



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة أم البواقي



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

### الموضوع:

## أثر القرارات المالية ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

-دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال 1999-2014-

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل. م. د. في علوم التسيير  
تخصص: مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

د. جبار بوكثير

إعداد الطالبة:

نبيلة سهيلية

### لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ	د. عبد الوحيد صرارمة
مشرفاً ومقررراً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ	د. جبار بوكثير
عضواً	جامعة عنابنة	أستاذ محاضر - أ	برو. عبد صالح
عضواً	جامعة باتنة 1	أستاذ محاضر - أ	د. أشرف سليمان الصوفي
عضواً	جامعة قالمية	أستاذ محاضر - أ	د. محمد بوقموم
عضواً	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر - أ	د. محمد الشريف بن زواي

السنة الجامعية: 2017/2018.

# قال الله تعالى

" وقل اعملوا فسيرى الله

عملكم ورسوله والمؤمنون

وستردون إلى عالم الغيب

والشهادة فينبئكم بما كنتم

تعملون"

الآية: 105 /سورة التوبة

# إهداء

الحمد لله الذي علم بالقلم وأصبع على الإنسان عزيز النعم وهداه إلى الصراط المستقيم  
وجعل

الأمة الإسلامية بالعلم خير الأمم.  
والصلاة والسلام على خاتم النبيين وإمام المتقين والمبعوث للعالمين بعون الله وصلت إلى  
المنتهى له الحمد والشكر وحده على ما أعطى وأنعم.  
الحمد والشكر لله على إكمالي هذا البحث .

وأهدي عملي هذا إلى:

نبيع الحنان ومصدر نور وملكة قلبي وفؤادي، إلى التي حملتني وهن على وهن، والتي  
وجهها نور يضيء ظلمتي وقلبها بحر يذهب أحزاني وشقائي، إلى الغالية على قلبي  
والتي أفديها بروحي "أمي" حفظها الله.

إلى أبي العزيز "حفظه الله وأطال في عمره.

إلى كل من قاسموني أمومة والذتي وأبوة والدي، إلى من أكن لهم أكبر قدر من  
الحب والاحترام والتقدير

" جميع أخواتي خاصة أختي العزيزة رحمة وجميع إخوتي خاصة أخي  
العزيز عاطف" .

إلى روح إخوتي (قدور ومجاهد) رحمهم الله

إلى خطيبي وزوجي المستقبلي بإذن الله

إلى جميع أحفاد العائلة من أكبرهم إلى أصغرهم.

# شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين و الصلاة والسلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد خاتم  
الأنبياء والمرسلين.

أولا وقبل كل شيء أشكر الله رب العالمين الذي خلق وهدى و سدد الخطى فخرج  
هذا العمل بعونه وتوفيقه نحمده حمدا كثيرا في المبتدى والمنتهى.

بعد شكر الله و حمده أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الدكتور والأستاذ الفاضل  
المؤطر "جبار بوكثير" على توجيهاته القيمة والنصائح النفيسة التي كانت لنا خير سند  
في هذا البحث.

وعلى مساعدته وتشجيعه لي في جميع الأوقات والظروف حفظك الله ورعاك أستاذي  
الفاضل، وإلى كل أعضاء المناقشة.

كما أتقدم بالشكر إلى الدكتور الأستاذ

" صرامة عبد الوحيد" والأستاذ طه حبيب على توجيههما ومساعدتهما لي وجميع

أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير بجامعة أم البواقي.

إلى كل من ساهم في انجاز هذا العمل من بعيد أو من قريب.

## ملخص

تم في هذه الدراسة دراسة علاقة التأثير للقرارات المالية ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بشكل عام و واقع هذه العلاقة في مجمع صيدال الجزائري بشكل خاص، وللإجابة على هذه الاشكالية تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض مختلف القرارات المالية ومحدداتها، عرض النظريات والمداخل التي تفسر العلاقة بين قرار التمويل (الهيكل المالي) وقيمة المؤسسة، قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية 9 Eviews.

وتم التوصل من الناحية النظرية أنه توجد مداخل ونظريات أيدت وجود علاقة بين قرار التمويل (الهيكل المالي) وتيار معارض لوجود هذه العلاقة، أما قرار الاستثمار فقد تمت الإشارة إليه فقط من قبل مودigliاني وميلر، حيث اعتبرا في حالة غياب الضرائب فإن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل انعكاس لقرارات الاستثمار وليس لها علاقة بقرارات التمويل، وكذلك اهتمت الدراسات المالية بدراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ويوجد تيار مؤيد لوجود هذه العلاقة وتيار آخر معارض.

وبالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم التوصل لوجود علاقة بين قرار التمويل الممثل بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال المملوكة والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال خلال فترة الدراسة، وهي علاقة عكسية، وعدم وجود علاقة بين متغيرات قرار الاستثمار والسعر السوقي لسهم المجمع، وبالنسبة لقرار توزيع الأرباح فإنه لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي لسهم المجمع، وأيضا لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة والسعر السوقي لسهم المجمع.

كما ركزت هذه الدراسة في الجانب التطبيقي على تحليل العلاقة بين بعض محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال الجزائري، ووجدت عدة نماذج مقبولة إحصائيا ضمت نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels، الضريبة وفق مقياس Kim & Sorensen، مخاطر الأعمال.

**الكلمات المفتاحية:** قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة.

## Abstract

In this study, the study of the impact of the relationship of financial decisions and their determinants on the overall market value of the economic organization, and the reality of this relationship in the Algerian compound SAIDAL in particular, and the answer this problem has been the use of descriptive and analytical approach through the presentation of different financial decisions and their determinants, theories and doors that explain the relationship between the financing decision (financial structure), and the value of the company, the dividend decision, and the value of the institution. But for the side was applied using a set of statistical tools Eviews9.

And reached the theory that there are entries and theories supported relationship between the financing decision (financial structure) and the current opposition of this relationship, The investment decision was designated only by Modigliani and Miller, were they considered in

the absence of taxes, the market value of the foundation represents a reversal of the investment decisions and has nothing to do with funding decisions, as well as financial studies have shown interest for the study of the relationship between the distribution of profits and the market value of the decision of the foundation, and he is supporter of the current of the existence of this relationship and another trend of opposition.

And for the applied side was the existence of a relationship between the representative of the financing decision by the total debt to achieve the acquired funds and the market price for shares of industrial complex SAIDAL during the period of study, which is an inverse relationship, and the lack of link between the investment decision and the market price of the complex variable shares, and the decision of profits there is no relationship between dividends and the share market price of the compound, and there is no relationship between undistributed profits and the stock market price of the of the compound.

The study also focused on the practical side of the relationship between some of the determinants of financial decisions and the market price for Algerian SAIDAL industrial complex shares, and found several acceptable models leverage ratio statistically included, the cost of debt, cost weighted financing, profitability of economic, profitability financial, tax in accordance with the scale of analysis: Titman & Wessels tax, Sorensen & Kim tax, Business Risk.

**Keywords: Finance Decision, Investment Decision, Dividend distribution decision, Enterprise value.**

## الفهرس

الصفحة	المحتويات
VI	آية قرآنية.....
VI	إهداء.....
VI	شكر وعرافان.....
VI	ملخص.....
VI	الفهرس.....
XVIII	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الأشكال البيانية.....
VI	قائمة الملاحق.....
VI	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ-ي	مقدمة عامة.....
	الفصل الأول: القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة الاقتصادية
2	تمهيد.....

3	المبحث الأول: مدخل للقرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية.....
3	المطلب الأول: عموميات حول القرار في المؤسسة الاقتصادية.....
3	1- مفهوم القرار وعملية اتخاذ القرار.....
4	2- عناصر اتخاذ القرار.....
6	3- العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار.....
6	4- معوقات عملية اتخاذ القرار في المؤسسة.....
7	5- خصائص القرارات الفعالة.....
7	المطلب الثاني: خطوات وأساليب اتخاذ القرار في المؤسسة.....
7	1- مراحل اتخاذ القرار.....
9	2- أساليب اتخاذ القرار.....
9	المطلب الثالث: أنواع القرارات داخل المؤسسة.....
9	1- تصنيف القرارات حسب بيئة القرار (ظروف اتخاذه).....
10	2- تصنيف القرارات حسب وظائف المؤسسة.....
11	3- تصنيف القرارات وفقا لأساليب اتخاذها.....
11	المطلب الثالث: ماهية القرارات المالية في المؤسسة.....
12	1- مفهوم القرارات المالية.....
13	2- أهداف القرارات المالية.....
15	3- أنواع القرارات المالية في المؤسسة.....
17	المبحث الثاني: قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته.....
17	المطلب الأول: ماهية قرار التمويل في المؤسسة.....
17	1- مفهوم قرار التمويل.....
18	2- محددات قرار التمويل.....

21	3- خصائص مصادر التمويل.....
23	المطلب الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة وتكلفة مصادر التمويل.....
23	1- تعريف الهيكل المالي.....
24	2- سمات الهيكل المالي الملائم.....
24	3- مكونات الهيكل المالي.....
31	4- أسس تشكيل الهيكل المالي الملائم.....
32	المطلب الثالث: ماهية تكلفة مصادر التمويل.....
33	1- تعريف تكلفة التمويل.....
33	2- أهمية تقدير تكلفة التمويل.....
34	3- تقدير تكلفة مصادر التمويل.....
36	4- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل.....
	المبحث الثالث: قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته.....
38	
38	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار.....
38	1- تعريف الاستثمار.....
39	2- تصنيفات الاستثمار.....
40	3- أهمية، أهداف ومخاطر الاستثمار.....
42	4- أدوات الاستثمار.....
42	5- العوامل المحفزة (المشجعة) على الاستثمار.....
43	6- صعوبات الاستثمار.....

44	المطلب الثاني: ماهية القرار الاستثماري.....
44	1- تعريف القرار الاستثماري.....
45	2- خصائص القرار الاستثماري.....
46	3- أهمية القرار الاستثماري.....
46	4- مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري.....
48	المطلب الثالث: أنواع القرار الاستثماري ومسار اتخاذه.....
48	1- أنواع القرار الاستثماري .....
49	2- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة .....
50	المطلب الرابع: محددات القرار الاستثماري في المؤسسة.....
51	1-العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري.....
53	2- المشاكل المترتبة على اتخاذ القرار الاستثماري.....
54	المبحث الرابع: قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته .....
54	المطلب الأول: ماهية قرار توزيع الأرباح في المؤسسة.....
54	1- مفهوم قرار توزيع الأرباح.....
55	2- أهداف قرار توزيع الأرباح.....
56	المطلب الثاني: ماهية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية.....
56	1- تعريف سياسة توزيع الأرباح.....
57	2- أهمية سياسة توزيع الأرباح .....
57	3- أنواع سياسات توزيع الأرباح.....

