإدارة تدرك أن القيمة السوقية للسهم مغلا فيها، في هذه الحالة سيعني إصدار أسهم جديدة عند هذا السعر المرتفع انتقال ضمني الثروة من الملاك الجدد إلى الملاك القدامى وهو ما قد يعد في حد ذاته مشجعا على قرار الإصدار. ولما كان المستثمرين المحتملين يدركون ابتداءً أن إدارة المؤسسة تعمل في الأساس لخدمة الملاك القدامى فإن تفسيرهم لقرار الإدارة بإصدار أسهم عادية جديدة أنها تستهدف استغلالهم لصالح الملاك القدامى.

وهكذا فإن إصدار أسهم عادية جديدة يعد مؤشرا ماليا لكون القيمة السوقية لتلك الأسهم مغالا فيها. وفي ظل هذا الاعتقاد لن يقدموا على شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه. نفس الشيء يمكن أن يحدث لو أن الإدارة تدرك - دون أن يدرك المتعاملين في السوق المالي - أن مستقبل المؤسسة غير مبشر، هنا يتوقع أن تسعى هذه الأخيرة لإصدار أسهم عادية لجلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا من الآثار السيئة المحتملة، مما يخفف العبء على الملاك الحاليين. وهكذا يبديوا أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المحتملين بأنه فآل غير حسن<sup>2</sup>.

بل وحتى إذا كانت الإدارة تعتقد في أن القيمة السوقية للسهم عادلة، فليس من صلاحها إصدار أسهم جديدة لأنه في ظل نقص المعلومات عند المستثمرين مقارنة بها لدى الإدارة، سوف يظل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة لكون القيمة السوقية للسهم مغالا فيها، وأن الإدارة تسعى لإستغلال المستثمرين المحتملين لصالح المستثمرين القدامى.

وعلى ضوء هذا التفسير فلن يقبلوا شراء السهم بالسعر المعروض رغم أنه سعر عادل<sup>3</sup>. من خلال هذا التحليل نلاحظ أن قرار التمويل يتوقف على مدى خدمة مصلحة الملاك القدامى أي تعظيم القيمة السوقية للسهم، فإذا كان قرار التمويل سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم أو

<sup>1</sup> - Damodaran.Aswath ,op.cit,p : 762.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص:304.

<sup>3</sup> - Seder. Salim, Opcit, p :78.

تخفيض الخسائر المحتملة من جراء المستقبل الغير مبشر للمؤسسة، فإن إدارة المؤسسة ستقدم على مثل هذا القرار.

كما أنه يمكن الخروج بنتيجتين أساسيتين من خلال هذه النظرية وهما:

▪ المسكرون يفضلون إحتجاز الأرباح على اللجوء إلى التمويل الخارجي إذا كانت هذه الأموال كافية لتحقيق المشاريع المستقبلية، أحسن من اللجوء إلى السوق المالي حتى وإن كان تقيمه للأوراق المالية المصدرة الجديدة عادلا. لهذا تصر المؤسسات على إحتجاز الأرباح لتلبية إحتياجاتها الإستثمارية الحالية ولتمويل هذه المشاريع.

▪ إصدار المؤسسات للأوراق المالية، يفسر كإشارة للسوق المالي حول الحالة المالية للمؤسسة لذلك فعلمية إصدار أسهم عادية جديدة سوف يفسر على أن قيمة هذه الأسهم مغالا فيها. والمؤسسة تسعى إلى استغلال المستثمرين المحتملين لخدمة الملاك القدامى هذا في ظل عدم تماثل المعلومات يعتبر إشارة سلبية للسوق المالي. على عكس إصدار السندات الذي يعطي صورة على أن المؤسسة قادرة على تسديد الأعباء المالية الإضافية الناتجة عن الإقتراض مما يعطي إشارة جيدة للسوق المالي على الصحة المالية للمؤسسة هذا ما يفسر الترتيب السلمي في التمويل<sup>1</sup>.

من خلال هذه النظرية يمكن اعتبار أن التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يعطي إشارة سلبية عن المؤسسة مما يؤدي إلى انخفاض في قيمتها نتيجة زيادة العرض في أسهم المؤسسة، مادام أن القيمة السوقية للأسهم تساوي إلى القيمة السوقية للسهم الواحد مضروب في عدد الأسهم، هذا يؤدي بالتبعية إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

أما عملية إصدار سندات جديدة تعطي إشارة مالية جيدة عن القوة المالية للمؤسسة للأسباب التي ذكرت سابقا، هذا يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم العادية والسندات المتداولة في السوق المالي، مما يؤدي إلى زيادة قيمتها وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة. و يمكن القول أن عملية إصدار الأسهم العادية تترك أثرا سلبيا على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل عدم تماثل المعلومات على عكس إصدار السندات الذي عادة ما يترك أثرا إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة، هذا الحكم غير مطلق وإنما يخضع لمنطق عدم التماثل.

ويمكن أن نختم هنا بدراسة أخرى لترتيب أفضلية مصادر التمويل قام بها كل من " pinegar et wilbricht " و ويلبرشت، حيث قام الباحثان بطلب ترتيب ست أنواع من مصادر التمويل بنظرة التفضيل وهي: التمويل الذاتي، القروض الكلاسيكية، القروض القابلة للتحويل، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأوراق القابلة للتحويل لأسهم ممتازة.

والحجج المعتمدة من طرف المديرين في إقرار هذه السلمية في التفضيلات مصادر التمويل هي مراعاة قيمة المؤسسة، المرونة، الرقابة. و قد جاءت هذه الدراسة متشابهة تقريبا لسابقتها حيث جاءت الأرباح المحتجزة في قمة سلم التفضيلات، بعد ذلك القروض الكلاسيكية. بعدها القروض

<sup>1</sup> - Damodaran. Aswath , op.cit , p : 763.

القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، بعدها الأسهم الممتازة و في الأخير الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم ممتازة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات:

من بين العيوب التي يمكن أن نجدها في الأسواق المالية عدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والمستثمرين، بمعنى آخر أن إدارة المؤسسة عادة ما يكون لديها معلومات أكثر من المستثمرين في السوق المالي هذا ما يخلق نوع من عدم توافق المصالح و هذه من بين العيوب الموجودة في الواقع العملي<sup>2</sup>.

وينشأ عدم تماثل المعلومات ما بين إدارة المؤسسة والمستثمرين، عن كون إدارة المؤسسة لها قدرة أكبر على التنبأ بالتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، كما أن لديها دراية كبيرة بالحالة المالية والتوازنات المالية الحالية مما يسمح للإدارة بتوقع مستقبل المؤسسة أحسن من المستثمرين.

ويمكن القول كذلك أن عدم تماثل المعلومات ينشأ من نقطتين أساسيتين، النقطة الأولى أن نفس المعلومات لا يتم تقاسمها بين الجميع ذلك أن إدارة المؤسسة يمكن أن يكون لديها معلومات لا يمتلكها المستثمرون. والنقطة الثانية أنه حتى وإن تم اقتسام المعلومات بين الجميع، فإن نفس المعلومات لا يتم تفسيرها بين الأطراف بنفس الطريقة. إذن فمن غير المعقول أن نظن أن المعلومات الموجودة لدى الإدارة موجودة لدى المستثمرين، بمعنى أنها متماثلة كما جاء في مفهوم السوق الكامل، ولكن العكس تماماً فعدم تماثل المعلومات هي القاعدة العامة.

وعليه تلجأ إدارة المؤسسة إلى إصدار إشارات مالية تعطي للمستثمرين تصور بأن التدفقات النقدية ستكون أحسن وأن المخاطر ستكون أقل. مما يسمح للمستثمر بتوقع تحقيق أرباح رأسمالية، فالمستثمر دائم البحث عن إشارات مالية تسمح له بالتنبأ بمرودية أكبر أو مخاطر أقل. غير أنه لتكون الإشارات المالية ذات مصداقية، يجب أن تكون تحمل عقوبة إذا كانت خاطئة لتطهير الإصدار من أي إشارات خاطئة<sup>3</sup>.

ولكي تكون المعلومة ذات مصداقية و موثوق فيها يجب أن تتوفر على ثلاث نقاط أساسية:

- المستثمر يتساعل مباشرة عن مصلحة إدارة المؤسسة من إرسال الإشارة، فإذا كانت مصلحة مصدر الإشارة معاكسة لمصلحة مستقبل الإشارة (المستثمر) فإن الإشارة تعتبر سلبية.
- صورة مجلس الإدارة وسياسته الاتصالية مع السوق المالي،
- الرقابة والعقوبة التي يمكن أن تسلط من طرف هيئات البورصة في حالة إعطاء معلوما خاطئة.

<sup>1</sup> - Ibid, p : 764.

<sup>2</sup> - Albouy . M, op.cit , p : 24.

<sup>3</sup> - Verniment. Pierre, Op.cit, p - p : 680-601 .

والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هو كيف ترسل إدارة المؤسسة معلومات للمستثمرين حول التوقعات المستقبلية للمؤسسة من غير المعلومات المحاسبية الدورية أو الإشهار المالي والتي يمكن التحكم فيها وتفسيرها بسهولة؟

من بين الإشارات المالية التي يمكن أن تصدرها الإدارة يمكن أن نجد السياسة التمويلية و سياسة التوزيعات. ويرى روس S. Ross 1983 أنه لكي يكون للإشارات المالية معنى ايجابي عن الوضعية المستقبلية للمؤسسة يجب أن تكون الإشارة مكلفة، وأن إصدار معلومات خاطئة يجب أن يتعرض مصدرها إلى عقوبة<sup>1</sup>.

ويرى روس S. Ross 1983 أنه من الواضح أن يغير في السياسة التمويلية للمؤسسة سيقود إلى تغيير في اقتسام الأرباح التي تحققها المؤسسة من طرف أصحاب مصادر التمويل (المستثمرين) ومن هنا يعطي التغيير في السياسة التمويلية للمؤسسة إشارة للسوق المالي.

وبما أن زيادة الإقتراض يرفع من تكلفة الأموال الخاصة بإدارة المؤسسة عندما ترفع الإقتراض في هيكل رأسمالها فإنها تعطي إشارة للسوق المالي على أن الوضعية المالية للمؤسسة جيدة، وأنها قادرة على دفع الأعباء المالية الإضافية، وتسدّد هذا القرص بدون صعوبة.

لذلك فالحصول على قروض إضافية يعبر عن وضعية مالية جيدة للمؤسسة، ومن هنا إذا كان للمسيرين معلومات جيدة سيقومون بإصدار قروض جديدة كإشارة على هذه الوضعية. هذه العملية (الإقتراض) سترفع القيمة السوقية للمؤسسة وكنتيجة لهذا ستسمح للإدارة بالحصول على مكافآت<sup>2</sup>.

الإقتراض إذن يسمح بإرسال إشارة ايجابية حسب هذه النظرية، بسبب وجود تكلفة الإفلاس المرافقة لزيادة القروض. غير أن هذه الإشارة تحمل خطرا كبيرا إذ كانت خاطئة، فإذا كانت الإشارة خاطئة و المؤسسة غير قادرة على تحمل الأعباء المالية الإضافية فإن هذه الزيادة في الإقتراض ستؤدي إلى صعوبات مالية قد تؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس، بالإضافة إلى فقدان المسيرين لمناصب عملهم. لهذا فإن المسيرين مرغمون على بعث الإشارة الصحيحة بوضع نسبة الإقتراض للمؤسسة عند الحد الذي يسمح لها بدفع أعباءها المالية<sup>3</sup>.

وجود هذه العقوبة إذن تكفي لردع إدارة المؤسسات التي تتعرض لصعوبات مالية على تقليد المؤسسات الأخرى في إصدار القروض. هذه الفكرة جاء بها كل من دي أنجلو و ماسوليس

de angelo et masulis 1980، حيث يرى هذان الباحثان أن عقوبة الإفلاس كافية لردع وإرغام مسيري المؤسسة التي تتعرض لصعوبات مالية "مؤسسات اقل جودة" على عدم تقليد المؤسسات الأخرى "المؤسسات الأكثر جودة" في مجال الإقتراض<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Albouy.M , Op.cit. p : 24.

<sup>2</sup> - Bellalah. Mondher ,Op.cit ,p-p : 93-94

<sup>3</sup> - Verniment. Pierre, Op.cit , P : 681.

<sup>4</sup> - Bellalah. Mondher ,Op.cit , p: 94

وإذا افترضنا أن المسيرين لديهم معلومات جيدة حول الوضعية المالية للمؤسسة فإن روس S.ROSS يرى أن المسيرين سيعطون إشارة دقيقة للسوق المالي حول وضعية المؤسسة، بشرط أن يكون الربح الحدي للمؤسسة كبير يسمح في حالة ما إذا لم تتحقق التوقعات الإستثمارية للمؤسسة بنسبة 100% بتخفيض هذا الخطأ مما يسمح للمؤسسة بتجنب عقوبة الإفلاس والتعرض للتصفية. وعلى النقيض من الإقتراض فإن إصدار أسهم جديدة يعتبر إشارة سلبية للسوق المالي عادة ما تؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم المتداولة، وتشير الدراسات إلى أن هذا الانخفاض يصل في المتوسط إلى 3% وما دام أن إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم، فإن المستثمر يرى أن إدارة المؤسسة لا تلجأ إلى إصدار أسهم عادية جديدة إذا كانت قيمة الأسهم دون قيمتها الحقيقية. وإذا كان هناك إصدار لأسهم عادية غير مبررة بحاجة شادة للأموال، فإن المستثمر يظن أن أسعار الأسهم في البورصة مغالاً فيها، وفي هذه الحالة سيقبل المساهمون بهذا الإصدار، وبالمقابل تشير الدراسات إلى أن الإعلان عن إصدار قروض ليس له أثر على قيمة الأسهم العادية<sup>1</sup>. و لما يكون للمسيرين معلومات حول مشاريع استثمارية ذات مردودية، فإن اختيار هيكل رأس المال يعطي إشارة للسوق المالي بوجود معلومات مميزة تتعلق بالوضعية الحقيقية للمؤسسة، وبهذا يرى مايرز 1984: Myers أن أسهم المؤسسة تقيم بأقل من قيمتها عندما يعلم جمهور المستثمرين أن إدارة المؤسسة لديها معلومات مميزة لا يمتلكونها. وفي هذا السياق عندما تقرر المؤسسة إصدار أسهم عادية جديدة لتمويل مشاريع استثمارية فإن انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة سوف تستمر.

ومن هنا يمكن للمؤسسة أن ترفض مشاريع استثمارية حتى في حالة وجود قيمة حالية صافية موجبة لهذه المشاريع لتفادي الانخفاض المتزايد للقيمة السوقية لأسهمها و هذا بسبب التقييم الخاطئ لأسهم المؤسسة. هذا الأخير يمكن أن يتلاشى عندما تستعمل المؤسسة أموال داخلية (تمويل ذاتي) أو سندات خالية من المخاطر (مضمونة بأصول المؤسسة) لتمويل مشاريعها الإستثمارية.

ومن هنا يأتي ترتيب أفضليات مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات في تمويل مشاريع استثمارية جديدة، حيث يفضل التمويل الذاتي و بعدها الإقتراض وفي الأخير التمويل بإصدار الأسهم. وهذا ما جاءت به نظرية ترتيب أفضليات مصادر التمويل pecking order.

وترى هذه النظرية أن إعلان المؤسسة عن إصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريع استثمارية جديدة سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة و بالمقابل التمويل الذاتي أو الإقتراض بواسطة قروض مضمونة لن يؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة<sup>2</sup>.

كما أن بيع مسير لحصته من أسهم المؤسسة يمثل إشارة سيئة للسوق المالي، هذه الإشارة تفسر بوجود معلومات داخل المؤسسة على أن التدفقات المالية المستقبلية تحمل مخاطر أكبر مما يبشر

<sup>1</sup> - Verniment Pierre, Op.cit , P : 681.

<sup>2</sup> - Bellalah. Mondher, op.cit, p: 94

بانخفاض في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة أكثر من الوضعية الحالية وعلى العكس من ذلك فإن قيام مسير بزيادة حصته من أسهم المؤسسة يعطي إشارة مالية جيدة للسوق المالي حول تحسن التدفقات المالية المستقبلية للمؤسسة مما يعني ارتفاع أكبر في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة خاصة إذا كان هناك تمويل لمشاريع استثمارية عن طريق الإقتراض.

ومن هنا نفهم لماذا يفضل المستثمرون الحصول على أسهم عادية من خلال الإصدار الجديد لهذه الأخيرة على شراءها من المساهمين الحاليين. فتخلي المساهمين الحاليين عن أسهمهم يشير إلى توقع هؤلاء لإنخفاض في قيمة هذه الأسهم. ونفهم كذلك لماذا في الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة يقوم المسيرين بإشهار سنوي لما يمتلكونه من أسهم مما يمنح إشارة للسوق المالي لتنبأ بالوضعية المستقبلية للمؤسسة.<sup>1</sup>

و نخلص إلى أن من فائدة مسيري المؤسسة بعث إشارات مالية صحيحة من خلال هيكل رأسمال ملائم .و لكن للأسف، وإن كانت هذه النظرية تعطينا تفسير للدور الذي يلعبه هيكل رأس المال في إعطاء معلومات للسوق المالي، فإنها لم تعطينا طريقة علمية تمكننا من تحديد نسبة الإقتراض المثلى.<sup>2</sup>

ويرى روس S.Ross 1977 أن قيمة المؤسسة ترتفع مع كل زيادة في الرفع المالي، غير أن وجود تكلفة الإفلاس تخفض من نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال و كذا احتمال التصفية. وبهذا فإن ارتفاع نسبة الإقتراض تؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة و كذا ارتفاع احتمال وقوع المؤسسة في الإفلاس.

كما يرى روس S.Ross 1977 أن قيام المؤسسة بإصدار سندات دون مخاطر (سندات مضمونة) لا يؤثر على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة. غير أن إصدار المؤسسة لسندات ذات مخاطر (سندات غير مضمونة) يمكن أن يسمح بارتفاع في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.<sup>3</sup>

ومن خلال هذا التحليل يمكن القول أن التمويل بإصدار السندات يعد أفضل كثيرا من التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة، وذلك طالما أن تقييم قرار التمويل هو بمدى تأثيره على ثروة الملاك الحاليين، أما إصدار الأسهم العادية فينبغي أن يكون في أضيق الحدود، كما لا ينبغي أن تقدم المؤسسة على إصدار أسهم عادية إلا في حالة كون الفرصة الإستثمارية غير عادية ولا يمكن تأجيلها، كما يمكن أن تقدم على هذه الخطوة لو أن القيمة السوقية للأسهم تبدو مغالا فيها.

كما يمكن الأخذ في الحسبان أن المستثمرين يدركون أن المؤسسة عادة ما تعتمد إلى إصدار أسهم عادية جديدة عندما تكون القيمة السوقية للأسهم مغالا فيها، ومن ثم لا يقبلون على شراء السهم بالأسعار الجارية. كذلك و تأكيدا لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تميل نظرية عدم تماثل المعلومات إلى تفضيل التمويل بأرباح محتجزة، وذلك رغبة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة

<sup>1</sup> - Verniment pierre, Op.cit, P : 682.

<sup>2</sup> - Albouy Michel, Op.cit, P : 24.

<sup>3</sup> - Bellalah.Mondher , op.cit , p: 95

داخل هيكل رأس المال. وهذا يعني وجود طاقة اقتراضية يمكن استغلالها مستقبلاً، حتى لا تقع المؤسسة في مصيدة تمويلية تضطرها إلى إصدار أسهم عادية جديدة. ويشير بريجهام وجابنسكي Brigham et Gapenski إلى أنه إذا كانت نظرية عدم تماثل المعلومات تقضي بأن إصدار أسهم عادية، يفسره المستثمرون على أنه انعكاس لأخبار غير سارة بشأن المؤسسة، ومن ثم لا يقبلون على شراء الإصدار الجديد من الأسهم إلا بسعر منخفض، فإن هذا يعني أن التمويل بالأسهم العادية يعد مكلفاً، ولا ينبغي أن تقدم المؤسسة عليه إلا في ظروف معينة سبقت الإشارة إليها.

غير أن النظرية تشير أيضاً إلى عدم التوسع في الاقتراض، ومحاولة الإعتماد إلى أقصى حد على الأرباح المحتجزة في التمويل، وذلك رغبة في الاحتفاظ بطاقة اقتراضية قد تحتاج إليها المؤسسة مستقبلاً. وهنا يجب التوضيح أن لا مانع من أن تقترض المؤسسة للإستفادة من الوفرات الضريبية، إلا أنه لا ينبغي عليها أن تذهب بالإقتراض حتى النقطة التي تتساوى عندها القيمة الحالية للوفرات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة. ذلك أن عليها الإبقاء على طاقة اقتراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة، حتى لا تقع المؤسسة فريسة سهلة للبدل الغير مرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية<sup>1</sup>.

خلاصة القول أن النظريات الحديثة تعترف بوجود أثر لقرارات التمويل على قيمة المؤسسة، فرغم أنها لم تحدد لنا هيكل رأس المال الأمثل الذي تكون عنده قيمة المؤسسة عند أكبر قيمة لها إلا أنها تعطينا بعض المؤشرات التي تساعدنا على اتخاذ القرار السليم. لذلك يجب أن لا نتخذ قرارات التمويل دون مراعاة الأثر التي يمكن أن تحدثه على قيمة المؤسسة.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، صص: 311-313.

### خلاصة

اختلفت النظريات و المداخل التي تناولت دراسة تأثير التمويل المباشر على القيمة السوقية للمؤسسة اختلافا بينا فيما توصلت إليه من نتائج , منها من أيد وجود اثر و بالتالي يسلم بوجود هيكل رأس مال مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدنى حد لها بينما تصل قيمة المؤسسة إلى أقصى حد لها .ومن هذه المداخل من عارض وجود اثر للتمويل المباشر على قيمة المؤسسة و بالتالي رفض وجود هيكل رأس مال امثل تكون عنده قيمة المؤسسة عند أقصى حد لها . وقد تعرض كل مدخل إلى انتقادات سواء من حيث الافتراضات التي قام عليها أو النتائج التي توصل إليها .

أما النظريات الحديثة فجاءت لشرح السبب وراء قرارات التمويل دون أن تقدم لنا صياغة كمية لهيكل رأس المال الأمثل الذي تكون عنده المؤسسة في أقصى قيمة لها, إلا أنها تعطي مؤشرات تسمح لمتخذ القرار التمويل باتخاذ القرار الأمثل الذي يحسن من الوضعية المالية للمؤسسة .

ورغم الجدل القائم حول هذا الموضوع يمكن القول أنه يوجد اثر للتمويل المباشر على قيمة المؤسسة, فالنظريات التي ترى غير ذلك هي النظريات و المداخل التي درست الموضوع في ظل افتراض سوق كامل و هذا الافتراض لاينطبق على واقع اليوم .فقرارات التمويل لا يمكن أن تتخذ دون دراسة معمقة فقرار التمويل يدخل ضمن القرارات الإستراتيجية في مالية المؤسسة .

الفصل الثالث :

دراسة تطبيقية لأثر التمويل المباشر

على قيمة مجمع Total

تمهيد

في هذا الفصل الذي نخصه للدراسة التطبيقية لأثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total، سنحاول تجسيد ما تما التوصل إليه في دراستنا النظرية على معطيات مجمع Total من أجل تأكيد أو نفي ما تما التوصل إليه في الجانب النظري .

ولهذا يتناول هذا الفصل التعريف بمجمع Total من خلال تقديم لمحة تاريخية عن المجمع والتنظيم الذي يخضع له المجمع بالإضافة الى واقعه وآفاقه المستقبلية. كما حاولنا في هذا الفصل تقدير قيمة المجمع من خلال إستعمال المداخل الثلاث التي تطرقنا إليها في الجانب النظري حيث سيتم تقدير قيمة المجمع وفق مدخل التدفقات النقدية المستقبلية وبعدها تقدير قيمة المجمع عن طريق مدخل الذمة المالية، و في الاخير باستعمال مدخل الطرق المركبة. بالإضافة إلى دراسة أثر التمويل المباشر على قيمة المجمع، أين تطرقنا إلى المنهج المستعمل في هذه الدراسة، ثم عرضنا بعد ذلك متغيرات الدراسة وفي الأخير تما إختبار العلاقة بإستعمال طرق إحصائية لقياس طبيعة هذه العلاقة ثم إختبار مدى معنوية هذه العلاقة .

## المبحث الأول: تقديم مجمع Total

يعتبر مجمع Total من أكبر المجمعات البترولية في العالم حيث يحتل المرتبة الرابعة عالمياً أنشأ سنة 1924، و متواجد حالياً في أكثر من 130 دولة في العالم. و سنتطرق في هذا التعريف إلى التطور التاريخي للمجمع وكذا التعريف بالأنشطة التي يمارسها المجمع بالإضافة إلى قيمه. كما سنتطرق إلى التنظيم الذي يخضع له المجمع من حكومته وكذا الهيئات التنفيذية و الادارية له، بالإضافة إلى الهيكل التنظيمي. وفي الأخير سنتطرق لواقع المجمع وكذا آفاقه المستقبلية.

## المطلب الأول: التعريف بمجمع Total

في هذا المطلب سنحاول التعريف ببعض الجوانب المهمة للمجمع أين سنتطرق للتطور التاريخي الذي عرفه المجمع، تنظيم المجمع وبعدها سنتطرق إلى قيم المجمع .

## الفرع الأول: التطور التاريخي لمجمع Total

يمكن تقسيم التطور الذي عرفه المجمع إلى خمس مراحل أساسية، وسنقوم بذكر أهم المحطات التي مر بها المجمع خلال كل مرحلة، حيث جاء تقسيم هذه المراحل حسب ما جاء في الموقع الإلكتروني للمجمع .

### 1- مرحلة: 1920-1939: بدايات واعدة:

تما إنشاء المؤسسة الفرنسية للبترول في سنة 1924 وهي أول تسمية للمجمع وكان ذلك في زمن الحكومة الثالث في فرنسا. بدأت المؤسسة أول نشاط خارج فرنسا في العراق أين ساهمت المؤسسة في اكتشاف البترول بهذا البلد. وفي سنة 1929 تما تسجيل المؤسسة في بورصة باريس كما تما إنشاء فرع للمؤسسة متخصص في تكرير البترول أين دشنت سنة 1933 أول مصنع لتكرير البترول يعتبر الآن من أهم الوحدات الإنتاجية تصل طاقته الإنتاجية إلى 15.9 مليون طن، بالإضافة إلى مصنع آخر للتكرير سنة 1935 تصل طاقته الإنتاجية حالياً إلى 6.2 مليون طن. كما طورت المؤسسة نشاطاتها في الشرق الأوسط أين بدأت نشاطات الإستكشاف سنة 1936 في أبو ظبي أين فرضت وجودها و توسعت في بلدان أخرى من الشرق الأوسط.

## 2-مرحلة: 1940-1959: نشأة العلامة :

تميزت هذه المرحلة بتوسيع قطاعات نشاط المؤسسة وفتح أسواق جديدة، حيث تم إنشاء سنة 1947 المؤسسة الفرنسية لتوزيع البترول في إفريقيا CFDPA وتمثل هذه المؤسسة أول فرع لتوزيع البترول للمؤسسة . كما تم اطلاق علامة Total بدلا من المؤسسة الفرنسية للبترول في 14 جويلية 1954. بالإضافة إلى غزو أسواق جديدة لتوزيع البترول في أوروبا و إفريقيا وأستراليا وكندا.

أما النقطة المهمة في هذه المرحلة بالإضافة إلى إطلاق العلامة، هو إكتشاف البترول و الغاز في الصحراء الجزائرية بحاسي مسعود ( البترول) وبحاسي الرمل (الغاز) سنة 1956 حيث تم انشاء المؤسسة الفرنسية للبترول (الجزائر) وتملك مانسبته 49% و 51% من كل منطقة إستغلال في الصحراء الجزائرية. هذه الأخيرة هي المكان الذي إكتسبت فيه المؤسسة خبرتها في مجال الإستكشاف و الإنتاج للبترول والغاز.

## 3-مرحلة : 1960-1979: تطوير الإستكشاف و الإنتاج :

عرفت هذه المرحلة تطورا ملحوظا للمؤسسة فقد تم تسجيل المؤسسة في بورصة لندن سنة 1973 ، كما تم فتح أسواق جديدة حيث دخلت المؤسسة سوق محطات الخدمات بعلامة Total أين تم إنشاء أول محطة خدمات في بريطانيا سنة 1960، كما دخلت المؤسسة سوق الكيمياء سنة 1968 أين أنشئت Total chimie المتخصصة في البتروكيميا. كما عرفت هذه المرحلة فتح عدة فروع للمجمع أين أنشئت Total gaz سنة 1962 و هو فرع متخصص في إنتاج الغاز وال Gpl، بالإضافة إلى إنشاء Total petroleum north america سنة 1970مركزها بالولايات المتحدة الأمريكية تستغل أربعة مصانع للتكرير و شبكة تشمل أكثر من 2200محطة خدمات . كما تم إنشاء Aquitaine Total organico سنة:1971 تهتم بالأنشطة الكيميائية للمجمع كالپلاستيك، rlsan، pvl،Plystyrénes . كما تم ملك مؤسسة Hutchinson Mapa وتعتبر الآن من أهم فروع المجمع .

كما بدأت الإنتاج في عدة حقول عبر العالم

1962: التوقيع على عقد إنتاج بأبوظبي.

1968: التوقيع على اول عقد إنتاج في أندونيسيا.

1971: إكتشاف حقل للغاز في بحر الشمال.

1974: فتح عدة مراكز لتكرير البترول بفرنسا، هولندا أين وصلت الطاقة الانتاجية للمجمع 69مليون طن .

1978: باية الاستكشاف في الارجننتين .

#### 4-مرحلة :1980-1999: مرحلة التوسع :

تميزت هذه المرحلة بتوسيع المجمع من خلال الحصول على عقود إستغلال في عدة مناطق من العالم وكذا عن طريق تملك مؤسسات أخرى. حيث تما تملك:

1980: تملك مؤسسة Phone – poulene للبتروكيميا.

1988: تملك Csx oil et gaz في الولايات المتحدة الأمريكية .

1990: تملك Orken الخاصة بالكيميا.

1995: إندماج مع Euridep المتخصصة في إنتاج الطلاء، وكذا الإندماج مع Kalon البريطانية .

كما تما البدء في الإنتاج بعدة مناطق من العالم:

1982: حفر بئر على عمق 1714متر ما يمثل رقم قياسي في ذلك الوقت.

1987: إنطلاق الإنتاج بحقل Hindra بالأرجنتين.

1991: إكتشاف حقل للبتروك ببولومبيا وكذا حقل للغاز بأندونيسيا.

1993: بداية للإنتاج في حقل للغاز بتايلندا.

1996: توقيع عقد إنتاج وتطوير حقل بالجزائر، وكذا إنطلاق النشاط بمصنع للتكرير في الصين.

1997: توقيع عقد تطوير حقل بإيران.

1998: الإنطلاق في مشروع Sincor بفرنزويلا.

كما تميزت هذه المرحلة بتسجيل المجمع في بورصة نيويورك سنة 1991. كما شهدت هذه المرحلة تخفيض حصة الدولة في رأسمال المجمع من 31.7% الى 5.4% في سنة 1992، ثم بعد ذلك تما تخفيض حصتها ب 4 % لتصبح 0.97% سنة 1996. كما تما إجراء شراكة بين شركتي Total و Petro fina و أصبح المجمع يا خد اسم Total Fina .

#### 5-مرحلة : 2000-2003: بداية عهد جديد :

خلال هذه المرحلة تم تحويل المجمع بالصيغة الحالية ، حيث خلال سنة 2000 كان هناك اندماج ما بين Total Fina و Elf Aquitaine وتما تسمية المجمع ب Total Fina Elf ويهدف هذا المشروع إلى تأسيس رائد عالمي في البترول ، أي تأسيس مجمع ضخم أكثر قوة و قدرة على المنافسة وقادر على خوض المشاريع مع عمالقة قطاع البترول.

وفي سنة 2003 أصبح Total Fina Elf يسمى Total يسعى هذا الأخير إلى الإستجابة الدائمة لإحتياجات المتعاملين في الطاقة من خلال الإبداع و التفوق .

## ثانيا: مجالات نشاط المجمع

مجمع الطاقة الدولي Total متواجد في أكثر من 130 دولة في العالم، وله أكثر من 95000 شريك. يشكل الآن مع مجموع فروع و المؤسسات التابعة له رابع مجمع بترولي مسجل في البورصة عالميا.

يمارس المجمع أنشطته على طول مسار النشاط البترولي : الإستكشاف و إنتاج البترول الخام و الغاز الطبيعي ، واستغلال الغاز الطبيعي لإنتاج الكهرباء ، و النقل ، التكرير و التصفية و توزيع المنتجات البترولية و التجارة الدولية للبترول الخام و المنتجات المصفاة بالاضافة الى الكيمياء .

ويمكن تقسيم أنشطة المجمع إلى ثلاث أقسام رئيسية :

- قطاع الانتاج Amont: يختص بأنشطة الإستكشاف و إنتاج البترول الخام و الغاز الطبيعي، بالإضافة إلى إنتاج الكهرباء و أنواع أخرى للطاقة.

- قطاع ما بعد الإنتاج Aval: يتعلق الأمر بالنقل البحري، بالإضافة إلى التكرير و التصفية و تسويق المنتجات البترولية (الوقود ، Gpl ، وقود الطائرات وغيرها ) من خلال الشبكة تحت علامات ( Total, Elf, Elf ) أو خارج الشبكة .

- قطاع الكيمياء Chimie: ويتعلق الأمر بمجموعة الأنشطة الكيميائية، كالكيمياء القاعدية ( البتروكيمياء و غيرها ) و الكيمياء المتخصصة في منتجات موجهة للصناعة أو الإستهلاك العام.

## ثالثا : قيم المجمع :

يطمح المجمع للوصول إلى المثالية ليس فقط في الكفاءة الاقتصادية و المالية، ولكن أيضا من خلال متطلبات المسؤولية الاجتماعية و البيئية. وما دام أن المجمع يتعامل مع عدد كبير من الهويات و الثقافات، فإن التعامل مع هذا الإختلاف يستوجب من المجمع قيم أخلاقية مثالية . وتتمحور القيم المشتركة للمجمع في:

- الإحترافية،

- إحترام الشركاء،

- الإنشغال الدائم بالأمن و حماية المحيط ،

- المساهمة في نشاطات الجمعيات التي تحتضن في بلدانها أنشطة المجمع .

هذه القيم و أخرى جمعت في قانون سير مبني على مسار أخلاقي. من خلال هذا القانون يعلن المجمع إنظامه لمجموعة من المعاهدات الدولية مثل مبادئ الإعلان العالمي لحقوق الإنسان لسنة 1948، القانون الأساسي للمنظمة الدولية للعمل، المبادئ المسيرة لمنظمة OCDE، نية المؤسسات المتعددة الجنسيات، المعاهدة العالمية لمنظمة الأمم المتحدة. تطبيق هذه المبادئ يتم من خلال الهيئة الأخلاقية التي تتابع تطبيق هذه المبادئ.

ويسعى المجمع لترسيخ قيمه ليس فقط على المستوى الداخلي وإنما خارج المجمع أيضا، حيث يلتزم المجمع بصفة منتظمة مع شركائه التجاريين و المقاولين من الباطن و مورديه، فالأمر لا يتعلق فقط بإعداد قانون و إنما إحترام الآخر أيضا.