63	4- الآثار المترتبة عن تغيير سياسة توزيع الأرباح المنتهجة.....
63	5- شروط تحقيق (الوصول) السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في المؤسسة.....
64	<b>المطلب الثالث: محددات قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية.....</b>
64	1- المحددات القانونية.....
65	2- المحددات التعاقدية.....
66	3- المحددات الاقتصادية.....
68	4- المحددات السوقية.....
69	<b>خلاصة.....</b>
	<b>الفصل الثاني: أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية</b>
71	<b>تمهيد.....</b>
72	<b>المبحث الأول: القيمة السوقية للمؤسسة وعلاقتها بالقرارات المالية.....</b>
72	<b>المطلب الأول: مفاهيم عامة حول القيمة.....</b>
72	1- القيمة في الفكر الاقتصادي.....
73	2- القيمة في الفكر الإسلامي والمحاسبي.....
73	3- القيمة في النظرية المالية المعاصرة.....
75	4- القيمة في علوم التسيير.....
75	5- مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة.....
77	<b>المطلب الثاني: تفسير العلاقة بين القرارات المالية والقيمة السوقية للمؤسسة.....</b>

77	1- القرارات المالية وقيمة المؤسسة السوقية.....
83	<b>المطلب الثالث: تقدير قيمة المؤسسة.....</b>
83	1- ماهية تقييم المؤسسة.....
86	2- مداخل تقييم المؤسسة.....
	<b>المبحث الثاني: المداخل المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة في</b>
91	<b>ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة.....</b>
91	<b>المطلب الأول: المدخل التقليدي.....</b>
	1- الفرضيات المشتركة التي تقوم عليها المداخل المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة
91	المؤسسة في ظل السوق التي تتميز بالكفاءة التامة.....
92	2- مضمون المدخل التقليدي.....
94	3- الانتقادات الموجهة للمدخل التقليدي.....
94	<b>المطلب الثاني: مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات.....</b>
94	1- مدخل صافي الربح.....
97	2- مدخل صافي ربح العمليات.....
101	<b>المطلب الثالث: المدخل الأول لموديغلياني وميلر (M&amp;M) في غياب الضرائب.....</b>
102	1- فرضيات المدخل.....
102	2- مضمون المدخل.....
	<b>المبحث الثالث: النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة</b>
107	<b>في ظل افتراض السوق غير الكامل.....</b>

107	المطلب الأول: مدخل مودigliاني وميلر في وجود الضرائب ونموذج الفطيرة.....
107	1- وجود الضرائب على أرباح المؤسسة ( النموذج المصحح M&M 1963 ).....
111	2- وجود الضرائب الشخصية على أرباح المستثمر ( نموذج ميلر 1977 ).....
113	3- نموذج الفطيرة.....
116	المطلب الثاني: نظرية التوازن.....
116	1- مضمون نظرية التوازن.....
125	2- العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة حسب نظرية التوازن.....
127	المطلب الثالث: أهم النظريات المعاصرة .....
127	1- نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط).....
129	2- نظرية عدم تماثل المعلومات.....
130	3- نظرية الإشارة.....
132	خلاصة.....
	<b>الفصل الثالث: أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية</b>
135	<b>تمهيد</b> .....
136	<b>المبحث الأول: ماهية وإجراءات توزيع الأرباح</b> .....
136	<b>المطلب الأول: ماهية التوزيعات</b> .....
136	1- تعريف وخصائص التوزيعات.....

138	2- مبادئ القيام بالتوزيعات .....
139	3- نسبة التوزيعات وأهميتها للمستثمر .....
139	<b>المطلب الثاني: أشكال التوزيعات</b> .....
139	1- أصناف التوزيعات .....
148	2- معايير المفاضلة بين أشكال توزيعات الأرباح .....
148	<b>المطلب الثالث: إجراءات توزيع الأرباح في المؤسسة</b> .....
149	1- خطوات توزيع الأرباح .....
152	2- خطط إعادة استثمار التوزيعات .....
	<b>المبحث الثاني: أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التأكد التام وحالة عدم التأكد</b> .....
153	<b>المطلب الأول: نظرية الفائض ونموذج والتر</b> .....
153	1- نظرية الفائض .....
155	2- نموذج والتر .....
	<b>المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في حالة التأكد التام</b> .....
157	1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديغلياني وميلر .....
160	2- نموذج فان هورن (1989 VAN HORN) .....
163	3- نموذج جوردن (Gordon Model) .....
	<b>المطلب الثالث: النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في حالة عدم التأكد</b> .....
164	
165	1- نموذج موديغلياني وميلر في حالة عدم التأكد .....

167	2- نموذج جوردن ولنتنر (نظرية عصفور في اليد).....
	<b>المبحث الثالث: أثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط</b>
171	<b>فرضيات السوق الكامل.....</b>
	<b>المطلب الأول: العلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب</b>
171	<b>وتكاليف الصفقات.....</b>
171	1- نظرية التفضيل (التمييز) الضريبي .....
179	2- أثر قرار التوزيع في ظل وجود تكلفة الصفقات.....
	<b>المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة لأثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة...</b>
180	
180	1- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية العميل .....
182	2- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية الوكالة .....
184	3- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية الإشارة .....
186	4- نظرية التزود بالتوزيعات.....
	<b>المطلب الثالث: بعض النماذج المستخدمة لاختبار النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار</b>
186	<b>التوزيع وقيمة المؤسسة.....</b>
187	1- النموذج البياني.....
189	2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (نموذج MEDAF).....
191	3- نموذج لنتنر (Lintner1956) .....
193	<b>خلاصة.....</b>

الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع  
صيدال (1999-2014)

196	تمهيد.....
197	المبحث الأول: تقديم المجمع الصناعي صيدال.....
197	المطلب الأول: تاريخ وتنظيم المجمع.....
197	1- لمحة تاريخية لمجمع صيدال.....
198	2- أهداف ومهام المجمع.....
199	3- تنظيم المجمع.....
202	المطلب الثاني: الشراكة في مجمع صيدال.....
202	1- سياسة الشراكة للمجمع.....
202	2- شركاء المجمع.....
205	المطلب الثالث: دراسة الوضعية المالية للمجمع.....
205	1- دراسة التوازن المالي للمجمع.....
206	2- تحليل النسب المالية للمجمع.....
	المبحث الثاني: محددات القرارات المالية وتكلفة تمويل المجمع الصناعي
211	صيدال.....
211	المطلب الأول: قرار التمويل في المجمع الصناعي صيدال.....
211	1- قدرة التمويل الذاتي للمجمع.....
212	2- تركيبة التمويل الذاتي للمجمع.....

213	3- مصادر تمويل المجمع .....
217	المطلب الثاني: قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح في المجمع .....
217	1- قرار الاستثمار في المجمع.....
221	2-قرار توزيع الأرباح في المجمع .....
224	المطلب الثالث: تقدير تكلفة التمويل وقيمة المجمع .....
224	أولاً: تكلفة تمويل المجمع .....
224	1- تقدير تكلفة الأموال المملوكة للمجمع .....
226	2- تقدير تكلفة ديون المجمع .....
227	3- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للمجمع .....
230	ثانياً: تقدير قيمة المجمع.....
230	1- تقدير قيمة المجمع وفق مدخل التدفقات النقدية.....
232	المطلب الرابع: محددات القرارات المالية للمجمع .....
232	1- محددات قرار التمويل في المجمع .....
237	2- مخاطر الأعمال كمحدد لقرار الاستثمار في المجمع .....
239	3- معدلات النمو كمحدد لقرار توزيع الأرباح للمجمع .....
	<b>المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر القرارات المالية على السعر السوقي</b>
240	<b>لسهم المجمع (1999-2014).....</b>
240	المطلب الأول: إجراءات الدراسة.....
240	1- اختيار المؤسسة محل الدراسة وفترة الدراسة.....

240	..... 2- طريقة جمع البيانات والأدوات المستخدمة
241	..... 3- تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
242	..... 4- طريقة الدراسة
244	..... <b>المطلب الثاني: نماذج الانحدار البسيط</b>
245	..... 1- علاقة قرار التمويل بالسعر السوقي لسهم المجمع
247	..... 2- علاقة قرار الاستثمار بالسعر السوقي للسهم
249	..... 3- علاقة قرار توزيع الأرباح بالسعر السوقي للسهم
251	..... <b>المطلب الثالث: نماذج الانحدار المتعدد</b>
251	..... 1- نماذج الانحدار المتعددة بمتغيرين
254	..... 2- نماذج الانحدار المتعددة بأكثر من متغيرين
255	..... <b>المطلب الرابع: تحليل نتائج الدراسة</b>
256	..... 1- تحليل نتائج نموذج قرار التمويل
260	..... 2- تحليل النتائج لكافة القرارات المالية من الناحية الاقتصادية
	<b>المبحث الرابع: علاقة محددات القرارات المالية بالسعر السوقي لسهم المجمع.</b>
262	.....
262	..... <b>المطلب الأول: نماذج الانحدار بمتغير مستقل واحد</b>
262	..... 1- التعريف بمحددات القرارات المالية المشكلة لمتغيرات الدراسة
264	..... 2- نماذج الانحدار البسيط المقبولة إحصائياً

269	المطلب الثاني: نماذج الانحدار المتعدد المقبولة إحصائياً
269	1- نماذج الانحدار المتعدد بمتغيرين مستقلين
273	2- نماذج الانحدار المتعدد بثلاثة متغيرات مستقلة
278	3- نماذج الانحدار المتعدد بأربعة متغيرات مستقلة
280	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج
281	1- المفاضلة بين النماذج
281	2- التحليل الإحصائي والإقتصادي
283	3- تقييم أفضل نموذج من الناحية القياسية
288	خلاصة
296-290	خاتمة عامة
311-298	قائمة المصادر والمراجع
361-313	الملاحق