و نظرا للمكانة التي يحتلها المجمع في الصناعة البترولية و الكميائية في العالم، فإن المجمع واعي بالمسؤولية الاجتماعية و البيئية. هذا الوعي يبرز من خلال تبني منهج التنمية المستدامة، الذي يطبق من خلال طريقة مبنية على الحوار و التبادل تطبيقا للقيم الاخلاقية للمجمع. كما بدأ المجمع بتطبيق سياسة تطوعية خاصة بأمن و احترام البيئة و التحضير لمستقبل طاقوي مبني على التفتح على الفاعلين في المجتمع المدني.

### المطلب الثاني: سياسة تنظيم مجمع Total:

يمكن إبراز السياسة التي ينتهجها المجمع في تنظيمه من خلال التطرق إلى حكومة المجمع ، و كذا التطرق إلى هيئات المنظمة بالإضافة إلى هيكل تنظيم المجمع .

#### أولا: حكومة المجمع:

يتبع مجمع Total سياسة إعلامية نشيطة مرتبطة بحكومة المجمع بالإضافة إلى الشفافية في الأجور المدفوعة وكذا الأسهم المجانية التي تعطى للمديرين الرئيسيين.

ويتم تعيين المديرين من طرف الجمعية العمومية للمساهمين لمدة ثلاث سنوات. وفي حالة شغور منصب معين مابين الجمعيتين بسبب الإستقالة أو الموت، يتم تعيين مدير مؤقت من طرف مجلس الإدارة في انتظار المصادقة على هذا التعيين في أقرب جمعية عمومية.

قام مجمع Total سنة 1995 بتتصيب لجنتين متخصصتين تابعة لمجلس الإدارة وهي:

- لجنة التعيينات و الأجور،

- لجنة التدقيق .

وفي حصة 19 فيفري 2003 أعاد مجلس الإدارة دراسة قواعد حكومة المجمع المتبناة سنة 1995 و 2001 على ضوء التطورات و التوصيات التي جاء بها تقرير AFEPMEDEF لسبتمبر 2002.

وفي حصة 18 فيفري 2004 تبنى مجلس الإدارة قانون الأخلاقيات المالية و الذي يعتبر كمرجع يقود المجمع ، ويحدد واجبات الرئيس المدير العام و المديرين الماليين و المحاسبين للمجمع. كما كلف المجلس كذلك لجنة التدقيق السهر على تطبيق ومتابعة مدى تطبيق هذا القانون .

و في حصة 19 جويلية 2005، عدل مجلس الإدارة التنظيم الداخلي للجنة التدقيق من أجل تدقيق دور المراقبة لمحافظي الحسابات المحايدين عن لجنة التدقيق بالإضافة لقواعد إستقلالية أعضاء

اللجنة. وتما تطبيق سيرورة تنبيه "Un processus d'alerte" للجنة التدقيق تخص المعالجة المحاسبية و المراقبة الداخلية و التدقيق.

كما تما تحديد شروط وظروف عمل أعضاء الإدارة و المديرية تأكيدا و تماشيا مع قواعد حكومة المجمع، كما يتم التعامل بالقواعد المعروفة بفرنسا فيما يخص الاسهم التي تخضع للتفاوض في السوق المنتظمة.

بالمقابل ومنذ 14ماي 2004 تما تعيين ممثل للعمال المساهمين للمجمع من طرف مجلس الإدارة، منتخب من طرف الجمعية العمومية للمساهمين .

### ثانيا : تنظيم المجمع :

يرتكز تنظيم المجمع على تقسيمه إلى ثلاث قطاعات نشاط رئيسية و المتمثلة في:

- قطاع الإنتاج Amont: يعمل هذا القطاع في مجال الإستكشاف و إنتاج المحروقات، إنتاج الكهرباء والغاز وباقي أنواع الطاقة.
  - قطاع ما بعد الإنتاج Aval: يعمل هذا القطاع في مجال التكرير و التصفية و التوزيع والنقل البحري.
  - قطاع الكيمياء Chimie: يعمل هذا القطاع في مجال الكيمياء القاعدية و الكيمياء المتخصصة في المنتجات الموجهة للصناعة أو الإستهلاك الواسع .
- كما للمجمع هيئتين رئيسيتين تسهر على إدارة المجمع :
- الهيئة التنفيذية: تسهر هذه الهيئة على تطبيق الإستراتيجية المتبناة من طرف مجلس الإدارة كما تسمح بتنفيذ الإستثمارات المخططة.
  - الهيئة الإدارية: تؤمن هذه الهيئة التنسيق ما بين مختلف كيانات المجمع ومتابعة نتائج الإستغلال للمديرية العملياتية بالإضافة إلى اختبار تقارير النشاط للمديرية الوظيفية.
- وتتكون الهيئة التنفيذية من السادة:

- Christophe de Margerie رئيس الهيئة التنفيذية و المدير العام للمجمع ،

- François Cornélis نائب رئيس الهيئة التنفيذية و المدير العام لفرع الكيمياء

- Michel Bénézit المدير العام لفرع التكرير و التسويق

- Robert Castaigne المدير المالي

- Yves-Louis Darricarrère المدير العام للاستكشاف و الانتاج

- Jean-Jacques Guilbaud المدير العام للموارد البشرية و الاتصال

- Bruno Weymuller مدير الاستراتيجية و تقييم المخاطر

أما الهيئة المديرة فتتكون:

بالإضافة إلى أعضاء الهيئة التنفيذية تضم الهيئة الادارية 22 عضو من مختلف المديریات

الوظيفية و العملياتية و هم السادة:

**Holding** - Patrick de la Chevardière, Jean-Pierre Cordier, Yves-Marie Dalibard, Peter Herbel, Jean-Marc Jaubert, Jean-Michel Gires, Ian Howat, Jean-François Minster.

**Amont** - Philippe Boisseau, Jean-Marie Masset, Charles Mattenet, Patrick Pouyanné, Jean Privey.

**Aval** - Alain Champeaux, Alain Grémillet, François Groh, Jean-Jacques Mosconi, Eric de Menten, André Tricoire.

**Chimie** - Pierre-Christian Clout, Françoise Leroy, Hugues Woestelandt

ثالثا : الهيكل التنظيمي للمجمع :

### المطلب الثالث : واقع المجمع وآفاقه المستقبلية

يعرف المجمع تطور و نمو ملحوظين، و يسعى المجمع لتحقيق أهداف مستقبلية لضمان إستمراريته و توسعه .

#### أولا : واقع مجمع Total :

يشهد المجمع تطورا كبيرا فهو يمثل الآن مجمع متعدد الطاقات بحجم عالمي و المعطيات التالية تؤكد ذلك:

- رابع مجمع بترولي مسجل في البورصة عالميا،
  - له أكبر رأسمال في بورصة باريس في: 31-12-2005،
  - له أكثر من 95000 شريك،
  - متواجد في أكثر من 130 دولة،
  - له نشاطات إستكشاف وإنتاج في 41 دولة،
  - إنتاج البترول و الغاز في 29 دولة،
  - له أكثر من 500000 مساهم ،
  - له رقم أعمال يقدر ب 143.5 مليار أورو سنة 2005.
- وتغطي أنشطة المجمع جميع مراحل مسار قطاع البترول و الغاز : الإستكشاف وتطوير وإنتاج البترول و الغاز، تكرير و توزيع البترول والغاز، نقل البترول الخام، و إنتاج الكهرباء. كما أن المجمع متعامل رئيسي في الكيمياء بالإضافة إلى المساهمة في القطاعات التالية : مناجم الكربون و الكهرباء . كما للمجمع مشاريع مستقبلية للإنتلاق في تطوير الطاقات المتجددة .
- ويعتبر المجمع من بين الرواد في كل قطاع من قطاعات النشاط، و يمكن تأكيد ذلك من خلال الأرقام التالية :

#### الإستكشاف و الإنتاج:

- الإنتاج: 2.49 مليون برميل من البترول يوميا،
  - الإحتياطي: 11.1 مليار برميل من البترول في: 31-12-2005،
- #### التكرير و التسويق:

- أول مكرر وموزع في أوروبا وكندا وفي إفريقيا،
- طاقة التكرير: حوالي 2.7 مليون برميل في اليوم،
- شبكة التوزيع: حوالي 17000 محطة خدمات،
- المبيعات: حوالي 3.9 مليون برميل في اليوم،
- العلامات: Total, Elf, Elan, As24.

### الكيمياء :

يعتبر المجمع من أكبر المنتجين في العالم حيث يرتب المجمع من بين الرواد الأوروبيين و العالميين في كل سوق من أسواق: البتروكيميا، الكيمياء المتخصصة.

### المساهمين :

- الأغلبية من الأوروبيين 75 ٪ خاصة الفرنسيين 33٪ بالإضافة إلى البريطانيين، والألمان وباقي البلدان الأوروبية.
- المساهمين من المؤسسات 87٪، عمال المجمع 4٪ وباقي المساهمين من الأفراد 9٪ .
- مجمع Total يدخل ضمن العديد من المؤشرات: Dow jones global titans 50, CAC40, Dow jones stoxx 50, Dow jones euro stoxx 50.

### ثانيا : الآفاق المستقبلية لمجمع Total :

يشهد المجمع كفاءة عملياتية ومالية جيدة، والمجمع من أكثر المتعاملين ديناميكية و كفاءة في الصناعة البترولية العالمية. طموح المجمع هو مواصلة سياسة النمو و المردودية، مع تسجيل أن هذا النمو يتم في إطار إحترام المحيط و أخذ بعين الإعتبار مصلحة الأجيال الحالية و المستقبلية.

ويسعى المجمع لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التالية:

- تنمية و تطوير نشاطات الإستغلال وإنتاج المحروقات، وتقوية المركز العالمي للمجمع بإعتباره من بين الرواد في أسواق الغاز الطبيعي.
  - تطوير وتكييف وسائل إنتاج المجمع المتخصصة في التكرير و التصفية ، وتدعيم الحصة السوقية للمجمع في مجال التوزيع في أوروبا وتنمية مركز المجمع في أسواق المتوسط و إفريقيا و آسيا .
  - العقلانية وتطوير محفظة المجمع في مجال الكيمياء بإعطاء الأولوية لتحسين المردودية و إنشاء كيان لا مركزي يهتم بالكيمياء الصناعية و المنتجات و الإنجاز.
- هذا الكيان الجديد يسمى Arkema تما تنصيبه رسميا في 01 أكتوبر 2004 و أصبح مستقلا في 18 ماي 2006، وهذا بعد الموافقة على الإنفصال عن المجمع من طرف الجمعية العامة للمساهمين في 12 ماي 2006 مما يسمح للمجمع بتركيز العمل في الكيمياء على الكيمياء البترولية وتخصصاتها.

## المبحث الثاني : تقدير قيمة مجمع Total

كما جاء في القسم النظري توجد هناك مجموعة من الطرق لتقييم المؤسسات، تعدد هذه الطرق سوف يؤدي إلى إختلاف القيم التي سنحصل عليها من التقييم مما يجعلنا نحصل على مجال للقيم وليس قيمة واحدة ودقيقة.

وسنقوم بإختبار مدى صحة الفرضية الأولى لهذا البحث والتي جاءت كالتالي:  
قد يؤدي التعدد في طرق تقييم المؤسسات إلى الحصول على مجموعة من القيم وليس قيمة واحدة. لذلك سوف نحاول في هذا المبحث تقدير قيمة مجمع Total بالإعتماد على مجموعة الطرق التي تطرقنا إليها في الفصل الأول.

وسيتم إختيار مجموعة من الطرق وليس جميعها، هذا الإختيار قائم على المعلومات المتوفرة عن المجمع والتي تحصلنا عليها من موقع المجمع على الأنترنت: [www.total.com](http://www.total.com) هذه المعلومات تسمح لنا بتطبيق طريقة معينة على أخرى.

### المطلب الأول : تطبيق الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية

يرى هذا المدخل أن المؤسسة هي مركز لخلق القيمة وأن قيمة المؤسسة تتحدد بما ستحققه من أرباح مستقبلية. وهنا سيتم تحديد قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للتدفقات المنتظرة بدلا من الجرد الساكن لعناصر أصول المؤسسة.

### الفرع الأول: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح:

يقوم هذا النوع من التقييم على نظرية تقييم المشاريع الاستثمارية (إختيار الاستثمارات) والتي تتوقف على القيمة الحالية. وتقوم هذه الطريقة على فكرة أساسية وهي خصم التدفقات النقدية المستقبلية بمعدل خصم يساوي متوسط تكلفة التمويل وعدد هذه التدفقات لانهاى على اعتبار أن المؤسسة مستمرة النشاط في السوق.

ويطرح مشكل إختيار التدفقات المستقبلية مشكلا كبيرا في تطبيق هذه الطريقة وسنعمد على:

- \* تدفقات الخزينة،
- \* توزيعات الأرباح،
- \* الأرباح الصافية.

أولاً: تقدير قيمة مجمع Total عن طريق حساب القيمة الحالية لتدفقات الخزينة:

حسب هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة هي مجموع القيم الحالية لتدفقات الخزينة ونظراً لعدم توفر معطيات مستقبلية خاصة بتدفقات الخزينة فإننا سنقوم بتقدير قيمة المجمع في بداية سنة 2001 إعتامداً المعلومات الواردة في تقارير المجمع حول تدفقات الخزينة لسنوات: 2001، 2002، 2003، 2004، 2005 واعتبارها كتدفقات مستقبلية متوقعة. ويتم خصم تدفقات الخزينة للحصول على قيمة المجمع وفق العلاقة (1-2) والتي تأخذ الصيغة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+k)^t} + \frac{Vn}{(1+k)^n}$$

حيث: V: قيمة المجمع.

Vn: القيمة النهائية للمجمع

Ft: قيمة تدفق الخزينة النتائج في الفترة t.

n: عدد سنوات التوقع.

وبالرجوع إلى تقارير المجمع يمكننا الحصول على المعلومات التي يمكننا من تقدير قيمة المجمع في بداية سنة 2001، ويمكن جمع هذه المعلومات في الجدول التالي:

**الجدول (1-3):** قيمة تدفقات الخزينة لمجمع Total للفترة: 2001-2002.

الوحدة: (مليون euros)

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005
البيان					
قيمة تدفق الخزينة	1203	11006	12487	14662	14669

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على تقارير المجمع

يتم خصم هذه التدفقات بواسطة معدل خصم يتمثل في متوسط تكلفة الأموال للمجمع لسنة 2001، ويمكن حساب هذا المعدل كما يلي:

متوسط تكلفة التمويل: تكلفة الأموال الخاصة x نسبتها + تكلفة الأموال المقترضة x نسبتها  
من تقارير المجمع تحصلنا على نسبة الرفع المالي والتي تساوي إلى الأموال المقترضة على الأموال الخاصة لسنة 2001 وتساوي: 31%.

فإذا رمزنا إلى نسبة الأموال الخاصة بـ "S" ونسبة الأموال المقترضة بـ "D" فإن:

$$\frac{D}{S} = 0,31 \dots \Rightarrow D = 0,31 \dots (1)$$

$$S + D = 1 \dots \dots \dots (2) \quad \text{ونعلم أن:}$$

$$S = \%76,33 \text{ نجد: (2) في (1) بتعويض}$$

$$D = \%23,67 \text{ و}$$

أما تكلفة الأموال الخاصة فتساوي:

$$Kc = \frac{Div}{P}$$

حيث: Div: توزيعات السهم الواحد

P: سعر السهم في البورصة.

ومن خلال تقارير المجمع تحصلنا على المعلومات التالية:

الجدول (2-3): سعر السهم وتوزيعات السهم الواحد للفترة: 2005-2001.

الوحدة: euro1.

					السنوات	البيان
2005	2004	2003	2002	2001		
212,2	160,7	147,7	136,1	160,4	سعر الإغلاق للسهم	
6,48	5,4	4,7	4,1	3,8	توزيعات السهم الواحد	

المصدر: من إعداد الباحث بالإعتماد على تقارير المجمع.

$$\text{وعليه فإن تكلفة الأموال الخاصة لسنة 2001} = \frac{3,8}{160,4} = \%2,37$$

$$\text{أما تكلفة الأموال المقترضة 2001} = \frac{\text{الفوائد (المصاريف المالية)}}{\text{قيمة الأموال المقترضة}} = \frac{184}{11165} = \%1,65$$

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة بعد استبعاد الوفر الضريبي} = 0,62 \times 0,0165 = \%1,023$$

$$\text{متوسط تكلفة التمويل} = 0,2367 \times 0,01023 + 0,7633 \times 0,0237 = \%2,25$$

ويمكن تقدير Vn للمجمع في سنة 2005 بالإعتماد على آخر تدفق للخزينة وافترض ثباته. ونحصل على:

$$Vn = \frac{Ft}{K} = \frac{14669}{0,0205} = 715560,97 \text{ مليون أورو}$$

بعد حساب كل متطلبات (1-2) نحصل قيمة المجمع V:

$$V = \frac{12303}{(1,0205)^1} + \frac{11006}{(1,0205)^2} + \frac{12487}{(1,0205)^3} + \frac{14662}{(1,0205)^4} + \frac{14669}{(1,0205)^5} + \frac{715560,97}{(1,0205)^5}$$

$$V = 12055,85 + 10568,26 + 11749,49 + 13518,09 + 13253,65 + 646519,45 = 707665,59$$

ثانيا: تقدير قيمة مجمع Total عن طريق حساب القيمة الحالية للتوزيعات:

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطريقة السابقة، غير أنها تأخذ بالتوزيعات كتدفق نقدي مستقبلي بدلا من تدفقات الخزينة، ويتم حساب قيمة المؤسسة وفق الطريقة بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+K)^t} + \frac{Vn}{(1+K)^n}$$

حيث: D : التوزيعات المتوقعة خلال السنة t.

Vn: القيمة النهائية.

n: عدد سنوات التوزيع.

K: معدل الخصم.

ويمكن حساب قيمة التوزيعات للفترة 2001-2005 في مجمع Total كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول (3-4): حساب قيمة التوزيعات لمجمع Total في الفترة 2001-2002

الوحدة: مليون أورو.