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	أثر اتباع سياسة توزيع الأرباح بنسبة ثابتة على السعر السوقي للسهم	59
(1-2)	أثر اتباع سياسة توزيع الأرباح المستقرة على السعر السوقي للسهم	61
(3-1)	مثال يوضح عملية تجزئة أو اشتقاق الأسهم	143
(3-2)	أثر الضريبة على قرار توزيع الأرباح حسب مقارنة (Farrar & Selwyn)	175
(3-3)	أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في ظل مقارنة Brenna	177
(4-1)	مؤشرات التوازن المالي للمجمع (2014-2011)	205
(4-2)	نسب الهيكل المالي للمجمع (2014-2011)	207
(4-3)	نسب السيولة للمجمع (2014-2011)	209
(4-4)	تطور قدرة التمويل الذاتي للمجمع (2014-2011)	211
(4-5)	تركيبة التمويل الذاتي للمجمع (2014-2011)	212
(4-6)	حجم الأموال المملوكة لمجمع صيدال (2014-2010)	213
(4-7)	حجم الخصوم غير الجارية للمجمع (2014-2011)	215
(4-8)	تطور الخصوم الجارية للمجمع (2014-2010)	216
(4-9)	حجم الأصول غير الجارية للمجمع (2014-2011)	218
(4-10)	نسبة الأصول غير الجارية من مجموع أصول المجمع (2014-2011)	219
(4-11)	تطور الأصول الجارية للمجمع (2014-2011)	220

221	نسبة الأصول الجارية من مجموع أصول المجمع(2011-2014)	(4-12)
221	الأرباح الصافية المحققة من قبل المجمع (2011-2014)	(4-13)
223	نسبة الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح من النتيجة الصافية للمجمع (2011-2014)	(4-14)
223	تغيرات الأسعار السوقية لسهم المجمع (2011-2014)	(4-15)
225	تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها الدفترية(2011-2014)	(4-16)
226	تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها السوقية(2011-2014)	(4-17)
227	تكلفة ديون المجمع (2011-2014)	(4-18)
228	تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالقيم الدفترية للأموال المملوكة (2011-2014)	(4-19)
229	تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالقيم السوقية للأموال المملوكة (2011-2014)	(4-20)
230	قيمة المجمع حسب طريقة رسمة الأرباح بمضاعف الربحية (2011-2014)	(4-21)
231	قيمة المجمع حسب طريقة رسمة توزيعات الأرباح (2011-2014)	(4-22)
233	المردودية الاقتصادية والمالية للمجمع وأثر الرفع المالي(2011-2014)	(4-23)
235	نسب الرفع المالي للمجمع خلال الفترة (2011-2014)	(4-24)
236	تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق مقياس Kim & Sorensen (2011-2014)	(4-25)
237	تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق مقياس Titman & Wessels (2011-2014)	(4-26)

238	قياس مخاطر الأعمال للمجمع (2011-2014)	(4-27)
239	معدلات نمو المجمع (2011-2014)	(4-28)
241	متغيرات دراسة أثر القرارات المالية على السعر السوقي لسهم المجمع	(4-29)
244	معايير المفاضلة بين النماذج	(4-30)
245	علاقة قرار التمويل بالسعر السوقي للمجمع	(4-31)
247	علاقة نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى إجمالي الأصول بالسعر السوقي للمجمع	(4-32)
248	علاقة نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول بالسعر السوقي للمجمع	(4-33)
249	علاقة توزيعات الأرباح بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-34)
250	علاقة الأرباح المحتجزة بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-35)
252	نتائج اختبار نماذج الانحدار المتعدد بمتغيرين مستقلين	(4-36)
254	نتائج اختبار نماذج الانحدار المتعددة بثلاثة وأربعة متغيرات	(4-37)
259	نتائج اختبار تجانس التباين لنموذج الدراسة White Heteroskedasticity Test	(4-38)
260	نتائج اختبار استقرارية معاملات النموذج Chow Breakpoint Test	(4-39)
263	متغيرات الدراسة لتحديد علاقة محددات القرارات المالية على السعر السوقي لسهم المجمع	(4-40)
264	البيانات الاحصائية للمجمع حسب متغيرات الدراسة	(4-41)
265	علاقة نسبة الرفع المالي بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-42)
266	علاقة تكلفة الديون بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-43)

268	علاقة التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للمجمع	(4-44)
270	علاقة نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-45)
271	علاقة نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي لسهم المجمع	(4-46)
273	علاقة نسبة الرفع المالي، المردودية الاقتصادية والمالية بالسعر السوقي للسهم	(4-47)
275	علاقة نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels والتكلفة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للسهم	(4-48)
277	علاقة نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للسهم	(4-49)
279	علاقة المردودية المالية، الضريبة وفق مقياس Kim & Sorensen مخاطر الأعمال، التكلفة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للسهم	(4-50)
281	معايير التقييم بين النماذج	(4-51)
285	نتائج اختبار تجانس التباين	(4-52)
286	نتائج اختبار التعدد الخطي	(4-53)
286	نتائج اختبار نقطة الانعطاف لسنة 2004	(4-54)
287	نتائج اختبار نقطة الانعطاف لسنة 2011	(4-55)

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	الرقم
43	صعوبات الاستثمار	(1-1)
49	أنواع القرارات الاستثمارية	(1-2)
50	مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية	(1-3)
52	محددات القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية	(1-4)
78	علاقة القرارات المالية بالقيمة السوقية للمؤسسة	(2-1)
81	العلاقة بين نسبة الديون (قرار التمويل) والقيمة السوقية للسهم	(2-2)
82	العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والربحية	(2-3)
83	العلاقة بين زمن الانتظار لتحقيق الأرباح والقيمة السوقية للسهم	(2-4)
93	أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي	(2-5)
96	التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي الربح	(2-6)
97	أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح	(2-7)
99	التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي ربح العمليات	(2-8)
101	أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات	(2-9)
105	الاقتراح الثاني (M&M) في غياب الضرائب	(2-10)

108	التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب المدخل الثاني (M&M)	(2-11)
110	أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب المدخل الثاني لموديغلياني وميلر	(2-12)
114	قيمة المؤسسة وقرار التمويل حسب نموذج الفطيرة	(2-13)
115	قيمة المؤسسة وقرار التمويل في وجود الضرائب حسب نموذج الفطيرة	(2-14)
119	تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل في ظل وجود الضرائب	(2-15)
120	تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب	(2-16)
125	تكلفة التمويل في ظل نظرية التوازن	(2-17)
126	قيمة المؤسسة في ظل نظرية التوازن	(2-18)
150	خطوات توزيع الأرباح	(3-1)
162	التوزيعات مساوية للقيمة المحولة للمساهمين الجدد	(3-2)
173	معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية	(3-3)
187	إختبار النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة وفق النموذج البياني	(3-4)
257	نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج	(4-1)
258	مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson	(4-2)
283	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	(4-3)

## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
313	المردودية وأثر الرفع المالي للمجمع (1999-2014)	01
314	ضريبة المجمع (1999-2014) وفق مقياس Kim & Sorensen	02
315	ضريبة المجمع (1999-2014) وفق مقياس Titman & Wessels	03
315	مخاطر أعمال المجمع (1999-2014)	04
318	معدلات نمو المجمع (1999-2014)	05
318	تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها الدفترية (1999-2014)	06
319	تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها السوقية (1999-2014)	07
320	تكلفة ديون المجمع (1999-2014)	08
320	تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع بالقيم الدفترية للأموال المملوكة (1999-2014)	09
321	تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع بالقيم السوقية للأموال المملوكة (1999-2014)	10
322	تغيرات السعر السوقي لسهم مجمع صيدال (1999-2014)	11
323	منحنى قرار التمويل (1999-2014)	12
323	لوحة الانتشار لنموذج قرار التمويل (1999-2014)	13
324	بواقي نموذج قرار التمويل (1999-2014)	14
325	منحنى نسبة الرفع المالي للمجمع (1999-2014)	15
325	منحنى تكلفة ديون المجمع (1999-2014)	16
326	منحنى التكلفة المرجحة للمجمع (1999-2014)	17
326	لوحة الانتشار بين نسبة الرفع المالي للمجمع والسعر السوقي لسهم المجمع (1999-2014)	18
327	لوحة الانتشار بين تكلفة ديون المجمع والسعر السوقي لسهم المجمع	19

	(2014-1999)	
327	لوحة الانتشار بين التكلفة المرجحة والسعر السوقي لسهم المجمع	20
328	سلسلة بواقى نموذج (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة) والسعر السوقي لسهم المجمع (2014-1999)	21
329	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2002	22
330	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2002	23
331	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2002	24
332	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2003	25
333	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2003	26
334	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2003	27
335	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2004	28
336	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2004	29
337	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2004	30
338	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2005	31
339	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2005	32
340	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2005	33
341	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2006	34
342	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2006	35
343	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2006	36
344	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2007	37
345	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2007	38
346	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2007	39

347	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2008	40
348	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2008	41
349	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2008	42
350	أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2009	43
351	خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2009	44
352	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2009	45
353	خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و 2011	46
354	خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و 2011	47
355	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و 2011	48
356	أصول المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012	49
357	خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012	50
358	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012	51
359	أصول المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و 2014	52
360	خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و 2014	53
361	جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و 2014	54

## قائمة الاختصارات والرموز

الرمز / الاختصار	الدلالة
	<b>الرموز</b>
$\beta_0$	معامل الانحدار الثابت
	معامل الانحدار الأول
	تمثل تكلفة الإصدار إلى قيمة السهم الممتاز
$\lambda$	معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل العائد (معدل المردودية) المفروض للتوزيعات
	الخطأ العشوائي للانحدار
	<b>A</b>
<b>Actif</b>	الأصول الاقتصادية
<b>ANCC</b>	طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة
	<b>B</b>
<b>B</b>	متوسط الربح المتوقع
<b>BPA</b>	ربح السهم الواحد
<b>B</b>	الربح الصافي المصحح
	ديون أو سندات المؤسسة
	<b>C</b>

طريقة الأموال الدائمة للاستغلال **CPNE**

الأموال الخاصة **CP=E**

## D

حجم الديون **D**

توزيع الأرباح الحالي **D<sub>0</sub>**

توزيع الأرباح المتوقع **D<sub>1</sub>**

توزيع السهم الممتاز **D<sub>Ps</sub>**

التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة *i* **DCF<sub>i</sub>**