السنوات	2005	2004	2003	2002	2001	البيان
توزيعات للسهم الواحد	6,48	5,4	4,7	4,1	3,8	
ربح السهم الواحد	20,91	17,99	11,56	9,4	10,85	
نسبة التوزيعات إلى ربح السهم	0,3	0,3	0,4	0,4361	0,35	
الربح الصافي	12273	10868	7025	5941	7658	
قيمة التوزيعات	3681,9	3260,9	2810	2590,87	2680,3	

المصدر: من إعداد الباحث

وبناء على المعلومات الموضحة في الجدول (3-4)، ومن خلال المعادلة السابقة يمكن حساب قيمة المجمع بحساب القيمة الحالية للتوزيعات والقيمة النهائية للمجمع كما يلي:

$$V = \frac{2680,3}{(1,0205)^1} + \frac{2590,87}{(1,0205)^2} + \frac{2810}{(1,0205)^3} + \frac{3260,9}{(1,0205)^4} + \frac{3681,9}{(1,0205)^5} + \frac{Vn}{(1,0205)^5}$$

ويمكن حساب قيمة Vn بافتراض ثبات التوزيعات كما يلي:

$$Vn = \frac{3681,9}{0,0205} = 179604,87$$

$$V = 2626,45 + 2487,82 + 2644,03 + 3006,67 + 3326,65 + 162275,54$$

$$V = 176367,16 \text{ مليون أورو}$$

قيمة مجمع Total سنة 2001 وفق طريقة القيمة الحالية للتوزيعات هي 176367,16 مليون أورو.

**ثالثاً: تقدير قيمة مجمع Total عن طريق حساب القيمة الحالية للأرباح:**

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطريقتين السابقتين، غير أنها تأخذ بالأرباح كتدفق نقدي مستقبلي، ويتم حساب قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{Bt}{(1+K)^t} + \frac{Vn}{(1+K)^t}$$

حيث: Bt: الربح المتوقع للفترة t.

Vn: القيمة النهائية للمؤسسة.

وبالإعتماد على المعلومات الواردة في الجدول (3-4) عن قيمة الأرباح الصافية للمجمع، يمكن حساب القيمة الحالية (قيمة المجمع لسنة 2001) للأرباح كما يلي:

$$V = \frac{7658}{(1,0205)^1} + \frac{5941}{(1,0205)^2} + \frac{7025}{(1,0205)^3} + \frac{10868}{(1,0205)^4} + \frac{12273}{(1,0205)^5} + \frac{Vn}{(1,0205)^5}$$

ويمكن حساب قيمة Vn بافتراض ثبات قيمة الأرباح كما يلي:

$$Vn = \frac{12273}{(0,0205)} = 598682,92 \text{ مليون أورو}$$

$$V = 7504,16 + 5704,7 + 6610,08 + 10020,69 + 11088,83 + 540918,48$$

$$V = 581846,94 \text{ مليون أورو}$$

من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن استعمال نفس الطريقة (طريقة القيمة الحالية للمتدفقات النقدية) بنفس معدل الخصم لا يؤدي إلى نتائج متقاربة وإنما كانت النتائج مختلفة كثيراً. ويرجع هذا الاختلاف إلى تعدد التدفقات النقدية المستقبلية المستعملة من تدفقات الخزينة، التوزيعات والأرباح

الشيء الذي أثر على نتائج المتحصل عليها ذلك أن قيمة المجمع هي دالة في التدفقات النقدية المستخدمة.

الفرع الثاني: الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح: Gordon-shapiro:  
يرتكز هذا النموذج على فكرة مفادها أن أهم تدفق نقدي ملموس بالنسبة للمستثمر هي التوزيعات التي يحصل عليها، وبالتالي قيمة المؤسسة هي من قيمة أسهمها المتداولة في البورصة. تقدير قيمة المؤسسة يتوقف على قيمة التوزيعات وعلى المعدل الذي تخصم به هذه التوزيعات، وتحسب قيمة المؤسسة بالمعادلة (2-6) التي جاءت في الفصل الأول وتأخذ الصياغة التالية:

$$V = \frac{D_1}{Kc}$$

حيث: V: قيمة المؤسسة.

$D_1$ : قيمة أول توزيع.

$K_C$ : تكلفة الأموال الخاصة.

ويمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة  $K_C$  من خلال المعادلة التالية:

$$Kc = \frac{Dt}{P}$$

حيث: D: مبلغ التوزيعات

P: سعر السهم في البورصة

ومن خلال المعلومات التي حصلنا عليها من تقارير المجمع نلخص نتائج حساب تكلفة الأموال الخاصة في الجدول التالي:

الجدول (3-5): حساب تكلفة الأموال الخاصة لمجمع Total للفترة 2001-2002.

الوحدة: 1 أورو

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	البيان
توزيعات السهم الواحد D	3,8	4,1	4,7	5,4	6,48	
سعر الإغلاق للسهم P	160,4	136,1	147,7	160,7	212,2	
تكلفة الأموال الخاصة $D/P$	%2,37	%3,01	%3,18	%3,36	%3,05	

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الجدول نلاحظ أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين في إرتفاع مستمر ما عدا السنة الأخيرة 2005 أين تراجع من 3,36% إلى 3,05%. كما نلاحظ أن المجمع يسعى دائما إلى الزيادة في توزيعات الأسهم هذه الزيادة كان يتبعها دائما إرتفاع في سعر السهم ما عدا في سنة 2002 أين حقق سعر السهم إنخفاضا أما باقي السنوات فقد عرف إرتفاعا محسوسا.

بعد حساب معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين خلال الفترة: 2001-2005 يمكننا الآن حساب قيمة المجمع بتطبيق نموذج Gordon- Shapiro، و نلخص النتائج التي تحصلنا عليها في الجدول التالي:

الجدول(3-6): تقدير قيمة مجمع Total للفترة: 2001-2005 باستخدام نموذج Gordon- Shapiro  
الوحدة مليون أورو

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005
التوزيعات للسهم الواحد	3,8	4,1	4,7	5,4	6,48
ربح السهم الواحد	10,85	9,4	11,56	17,99	20,91
نسبة التوزيعات التي ربح السهم	0,35	0,4361	0,4	0,3	0,3
الربح الصافي	7658	5941	7025	10868	12273
قيمة التوزيعات	2680,3	2590,87	2810	3260,4	3681,9
تكلفة الأموال الخاصة Kc	%2,37	%3,01	%3,18	%3,36	%3,05
قيمة مجمع Total	113.092,82	86.068,70	88.364,78	97.035,71	120.718,03

المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول أن المجمع له سياسة توزيعات مستمرة في الإرتفاع، فرغم إنخفاض أرباح المجمع سنة 2002. إلا أن قيمة التوزيعات لم تنخفض بالقدر الذي انخفضت به الأرباح، حيث زادت المؤسسة في نسبة التوزيعات إلى الربح. أما باقي السنوات فنلاحظ أن المجمع يسعى لتحقيق إستقرار في نسبة توزيعات الأرباح من الأرباح الإجمالية خاصة في السنتين الأخيرتين 2004-2005 أين عرفت نفس النسبة: 0.3.

ونلاحظ أن قيمة مجمع Total عرفت خلال هذه الفترة إرتفاعا مستمرا ما عدا سنة 2002 أين عرف المجمع إنخفاض في قيمته، ويعود هذا الإنخفاض إلى انخفاض قيمة الأرباح المحققة وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين الذي شعروا بمخاطر أكبر مما أدى إلى انخفاض سعر أسهم المجمع من: 160,4 إلى 136,1 أورو، هذا إلى الإنخفاض الكبير أثر سلبا على قيمة المجمع.

أما باقي السنوات فقد عرف المجمع إستقرار أكبر سواء من حيث التوزيعات التي واصلت في الإرتفاع أو سعر الأسهم مما أدى في السنة الأخيرة إلى إنخفاض معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين الذين لمسوا ذلك الإستقرار، هذا ما أدى إلى ارتفاع قيمة المجمع من سنة إلى أخرى.

### الفرع الثالث: الطرق المرتكزة على الأرباح "رسمة الأرباح"

ترتكز هذه الطريقة على رسمة الأرباح بالاعتماد على مضاعف الربحية في تحديد قيمة المؤسسة و يؤخذ مضاعف الربحية PER الصيغة التالية:

$$PER = \frac{\text{سعر السهم في السوق}}{\text{ربح السهم الواحد}}$$

أما التدفق النقدي فسنعتمد على الربح الصافي كتدفق، و بالتالي يمكن تقدير قيمة المؤسسة بالإعتماد على الصيغة (2-14) التي جاءت في الفصل الأول و تعطي بالعلاقة التالية

$$V = BPA \times PER$$

حيث BPA تمثل الأرباح الصافية.

وبتطبيق هذه المعادلة على المعلومات التي تحصلنا عليها من تقارير مجمع Total يمكننا تقدير قيمة المجمع، و تحصلنا على نتائج نلخصها في الجدول التالي:

الجدول ( 3-7): قيمة مجمع Total باستخدام طريقة رسمة الأرباح للفترة: 2001-2005  
الوحدة: مليون أورو

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005	البيان
	160,04	136,1	147,7	160,7	212,2	التوزيعات للسهم الواحد
	7658	5941	7025	10868	12273	الربح الصافي
	10,85	9,4	11,56	17,99	20,91	ربح السهم الواحد
	14,78	14,48	12,78	8,93	10,15	مضاعف الربحية PER
	113.092,82	86.068,70	88.364,78	97.035,71	124.470,95	قيمة مجمع Total

المصدر: من إعداد الطالب

نلاحظ من خلال الجدول أن سعر السهم حقق ارتفاعا خلال الفترة المدروسة ماعدا سنة 2002 أين حقق إنخفاضا، كما نلاحظ أن ربح السهم الواحد حقق أيضا ارتفاعا مستمرا ماعدا سنة 2002 أين حقق إنخفاضا. أما مضاعف الربحية فنلاحظ تذبذب في نتائجه حيث حقق سنة 2002 إنخفاضا ويرجع هذا الإنخفاض إلى تدني سعر السهم الواحد بنسبة أكبر من التدني الذي عرفه ربح السهم الواحد، لذلك حقق المضاعف إنخفاضا.

وقد واصل مضاعف الربحية في الإنخفاض حتى السنة الأخيرة أين عرف ارتفاعا ويرجع ذلك إلى الزيادة المحسوسة في سعر السهم خلال السنة الأخيرة أين قفز من 160,7 إلى 212,2 مما أدى إلى ارتفاع مضاعف الربحية PER.

أما قيمة المجمع فقد عرفت ارتفاعا محسوسا خلال الفترة المدروسة ماعدا سنة 2002 أين حقق المجمع إنخفاضا في قيمته بسبب إنخفاض الربح الصافي و كذا ربح السهم الواحد الأمر الذي انعكس على مضاعف الربحية، مما أدى إلى انخفاض قيمة المجمع. أما باقي السنوات فقد شهد المجمع ارتفاعا مستمرا سواء في أرباحه الصافية أو في ربح السهم الواحد مما أدى إلى ارتفاع قيمة المجمع ككل.

وإذا قارنا النتائج المحصل عليها في هذه الطريقة مع نتائج طريقة Gordon- Shapiro فإننا نلاحظ تقارب كبير في النتائج. حيث عرف المجمع بكلا الطريقتين ارتفاعا مستمرا في قيمته ماعدا سنة 2002 و يرجع هذا التقارب إلى كون الطريقتين تركزان على نفس المبدأ وهو رسملة التدفقات النقدية رغم أن هناك إختلاف في التدفقات النقدية المعتمدة، فطريقة Gordon- Shapiro تعتمد على التوزيعات، أما طريقة رسملة الأرباح فتعتمد على الربح الصافي، وكذا الإختلاف في معامل الرسملة.

#### المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على الذمة المالية:

تعتمد هذه الطرق على الميزانية المحاسبية للمؤسسة، ويمكن قياس قيمة المؤسسة بقيمة أصولها الصافية المحاسبية، أي أن قيمة المؤسسة تساوي إلى القيمة المحاسبية للأموال المستثمرة من طرف الملاك. ويمكن الحصول على هذه الأخيرة عن طريق الفرق بين القيمة المحاسبية للأصول و القيمة المحاسبية الصافية للديون و ذلك بعد تعديل القيم المحاسبية التاريخية للميزانية المحاسبية بالقيم السوقية أو الحقيقية لأصول المؤسسة.

ونظرا لعدم توفر المعلومات حول القيم الحقيقية لعناصر الأصول و الخصوم سيتم الأخذ بالقيم المتوفرة في القوائم المحاسبية للمجمع. و للحصول على قيمة المجمع نعتمد على العلاقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي المحاسبي (ANC)} = \text{مجموع الأصول الحقيقية} - \text{مجموع الديون الحقيقية}$$

بالإعتماد على العلاقة السابقة و من خلال المعلومات الواردة في تقارير المجمع، نحصل على النتائج التي يمكن تلخيصها في الجدول التالي للفترة 2001-2005.

الجدول ( 3-8) قيمة الأصل الصافي المحاسبي (ANC) للفترة 2001-2005 لمجمع Total

الوحدة: مليون أورو

البيان	السنوات	2001	2002	2003	2004	2005
قيمة الأصول الحقيقية		88600	85329	79963	86767	106144
قيمة الديون الحقيقية		37234	35339	32892	38066	47221
قيمة الأصل الصافي المحاسبي		51366	49990	47071	48701	58923

المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة الأصول الحقيقية عرفت إنخفاضا في السنة الأولى و الثانية ثم بعد ذلك عرفت إرتفاعا، كما أن قيمة الديون الحقيقية عرفت إنخفاضا في السنة الأولى و الثانية، ثم عرفت بعد ذلك إرتفاعا، معنا هذا ان المؤسسة تفضل التمويل بالقروض على الأموال الخاصة ودليل على ذلك هو الإنخفاض الذي عرفته الأموال الخاصة والمتمثلة في قيمة الأصل الصافي المحاسبي للمجمع. هذا الإنخفاض الذي عرفته الديون انعكس على قيمة الأصل الصافي المحاسبي باعتباره محصلة الفرق بين الأصول الحقيقية و قيمة الديون الحقيقية.

وقد عرفت قيمة الأصل الصافي المحاسبي إنخفاضا في سنة 2002 و 2003 بسبب الإنخفاض الكبير الذي عرفته قيمة الأصول الحقيقية بالمقارنة بالمقارنة مع الإنخفاض في قيمة الديون الحقيقية وقد يكون هذا الإنخفاض في مجموع أصول المؤسسة إلى غياب فرص إستثمارية جديدة، ثم بعد ذلك عرفت قيمة الأصل الصافي المحاسبي إرتفاعا.

وإذا ما قارنا نتائج طريقة الأصل الصافي المحاسبي المعتمدة على الذمة المالية بالطرق المركزة على التدفقات النقدية سواءا طريقة رسملة الأرباح أو طريقة Gordon- Shapiro نجد إختلافا كبيرا في النتائج، ويرجع هذا الإختلاف إلى كون طرق الذمة المالية هي طرق ستاتيكية تعتمد على الميزانية ذات القيم التاريخية. على عكس الطرق المركزة على التدفقات النقدية التي ترى أن قيمة المؤسسة هي قيمة تدفقاتها المستقبلية.

### المطلب الثالث: الطرق المركبة

كما رأينا في الفصل الأول تجمع هذه الطرق بين الطرق الستاتيكية التي تعتمد على الذمة المالية في تقييم المؤسسة والطرق الديناميكية التي تركز على المردودية. وسوف نستخدم الطريقة الغير مباشرة (الطريقة الألمانية) في تحديد قيمة المؤسسة، وترتكز هذه الطريقة على فكرة مؤداها أن قيمة المؤسسة هي عبارة عن قيمة ذمتها المالية وفائض القيمة « Good Will ». والذي يحسب بالعلاقة (2 - 20) التي تكتب كمايلي:

$$GW = 1/2 (VR - ANCC)$$

حيث:

VR: قيمة مردودية المؤسسة.

ANCC: قيمة الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

كما يمكن حساب قيمة المؤسسة كمايلي:

$$V = ANCC + 1/2 (VR - ANCC)$$

و سنستخدم في تحديد قيمة مجمع Total على قيمة الأصل الصافي المحاسبي ANC كطريقة من الطرق الستاتيكية. أما الطرق الديناميكية فنستخدم على طريق Gordon-shapiro . ويمكن تلخيص النتائج التي توصلنا إليها عند تحديد قيمة مجمع Total للفترة 2001-2005 في الجدول التالي الجدول (3-9): تقدير قيمة مجمع Total بالطريقة الألمانية للفترة 2001-2005.

الوحدة : مليون أورو

السنوات	2001	2002	2003	2004	2005
البيان					
قيمة الأصل الصافي المحاسبي (ANC)	51366	49990	47071	48701	58923
قيمة مردودية المجمع (VR)	113092,82	86068,7	88364,78	97035,71	120718,03
« Good will »	30863,41	18039,35	20646,89	24167,35	30897,51
قيمة المجمع	82229,41	68029,35	67717,89	72868,35	89820,51

المصدر: من إعداد الباحث.

من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة المجمع عرفت إنخفاضا في السنتين الأولى والثانية ثم بعد ذلك سجلت إرتفاعا. وتمثل هذه الطريقة متوسط قيمة الأصل الصافي المحاسبي وقيمة مردودية المؤسسة، وقد اختلفت نتائج هذه الطريقة عن الطرق السابقة فلا هي أقرب لنتائج الطرق المرتكزة على التدفقات النقدية ولا هي أقرب لطرق الذمة المالية بل جاءت نتائجها متوسط نتائج الطريقتين.

تؤكد النتائج المتحصل عليها باستخدام الطرق المختلفة للقيم، وجود إختلاف في قيمة المجمع مع إختلاف الطرق المستعملة خلال سنوات الدراسة. هذا ما جعلنا لا نحصل على قيمة واحدة للمجمع خلال سنة معينة وإنما على مجموعة من القيم تشكل مجالا للقيمة التي يمكن أن تأخذها المؤسسة. ويرجع هذا الإختلاف إلى التباين في مبادئ كل طريقة وكذا إختلاف طبيعة العناصر والمتغيرات المستعملة، بل وحتى بإستخدام نفس الطريقة يمكن أن نحصل على نتائج مختلفة وهذا ما حدث عند إستخدامنا لطريقة التدفقات النقدية المتاحة.

إن هذه النتيجة تطابق ما توصلنا إليه في الجانب النظري لطرق التقييم أين توصلنا إلى أن تعدد طرق التقييم يجعلنا لا نحصل على قيمة واحدة للمؤسسة بل على مجموعة من القيم، وتتوقف عملية إختيار الطريقة المناسبة مجموعة من العوامل منها الغرض من التقييم ووضعية المؤسسة موضوع التقييم وغيرها.

بهذا نصل إلى تأكيد الفرضية الأولى لهذه الدراسة حيث توصلنا إلى أن تعدد وإختلاف وتنوع مداخل وطرق تقييم المؤسسات سيؤدي حتما إلى إختلاف قيم المؤسسة هذا الإختلاف يشكل مجالا يؤخذ كمرجع لتحديد سعر التنازل.

### المبحث الثالث: دراسة أثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total

بعدما قمنا بحساب قيمة مجمع Total في المبحث الثاني نصل الآن إلى قياس العلاقة التي تربط التمويل المباشر بقيمة المؤسسة. ولقياس مدى العلاقة التي تربط بين مصدر التمويل وقيمة المؤسسة سنعتمد على الأدوات الإحصائية وخاصة معامل الارتباط واختبار ستودنت Student. وبناء على المعلومات المستخرجة من موقع مجمع Total سنحاول قياس الارتباط الموجود بين نسبة الرفع المالي (نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة) والقيمة السوقية للسهم لتبيان أثر التمويل المباشر على قيمة المجمع. ولإختبار كون هذه العلاقة معنوية إحصائيا أم لا، فسنستخدم إختبار ستودنت وهذا للحصول على الدلالة الإحصائية.

وقسمنا هذه الدراسة إلى ثلاث أقسام أساسية، حيث سنتطرق في القسم الأول إلى المنهج المتبع في هذه الدراسة، ثم بعد ذلك سنقوم بتحديد وعرض متغيرات الدراسة، وفي الأخير سنعرض نتائج الدراسة ونقوم بتحليلها.

#### المطلب الأول: المنهج المتبع في هذه الدراسة:

لدراسة أثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total، سنعتمد على معامل الارتباط لقياس شدة وإتجاه وطبيعة العلاقة الموجودة بين مصدر التمويل وقيمة المجمع. وسنقوم بحساب معامل الارتباط باستخدام صيغة بيرسون « Pearson » على افتراض أن العلاقة الموجودة بين المتغيرين من الشكل الخطي البسيط. ويبين معامل الارتباط قوة العلاقة الخطية بين متغيرين أحدهما تابع والأخر مستقل، وهو مستقل عن وحدة القياس التي تقاس بها الظاهرة المدروسة.<sup>1</sup> ويعبر الارتباط عن العلاقة الخطية بين متغيرين، ويقاس معامل الارتباط مدى قوة تلك العلاقة.

ويأخذ معامل الارتباط بيرسون « Pearson » الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$R = \frac{h \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{[n \cdot \sum x^2 - (\sum x)^2][n \sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

<sup>1</sup> - جيلالي جلاطو، الإحصاء، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص: 147

<sup>2</sup> - عبد القادر حليمي، مدخل إلى الإحصاء، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998، ص: 284.

حيث:

R: معامل الارتباط.

n: عدد أفراد العينة.

x: المتغير المستقل.

y: المتغير التابع.

ويأخذ معامل الارتباط القيمة 0 أو يتراوح بين -1 و 1 . وكلما إقتربت قيمة معامل الارتباط من الواحد الصحيح دل ذلك على وجود علاقة قوية بين المتغيرين x و y ، في حين أنه كلما إقتربت قيمة R من الصفر دل ذلك على وجود علاقة ضعيفة بين المتغيرين x و y.

أما الإشارة التي تأخذها قيمة R فهي تدل على طبيعة العلاقة التي تجمع المتغيرين x و y. فإذا كانت إشارة R موجبة دل ذلك على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، أما إذا كانت الإشارة سالبة فان ذلك يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين x و y .

كما يمكن الإستعانة كذلك بمعامل التحديد  $R^2$  الذي تتراوح قيمته ما بين 0 والواحد، وهو يبين النسبة من إجمالي التغيرات في المتغير y والتي يمكن شرحها أو تفسيرها إستنادا إلى المتغير المستقل x.<sup>1</sup>

أما فيما يخص الإختبار الإحصائي المرافق لقيمة معامل الارتباط والذي يمكن من خلاله إقرار أو عدم إقرار وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين المستقل والتابع، تم إستخدام إختبار ستودنت للتأكد والوقوف على مدى كون العلاقة معنوية إحصائيا أم لا، للحصول على الدلالة الإحصائية. وتعطى قيمة t المحسوبة بالمعادلة التالية:

$$t_{cal} = \frac{R \sqrt{n-2}}{\sqrt{1-R^2}}$$

وتستعمل هذه الصيغة للعينات الصغيرة والمتوسطة، ومن أجل الحكم على معنوية معامل الارتباط نقوم بمقارنة المحسوبة t المحسوبة « t<sub>cal</sub> » مع t المجدولة « t<sub>tab</sub> » للحصول على t المجدولة من خلال جداول توزيع ستودنت Student عند درجات حرية: n-2 ومستوى دلالة 5% .

<sup>1</sup> - كمال سلطان محمد سالم، ميادئ علم الإحصاء، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص: 203.

ونقوم بمقارنة «  $t_{tab}$  » بـ «  $t_{cal}$  » فإذا كانت  $t_{cal} < t_{tab}$  فإننا نقول أن R معنوي، أما إذا كانت  $t_{cal} > t_{tab}$  فإننا نقول أن R غير معنوي.

### المطلب الثاني: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

يقوم الموضوع على متغيرين أساسيين كما يظهر من عنوان هذا الموضوع والمتمثلان في التمويل المباشر وقيمة المؤسسة، وإنطلاقاً من المعطيات المتوفرة والتي حصلنا عليها من موقع مجمع Total على الأنترنت ومتطلبات هذا الموضوع سنقوم بعرض متغيرات هذه الدراسة.

#### الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة:

تماشياً مع طبيعة الموضوع سنستخدم معامل الارتباط من أجل إختبار الفرضية الثانية لهذه الدراسة والتي كانت بالصياغة التالية:

قد تكون هناك علاقة بين نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة.

والدراسة لها متغيرين الأول مستقل والثاني تابع، أما عن المتغير المستقل المعتمد في هذه الدراسة فيمثل في نسبة القروض إلى الأموال الخاصة أي نسبة الرفع المالي، وأما المتغير التابع فيمثل في نسبة التغير في سعر السهم عند الإغلاق.

أي أن معامل الارتباط سيبين لنا مدى العلاقة التي تربط بين التغير الذي يحدث في سعر السهم الناجم عن التغير في نسبة القروض إلى الأموال الخاصة.

وسيتم دراسة هذه العلاقة خلال فترة خمس سنوات أي من سنة 2001 إلى 2005. وبالتالي

يمكن عرض متغيرات نموذج Pearson كمايلي:

\*  $x$ : المتغير المستقل ويمثل نسبة القروض إلى حقوق الملكية.

\*  $y$ : المتغير التابع ويمثل نسبة التغير في سعر السهم.

\*  $r$ : عدد أفراد العينة وتمثل 5 سنوات.

#### الفرع الثاني: عرض متغيرات الدراسة:

من خلال تقارير مجمع المنشورة على موقع الأنترنت [www.total.com](http://www.total.com) تمكنا من الحصول على المعلومات المتعلقة بمتغيرات هذه الدراسة. حيث تمكنا من الحصول على نسبة القروض إلى الأموال الخاصة وكذا سعر السهم في البورصة وقد وقع إختيارنا على فترة 5 سنوات أي من 2001 إلى 2005.

الجدول (3-10) يوضح متغيرات الدراسة للفترة 2001-2005 لمجمع Total

2005	2004	2003	2002	2001	2000	السنوات البيان
%32	%31	%26	%29	%31	%33	نسبة القروض إلى الأموال الخاصة (x)
%53.05	%40.15	%36.925	%30.25	%40.1	%39.6	سعر السهم عند الإغلاق
%32.07	%8.8	%22.066	%24.56-	%1.26	-	نسبة التغير في سعر السهم عند الإغلاق (y)

المصدر: من إعداد الباحث.

وقد أضفنا سنة 2000 رغم أننا قلنا أن الدراسة هي للفترة: 2001-2005 للحصول على التغير الذي عرفه سعر السهم عند الإغلاق خلال السنة: 2001. و بهذا لم يبقى إلا حساب معامل الارتباط Pearson للوقوف على طبيعة و شدة العلاقة بين المتغيرين X و Y، وإختبار ستودنت Student .

المطلب الثالث : عرض و تحليل نتائج الدراسة :

بعد حساب معامل الارتباط Pearson بين المتغيرين X و y للفترة 2001-2005، للوقوف على طبيعة العلاقة بين المتغيرين قمنا بحساب معامل التحديد R<sup>2</sup>، و للتأكد من مدى معنوية النتائج المتوصل إليها قمنا بحساب " t " بالإعتماد على إختبار Student و مقارنة " t<sub>cal</sub> " ب " t<sub>tab</sub> " الوقوف على مدى المعنوية. و قد جاءت نتائج الدراسة ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (3-11) يوضح نتائج دراسة أثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total للفترة:  
2005-2001

نتائج الدراسة	البيان
0.8472	معامل الارتباط R
0.7177	معامل التحديد R <sup>2</sup>
5.19	إختبار Student: "t <sub>cal</sub> "
2.35	" t <sub>tab</sub> "
t <sub>tab</sub> < t <sub>cal</sub> معامل الارتباط المعنوي	نتيجة الإختبار

المصدر: من إعداد الباحث.

من خلال النتائج المتحصل عليها و الموضحة في الجدول نلاحظ وجود علاقة طردية قوية بين نسبة الأموال المقترضة و التي تمثل المتغير المستقل و نسبة التغير في سعر السهم و التي تمثل المتغير التابع حيث جاء معامل الإرتباط R مساوي ل 0.8472 أي قريب جدا من الواحد الصحيح مما يعني وجود علاقة قوية بين المتغير المستقل و المتغير التابع.

أما إشارة معامل الإرتباط الموجبة فتدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل و المتغير التابع، أي كلما زادت نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة كلما زاد سعر السهم في السوق، أي أن زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة تؤثر إيجابيا على قيمة المجمع.

كما تدل قيمة معامل التحديد و إشارته على الأثر الكبير للتمويل المباشر على قيمة المجمع، حيث يبين معامل التحديد النسبة من إجمالي التغيرات في نسبة التغير في سعر السهم التي يمكن تفسير و شرحها إستنادا إلى نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة.

و قد جاءت نتيجة إختبار Student لتؤكد معامل الإرتباط الذي تحصلنا عليه، حيث جاءت قيمة t المحسوبة أكبر من t الجدولة مما يدل على وجود علاقة معنوية بين نسبة الأموال المقترضة و نسبة التغير في سعر السهم تؤكد معامل الإرتباط القوي و الموجب.

و من خلال هذه النتائج التي توصلنا إليها يمكن القول أن هناك علاقة قوية بين نسبة القروض في هيكل رأس المال و قيمة المؤسسة و بالتالي يتم قبول الفرضية الثانية لهذه الدراسة. و نخلص إلى أن هناك أثر و علاقة قوية بين التمويل المباشر و قيمة المؤسسة يؤكدها معامل الإرتباط القوي الموجب.

من خلال دراستنا التطبيقية هذه حاولنا الوقوف على صياغة هيكل رأس المال و إختيار مصادر التمويل و أثر ذلك على قيمة المؤسسة، لإبراز دور قرارات التمويل في خلق القيمة للمؤسسة و من خلال الوقوف على واقع صياغة هياكل رأس المال للمؤسسات و المجمعات المتعددة الجنسيات.

و قد بدأنا هذه الدراسة التطبيقية بالتعريف بالمجمع و الوقوف على واقعه و آفاقه المستقبلية ثم إنتقلنا إلى تطبيق ما توصلنا إليه في الجانب النظري على المجمع. و قد إعتدنا على موقع المجمع على الأنترنت للحصول على قوائمه المحاسبية و المالية و مختلف التقارير الصادرة و التي ساعدتنا كثيرا في الحصول على ما نحتاج من المعلومات و البيانات المالية و المحاسبية.

و قد قمنا بتقدير قيمة مجمع Total بواسطة مجموعة من الطرق التي كنا قد تطرقنا إليها في الجانب النظري. و قد توصلنا إلى مجموعة من القيم و ليس قيمة واحدة للمجمع فكل طريقة تعطينا قيمة مختلفة عن الطرق الأخرى، و يرجع هذا الإختلاف إلى تباين المعطيات المعتمدة في كل طريقة. و يؤكد هذا الإختلاف في القيم المتحصل عليها ما توصلنا إليه في الجانب النظري أين قلنا أن تعدد طرق التقييم يعطينا مجالا للقيم و ليس قيمة واحدة للمؤسسة، كما خلصنا إلى تأكيد الفرضية الأولى لهذه الدراسة.

كما قمنا بدراسة أثر التمويل المباشر على قيمة المجمع من خلال دراسة الإرتباط الموجود بين نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة و نسبة التغير في سعر السهم، أين توصلنا إلى وجود أثر و علاقة قوية بين التمويل المباشر و قيمة المجمع يترجمها معامل إرتباط قوي و موجب يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين و قد أكد إختبار Student هذه العلاقة من خلال حصولنا على  $t$  المحسوبة أكبر من  $t$  الجدولة تدل على وجود علاقة معنوية.

خاتمة

## خاتمة:

في نهاية الدراسة نؤكد على أن قرارات اختيار مصادر التمويل تعد من القرارات الاستراتيجية للمؤسسة ذلك أن خدمة مصلحة الملاك توجب على إدارة المؤسسة اتخاذ القرار الذي يعظم ثروتهم. ولتحقيق هذا الهدف على الإدارة مراعاة قيمة المؤسسة عند اختيار مصادر التمويل وبالتالي فلن تختار إلا المصدر الذي يعظم قيمتها. وتشير الدراسات والنظريات التي تطرقنا إليها أن الاقتراض في حدود معقولة يعظم من قيمة المؤسسة كون الفوائد التي تدفع عليه تدخل ضمن التكاليف التشغيلية في جدول حسابات النتائج وبالتالي ينجم عنها وفر ضريبي يرفع من قيمة المؤسسة. كما ينجم على الاقتراض تحمل المؤسسة لمخاطر لا تتحملها إلا المؤسسات المقترضة مثل هذه المخاطر من شأنها أن تجعل المؤسسة أقل إقداما على الاقتراض بغية تخفيض مثل هذه المخاطر، بالإضافة إلى القيود التي يفرضها الدائنون على المؤسسة المقترضة تجعل من قرار الاقتراض قرارا يجب دراسته ألف مرة قبل الإقدام على إتخاذه.

ومن خلال الدراسة التي أجريت على مجمع Total حاولنا التأكد من النقاش الكبير الجاري حول هذا الموضوع و الذي مازال حتى الآن. حيث قمنا بدراسة مدى الارتباط الموجود بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة و نسبة تغير سعر السهم في البورصة من أجل قياس مدى التأثير الناجم عن التمويل المباشر على قيمة هذا المجمع.

وبعد تحليلنا لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة وتحديد مدى الارتباط الموجود بين نسبة القروض إلى الأموال الخاصة ونسبة التغير في سعر السهم لمجمع Total يمكننا الخروج بعدة نتائج واقتراحات وتتمثل في:

## أولا: النتائج:

يمكننا أن نجمع النتائج التي توصلت إليها الدراسة بمجموع النتائج الخاصة بالدراسة النظرية، و النتائج الخاصة بالدراسة التطبيقية.

وفيما يخص النتائج الخاصة بالدراسة النظرية فيمكن حصرها فيما يلي :

- إن تعدد مصادر التمويل ووجود خصائص ايجابية وسلبية لكل مصدر تجعل قرار المفاضلة بين هذه المصادر صعب. ولهذا على المؤسسة المقارنة بين ايجابيات و سلبيات كل مصدر واختيار المصدر الذي يحقق للمؤسسة أكبر قدر من الايجابيات. هذا غير كافي فيجب على المؤسسة مراعاة مجموعة من العوامل من أجل اتخاذ القرار الذي يتميز بأكبر قدر من الرشد و يخدم أكثر مصلحة الملاك باعتبارهم أصحاب المؤسسة .