نسبة الاقتراض **D/CP**

الأرباح الموزعة للسهم الواحد **DPS**

## E

الربح قبل الفائدة والضريبة **EBIT**

العائد المطلوب للأصل المالي *i* **E(R<sub>i</sub>)**

عائد السوق المالي **E(R<sub>m</sub>)**

ربحية السهم الواحد **EPS**

## F

التكاليف الثابتة

$F_C$

التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة  $i$

$FCF_i$

**G**

معدل النمو

$g$

فائض القيمة

$GW$

**I**

معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة وتنتمي لفئة المخاطرة

$i_j$

**K**

الأصل المالي الخطر

**I**

الاستثمارات

**I**

**K**

العائد المطلوب من قبل المستثمر

$K_e$

التكلفة الحقيقية للديون

$K_{cd}$

التكلفة الاسمية للديون

$K_d$

معدل الاستحداث

**K**

العائد المطلوب من قبل المستثمر

$K_{cp}$

التكلفة الفعلية للأسهم الممتازة

$K_{PS}$

تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها السوقية

$K_{EM}$

**L**

**XXX**

مدفوعات المحامين التابعة لتكلفة الإفلاس **L**

**M**

عدد الأسهم الجديدة في نهاية الفترة **M**

موديغلياني وميلر **M&M**

**N**

عدد السنوات **N**

تمثل قيمة الأموال المملوكة بعد إصدار أسهم جديدة  **$nP_0$**

**P**

مجموع الخصوم **Passif**

مضاعف الربحية **PER**

علاوة المخاطرة **PR**

سعر السهم الحالي  **$P_0$**

السعر المتوقع للسهم  **$P_1$**

معدل العائد على الاستثمار في الأسهم بالنسبة للمؤسسة الممولة  **$P_K$**

بالكامل بأموال المساهمين وتنتمي لفئة المخاطرة **K**

سعر بيع الأسهم الجديدة  **$p^*$**

معامل التعديل الجزئي

**Q**

كمية المبيعات التي تحقق مستوى التعادل **Q**

## R

المردودية الاقتصادية **r<sub>ec</sub>**

معدل العائد على الاستثمار **R**

المردودية المالية **R<sub>f</sub>**

نتيجة الاستغلال **RE**

النتيجة الصافية المحققة **RNet**

العائد الخالي من المخاطرة **R<sub>F</sub>**

نسبة الأرباح المحتجزة **R<sub>r</sub>**

## S

القيمة السوقية للأموال المملوكة **S<sub>j</sub>**

القيمة السوقية للأسهم **S**

## T

معدل الضريبة على الأرباح **T**

معدل توزيعات محفظة السوق **TD<sub>M</sub>**

معدل الضريبة على أرباح الشركات **T<sub>C</sub>**

معدل ضريبة الدخل الشخصي تنطبق على الدخل من الأسهم العادية **T<sub>ps</sub>**

معدل الضريبة على الديون أو السندات **T<sub>PB</sub>**

معدل ضريبة الدخل الشخصي تنطبق على الدخل من الأسهم العادية **T<sub>ps</sub>**

معدل التوزيعات المستهدف في الفترة

$TargetDiv_t$

V

قيمة المؤسسة	V
القيمة السوقية للأموال المملوكة	$V_{CP}$
القيمة السوقية للديون	$V_d$
قيمة المؤسسة الممولة بالأموال المملوكة بالكامل	$V_A = V_U$
قيمة المؤسسة المقترضة	$V_B = V_L$
التكاليف المتغيرة	$V_C$
الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال	$V(X)$
طريقة القيمة الجوهرية	VS
القيمة الباقية للمؤسسة	VT
قيمة المؤسسة مع احتفاظ المستثمر بجزء $\alpha$ من الأسهم	$V(\alpha)$
القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض	VAEI

W

التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل WACC

X

المتغير المستقل  $X_i$

Y

المتغير التابع  $Y_i$

# مقدمة عامة

## توطئة

لقد تطور مفهوم الإدارة المالية كوظيفة داخل المؤسسة الاقتصادية عبر الزمن نتيجة تغير الظروف الاقتصادية، حيث كان مفهومها مرادفا لمفهوم التمويل، واقتصرت مهام المدير المالي آنذاك في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجات المؤسسة والسعي لتعظيم أرباحها مع عدم مراعاة عامل المخاطرة.

ثم تطور فيما بعد مفهوم الإدارة المالية وأصبح في إطار المنهج الحديث من جهة يعبر عن مجموعة من القرارات المالية المتخذة، ومن جهة أخرى ونظرا لعدم دقة الهدف المحوري والذي يكمن في تعظيم ربح المؤسسة إلى أقصى ما يمكن، انتقل اهتمام الإدارة المالية إلى التركيز على هدف تعظيم ثروة الملاك كمرادف لهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

وللقرارات المالية جملة من المحددات قد تؤثر فيها كمرودية وحجم المؤسسة، هيكل الأصول، التدفقات النقدية المتوقعة ومصادر التمويل، درجة المخاطرة، تكلفة التمويل والأرباح الكلية المحققة للمؤسسة.

ونظرا لأهمية موضوع علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة السوقية، فقد حاولت العديد من النظريات دراسة هذه العلاقة، حيث اهتمت تلك النظريات باتجاه تأثير هذه القرارات على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، لهدف أساسي يتمثل في معرفة أهم القرارات التي يمكن أن تُستخدم لتعظيم قيمة المؤسسة في السوق.

### إشكالية الدراسة

بناءً على ما سبق يمكن طرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

**هل توجد علاقة تأثير للقرارات المالية ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بشكل عام؟ وما واقع هذه العلاقة في مجمع صيدال الجزائري بشكل خاص؟**

هذا التساؤل، يقود بدوره إلى طرح جملة من التساؤلات الفرعية حول:

- ماهية القرارات المالية، وما هي محددها في المؤسسة الاقتصادية؟
- هل هناك إجماع علمي أكاديمي حول علاقة وتأثير قرار التمويل ومحدداته على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟
- هل هناك إجماع علمي أكاديمي حول علاقة وتأثير قرار الاستثمار ومحدداته على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟

- هل هناك إجماع علمي أكاديمي حول علاقة وتأثير قرار توزيع الأرباح ومحدداته على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات المالية ومحدداتها بالقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري؟

### فرضيات الدراسة

قصد تسهيل الإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية المندرجة ضمنها، سيتم بناء الفرضيات الآتية:

**الفرضية الأولى:** تنقسم القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية إلى ثلاثة أصناف لكلٍ منها محددها، كما توجد محددهات مشتركة بين قرارين ماليين أو أكثر؛

**الفرضية الثانية:** تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار التمويل ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت في وجود أثر لقرار التمويل أو عدم وجود هذا الأثر على قيمة المؤسسة السوقية؛

**الفرضية الثالثة:** تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار الاستثمار ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت في إشارة علاقة التأثير بين الإيجابي والسلبي؛

**الفرضية الرابعة:** تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار توزيع الأرباح ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت في وجود علاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة السوقية أو عدم وجود هذه العلاقة؛

**الفرضية الخامسة:** هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات المالية ومحدداتها بالقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري، هذه الفرضية يمكن تقسيمها إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية التي مفادها:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري؛

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار الاستثمار والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري؛
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات القرارات المالية والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري.

### مبررات اختيار موضوع الدراسة

تبرز دوافع اختيار موضوع الدراسة فيما يلي:

- توافق الموضوع مع التخصص؛
- الرغبة في دراسة هذا الموضوع؛
- الموضوع يربط بين الجانب التسييري والجانب المالي للمؤسسة؛
- قلة الدراسات التي تناولت بعض التساؤلات الفرعية لإشكالية الموضوع.

### أهداف وأهمية الدراسة

يمكن تقديم أهم أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- التعرف على أنواع القرارات المالية داخل المؤسسة وأهم محدداتها؛
- التمييز بين مفاهيم القيمة في النظرية الاقتصادية والنظرية المالية؛
- إبراز العلاقة بين: (قرار التمويل، قرار توزيع الأرباح) وقيمة المؤسسة الاقتصادية حسب النظريات المالية التقليدية والحديثة؛
- محاولة دراسة علاقة القرارات المالية بالسعر السوقي للمجمع الصناعي صيدال؛
- إبراز ما إذا كانت توجد علاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال.

أما عن أهمية الدراسة، فيمكن تقسيمها إلى جانبين؛ أهميتها من الجانب النظري

وأهميتها من الجانب التطبيقي، حيث من الجانب النظري تركز الدراسة على دراسة وتحليل العلاقة بين القرارات المالية والقيمة السوقية للمؤسسة، وهذه الإشكالية بالغة الأهمية ومازالت محل جدل وبحث، ومن الجانب التطبيقي تكمن أهمية هذه الدراسة في أنها جاءت

لتسليط الضوء على جانب دراسة العلاقة بين (القرارات المالية، محدداتها) والسعر  
السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال.

### حدود الدراسة

تتمثل الحدود المكانية للدراسة في المجمع الصناعي صيدال، وقد تم اختياره  
نظرا لتميزه بعدة مميزات، حيث يعتبر المجمع:

- أحد أكبر المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
  - مؤسسة إنتاجية، وتعمل على تطوير وتسويق المنتجات؛
  - يتم فيه اتخاذ مختلف أصناف القرارات المالية؛
  - مدرج ببورصة الجزائر وينشط فيها باستمرار دون حصول توقف أسهمه عن  
التداول طيلة فترة الدراسة (1999-2014)؛
  - يتم فيه القيام بتوزيعات الأرباح طيلة فترة الدراسة.
- أما الحدود الزمنية للدراسة فقد تم تحديد فترة الدراسة بدءاً من سنة 1999 إلى غاية  
سنة 2014 تماشياً مع مدى توفر المعلومات والبيانات المالية للمجمع.

### منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض مختلف القرارات المالية  
ومحدداتها، عرض النظريات والمداخل التي تفسر العلاقة بين قرار التمويل (الهيكل المالي)  
وقيمة المؤسسة، قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم  
استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية 9 Eviews.

وفيما يخص الجانب النظري للدراسة فقد تم جمع معلوماته بالاعتماد على مراجع  
متنوعة ومتعددة عربية وأجنبية (الكتب، المقالات، مواقع الأنترنت).

كما تم جمع البيانات المالية للدراسة التطبيقية بالاعتماد على الميزانيات السنوية  
المحاسبية للمجمع وزيارة الموقع الإلكتروني للمجمع وموقع بورصة الجزائر عبر الأنترنت.

الدراسات السابقة

حسب الاطلاع فإن أهم الدراسات السابقة تمثلت في:

الدراسات السابقة باللغة العربية

– دراسة رزقي محمد 2008: وهي رسالة ماجستير بعنوان أثر القرارات المالية

على قيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوظيف

وفنون الطباعة ببرج بوعريريج-

تعلق موضوع هذه الدراسة بأثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال معيار خلق القيمة في المؤسسة، مع محاولة اختبار هذا الأثر على مستوى عينة من المؤسسات الخاصة والعمومية، حيث يتم قياس خلق القيمة عن طريق مؤشر القيمة المضافة الذي يتوافق مع الاقتصاديات الانتقالية.