- هناك صعوبة كبيرة في تحديد تكلفة مصادر التمويل وهذا راجع إلى الطرق المتعددة في حسابها كما يصعب تحديد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال لاختلاف الهدف من حسابها .
- إن تعدد طرق و مداخل حساب قيمة المؤسسة يؤدي إلى صعوبة الوصول إلى قيمة محددة للمؤسسة ، فتطبيق هذه الطرق لا يعطي قيمة واحدة وإنما مجموعة من القيم تشكل مجالا ، بل وأن تطبيق نفس الطريقة لا يعطينا نفس القيمة . وهنا يرجع قرار اختيار قيمة المؤسسة إلى عدة معايير منها الهدف من التقييم، زمن التقييم، ووضعية المؤسسة خلال فترة التقييم وغيرها من العوامل .
- في ظل افتراض سوق كامل اختلفت المداخل حول طبيعة أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة ، حيث انقسمت إلى قسمين . فهناك من يرى أن قرارات التمويل لا علاقة لها بقيمة المؤسسة وأن مثل هذه القرارات لا يمكن أن تؤثر على قيمة المؤسسة ومن أهم المداخل التي دافعت على هذا الاتجاه دراسة مودجلياني وميلر . أما الاتجاه الآخر فيرى أن قرارات التمويل لا يمكن أن تتخذ دون مراعاة قيمة المؤسسة وبالتالي ترى أن التمويل المباشر له أثر كبير على قيمة المؤسسة هذا الاتجاه كان بقيادة المدخل التقليدي .
- في ظل افتراض سوق غير كامل تظهر عدة متغيرات يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار في صياغة هيكل رأس المال . فوجود الضرائب يمكن أن يخلق وفر ضريبي إذا اعتمدت المؤسسة على القروض في هيكل رأسمالها على اعتبار أن فوائد القروض تدخل ضمن المصاريف التشغيلية في جدول حسابات النتائج ، ووجود هذا الوفر الضريبي يرفع من قيمة المؤسسة . غير أن الاعتماد على الاقتراض يؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة مثل هذه التكاليف من شأنها أن تخفض من قيمة الوفر الضريبي مما يؤدي إلى تخفيض قيمة المؤسسة. كما أن وجود ضريبة على دخل المستثمر يمكنها أن ترفع أو تخفض من قيمة الوفر الضريبي .
- هناك تفضيلات للمؤسسة في اختيار مصادر تمويلها حيث تفضل المؤسسة التمويل الذاتي في المرتبة الأولى وفي حالة عدم كفايته فستلجأ إلى القروض (السندات)، ويأتي في المرتبة الأخيرة إصدار الأسهم العادية . هذه التفضيلات من شأنها أن تمثل إشارات مالية للبورصة حول الصحة المالية للمؤسسة ، بحيث إذا قامت المؤسسة بإصدار سندات فهذه تعتبر إشارة جيدة للمستثمرين ، وإصدار قروض جديدة يعني أن المؤسسة متأكدة من أنها قادرة على تسديد أعباء مالية إضافية . أما إذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم عادية فهذا يعطي إشارة سيئة للسوق المالي .

أما النتائج الخاصة بالدراسة التطبيقية فيمكن حصرها في :

- يعرف مجمع Total زيادة مستمرة في قيمته وهذا حسب جميع الطرق والمداخل التي استعملناها في حساب قيمته ماعدا سنة 2002 التي حقق المجمع فيها انخفاضا في قيمته نتيجة انخفاض الأرباح التي حققها ، أما باقي السنوات فعرف المجمع ارتفاعا مستمرا في قيمته .
- تعدد الطرق المستعملة في حساب قيمة المجمع أدى إلى اختلاف القيم المتحصل عليها، حيث لم نحصل على قيمة واحدة للمجمع لنفس السنة و إنما حصلنا على مجموعة من القيم تشكل مجالا للقيمة التي يمكن أن يأخذها المجمع، و في هذا تأكيدا للفرضية الأولى لهذه الدراسة هذا ما دفعنا إلى قبول الفرضية الأولى للدراسة .
- أظهرت نتائج استعمال الطرق التي تركز على مردودية المؤسسة (مستقبلها) قيما أكبر للمجمع من نتائج استعمال مدخل الذمة المالية المرتكز على ميزانية المجمع . هذا يعني أن المجمع يعرف استقرارا ونموا مما أدى إلى ارتفاع القيم المعنوية للمجمع أو ما يسمى بال: "Good will" مما أدى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المجمع.
- تأكد الدراسة التطبيقية لأثر التمويل المباشر على قيمة مجمع Total على علاقة قوية بين مصادر التمويل و قيمة المؤسسة. حيث أثبت معامل الارتباط "Pearson" وجود علاقة قوية و طردية بين المتغيرين . كما أثبت اختبار ستودنت "Student" مدى معنوية هذه العلاقة . وبالتالي نخرج بنتيجة أن قرار صياغة هيكل رأس المال من القرارات الاستراتيجية في مالية المؤسسة ومادام أن الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم ثروة الملاك فعليها أن تهتم بصياغة هيكل رأس المال بشكل يسمح للمؤسسة بالاستفادة من الوفرات و تخفيض تكلفة الإفلاس و الوكالة . وعليه فإن التمويل المباشر له تأثير كبير على قيمة المؤسسة مما أدى بنا إلى قبول الفرضية الثانية لهذه الدراسة .

#### ثانيا: التوصيات

- من خلال النتائج السابقة المتوصل إليها يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات و التوصيات تفيد أكثر المؤسسات الجزائرية من المجمع موضوع الدراسة و المتمثلة في :
- لقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين التمويل المباشر و قيمة المؤسسة ، ومن هنا يبرز الدور الكبير لصياغة هيكل رأس المال في التأثير على قيمة المؤسسة، لهذا يجب على المؤسسة الجزائرية اليوم الاهتمام أكثر بصياغة هيكل رأسمال ملائم خاصة إذا أرادت الاستفادة من مزايا التمويل المباشر من خلال الاستفادة من الوفرات الضريبية التي توفرها السندات (القروض) هذه الوفرات تسمح بزيادة القيمة السوقية للسهم . غير أنه لا يجب التماذي في إصدار مثل هذه القروض

لأن الآثار الايجابية للاقتراض يمكن أن تتقلب إلى آثار سلبية إذا ما تجاوزت نسبة القروض إلى الأموال الخاصة حدا معيننا نتيجة لارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف الملاك و الدائنين على حد سواء. لذلك على المؤسسات الجزائرية دراسة هياكلها المالية بشكل جيد يسمح لها بمعالجة الخلل الكبير الذي تعرفه في هياكلها المالية .

- تشجيع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على دخول البورصة للاستفادة من مصادر التمويل المباشر التي توفرها. ولن يتأتى ذلك إلا عن طريق زيادة مردودية هذه المؤسسات بتوسيع أنشطتها وأرباحها مما يجعلها أكثر قدرة على المنافسة و الصراع في الأسواق المحلية وحتى العالمية، هذا النمو يسمح للمؤسسة بطرح أسهم وسندات في البورصة تحظى بثقة المستثمرين .

- تشجيع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على إصدار سندات القروض بدلا من اللجوء إلى البنوك التجارية التي يعرف قطاعها مشاكل كبيرة في توفير التمويل المناسب. فإصدار مثل هذه القروض يسمح للمؤسسات بالتمتع بالوفورات الضريبية وتقادي عراقيل البنوك التجارية من جهة ويسمح من جهة أخرى بتشجيع الاستثمار في السندات على اعتبارها أكثر أمانا مقارنة بسوق الأسهم وهذا من أجل تشجيع التعامل مع البورصة ومنح ثقة أكبر للمستثمرين.

- ضرورة توفير مناخ مريح وملائم ومشجع للمستثمرين في بورصة الجزائر عن طريق قوانين تمنح الحماية خاصة لصغار المستثمرين من أجل توظيف أموالهم في شراء الأوراق المالية . هذا التوظيف يسمح بامتصاص الفائض النقدي من جهة ويخلق مصدر تمويل مباشر للمؤسسات من أجل الحصول على تمويل عادة ما يكون أقل تكلفة ، بدلا من اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية التي ترفع من تكلفة التمويل .

- نشر الوعي المصرفي والمالي و ثقافة البورصة في المجتمع فحدثة تجربة بورصة الجزائر أدت إلى ركود التعامل بالتمويل المباشر ، لهذا يجب خلق عمق وسعة أكبر في بورصة الجزائر . هذا الخلق يجب أن يتحمل مسؤوليته جميع الأطراف النشطة في البورصة من مؤسسات اقتصادية و مستثمرين بالإضافة إلى قدرة اللجان المنظمة لهذه البورصة على توفير السرعة اللازمة في التعاملات دون إهمال الضمانات .

وفي نهاية هذه الدراسة نؤكد على ضرورة إنفتاح المؤسسات الجزائرية و المستثمرين على البورصة باعتبارها مجالا خصبا للاستثمار و التمويل. كماؤكد على ضرورة مواصلة البحث في هذا الموضوع الذي لم يصل إلى إجابة نهائية ومازال يحتاج إلى المزيد من الدراسات و الأبحاث خاصة في الجزائر. ولهذا أدعو الباحثين إلى إجراء المزيد من البحوث في هذا المجال بما يتوافق مع معطيات واقع المؤسسات الجزائرية رغم العراقيل المحتملة .

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

أولاً : الكتب :

أ- الكتب باللغة العربية :

- 1- أرشد فؤاد التميمي- أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية "تحليل وإدارة"، الطبعة الأولى، درا الميسرة، عمان، 2004
- 2- بويقوب عبد الكريم، أصول المحاسبة العامة (وفق المخطط المحاسبي الوطني) . ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر. 1999، ص:256.
- 3- جيلالي جلاطو، الإحصاء، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 4- هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية ، الطبعة الأولى، دار صفاء، عمان، 2003
- 5- وائل عودة العكشة وآخرون، محاسبة الشركات "أشخاص - أموال"، الطبعة الأولى، دار الميسرة، عمان، 1996
- 6- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة ، الوراق للنشر و التوزيع ، عمان، 2004.
- 7- حسين علي خربوش- عبد المعطي رضا أرشد- محفوظ أحمد جودة ، الإستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق ، دار زهران للنشر و التوزيع ، عمان ، 1999.
- 8- كمال سلطان محمد سالم، مبادئ علم الإحصاء، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 9- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والإئتماني "الأساليب والأدوات والإستخدامات العملية"، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر، عمان ، 2003.
- 10- محمد مطر- فايز يتم، إدارة المحافظ الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان، 2005.
- 11- محمد صالح الحناوي- ابراهيم إسماعيل السلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 12- محمد صالح الحناوي- جلال إبراهيم العبد ، الإدارة المالية : مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002.
- 13- محمد صالح الحناوي- نهال فريد مصطفى- رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 14- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، نشأة المعارف: الإسكندرية، 1998.
- 15- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003،
- 16- منير شاكر محمد- إسماعيل إسماعيل- عبد الناصر نور، التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات"، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 17- نور الدين خبابة، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار النهضة العربية ، بيروت، 1997

- 18-سمير محمد عبد العزيز، التمويل والإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، 1997.
- 19- عبد المنعم السيد علي - نزار سعد الدين العيسى ، الإدارة المالية - أطر نظرية وحالات علمية، الطبعة الأولى، دار وائل، عمان ، 2003.
- 22- عبد القادر حلّيمي، مدخل إلى الإحصاء، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998.
- 23- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية "أسهم- سندات- وثائق الإستثمارات- الخيارات"، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 24- عبد الغفار حنفي- رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000
- 25 - عدنان هاشم السامراني، الإدارة المالية، دار نهران، عمان، 1997.
- 26- فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة: عبد الرحمن دعالة بييلة، عبد الفتاح السيد النعماني، مراجعة، نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 1993.
- 27- خيرت ضيف، في أصول المحاسبة، دار النهضة العربية، بيروت، 1981.
- ب- الكتب بالغة الفرنسية :
- 28- Albouy. Michel, Financement et coût du capital des entreprises, deuxième edition, Eyrolles, Paris, 1994
- 29-Barked .Richard ,L'évaluation des entreprises : modèles et mesures de la valeur , traduit de l'anglais par : Anne-Marie Salha , Les Echos Edition et Pearson Education , Paris , 2002.
- 30- Barreau . Jean et Delahaye . Jacqueline , Gestion financière , 12 ème edition , Dunod , Paris , 2003.
- 31-Barreau . Jean et al,Gestion Financière ,6 ème édition , Dunod , Paris , 2004
- 32-Bellalah .Mondher, Gestion de Portefeuille, Pearson Edition, Paris, 2004
- 33-Bellalah. Monder , Finance moderne d'entreprise , 2ème edition, Economica, Paris ; 2003.
- 34 -Ben Halima .A, Pratiques des Techniques Bancaires, Edition Dehleb,Alger , 1997.
- 35 - Bodie. ZVI et Merton. Robert ,Finance, Pearson Education ,Paris ,2001
- 36 -Brilmane .J , Marie .C , Manuel d'évaluation des entreprises, éditions d'organisation . Paris, 1990.
- 37- Broquet et al, Gestion de portefeuille, 4<sup>ème</sup> édition, De boeck. Bruxelles , 2004.
- 38- Capiez A, Eléments de gestion Financière, 4<sup>ème</sup> éd, masson Paris, 1995.
- 39- Chambost. Isabelle, Cuyanbère. Thierry, Gestion Financière, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris,2004.
- 40- Charreaux . G, Finance d'entreprise , éd: EMS, Paris , 2000.
- 41-Conso. P et Hemeci .F , gestion financière , 9ème éd , Dunod , Paris , 1999.
- 42- Damodaran Aswath, Finance d'entreprise :théorie et pratique,traduction sous la direction de :hirigoyen.gerard, 1<sup>er</sup> édition, De boeck. Bruxelles, 2004.

66- مليكة زغيب ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية : دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جبلي ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية ، جامعة سطيف ، سنة : 2005-2006.

67- عبد القادر. بوغزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة -دراسة حالة مؤسسة صيدال- ، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2004.

68- Seder. Salim , Etude sur la structure du capital des PME algeriennes : perspectives de la banque , Memoire du magistaire , Ecole superieur du commerce , Alger , 2003-2004.

#### ثالثا : القوانين :

69- أمر رقم 96-09 مؤرخ في 10 يناير 1996م المتعلق بالاعتماد الاجاري ، الجريدة الرسمية العدد 3 المؤرخة في : 1996/01/14

70- أمر رقم 75-59 مؤرخ في 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، الجريدة الرسمية ، عدد 101 ، المؤرخة في 30 سبتمبر 1975.

#### رابعا المواقع الإلكترونية :

71- [www. Ac-bordeaux.fr/Etablissement/sudmedoc/ses/2000/cadre\\_social-html](http://www.Ac-bordeaux.fr/Etablissement/sudmedoc/ses/2000/cadre_social-html).

72- [www.total.com/fr/group/présentation](http://www.total.com/fr/group/présentation).

73- [www. total.com/static/fr/medias/topic768/Total\\_2005\\_Total\\_en\\_2005.pdf.com](http://www.total.com/static/fr/medias/topic768/Total_2005_Total_en_2005.pdf.com).

74- [www. total.com/static/fr/medias/topic373/Total\\_2004\\_rapport\\_annuel.pdf.com](http://www.total.com/static/fr/medias/topic373/Total_2004_rapport_annuel.pdf.com).

75- [www. total.com/static/fr/medias/topic303/Total\\_2003\\_rapport\\_annuel.pdf.com](http://www.total.com/static/fr/medias/topic303/Total_2003_rapport_annuel.pdf.com).

## قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1-1	طرق تمويل المؤسسات	9
2-1	طرق تدفق الأموال	18
3-1	علاقة تكلفة التمويل بالمخاطر	44
1-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة (مدخل صافي الربح )	84
2-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال (مدخل صافي الربح )	84
3-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات )	88
4-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال (مدخل صافي ربح العمليات)	88
5-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال (المدخل التقليدي)	92
6-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال (المدخل التقليدي)	92
7-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة (المدخل التقليدي)	93
8-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة (مدخل مودجلياني وميلر)	99
9-2	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال (مدخل مودجلياني وميلر)	101
10-2	مقارنة بين مدخل مودجلياني وميلر و المدخل التقليدي	103
1-3	أثر الوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة	109
2-3	أثر نسبة الرفع المالي على تكلفة الأموال	109
3-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك	113
4-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال	114
5-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة	115
6-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة	119
7-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة (مع اخذ الضريبة على دخل المستثمر)	125
8-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و قيمة المؤسسة	129
9-3	القيمة السوقية للمؤسسة في نظرية العلاقة التوازنية	131
10-3	العلاقة بين نسبة الرفع المالي و تكلفة الأموال	132

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
77	خصائص مؤسسة : Solène و Aymeric	1-1
97	تقدير القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة و مؤسسة غير مقترضة	1-2
121	معدلات الضرائب في بعض دول العالم	2-2
128	افتراضات قيمة المؤسسة في ظل وجود الوفر الضريبي وتكلفة الافلاس و تكلفة الوكالة و الضريبة على دخل المستثمر	3-2
157	قيمة تدفقات الخزينة لمجمع Total للفترة: 2002-2001.	1-3
158	سعر السهم وتوزيعات السهم الواحد للفترة: 2005-2001	2-3
159	حساب قيمة التوزيعات المجمع Total في الفترة 2002-2001	4-3
161	حساب تكلفة الأموال الخاصة لمجمع Total للفترة 2002-2001.	5-3
162	تقدير قيمة مجمع Total للفترة: 2005-2001 باستخدام نموذج Gordon- Shapiro	6-3
163	قيمة مجمع Total باستخدام طريقة رسملة الأرباح للفترة: 2005-2001	7-3
165	قيمة الأصل الصافي المحاسبي (ANC) للفترة 2005-2001 لمجمع Total	8-3
166	تقدير قيمة مجمع Total بالطريقة الألمانية للفترة 2005-2001.	9-3
171	يوضح متغيرات الدراسة للفترة 2005-2001 لمجمع Total	10-3

# Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

Exercice clos le 31 décembre 2005

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

Un exécution de la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale, nous avons procédé au contrôle des comptes consolidés de la société TOTAL, S.A. relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2005, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Les comptes consolidés ont été arrêtés par le Conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes. Ces comptes ont été préparés pour la première fois conformément au référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne. Ils comprennent à titre comparatif les données relatives à l'exercice 2004 retraitées selon les mêmes règles.

## I. Opinion sur les comptes consolidés

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France : ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

Nous certifions que les comptes consolidés de l'exercice sont, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union Européenne réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, ainsi que du résultat de TOTAL, S.A. et des entités comprises dans la consolidation.

## II. Justification des appréciations

En application des dispositions de l'article L. 823-9 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

Certains principes comptables appliqués par le groupe TOTAL impliquent une part importante de jugements et d'estimations. La mise en œuvre de ces jugements et estimations concerne principalement l'application de la méthode dite du "surcoût" effectués pour les activités pétrolières, la dépréciation des actifs immobilisés, les provisions pour restitution des sites et risques environnementaux, la valorisation des engagements de retraite et la détermination des impôts courants et différés. Une information détaillée sur l'application de ces principes comptables est donnée dans l'annexe aux comptes consolidés.