وتتمثل أهم النتائج المتوصل إليها في أن تعظيم قيمة المؤسسة يتم من خلال تعظيم خلق القيمة التي توجد أساسا في الثنائية (عائد- مخاطرة) الناتجة عن القرارات المالية، وكفاءة استثمارات المؤسسة أي قدرة أصول المؤسسة على توليد أرباح تعتبر مصدر لتعظيم القيمة، كما أن الهيكل المالي يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة والتي بدورها تؤثر على قيمة هذه الأخيرة، وسياسة توزيع الأرباح لا تأثير لها على المؤسسة.

– دراسة علي بن الضب 2009: المتمثلة في رسالة ماجستير، والتي تحمل

عنوان دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

الاقتصادية المدرجة بالبورصة: دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة

بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة (2006-2008)

وهدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث شملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2006/01/01 و2008/06/01 موزعة على أربع قطاعات العقاري، الصناعي، الخدمي، الغذائي، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، قبل الشروع في بناء النموذج واختبار فرضياته تم اختبار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف بالاعتماد على اختبارات إستقرارية

السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية والمعبر عنها بمؤشر السوق (سعر الإقفال) خلال الفترة 2001/06/18 و2008/05/29 والمتمثلة في AC(1992)KPSS، DF(1979)، ADF(1981)، PP(1988).

خلصت الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقاً كفوفاً عند المستوى الضعيف، وإلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نالاً حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لوحيدهما، بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية.

– دراسة حسين محمد حسين سمحان 2015، مقال بعنوان: أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية (2006-2011)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مما يساعد المحلل المالي على في التعرف على أهم المتغيرات المؤثرة في قيمة هذا النوع من الشركات وفي التنبؤ بقيمة الشركة مستقبلاً في ضوء المتغيرات المذكورة.

وقد استخدم الباحث المنهج الوصفي في تحليل العلاقات بين متغيرات الدراسة واستعان بالبرامج الإحصائية المحوسبة في هذا المجال للتوصل إلى نتائج الدراسة.

توصلت الدراسة إلى أن شركات التعليم والاستثمار في الأردن تمكنت من زيادة قيمتها السوقية بشكل ملفت خلال الفترة (2006-2011)، كما تأثرت قيمة شركات التعليم والاستثمار في الأردن باستخدام هذه الشركات للرفع المالي إضافة إلى أسلوب الاعتماد على هيكل رأس المال، إضافة إلى عدم تأثير مستوى العائد الذي حققه المساهمون على استثمار أموالهم في شركات التعليم والاستثمار الأردنية في القيمة السوقية لهذه الشركات.

الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

- Assous Nassima( 2015 ) : Thèse de doctorat, L’impact des décisions financières sur la création de valeur au sein des entreprises publiques algériennes cotées a la bourse d’Alger : CAS DE SAIDAL ET L’E.G.H-AURASSI ( 1998-2012)

تأثير القرارات المالية على خلق القيمة في المؤسسات العمومية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر: حالة مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي (2012-1998)

هدفت هذه الدراسة لدراسة أثر القرارات المالية من النوع الاستثماري والتمويلي على خلق قيمة الاقتصادية وسوقية لحصة الأسهم في المؤسسات العمومية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر ( مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الأوراسي)

واعتمدت على مجموعة من المؤشرات الداخلية والخارجية لقياس خلق القيمة تتمثل في: (القيمة الاقتصادية المضافة EVA القيمة السوقية المضافة MVA ، القيمة الدفترية MTB)، وتوصلت الدراسة إلى أن الطابع الإيجابي أو السلبي للتأثير على القيمة الداخلية يعتمد أكثر على طبيعة القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تعتبر الأساس لخلق القيمة من جهة، وطبيعة العلاقة بين فريق الإدارة والمساهمين من جهة أخرى.

- Mur Salim, Hend Rangunawan, Nur Alamzah, Abdullah Sanus (2015) : Financial Decision, Innovation, Profitability and Company Value-Study on Manufacturing-Company Listed in Indonesian Stock Exchange

تهدف هذه الدراسة إلى وصف العلاقة بين القرارات المالية، الابتكار، الربحية وقيمة المؤسسة، وبينت أهم النتائج أن قرار الاستثمار يؤثر على قيمة المؤسسة بشكل إيجابي وملحوظ كما أن هيكل رأس المال يؤثر على قيمة المؤسسة بدرجة كبيرة وإيجابية وسياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة، الربحية تؤثر على قيمة المؤسسة بشكل إيجابي وكبير، الابتكار يؤثر كذلك على قيمة المؤسسة، يؤثر (قرار الاستثمار، هيكل رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، الابتكار) على ربحية المؤسسة بشكل إيجابي وكبير.

وتبرز أهم أوجه التشابه والاختلاف بين هذه الدراسة والدراسات السابقة في:

إن هذه الدراسة تختلف عن الدراسات السابقة من حيث:

- الجانب النظري لكونها شملت كل القرارات المالية معا ( قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح)؛
- المصطلحات هذه الدراسة عبرت عن الهيكل المالي بما يعرف بقرار التمويل، أما باقي الدراسات فقد استخدمت مصطلح الهيكل المالي، أو مصطلح الاقتراض بدلا من قرار التمويل؛
- أن هذه الدراسة من الجانب التطبيقي تهدف إلى إبراز أثر كل القرارات المالية: ( قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) على القيمة السوقية للمؤسسة، أما الدراسات السابقة فمعظمها اقتصر على إبراز أثر قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح فقط على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- تختلف هذه الدراسة فيما يخص المؤسسة محل الدراسة عن بعض الدراسات السابقة وتتماثل مع بعض الدراسات الأخرى؛
- هذه الدراسة كانت على المستوى الجزئي (مؤسسة جزائرية واحدة) على عكس الدراسات السابقة فمعظمها كان على المستوى الكلي بدراسة قطاع معين في السوق المالي أو عدة قطاعات، أو دراسة عدة مؤسسات جزائرية وأجنبية معا؛
- الجانب التطبيقي للدراسة مختلف عن باقي الدراسات حيث ركزت الدراسة على تحليل جميع القرارات المالية في المؤسسة محل الدراسة وتقدير تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة محل الدراسة، أما باقي الدراسات فهي تناولت دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة أو أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، أو أثر كل من (الهيكل المالي، سياسة التوزيعات) على قيمة المؤسسة، ولم يتم التطرق لقرار الاستثمار سواء من حيث متغيراته أو من حيث تحليله؛
- توجد عدة متغيرات في الدراسة لم يتم التطرق إليها في الدراسات السابقة كالضريبة ومخاطر الأعمال ومتغيرات قرار الاستثمار، كما توجد متغيرات في الدراسات السابقة لم يتم التعرض إليها في هذه الدراسة؛

- تختلف هذه الدراسة في الدراسة الإحصائية من حيث الحدود الزمانية عن باقي الدراسات السابقة؛
- جميع متغيرات الدراسة الإحصائية هي متغيرات رئيسية أما بعض الدراسات فقد قسمت المتغيرات إلى متغيرات رئيسية وأخرى ثانوية؛
- ركزت معظم الدراسات السابقة على مؤسسات تنشط في أسواق مالية عربية أو أجنبية كقوة وجاءت هذه الدراسة لطرح هذه الإشكالية على مؤسسة جزائرية تنشط في بورصة الجزائر الناشئة؛
- تختلف الدراسة مع بعض الدراسات السابقة في مضمون الإشكالية المطروحة حيث ركزت بعض الدراسات على دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة من منظور خلق القيمة.
- وتتشابه هذه الدراسة مع الدراسات السابقة من حيث:
- الطريقة والأدوات المستخدمة في محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة.
- يوجد تطابق في بعض المتغيرات بين هذه الدراسة والدراسات السابقة فيما يتعلق بقرار التمويل (الهيكل المالي) وقرار توزيع الأرباح.

### هيكل الدراسة

سيتم انجاز هذه الدراسة من خلال أربعة فصول، ثلاثة فصول تم فيها عرض مختلف الجوانب النظرية للموضوع، فيما يخص الفصل الرابع للدراسة التطبيقية، إضافة إلى المقدمة العامة والخاتمة العامة.

**الفصل الأول:** والذي سيكون عنوانه **القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة الاقتصادية**، ويتكون هذا الفصل من أربعة مباحث، حيث يمثل المبحث الأول مبحث تمهيدي لمفاهيم وعموميات حول القرارات المالية في المؤسسة، أما المباحث الثلاثة الأخرى فسيتم من خلالها التطرق لأنواع القرارات المالية ومحدداتها في المؤسسة بالتفصيل، وعليه فسيخصص المبحث الأول للعرض لماهية القرارات المالية في المؤسسة حيث يتم التطرق لعموميات حول القرار داخل المؤسسة، ومفاهيم أساسية عامة تتعلق بالقرارات المالية في المؤسسة، وأما المبحث الثاني فسيتم من خلاله التعرض لقرار التمويل ومحدداته في المؤسسة، والتطرق في المبحث

الثالث للقرار الاستثماري ومحدداته في المؤسسة، في حين يتم التعرض في المبحث الرابع لقرار توزيع الأرباح ومحدداته في المؤسسة؛

**الفصل الثاني:** والذي سيحمل عنوان أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، وسيقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، سيتم في المبحث الأول التطرق لمفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة وطرق تقييمها، ثم التركيز على إبراز طبيعة العلاقة بين القرارات المالية ومحدداتها والقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، فيما سيخصص المبحثين الثاني والثالث لاستعراض أهم النظريات التقليدية والحديثة التي حاولت تفسير مدى تأثير قرار التمويل (الهيكل المالي) وتكلفة التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل افتراض وجود كفاءة السوق التامة في المبحث الثاني، ثم إسقاط ذلك الافتراض في المبحث الثالث؛

**الفصل الثالث:** سيخصص لدراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال التطرق إلى النظريات المتعلقة بذلك ضمن ثلاثة مباحث، في المبحث الأول يتم التطرق لماهية وإجراءات توزيع الأرباح، والمبحث الثاني يعرض أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التأكد التام وحالة عدم التأكد، ويخصص المبحث الثالث لأثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضيات السوق الكامل.

**الفصل الرابع:** سيمثل الدراسة التطبيقية ويتكون من أربعة مباحث، ويتم من خلالها محاولة دراسة مدى تأثير القرارات المالية وأهم محددها على القيمة السوقية لسهم المجمع الصناعي صيدال (1999-2014).