Nos travaux relatifs aux jugements ou estimations significatifs retenus par la Direction et qui peuvent découler de l'application de ces principes comptables nous ont permis d'apprécier leur caractère raisonnable.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes consolidés, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion exprimée dans la première partie de ce rapport.

## III. Vérification spécifique

Par ailleurs, nous avons également procédé à la vérification des informations données dans le rapport sur la gestion du Groupe. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes consolidés.

Paris-La Défense, le 15 mars 2006

Les commissaires aux comptes

ERNST & YOUNG AUDIT

KPMG AUDIT  
Département de KPMG S.A.

Gabriel Galet

Philippe Diu

René Amirkhanian

# Compte de résultat consolidé <sup>(1)</sup>

## TOTAL

(en millions d'euros)	2005	2004
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>143 168</b>	<b>121 998</b>
Droits d'accises	(20 550)	(21 517)
Produits des ventes	122 618	100 481
Achats, nets de variation de stocks	(72 565)	(58 556)
Autres charges d'exploitation	(20 164)	(19 103)
Charges d'exploration	(431)	(414)
Amortissements des immobilisations corporelles et droits miniers	(5 411)	(5 722)
<b>Résultat opérationnel</b>		
Holding	(467)	(349)
Secteurs d'activité*	24 514	17 035
<b>Total Résultat Opérationnel</b>	<b>24 047</b>	<b>16 686</b>
Autres produits	177	3 139
Autres charges	(762)	(1 197)
Coût de l'endettement financier brut	(1 257)	(737)
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	943	572
Coût de l'endettement financier net	(314)	(165)
Autres produits financiers	405	333
Autres charges financières	(269)	(235)
Charge d'impôt	(11 825)	(8 570)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	1 184	1 158
<b>Résultat net de l'ensemble consolidé</b>	<b>12 643</b>	<b>11 149</b>
Part du Groupe**	12 273	10 868
Intérêt des minoritaires et rémunération des actions privilégiées	370	281
Résultat net par action (euros)	20,91	17,99
Résultat net dilué par action (euros)***	20,78	17,92
* Résultat opérationnel ajusté des secteurs d'activité	23 669	17 217
Résultat opérationnel net ajusté des secteurs d'activité	11 902	8 957
** Résultat net ajusté	12 003	9 131
*** Résultat net ajusté dilué par action (euro)	20,33	15,05

(a) Excepté pour les résultats nets par action.

(1) Pour obtenir des informations complémentaires sur les comptes, voir le « Document de référence 2005 » de TOTAL.

# Bilan consolidé <sup>(1)</sup>

## TOTAL

(en millions d'euros)	2005	2004
<b>ACTIF</b>		
<b>Actifs non courants</b>		
Immobilisations incorporelles	4 384	3 176
Immobilisations corporelles	40 568	34 906
Sociétés mises en équivalence : titres et prêts	12 652	10 680
Titres de participation	1 516	1 198
Instruments de couverture des dettes financières non courantes	477	1 516
Autres actifs non courants	2 794	2 351
<b>Total actifs non courants</b>	<b>62 391</b>	<b>53 827</b>
<b>Actifs courants</b>		
Stocks	12 690	9 264
Clients et comptes rattachés	19 612	14 025
Autres créances	6 799	5 314
Instruments financiers courants	334	477
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4 318	3 860
<b>Total actifs courants</b>	<b>43 753</b>	<b>32 940</b>
<b>Total actif</b>	<b>106 144</b>	<b>86 767</b>
<b>PASSIF</b>		
<b>Capitaux propres</b>		
Capital	6 151	6 350
Primes et réserves consolidées	37 504	31 717
Écarts de conversion	1 421	(1 429)
Actions autodétenues	(4 431)	(5 030)
<b>Total des capitaux propres – part du Groupe</b>	<b>40 645</b>	<b>31 608</b>
<b>Intérêts minoritaires et actions privilégiées émises par les filiales consolidées</b>	<b>838</b>	<b>810</b>
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>41 483</b>	<b>32 418</b>
<b>Provisions et autres passifs non courants</b>		
Impôts différés	6 976	6 402
Engagements envers le personnel	3 413	3 607
Provisions non courantes	7 051	6 274
<b>Total provisions et autres passifs non courants</b>	<b>17 440</b>	<b>16 283</b>
<b>Dettes financières non courantes</b>	<b>13 793</b>	<b>11 289</b>
<b>Dettes courantes</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	16 406	11 672
Autres créiteurs et dettes diverses	13 069	11 148
Dettes financières courantes	3 920	3 614
Instruments financiers courants	33	343
<b>Total dettes courantes</b>	<b>33 428</b>	<b>26 777</b>
<b>Total passif</b>	<b>106 144</b>	<b>86 767</b>

(1) Pour obtenir des informations complémentaires sur les comptes, voir le « Document de référence 2005 » de TOTAL.

# Bilans résumés et comptes de résultat des cinq derniers exercices

## Bilan consolidé résumé des cinq derniers exercices

31 décembre (en millions d'euros)	2005	2004	2004	2003	2002	2001
	(Normes IFRS)		(Normes françaises)			
<b>ACTIF</b>						
<b>Actifs non courants</b>	<b>62 391</b>	<b>53 827</b>	<b>52 533</b>	<b>50 450</b>	<b>54 010</b>	<b>56 640</b>
Immobilisations incorporelles	4 384	3 176	1 908	2 017	2 752	3 196
Immobilisations corporelles	40 568	34 906	36 422	36 286	38 592	41 274
Autres actifs non courants	17 439	15 745	14 203	12 147	12 666	12 170
<b>Actif courants</b>	<b>43 753</b>	<b>32 940</b>	<b>31 628</b>	<b>29 513</b>	<b>31 319</b>	<b>31 960</b>
Stocks	12 690	9 264	7 053	6 137	6 515	6 622
Autres actifs courants	31 063	23 676	24 575	23 376	24 804	25 338
<b>Total actif</b>	<b>106 144</b>	<b>86 767</b>	<b>84 161</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>	<b>88 600</b>
<b>PASSIF</b>						
Capitaux propres part du Groupe	40 645	31 608	31 260	30 406	32 146	33 932
Intérêts des minoritaires et actions privilégiées	838	810	776	1 060	1 201	10 465
Provisions et autres passifs non courants	17 440	16 283	16 112	15 605	16 643	15 969
Dettes financières non courantes	13 793	11 289	9 734	9 783	10 157	11 165
<b>Dettes courantes</b>	<b>33 428</b>	<b>26 777</b>	<b>26 279</b>	<b>23 109</b>	<b>25 182</b>	<b>26 069</b>
<b>Total passif</b>	<b>106 144</b>	<b>86 767</b>	<b>84 161</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>	<b>88 600</b>

## Compte de résultat consolidé résumé des cinq derniers exercices

Exercice (en millions d'euros)	2005	2004	2004	2003	2002	2001
	(Normes IFRS)		(Normes françaises)			
Chiffre d'affaires	143 168	121 998	122 700	104 652	102 540	105 318
Charges d'exploitation	(113 710)	(99 590)	(101 141)	(86 905)	(86 622)	(87 760)
Amortissements courants des immobilisations corporelles	(5 411)	(5 722)	(5 498)	(4 977)	(5 792)	(4 781)
<b>RÉSULTAT OPÉRATIONNEL</b>	<b>24 047</b>	<b>16 686</b>	<b>16 061</b>	<b>12 770</b>	<b>10 126</b>	<b>12 777</b>
Autres charges et produits	(585)	1 942	1 866	(1 199)	31	(36)
Autres charges et produits financiers	(178)	(67)	(76)	(85)	(35)	(44)
Charge d'impôts	(11 825)	(8 570)	(8 316)	(5 353)	(5 034)	(5 874)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	1 184	1 158	337	1 086	866	1 001
<b>Résultat de l'ensemble consolidé</b>	<b>12 643</b>	<b>11 149</b>	<b>9 872</b>	<b>7 219</b>	<b>5 954</b>	<b>7 824</b>
Part des minoritaires	370	281	260	194	13	166
<b>RÉSULTAT NET</b>	<b>12 273</b>	<b>10 868</b>	<b>9 612</b>	<b>7 025</b>	<b>5 941</b>	<b>7 658</b>



# Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

Exercice clos le 31 décembre 2003

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale, nous avons procédé au contrôle des comptes consolidés de la société TOTAL S.A. relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2003, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Les comptes consolidés ont été arrêtés par le Conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

## Opinion sur les comptes consolidés

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

Nous certifions que les comptes consolidés, établis conformément aux règles et principes comptables applicables en France, sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation.

## Observations et justification de nos appréciations

En application des dispositions de l'article L. 225-235 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, et qui s'appliquent pour la première fois à cet exercice, nous portons à votre connaissance les éléments suivants, qui contribuent à l'opinion exprimée ci-dessus portant sur les comptes pris dans leur ensemble.

Certains principes comptables appliqués par le Groupe TOTAL impliquent une part importante de jugements et d'estimations. La mise en œuvre de ces jugements et estimations concerne principalement l'application de la méthode dite du "successful effort" pour les activités pétrolières, la dépréciation des actifs immobilisés, les provisions pour restitution des sites et risques et charges liées à l'environnement, la valorisation des engagements de retraite et la détermination des impôts courants et différés. Une information détaillée sur l'application de ces principes comptables est donnée dans l'annexe aux comptes consolidés.

Nos travaux relatifs aux jugements ou estimations significatifs retenus par la Direction et qui peuvent découler de l'application de ces principes comptables nous ont permis d'apprécier leur caractère raisonnable.

La note 1 de l'annexe aux comptes consolidés expose un changement de méthode comptable lié à la restitution des sites et ses conséquences sur le bilan et les capitaux propres à l'ouverture. Dans le cadre de notre appréciation des règles et principes comptables suivis par la société, nous nous sommes assurés de la régularité de ce changement et de la présentation appropriée qui en a été faite.

## Vérification spécifique

Par ailleurs, nous avons également procédé à la vérification des informations données dans le rapport sur la gestion du Groupe, conformément aux normes professionnelles applicables en France. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes consolidés.

Neuilly-sur-Seine et Paris La Défense, le 19 février 2004

Les commissaires aux comptes

Barbier Frinault et Autres  
Réseau Ernst & Young  
Pascal Maciocé

KPMG Audit  
Département de KPMG S.A.  
René Amirkhanian



## Compte de résultat consolidé

Exercice	Montants en millions d'euros (1)		
	2003	2002	2001
Chiffre d'affaires (Notes 3 et 4)	104 652	102 540	105 318
Charges d'exploitation (Note 18)	(86 905)	(86 622)	(87 760)
Amortissements des immobilisations corporelles	(4 977)	(5 792)	(4 781)
Résultat opérationnel (Note 3)			
	Holding Secteurs d'activité *		
	(209)	(210)	(252)
	12 979	10 336	13 029
<b>Total résultat opérationnel</b>	<b>12 770</b>	<b>10 126</b>	<b>12 777</b>
Frais financiers nets (Note 19)	(232)	(195)	(184)
Dividendes reçus des participations non consolidées	152	170	159
Rémunération des actions privilégiées des filiales consolidées (Note 13)	(5)	(10)	(19)
Autres charges et produits, nets (Note 20)	(1 060)	243	283
Impôt sur les sociétés (Note 21)	(5 353)	(5 034)	(5 874)
Résultat des sociétés mises en équivalence (Note 7)	1 086	866	1 001
<b>Résultat avant amortissement des écarts d'acquisition</b>	<b>7 358</b>	<b>6 166</b>	<b>8 143</b>
Amortissement des écarts d'acquisition	(139)	(212)	(319)
<b>Résultat de l'ensemble consolidé</b>	<b>7 219</b>	<b>5 954</b>	<b>7 824</b>
Part des minoritaires dans le résultat	194	13	166
<b>Résultat net **</b>	<b>7 025</b>	<b>5 941</b>	<b>7 658</b>
<b>Résultat net par action (euros) (Note 1-Q) ***</b>	<b>11,06</b>	<b>8,92</b>	<b>11,05</b>
* Résultat opérationnel des secteurs d'activité, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	13 004	10 995	13 121
Résultat opérationnel net des secteurs d'activité, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	6 973	5 868	7 564
** Résultat net part du Groupe, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	7 344	6 260	7 518
*** Résultat net par action, hors éléments non-récurrents (euros) (Notes 1-Q et 1-R)	11,56	9,40	10,85

(1) Excepté pour le résultat par action.



## Bilan consolidé

31 décembre	Montants en millions d'euros		
	2003	2002	2001
<b>Actif</b>			
<b>Actif long terme</b>			
Immobilisations incorporelles, valeur nette (Note 5)	2 017	2 752	3 196
Immobilisations corporelles, valeur nette (Note 6)	36 286	38 592	41 274
Sociétés mises en équivalence : titres et prêts (Note 7)	7 833	7 710	7 592
Autres titres de participation (Note 8)	1 162	1 221	1 536
Autres actifs long terme (Note 9)	3 152	3 735	3 042
<b>Total actif long terme</b>	<b>50 450</b>	<b>54 010</b>	<b>56 640</b>
<b>Actif circulant</b>			
Valeurs d'exploitation (Note 10)	6 137	6 515	6 622
Clients et comptes rattachés (Note 11)	12 357	13 087	13 497
Autres créances (Note 11)	4 779	5 243	7 263
Valeurs mobilières de placement	1 404	1 508	1 004
Disponibilités	4 836	4 966	3 574
<b>Total actif circulant</b>	<b>29 513</b>	<b>31 319</b>	<b>31 960</b>
<b>Total actif</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>	<b>88 600</b>
<b>Passif</b>			
<b>Capitaux propres</b> (Note 12)			
Capital	6 491	6 872	7 059
Primes et réserves consolidées	30 408	30 514	30 544
Écarts de conversion	(3 268)	(830)	1 252
Actions autodétenues	(3 225)	(4 410)	(4 923)
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>30 406</b>	<b>32 146</b>	<b>33 932</b>
<b>Actions privilégiées émises par les filiales consolidées</b> (Note 13)	<b>396</b>	<b>477</b>	<b>567</b>
<b>Intérêts minoritaires</b> (Note 13)	<b>664</b>	<b>724</b>	<b>898</b>
<b>Provisions pour risques et charges et autres passifs long terme</b>			
Provisions pour impôts différés (Note 21)	5 443	6 390	6 521
Provisions pour pensions, retraites et obligations similaires (Note 14)	3 818	4 103	3 355
Autres provisions pour risques et charges et autres passifs long terme (Note 15)	6 344	6 150	6 093
<b>Total provisions pour risques et charges et autres passifs long terme</b>	<b>15 605</b>	<b>16 643</b>	<b>15 969</b>
<b>Emprunts et dettes financières à long terme</b> (Note 16)	<b>9 783</b>	<b>10 157</b>	<b>11 165</b>
<b>Dettes à court terme</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	10 304	10 236	10 034
Autres créditeurs et dettes diverses (Note 17)	8 970	9 850	12 470
Emprunts et dettes financières à court terme (Note 16)	3 835	5 096	3 565
<b>Total dettes à court terme</b>	<b>23 109</b>	<b>25 182</b>	<b>26 069</b>
<b>Total passif</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>	<b>88 600</b>



## Tableau de flux de trésorerie consolidé

Exercice	Montants en millions d'euros		
	2003	2002	2001
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>			
Résultat de l'ensemble consolidé	7 219	5 954	7 824
Dotations aux amortissements et provisions des immobilisations corporelles et incorporelles	5 305	6 241	5 390
Autres provisions long terme et impôts différés	(208)	(264)	1 153
Effet de l'externalisation des engagements sociaux	(170)	-	(449)
Exploration passée en charges	359	487	571
(Plus) moins-value sur cessions d'actifs	182	(862)	(1 735)
Dividendes moins quote-part des résultats des sociétés mises en équivalence	(603)	(479)	(709)
Autres, nets	21	(7)	(56)
<b>Flux de trésorerie d'exploitation avant variation du besoin en fonds de roulement</b>	<b>12 105</b>	<b>11 070</b>	<b>11 989</b>
Diminution (augmentation) du besoin en fonds de roulement (Note 27)	382	(64)	314
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>	<b>12 487</b>	<b>11 006</b>	<b>12 303</b>
<b>Flux de trésorerie d'investissement</b>			
Investissements corporels et incorporels	(6 365)	(6 942)	(7 517)
Investissements d'exploration passés en charges	(343)	(432)	(521)
Coût d'acquisition de sociétés consolidées, net de la trésorerie acquise	(421)	(127)	(1 051)
Coût d'acquisition de titres	(123)	(298)	(539)
Augmentation des prêts long terme	(476)	(858)	(938)
<b>Investissements</b>	<b>(7 728)</b>	<b>(8 657)</b>	<b>(10 566)</b>
Produits de cession d'actifs corporels et incorporels	315	290	409
Produits de cession de titres consolidés, net de la trésorerie cédée	820	5	721
Produits de cession d'autres titres	218	1 346	4 634
Remboursement de prêts long terme	525	672	1 240
<b>Désinvestissements</b>	<b>1 878</b>	<b>2 313</b>	<b>7 004</b>
Diminution (augmentation) des valeurs mobilières de placement	116	(505)	(428)
<b>Flux de trésorerie d'investissement</b>	<b>(5 734)</b>	<b>(6 849)</b>	<b>(3 990)</b>
<b>Flux de trésorerie de financement</b>			
Variation de capital et autres fonds propres :			
Actionnaires de la société mère	69	461	24
Rachat d'actions propres	(3 994)	(2 945)	(5 605)
Actionnaires minoritaires	76	32	12
Dividendes payés :			
Aux actionnaires de la société mère	(2 571)	(2 514)	(2 278)
Aux actionnaires minoritaires	(124)	(100)	(151)
Émission nette d'emprunts (Note 27)	2 108	1 642	(185)
Variation des dettes financières à court terme	(2 153)	746	(1 330)
Autres, nets	(5)	(10)	(19)
<b>Flux de trésorerie de financement</b>	<b>(6 594)</b>	<b>(2 688)</b>	<b>(9 532)</b>
Augmentation (diminution) de la trésorerie	159	1 469	(1 219)
Incidence des variations de change et de périmètre	(289)	(77)	193
Trésorerie au 1 <sup>er</sup> janvier	4 966	3 574	4 600
<b>Trésorerie à fin de période</b>	<b>4 836</b>	<b>4 966</b>	<b>3 574</b>