# الفصل الأول

## تمهيد.

تقوم المؤسسة باتخاذ مجموعة من القرارات التي من شأنها أن تؤثر على بقائها واستمراريتها، ويعد موضوع القرارات المالية من المواضيع التي تحتل حيزا مهما ضمن اهتمامات كتاب ومنظري الفكر المالي، حيث تطور مفهوم الإدارة المالية كوظيفة داخل المؤسسة الاقتصادية فقد كان مفهومها ضمن المنهج التقليدي مرادفا لمفهوم التمويل، واقتصرت مهام المدير المالي آنذاك في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجات المؤسسة، والسعي لتعظيم أرباحها مع عدم مراعاة عامل المخاطرة ولم يوفق هذا المنهج في معالجة عملية تخصيص الأموال وتغيير التكلفة مع تغيير تركيبة مصادر التمويل.

وأدت هذه العيوب إلى بروز المنهج الحديث للإدارة المالية الذي يعرف بمنهج اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة، حيث أصبحت المهام المالية وفقا لهذا المدخل تشمل عملية تدبير الأموال وكيفية أنفاقها، وبذلك أصبح التركيز على الاستخدام الأمثل للأموال وهذا ما يندرج ضمن ما يسمى بقرار التمويل، ثم التركيز على قرار الاستثمار وذلك بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المختلفة وحل المشكلات المتعلقة بالاستثمار، إضافة إلى البحث عن كيفية توزيع أرباح المؤسسة على الأطراف ذات العلاقة بها وهذا ما يسمى بقرار توزيع الأرباح في المؤسسة.

وتتحكم بالقرارات المالية جملة من المحددات منها ما هو متعلق بالبيئة الداخلية للمؤسسة وما هو متواجد في المحيط الخارجي للمؤسسة، وفي هذا الفصل سيتم التطرق للقرارات المالية في المؤسسة ومحدداتها من خلال أربعة مباحث، حيث خصص المبحث الأول لمفاهيم أساسية للقرارات المالية داخل المؤسسة، والتعرض لقرار التمويل في المؤسسة ومحدداته ضمن المبحث الثاني، وفي المبحث الثالث التطرق لقرار الاستثماري في المؤسسة ومحدداته، أما المبحث الرابع فسيتم فيه التعرض لقرار توزيع الأرباح في المؤسسة ومحدداته.

## المبحث الأول: مدخل للقرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية.

تعد القرارات محور العملية الإدارية لأنها تشمل جميع مستويات المؤسسة الاقتصادية، والقرارات المالية تعتبر بدورها قرارات إدارية تتخذ لمعالجة مشكلة مالية معينة، وهي تحتل موقع هام في مجال الإدارة المالية، وفي هذا المبحث سيتم التعرض لأهم المفاهيم المتعلقة بالقرارات المالية في المؤسسة من خلال أربعة مطالب، حيث سيتم التطرق لمفاهيم أساسية حول القرار في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني سيتم التعرض لخطوات وأساليب التي تعتمد عليها المؤسسة لاتخاذ القرار، أما المطلب الثالث ففيه سيتم عرض أنواع القرارات داخل المؤسسة، وفي المطلب الأخير التعرض لماهية القرارات المالية وأنواعها في المؤسسة الاقتصادية.

### المطلب الأول: عموميات حول القرار في المؤسسة الاقتصادية.

تعتبر عملية اتخاذ القرار من الأمور الضرورية واللازمة لنجاح أي مؤسسة لكونها تمس مختلف نشاطاتها، حيث ينظر لها مفكري الإدارة على أنها أهم عنصر له أثر محسوس في عمل وحياة المؤسسات، ويختلف مضمون هذه العملية حسب الإدراك الشخصي لمفهومها لمتخذ القرار.

### 1- مفهوم القرار وعملية اتخاذ القرار.

رغم تعدد النظريات التي درست مفهوم القرار إلا أن المدرسة الاجتماعية هي أول من وضعت أسس لمصطلح القرار، وهيربرت ألكسندر سيمون الذي ألف كتابا عام 1946 تحت عنوان *administrasion behavior* والذي حصل على جائزة نوبل سنة 1978، لكن هذا الكتاب كان موجها للطلاب الإداريين أكثر منه للاقتصاديين، فأدرك هيربرت سيمون هذا النقص وصادر كتابا آخر مع J.G.march تحت عنوان *organisations les* أي المنظمات هذا الكتاب الذي يتمحور حول إدراك أصحاب القرار بعدم الرشادة في القرارات التي يتخذونها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة: (الاتصالات/ المعلومات/ القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2004، ص: 81.

ويمكن إعطاء مفاهيم متعددة للقرار كما يلي:

القرار حسب هاريسون harrison هو تلك اللحظة في عملية تقييم البدائل المتعلقة بالهدف والتي عندها يكون توقع متخذ القرار بالنسبة لعمل معين بالذات يجعله يتخذ اختيار يوجه آلية قدراته وطاقاته لتحقيق غايته، وعرف يونج yong القرار بأنه الاستجابة الفعالة التي توفر النتائج المرغوبة لحالة معينة أو لمجموعة حالات محتملة في المؤسسة.<sup>1</sup>

وكتعريف شامل فالقرار يمثل الاختيار المدرك والمفاضلة بين البدائل المتاحة، باستخدام المعطيات المنبثقة عن المحيط الداخلي والخارجي، من أجل تحديد وحل المشاكل التي تواجه المؤسسة.

## 2- عناصر اتخاذ القرار.

ومن المهم تحديد عدة عناصر رئيسية تشترك فيها كل القرارات، وهي:

### 2-1- متخذ القرار

أن متخذ القرار غالبا ما يكون فردا أو جماعة أو منظمة تتمتع من حيث السلطة بقدرتها على اتخاذ القرار وإمكانية إلزام الآخرين بتنفيذه.

### 2-2- موضوع القرار

إن القرار عادة ما يرتبط بمشكلة أو ظاهرة يثار لاتخاذ قرارات بشأن معالجتها أو تصحيح انحراف أو تعديل سلوك معين إزاءها.<sup>2</sup>

### 2-3- الهدف من اتخاذ القرار

لا يتخذ القرار إلا إذا كان هناك هدف معين وتعتمد أهمية على درجة أهمية الهدف المراد تحقيقه وكلما كان الهدف واضحا ساعد ذلك على اتخاذ القرار السليم.

<sup>1</sup>- مؤيد عبد الحسين الفضل، المنهج الكمي في إدارة الأعمال - نماذج قرار وتطبيقات عملية- مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006، ص: 81.

<sup>2</sup>- ماجد عبد المهدي المساعدة وآخرون، مبادئ علم الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2013، ص: 119.

إضافة إلى:<sup>1</sup>

## 4-2- الدافع

لا يتخذ القرار إلا إذا كان ورائه دافع معين لتحقيق الهدف مثلا هدف مضاعفة قيمة المؤسسة هو الربح أي أن الدافع هنا هو تحقيق الربح المرغوب فيه.

## 5-2- التنبؤ

وهو أمر يتعلق بتقدير ما سيحدث في المستقبل في حالة اتخاذ قرار معين ذلك أن معظم القرارات تتعامل مع المستقبل واتجاهاته والمتغيرات المحتملة وتحديد انعكاساتها على المؤسسة.

## 6-2- البدائل

البديل هو الحل الذي يتم اختياره من بين عدة حلول وعادة ما يضع المدير عددا من الحلول لمشكلة واحدة، فمتخذ القرار لا يحشر نفسه في وضع حل واحد وإنما يضع عدة حلول ثم يقوم باختيار الحل المناسب الذي يعتقد أنه يحقق هدفه .

## 7-2- قيود اتخاذ القرار

يواجه متخذ القرار قيودا عند اتخاذه قرارا معيناً منها درجة المخاطرة درجة التأكد من المردود، مصادر التمويل الخبرة مدة تنفيذ القرار لذا يجب أخذها في الاعتبار حتى يتمكن من التأكد من صحة وسلامة قراره وانعكاساته على المنظمة في المستقبل الذي يكتنفه الغموض.<sup>1</sup>

كما أن عملية اتخاذ القرار تتطلب مراعاة مجموعة من المقومات التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار لكي تتم هذه العملية بطريقة رشيدة يتمثل أهمها فيما يلي:<sup>2</sup>

- توفر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار،

- المقدرة على تحليل البيانات والمعلومات؛

<sup>1</sup> - علي عباس، أساسيات علم الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط4، 2009،

ص-ص: 102-103.

<sup>2</sup> - أحمد عثمان طلحة، إدارة المؤسسات العاملة في الدول النامية/منظور استراتيجي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن،

ط1، 2008، ص: 100.

- توفر السلطة اللازمة لاتخاذ القرارات؛
  - التحلي بروح الواقعية وعدم المبالغة في عملية اتخاذ القرارات؛
  - مراعاة العوامل الداخلية والخارجية عن عملية اتخاذ القرارات؛
  - جودة صياغة القرارات بحيث تكون واضحة وسهلة التفسير؛
  - التوقيت السليم أو مراعاة عامل الوقت عند اتخاذ القرارات؛
- إضافة إلى مقومات أخرى يمكن عرضها فيما يلي:<sup>1</sup>
- تنطوي عملية اتخاذ القرارات على عناصر ملموسة وغير ملموسة وعناصر عاطفية ورشيده وهذا يتطلب ضرورة وجود مرونة ذهنية تمكن من اخذ جميع هذه العناصر في الحسبان؛
  - يجب أن يؤدي كل قرار إلى نتيجة تساهم في تحقيق الهدف: حيث أن معرفة الغرض أو الهدف تساعد بشكل كبير على تبسيط مهمة اتخاذ القرار، ويتوجب أن يكون القرار عمليا وقابلا للتطبيق وبالتالي إذا كان الغرض معقدا ولا يمكن تحقيقه فيجب شطبه.

### 3- العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار

هناك العديد من العوامل الإدارية والتنظيمية التي لها تأثير هام في عملية اتخاذ القرار مما قد يؤدي إلى تعقدها وهذا ما سيؤثر على درجة رشادة القرار ومن أهمها: بيئة القرار، العوامل النفسية الطباع الشخصية،<sup>2</sup> توقيت القرار وتأثير أهمية القرار.

### 4- معوقات عملية اتخاذ القرار في المؤسسة

- تتعرض عملية اتخاذ القرار لمجموعة من الصعوبات يتلخص أهمها ما يلي:<sup>3</sup>
- صعوبة تحديد المشكلة؛
- عدم القدرة على تحديد الأهداف؛

<sup>1</sup>- فتحي أحمد ذياب عواد، إدارة الأعمال الحديثة بين النظرية والتطبيق، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،

ط1، 2013، ص-ص: 100-101.

<sup>2</sup>- عادل حسن وآخرون، تنظيم إدارة الأعمال، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، ص-ص: 349-351.

<sup>3</sup> - عادل حسن وآخرون، المرجع السابق، ص-ص: 89-90.