## Variation des capitaux propres consolidés

en millions d'euros)	Actions émises		Primes et réserves consolidées	Écarts de conversion	Actions autodétenues		Capitaux propres
	Nombre	Montant			Nombre	Montant	
<b>Au 1<sup>er</sup> janvier 2001</b>	<b>740 465 798</b>	<b>7 405</b>	<b>29 283</b>	<b>667</b>	<b>(36 582 129)</b>	<b>(4 954)</b>	<b>32 401</b>
Dividendes payés	-	-	(2 278)	-	-	-	(2 278)
Résultat net 2001	-	-	7 658	-	-	-	7 658
Émissions d'actions (Note 12)	837 161	7	31	-	-	-	38
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(36 241 000)	(5 605)	(5 605)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(35 368 000)	(353)	(5 270)	-	35 368 000	5 623	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	585	-	-	585
Plus-values de cessions d'actifs (Note 2)	-	-	1 416	-	-	-	1 416
Autres <sup>(1)</sup>	-	-	(296)	-	105 230	13	(283)
<b>Au 31 décembre 2001</b>	<b>705 934 959</b>	<b>7 059</b>	<b>30 544</b>	<b>1 252</b>	<b>(37 349 899)</b>	<b>(4 923)</b>	<b>33 932</b>
Dividendes payés	-	-	(2 514)	-	-	-	(2 514)
Résultat net 2002	-	-	5 941	-	-	-	5 941
Émissions d'actions (Note 12)	4 698 796	47	441	-	-	-	488
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(21 120 245)	(2 945)	(2 945)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(23 443 245)	(234)	(3 224)	-	23 443 245	3 458	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	(2 082)	-	-	(2 082)
Autres <sup>(1)</sup>	-	-	(674)	-	-	-	(674)
<b>Au 31 décembre 2002</b>	<b>687 190 510</b>	<b>6 872</b>	<b>30 514</b>	<b>(830)</b>	<b>(35 026 899)</b>	<b>(4 410)</b>	<b>32 146</b>
Dividendes payés	-	-	(2 571)	-	-	-	(2 571)
Résultat net 2003	-	-	7 025	-	-	-	7 025
Émissions d'actions (Note 12)	1 927 726	19	113	-	-	-	132
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(31 230 000)	(3 994)	(3 994)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(40 000 000)	(400)	(4 779)	-	40 000 000	5 179	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	(2 438)	-	-	(2 438)
Autres <sup>(1)</sup>	-	-	106	-	-	-	106
<b>Au 31 décembre 2003</b>	<b>649 118 236</b>	<b>6 491</b>	<b>30 408</b>	<b>(3 268)</b>	<b>(26 256 899)</b>	<b>(3 225)</b>	<b>30 406</b>

) La variation du poste "Autres" inclut principalement l'effet de l'ajustement de dette minimale (MLA) relative aux engagements de retraites et l'effet de la première application, au 1<sup>er</sup> janvier 2003, de la norme FAS n° 143.

# Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés

Exercice clos le 31 décembre 2004

Mesdames, Messieurs,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par votre Assemblée Générale, nous avons procédé au contrôle des comptes consolidés de la société TOTAL S.A. relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2004, tels qu'ils sont joints au présent rapport.

Les comptes consolidés ont été arrêtés par le Conseil d'administration. Il nous appartient, sur la base de notre audit, d'exprimer une opinion sur ces comptes.

## I - OPINION SUR LES COMPTES CONSOLIDÉS

Nous avons effectué notre audit selon les normes professionnelles applicables en France ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences permettant d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés ne comportent pas d'anomalies significatives. Un audit consiste à examiner, par sondages, les éléments probants justifiant les données contenues dans ces comptes. Il consiste également à apprécier les principes comptables suivis et les estimations significatives retenues pour l'arrêté des comptes et à apprécier leur présentation d'ensemble. Nous estimons que nos contrôles fournissent une base raisonnable à l'opinion exprimée ci-après.

Nous certifions que les comptes consolidés sont, au regard des règles et principes comptables français, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière, ainsi que du résultat de l'ensemble constitué par les entreprises comprises dans la consolidation.

## II - JUSTIFICATION DES APPRÉCIATIONS

En application des dispositions de l'article L. 225-235 du Code de commerce relatives à la justification de nos appréciations, nous portons à votre connaissance les éléments suivants :

Certains principes comptables appliqués par le groupe TOTAL impliquent une part importante de jugements et d'estimations. La mise en œuvre de ces jugements et estimations concerne principalement l'application de la méthode dite du successful efforts pour les activités pétrolières, la dépréciation des actifs immobilisés, les provisions pour restitution des sites et risques et charges liées à l'environnement, la valorisation des engagements de retraite et la détermination des impôts courants et différés. Une information détaillée sur l'application de ces principes comptables est donnée dans l'annexe aux comptes consolidés.

Nos travaux relatifs aux jugements ou estimations significatifs retenus par la Direction et qui peuvent découler de l'application de ces principes comptables nous ont permis d'apprécier leur caractère raisonnable.

Les appréciations ainsi portées s'inscrivent dans le cadre de notre démarche d'audit des comptes consolidés, pris dans leur ensemble, et ont donc contribué à la formation de notre opinion sans réserve exprimée dans la première partie de ce rapport.

## III - VÉRIFICATION SPÉCIFIQUE

Par ailleurs, nous avons également procédé, conformément aux normes professionnelles applicables en France, à la vérification des informations données dans le rapport sur la gestion du Groupe. Nous n'avons pas d'observation à formuler sur leur sincérité et leur concordance avec les comptes consolidés.

Paris La Défense, le 17 février 2005

Les Commissaires aux Comptes

KPMG Audit  
Département de KPMG S.A.

ERNST & YOUNG AUDIT

René Amirkharian

Gabriel Galet

Philippe Diu

## Comptes consolidés

## COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

Exercice (en millions d'euros) <sup>(1)</sup>	2004	2003	2002
Chiffre d'affaires (Notes 3 et 4)	122 700	104 652	102 540
Charges d'exploitation (Note 18)	(101 141)	(86 905)	(86 622)
Amortissements des immobilisations corporelles	(5 498)	(4 977)	(5 792)
<b>Résultat opérationnel (Note 3)</b>			
Holding			
Secteurs d'activité (*)	(215)	(209)	(210)
	16 276	12 979	10 336
<b>Total résultat opérationnel</b>	<b>16 061</b>	<b>12 770</b>	<b>10 126</b>
Frais financiers nets (Note 19)	(234)	(232)	(195)
Dividendes reçus des participations non consolidées	164	152	170
Rémunération des actions privilégiées des filiales consolidées (Note 13)	(6)	(5)	(10)
Autres charges et produits, nets (Note 20)	2 174	(1 060)	243
Impôt sur les sociétés (Note 21)	(8 316)	(5 353)	(5 034)
Résultat des sociétés mises en équivalence (Note 7)	337	1 086	866
<b>Résultat avant amortissement des écarts d'acquisition</b>	<b>10 180</b>	<b>7 358</b>	<b>6 166</b>
Amortissement des écarts d'acquisition	(308)	(139)	(212)
<b>Résultat de l'ensemble consolidé</b>	<b>9 872</b>	<b>7 219</b>	<b>5 954</b>
Part des minoritaires dans le résultat	260	194	13
<b>Résultat net (**)</b>	<b>9 612</b>	<b>7 025</b>	<b>5 941</b>
<b>Résultat net par action (euro) (Note 1-Q) (***)</b>	<b>15,61</b>	<b>11,06</b>	<b>8,92</b>

(*) Résultat opérationnel des secteurs d'activité, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	17 123	13 004	10 995
Résultat opérationnel net des secteurs d'activité, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	8 792	6 973	5 868
(**) Résultat net, hors éléments non-récurrents (Note 1-R)	8 886	7 344	6 260
(***) Résultat net par action, hors éléments non-récurrents (euro) (Notes 1-Q et 1-R)	14,43	11,56	9,40

(**) Résultat net ajusté <sup>(2)</sup>	9 039	7 344	6 260
(***) Résultat net par action, ajusté (euro) <sup>(2)</sup>	14,68	11,56	9,40

(1) Excepté pour le résultat par action

(2) Résultat net hors éléments non-récurrents et hors quote-part, pour TOTAL, des amortissements des immobilisations incorporelles et des survaleurs liés à la fusion Sanofi-Aventis

## BILAN CONSOLIDÉ

31 décembre (en millions d'euros)

	2004	2003	2002
<b>Actif</b>			
<b>Actif long terme</b>			
Immobilisations incorporelles, valeur nette (Note 5)	1 908	2 017	2 752
Immobilisations corporelles, valeur nette (Note 6)	36 422	36 286	38 592
Sociétés mises en équivalence : titres et prêts (Note 7)	9 874	7 833	7 710
Autres titres de participation (Note 8)	1 090	1 162	1 221
Autres actifs long terme (Note 9)	3 239	3 152	3 735
<b>Total actif long terme</b>	<b>52 533</b>	<b>50 450</b>	<b>54 010</b>
<b>Actif circulant</b>			
Valeurs d'exploitation (Note 10)	7 053	6 137	6 515
Clients et comptes rattachés (Note 11)	14 025	12 357	13 087
Autres créances (Note 11)	5 363	4 779	5 243
Valeurs mobilières de placement	1 350	1 404	1 508
Disponibilités	3 837	4 836	4 966
<b>Total actif circulant</b>	<b>31 628</b>	<b>29 513</b>	<b>31 319</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>84 161</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>
<b>Passif</b>			
<b>Capitaux propres (Note 12)</b>			
Capital	6 350	6 491	6 872
Primes et réserves consolidées	33 266	30 408	30 514
Écarts de conversion	(4 653)	(3 268)	(830)
Actions autodétenues	(3 703)	(3 225)	(4 410)
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>31 260</b>	<b>30 406</b>	<b>32 146</b>
<b>Actions privilégiées émises par les filiales consolidées (Note 13)</b>	<b>147</b>	<b>396</b>	<b>477</b>
<b>Intérêts minoritaires (Note 13)</b>	<b>629</b>	<b>664</b>	<b>724</b>
<b>Provisions pour risques et charges et autres passifs long terme</b>			
Provisions pour impôts différés (Note 21)	6 063	5 443	6 390
Provisions pour pensions, retraites et obligations similaires (Note 14)	3 600	3 818	4 103
Autres provisions pour risques et charges et autres passifs long terme (Note 15)	6 449	6 344	6 150
<b>Total provisions pour risques et charges et autres passifs long terme</b>	<b>16 112</b>	<b>15 605</b>	<b>16 643</b>
<b>Emprunts et dettes financières à long terme (Note 16)</b>	<b>9 734</b>	<b>9 783</b>	<b>10 157</b>
<b>Dettes à court terme</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	11 672	10 304	10 236
Autres créditeurs et dettes diverses (Note 17)	11 084	8 970	9 850
Emprunts et dettes financières à court terme (Note 16)	3 523	3 835	5 096
<b>Total dettes à court terme</b>	<b>26 279</b>	<b>23 109</b>	<b>25 182</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>84 161</b>	<b>79 963</b>	<b>85 329</b>

## TABLEAU DE FLUX DE TRÉSORERIE CONSOLIDÉ

Exercice (en millions d'euros)	2004	2003	2002
<b>Flux de trésorerie d'exploitation</b>	<b>9 872</b>	<b>7 219</b>	<b>5 954</b>
Résultat de l'ensemble consolidé			
Dotations aux amortissements et provisions des immobilisations corporelles et incorporelles	6 090	5 305	6 241
Autres provisions long terme et impôts différés	466	(208)	(264)
Effet de l'externalisation des engagements sociaux	(181)	(170)	-
Exploration passée en charges	414	359	487
(Plus) moins-value sur cessions d'actifs	(3 078)	182	(862)
Dividendes moins quote-part des résultats des sociétés mises en équivalence	216	(603)	(479)
Autres, nets	158	21	(7)
<b>Flux de trésorerie d'exploitation avant variation du besoin en fonds de roulement</b>	<b>13 957</b>	<b>12 105</b>	<b>11 070</b>
Diminution (augmentation) du besoin en fonds de roulement (Note 27)	472	382	(64)
<b>Flux de trésorerie d'exploitation<sup>(1)</sup></b>	<b>14 429</b>	<b>12 487</b>	<b>11 006</b>
<b>Flux de trésorerie d'investissement</b>	<b>(7 167)</b>	<b>(6 365)</b>	<b>(6 942)</b>
Investissements corporels et incorporels	(374)	(343)	(432)
Investissements d'exploration directement enregistrés en charges			
Coût d'acquisition de sociétés consolidées, net de la trésorerie acquise	(131)	(421)	(127)
Coût d'acquisition de titres	(209)	(123)	(298)
Augmentation des prêts long terme	(787)	(476)	(858)
<b>Investissements</b>	<b>(8 668)</b>	<b>(7 728)</b>	<b>(8 657)</b>
Produits de cession d'actifs corporels et incorporels	225	315	290
Produits de cession de titres consolidés, net de la trésorerie cédée	1	820	5
Produits de cession d'autres titres	408	218	1 346
Remboursement de prêts long terme	558	525	672
<b>Désinvestissements</b>	<b>1 192</b>	<b>1 878</b>	<b>2 313</b>
Diminution (augmentation) des valeurs mobilières de placement	55	116	(505)
<b>Flux de trésorerie d'investissement</b>	<b>(7 421)</b>	<b>(5 734)</b>	<b>(6 849)</b>
<b>Flux de trésorerie de financement</b>			
Variation de capital et autres fonds propres :			
Actionnaires de la société mère	371	69	461
Rachat d'actions propres	(3 554)	(3 994)	(2 945)
Actionnaires minoritaires	162	76	32
Autres fonds propres	(241)	-	-
Dividendes payés :			
Aux actionnaires de la société mère	(4 293)	(2 571)	(2 514)
Aux actionnaires minoritaires	(207)	(124)	(100)
Émission nette d'emprunts (Note 27)	2 249	2 108	1 642
Variation des dettes financières à court terme	(2 195)	(2 153)	746
Autres, nets	(6)	(5)	(10)
<b>Flux de trésorerie de financement</b>	<b>(7 714)</b>	<b>(6 594)</b>	<b>(2 688)</b>
Augmentation (diminution) de la trésorerie	(706)	159	1 461
Incidence des variations de change et de périmètre	(293)	(289)	(7)
Trésorerie au 1 <sup>er</sup> janvier	4 836	4 966	3 57
<b>Trésorerie à fin de période</b>	<b>3 837</b>	<b>4 836</b>	<b>4 96</b>

(1) Dont dépenses encourues au titre du sinistre AZF et couvertes par une reprise de provision pour un montant de 316 millions d'euros sur l'exercice 2004, 719 millions d'euros sur l'exercice 2003.

## VARIATION DES CAPITAUX PROPRES CONSOLIDÉS

(en millions d'euros)	Actions émises		Primes et réserves consolidées	Écarts de conversion	Actions autodétenues		Capitaux propres
	Nombre	Montant			Nombre	Montant	
<b>Au 1<sup>er</sup> janvier 2002</b>	<b>705 934 959</b>	<b>7 059</b>	<b>30 544</b>	<b>1 252</b>	<b>(37 349 899)</b>	<b>(4 923)</b>	<b>33 932</b>
Dividendes payés	-	-	(2 514)	-	-	-	(2 514)
Résultat net	-	-	5 941	-	-	-	5 941
Émissions d'actions (Note 12)	4 698 796	47	441	-	-	-	488
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(21 120 245)	(2 945)	(2 945)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(23 443 245)	(234)	(3 224)	-	23 443 245	3 458	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	(2 082)	-	-	(2 082)
Autres <sup>(1)</sup>	-	-	(674)	-	-	-	(674)
<b>Au 31 décembre 2002</b>	<b>687 190 510</b>	<b>6 872</b>	<b>30 514</b>	<b>(830)</b>	<b>(35 026 899)</b>	<b>(4 410)</b>	<b>32 146</b>
Dividendes payés	-	-	(2 571)	-	-	-	(2 571)
Résultat net	-	-	7 025	-	-	-	7 025
Émissions d'actions (Note 12)	1 927 726	19	113	-	-	-	132
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(31 230 000)	(3 994)	(3 994)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(40 000 000)	(400)	(4 779)	-	40 000 000	5 179	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	(2 438)	-	-	(2 438)
Autres <sup>(2)</sup>	-	-	106	-	-	-	106
<b>Au 31 décembre 2003</b>	<b>649 118 236</b>	<b>6 491</b>	<b>30 408</b>	<b>(3 268)</b>	<b>(26 256 899)</b>	<b>(3 225)</b>	<b>30 406</b>
Dividendes payés	-	-	(4 293)	-	-	-	(4 293)
Résultat net	-	-	9 612	-	-	-	9 612
Émissions d'actions (Note 12)	5 770 804	58	478	-	-	-	536
Rachat d'actions propres	-	-	-	-	(22 550 000)	(3 554)	(3 554)
Annulation d'actions propres (Note 12)	(19 873 932)	(199)	(2 877)	-	19 873 932	3 076	-
Variation des écarts de conversion	-	-	-	(1 385)	-	-	(1 385)
Autres <sup>(1)</sup>	-	-	(62)	-	-	-	(62)
<b>Au 31 décembre 2004</b>	<b>635 015 108</b>	<b>6 350</b>	<b>33 266</b>	<b>(4 653)</b>	<b>(28 932 967)</b>	<b>(3 703)</b>	<b>31 260</b>

(1) La variation du poste "Autres" inclut principalement des ajustements liés aux engagements envers les salariés.

(2) La variation du poste "Autres" inclut principalement des ajustements liés aux engagements envers les salariés et l'effet de la première application, au 1<sup>er</sup> janvier 2003, de la norme FAS n° 143.