-شخصية متخذ القرار؛

-نقص المعلومات؛

إضافة إلى صعوبة أخرى تتمثل في: مشكلة الاتصالات.<sup>1</sup>

## 5- خصائص القرارات الفعالة

للقرارات الفعالة والناجحة خصائص أهمها:<sup>2</sup>

- مراعاة خطوات حل المشكلات واتخاذ القرارات؛
- الحرص على مشاوراة العاملين في المؤسسة والأخذ بأرائهم ومقترحاتهم؛
- مراعاة البيئة الداخلية في المؤسسة؛
- تجنب أخطاء معينة يقع فيها متخذ القرار؛
- تجنب الأحجام عن اتخاذ القرارات؛
- مواكبة الوسائل الحديثة.

## المطلب الثاني: خطوات وأساليب اتخاذ القرار في المؤسسة

تمر عملية اتخاذ القرار بمجموعة من المراحل مرتبطة ببعضها البعض، حيث ينبغي التعامل معها على أساس أنها وحدة واحدة لضمان تسلسل اختيار القرار وتقييمه لتحقيق الأهداف المطلوبة، ومن جهة أخرى تتعدد أساليب ومداخل اتخاذ القرار داخل المؤسسة، وهذا ما سيتم التعرض إليه في هذا المطلب.

### 1- مراحل اتخاذ القرار

ولقد حدد ردلايز وزملاؤه مراحل اتخاذ القرار بستة خطوات مستمدة من أحرف كلمة Décide التي تعني القرار كما يأتي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> سيد صابر تغلب، نظم ودعم اتخاذ القرارات الإدارية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011، ص: 334.

<sup>2</sup> عبد الباري درة ومحفوظ أحمد جودة، الأساسيات في الإدارة المعاصرة - منحنى نظامي - دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2012، ص : 345.

<sup>3</sup> صلاح عبد القادر النعيمي، الإدارة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2008، ص:

- **D-Define**: أي مرحلة تحديد المشكلة؛

- **E-Enumerate**: وتعني مرحلة تعدد البدائل التي يكون قسما منها تحت

السيطرة ( أي بدائل ممكنة التنفيذ) وأخرى خارج السيطرة؛

- **C-Collect**: وهي مرحلة جمع المعلومات؛

- **I-Identify**: أي مرحلة تحديد البديل الأفضل؛

- **D-Development**: وهي مرحلة وضع وتطوير خطة تنفيذ البديل الأفضل؛

- **E-Evaluate**: وهي المرحلة الأخيرة لتقييم القرار ومدى فاعليته في تحقيق

الهدف المطلوب.

وهناك أسس للمفاضلة واختيار البديل الأرجح لابد من الأخذ بها عند اتخاذ القرار،

ومن هذه الأسس:

- أن يقوم متخذ القرار بالموازنة بين الحجج المؤيدة والحجج المضادة للبديل، ليتبين

ما له وما عليه؛

- أن يكون البديل محققا لمردود اقتصادي من عدة جوانب سواء من حيث استخدام

الموارد أو بكفاءة العمل، أو جودة الخدمة المقدمة؛

- أن يكون البديل المختار أكثر تحقيقا للأهداف المقترحة؛

- التأكد من واقعية البديل؛

- المقارنة بين البدائل في ضوء صعوبات التطبيق؛

- الأخذ بعين الاعتبار الآثار الجانبية للقرار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - علي خلف حجاجة، اتخاذ القرارات الإدارية، دار قنديل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص-ص: 46-47.

## 2- أساليب اتخاذ القرار

تتعدد أساليب اتخاذ القرار في المؤسسة وتندرج من الأسهل إلى الأصعب من حيث الجهد والوقت والتكلفة، وعموماً تنقسم هذه الأساليب إلى الأساليب النظرية يتمثل أهمها في: <sup>1</sup> الحدس والتخمين والرأي الشخصي، الحقائق، التجارب والآراء، والأساليب الكمية وأهمها: <sup>2</sup> بحوث العمليات، البرمجة الخطية، نظرية الاحتمالات وشجرة القرارات، وهذا ما سيتم التعرض إليه في هذا المطلب.

### المطلب الثالث: أنواع القرارات داخل المؤسسة

يواجه متخذ القرار العديد من الموضوعات والمشاكل التي تتطلب منه اتخاذ القرار بشأنها، وتختلف نوعية القرار باختلاف موقع متخذ القرار والمؤسسة التي يعمل فيها والمحيط الذي يسودها والأطراف الذين يتعامل معهم، كما تتنوع القرارات باختلاف المشكلات ومدى توفر المعلومات، ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق لأهم تصنيفات القرارات داخل المؤسسة.

### 1- تصنيف القرارات حسب بيئة القرار (ظروف اتخاذه)

ويكون أمام متخذ القرار عدة حالات رئيسية يواجهها عند اتخاذ القرار، وبالنظر إلى الظروف المحيطة والتي يتم في ظلها اتخاذ القرار فإنه يمكن تصنيف القرارات إلى ما يلي:

#### 1-1- القرارات في حالة التأكد

ويتم في حالة التأكد تحديد النتائج من هذا القرار بدقة كاملة، وتعتبر ظروف التأكد أسهل مواقف اتخاذ القرار، لكونها لا تحتاج إلى حصر وتقييم البدائل المتاحة تمهيدا للاختيار فيما بينها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - نزيه كبارة، المبادئ الأساسية في إدارة الأعمال، شركة المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، ط1، 2010، ص-ص: 51-52.

<sup>2</sup> - ربحي مصطفى عليان، أسس الإدارة المعاصرة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص-ص: 86-87.

<sup>3</sup> - أحمد محمد المصري، التخطيط والمراقبة الإدارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص: 112.

### 1-2- القرارات في حالة المخاطرة

وتكون نتائج البديل في حالة المخاطرة محتملة، وتتميز هذه الحالة أساسا أنه لنتائج كل بديل تتوفر معلومات قليلة لمتخذي القرار، وبذلك ففي ظل المخاطرة: إمكانية وجود أكثر من إستراتيجية (قرار)، إمكانية وجود أكثر من حالة من حالات مستويات عدم التأكد، احتمالات حدوث البدائل، وبالتالي نتائج كل قرار تكون معلومة لدى متخذي القرار أو يستطيع تقديرها.<sup>1</sup>

### 1-3- القرارات في حالة عدم التأكد

ويكون عندما لا يعرف صانع القرار الاحتمالات لمخرجات كل بديل، بمعنى أن احتمالية النجاح أو الفشل المرتبطة بالبديل تكون غير واضحة.<sup>2</sup>

### 2- تصنيف القرارات حسب وظائف المؤسسة

تنقسم القرارات حسب الوظائف الأساسية بالمؤسسة إلى ما يلي:<sup>3</sup>

#### 1-2- القرارات المتعلقة بوظيفة الإنتاج

وتتعلق هذه القرارات بكل ما يخص قسم الإنتاج في المؤسسة، كحجم الإنتاج، حجم المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج وإجراءات الشراء.

#### 2-2- القرارات المتعلقة بوظيفة التسويق

ومن بين هذا النوع قرارات تحديد الأسواق، موقع مكاتب البيع، السعر، بحوث التسويق.

<sup>1</sup> زينب بن التركي، الأساليب الكمية في صناعة القرار - أسلوب شجرة القرار أنموذجا- مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد: 6، جامعة غرداية، 2009، ص: 95.

<sup>2</sup> بلقيس عبد الوهاب النعيمي، صناعة القرار التربوي، مجلة الدراسات التربوية، العدد: 10، 2010، ص: 211.

<sup>3</sup> هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: .....، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص-ص: 193-192.

### 2-3- القرارات المتعلقة بوظيفة الموارد البشرية

كالقرارات المتعلقة بمصادر الحصول على العمال، أساليب الاختيار في التوظيف، مدى التدريب ونوعيته، أسس دفع الأجور وطرق الترقية.

### 2-4- القرارات المتعلقة بالوظيفة المالية

كالقرارات المتعلقة بالهيكل المالي، شروط الائتمان، سياسة توزيع الأرباح، خطط إعادة التمويل وعمليات الاستثمار، وهذا النوع من القرارات هو الذي يتعلق بموضوع الدراسة.

### 3- تصنيف القرارات وفقاً لأساليب اتخاذها

وتصنف القرارات وفق هذا الأسلوب إلى نوعين:<sup>1</sup>

#### 3-1- قرارات كيفية

يتم اتخاذ هذا النوع من القرارات بالاعتماد على الأساليب التقليدية القائمة على التقدير الشخصي لمتخذ القرار، وخبرته وتجاربه ودارسته للأراء والحقائق المرتبطة بالمشكلة، مما يؤدي غالباً إلى اتخاذ الحل الرضائي بدلاً من الحل المالي.

#### 3-2- قرارات كمية معيارية

ويتم اتخاذها بالاعتماد على الرشد والعقلانية لمتخذها، وعلى الأسس والقواعد العلمية التي تساعد على اختيار القرار الصائب والرشيد الذي يؤدي إلى تحقيق أفضل عائد.

### المطلب الثالث: ماهية القرارات المالية في المؤسسة

وفق المنهج الحديث يتمحور جوهر عمل الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المالية والتي يدور مضمونها حول تحقيق الهدف الاستراتيجي المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة السوقية، وتتوزع القرارات المالية المتخذة في المؤسسة: بين قرارات التمويل، قرارات الاستثمار وقرارات توزيع الأرباح، وفي هذا المطلب سيتم التعرض لماهية القرارات المالية وأنواعها.

<sup>1</sup> - محمد حسنين العجمي، الاتجاهات الحديثة في القيادة الادارية والتنمية البشرية، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص: 259.

## 1- مفهوم القرارات المالية

يعد موضوع القرارات المالية من المواضيع التي تحتل حيزا مهما ضمن اهتمامات كتاب ومنظري الفكر المالي، وتهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أقصى الأرباح وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

يعرف القرار المالي على أنه "عملية المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأصول والحصول على الأموال".<sup>1</sup>

وترجع أهمية القرارات المالية إلى أنها تهدف أساسا إلى تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

وللقرارات المالية جملة من المبادئ يمكن عرضها فيما يلي:<sup>2</sup>

- تتوقف قيمة القرارات المالية على ناتج التدفقات النقدية الإضافية المصاحبة لها، فيكون التركيز الأول على نتائج هذه القرارات المالية؛

- يجب مراعاة التأثيرات الضريبية عند الحكم على كفاءة القرارات المالية، وبالتالي فإن التدفقات النقدية التي يجب أخذها بالحسبان هي التي يمكن تحقيقها بعد خصم الضرائب؛

- تختلف القرارات المالية من حيث مستويات المخاطر، وبالتالي فإن التنوع في مجالات الاستثمار يساعد في الحفاظ على مستويات العائد المتوقع.

وتتميز القرارات المالية بعدة خصائص تميزها عن غيرها من القرارات ويتمثل أهمها فيما يلي:

- القرارات المالية ملزمة للمؤسسة في غالبية الأحوال، الأمر الذي يستلزم الحرص الشديد عند اتخاذ هذه النوعية من القرارات؛

<sup>1</sup> -P. Conso & F. Hemia , Gestion financier de l'entreprise, 10<sup>ème</sup> Ed. Dunod, France, 2001, p: 561.

<sup>2</sup> - محمد وسام المصري، صنع القرار المالي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، تاريخ وساعة الاطلاع : 2014-11-1، 14:45، متواجد في الموقع الإلكتروني: <http://www.tahasoft.com/library/112>.

- بعض القرارات المالية مثل قرارات الاندماج أو شراء المؤسسات الأخرى أو الاستثمار في بعض نوعيات الأصول تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر في نجاح المؤسسة أو قدرتها على الاستمرار في السوق؛

- تستغرق نتائج القرارات المالية زمناً طويلاً نسبياً حتى يمكن التعرف عليها، مما قد يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخلل أو إمكانية تداركه، وهذا ما يعكس الحاجة إلى مهارات خاصة وقدرات تحليلية مرتفعة لاتخاذ هذه النوعية من القرارات.

## 2- أهداف القرارات المالية

للقرارات المالية كغيرها من القرارات عدة أهداف تتدرج ضمن الأهداف العامة للمؤسسة الاقتصادية، كما أن اتخاذ القرارات المالية يمر بعدة مراحل، ويمكن تلخيص ذلك فيما يلي:

### 2-1- هدف تعظيم الربح

أن الهدف العام لأي مؤسسة يتلخص في تحقيق أعلى الأرباح الممكنة، وما زال هذا الهدف يحتل مكانة رئيسية في الفكر الاقتصادي على الرغم من كثرة الانتقادات الموجهة إليه، والتي تشكك في سلامة تعظيم الربح كهدف رئيسي للمؤسسة، ويرتبط مفهوم تعظيم الربح ارتباطاً وثيقاً بالملاك، وقد وجهت له بعض الانتقادات تتمثل في:<sup>1</sup>

- أن فكرة تعظيم الأرباح لا تعكس بشكل مباشر الاستخدام الأمثل للموارد، فإذا زادت الأرباح بنسبة 15%، وفي نفس الوقت زادت الموارد إلى 7%، فإن هذا يعني ارتفاع أرباح المؤسسة، ولكن لا يعني زيادة القيمة السوقية للسهم لأنه يدل على انخفاض العائد لحقوق المساهمين؛

- أن فكرة تعظيم الربح لا توضح درجة المخاطرة التي ترافق عملية تحصيل هذه الأرباح، فالمعروف كلما ارتفعت درجة المخاطرة اثر ذلك سلباً على قيمة المؤسسة السوقية؛

- أن فكرة تعظيم الربح لا تأخذ في الحسبان المدة الزمنية المستغرقة لتحصيل تلك الأرباح؛

<sup>1</sup> - محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص: 51.

- أن فكرة تعظيم الربح تغفل عوامل كثيرة محيطية ببيئة المؤسسة كالمناخ الاستثماري السائد والوضع الاقتصادي، والمستوى الفني للأفراد العاملين من المؤسسة وطريقة حساب قيمة المؤسسة السوقية.
- لا يراعي هذا الهدف عنصر الزمن عند تحقيق الربح، فحين يحقق مشروع ما ربحاً معين في السنة الأولى، ومشروع آخر يحقق نفس مقدار الربح لكنه في السنة الثانية، فالربح وفقاً لمفهوم الربح الأقصى متساوي في الحالتين مع أن القيمة الحالية لكل منهما مختلفة؛
- عدم الوضوح في طريقة احتساب الربح، حيث أنه قد تتفاوت الأرباح من مؤسسة لأخرى نتيجة التفاوت في استخدام السياسات والمبادئ المحاسبية.<sup>1</sup>

## 2-2- هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة

- وهو إستراتيجية طويلة المدى تعمل على تعظيم القيمة الحالية للاستثمارات من خلال اختيار المقترحات الاستثمارية التي تعظم القيمة السوقية للمؤسسة، كما يعد معياراً للأداء ومقياساً لكفاءة الإدارة.
- ويعتبر هذا الهدف كهدف للإدارة المالية أكثر فعالية مقارنة بهدف تعظيم الربح وذلك للأسباب:<sup>2</sup>

- هذا الهدف يتلافى عيوب هدف تعظيم الأرباح، لأنه يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية ودقة تقديراتها، والفترة الزمنية لهذه التدفقات، ويعد معياراً هاماً لقياس كفاءة القرارات المتخذة ونتائجها لعدم اهتمامه الكبير بالأرباح المحاسبية ويركز على التدفقات النقدية، واستخدام أدوات القيمة الحالية الصافية كوسيلة لاحتساب هذه التدفقات، ويحسب كمية العوائد النقدية ودرجة المخاطرة المصاحبة ويراعي القيمة الزمنية للنقود؛
- كما أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يهتم بها هذا الهدف هي الوجه الآخر لهدف تعظيم الثروة، تعكس وجهة نظر

<sup>1</sup> فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية: (إطار نظري ومحتوى علمي) / التمويل / الاستثمار / التخطيط والتحليل

(المالي)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص-ص: 56-57.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006، ص: 20.

جميع المشتركين في السوق المالي، لأن تقييم المؤسسة في السوق يأخذ بعين الاعتبار الأرباح المتحققة فعلا والأرباح المتوقع الحصول عليها، والقيمة الزمنية للنقود إضافة إلى تقدير مدى توتر الإيرادات للمؤسسة، ودرجة المخاطر التي يتعرض لها، وسياسة توزيع الأرباح، ومعدل العائد على الاستثمار والأرباح المتوقعة وعائد السهم، وكل ذلك ينعكس على تقييم سعر السهم في السوق الذي يؤثر على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

### 2-3- هدف تعظيم العائد الاجتماعي

إن المؤسسات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تأثير سياساتها وأنشطتها على كافة فئات المجتمع الذي تمارس نشاطها فيه.<sup>1</sup>

### 3- أنواع القرارات المالية في المؤسسة

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع للقرارات المالية المتخذة في المؤسسة تتمثل في : قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، وهذه القرارات مرتبطة ارتباطا وثيقا ببعضها البعض ومتداخلة فيما بينها.

### 3-1- قرار التمويل

وهو ذلك القرار الذي يبحث في الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، إما إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة، وهذا القرار مرتبطا ارتباطا وثيقا بقرار الاستثمار، لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس،<sup>2</sup> وسيتم التطرق لقرار التمويل بالتفصيل في المبحث الموالي.

<sup>1</sup> - محمد وسام المصري، مرجع سابق، ص:3.

<sup>2</sup> -مليكة زغيب وإلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الصناعية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، ص: 2، تاريخ وساعة الاطلاع: 1-11-2014، 14:15، متواجد في الموقع الإلكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/%A8.pdf>.

### 3-2- قرار الاستثمار

وهو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي ستستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات، ويترتب على قرار الاستثمار أخطار على المؤسسة، بسبب أن الآثار والنتائج المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لا تكون معروفة بدقة. وتنقسم القرارات الاستثمارية إلى قسمين: قرارات استثمارية قصيرة الأجل والمتداولة، وهي التي يمكن تحويلها إلى نقدية من خلال سنة واحدة أو أقل، أي أنها تتمتع بسيولة عالية، وقرارات استثمارية طويلة الأجل، والتي يكون مردودها على مدى سنوات عديدة قادمة كتنشيد المباني،<sup>1</sup> وسيتم التعرض لقرار الاستثمار في المؤسسة بالتفصيل ضمن المبحث الثالث من هذا الفصل.

### 3-3- قرار توزيع الأرباح

ويتعلق بسياسة توزيع الأرباح على مستحقيها من الملاك، وهذا النوع من القرارات يجب أن يكون ملازماً للقرارات المالية الأخرى في المؤسسة، وقد يتم توزيع الأرباح بشكل نقدي وبنسبة مئوية معينة، أو يمكن تدوير الأرباح واحتجازها.<sup>2</sup> وسيتم عرض أهم الجوانب والأسس النظرية المتعلقة بقرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح في المؤسسة في المباحث الآتية من هذا الفصل.

<sup>1</sup> - ختام عبد الرحيم السحيمات، مفاهيم جديدة في علم الإدارة، الأردن، ط1، 2009، ص -ص: 145-146.

<sup>2</sup> - ختام عبد الرحيم السحيمات، المرجع السابق، ص: 146.

## المبحث الثاني: قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته

تعمل المؤسسة على تغطية احتياجاتها من خلال البحث عن الأموال اللازمة والمطلوبة من عدة مصادر وبشروط معينة تتماشى مع ظروفها وإمكانياتها وهذا ما يندرج ضمن ما يعرف بقرار التمويل، الذي سيتم التعرض إليه ضمن هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب، فالمطلب الأول خصص للتعرف على قرار التمويل وأهم العوامل المؤثرة عليه، ثم التطرق في المطلب الثاني للهيكل المالي للمؤسسة وفي المطلب الثالث لتكلفة مصادر التمويل.

### المطلب الأول: ماهية قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يهتم قرار التمويل أساساً بتحديد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة ومميزاتها لضمان سلامة المفاضلة فيما بينها، وهذا ما سيتم التطرق إليه هذا المطلب، حيث بعد التعرف على المقصود بقرار التمويل يتم التعرض لأهم محدداته ثم لخصائص مصادر التمويل المتاحة وأهم أنواعها.

#### 1- مفهوم قرار التمويل

يعرف قرار التمويل بأنه ذلك القرار الذي يهتم بتدبير الأموال التي تحتاجها المؤسسة بالشكل المطلوب، وهو يتعلق باختيار الهيكل المالي للمؤسسة عن طريق تحديد المزيج المناسب من التمويل بالديون والتمويل بالملكية.<sup>1</sup>

وينبغي القول أن قرارات التمويل عند صياغتها يجب أن تحرص على تحقيق المبادئ الآتية:<sup>2</sup>

- تحقيق التوازن في الهيكل المالي من حيث التوازن بين كل من التمويل بالملكية والتمويل بالمدىونية وأن يتوافق مع نمط الهياكل التمويلية في المؤسسات أو الأنشطة المماثلة؛

- تحقيق التوازن في الهيكل المالي من حيث التناسب بين مصادر التمويل واستخداماتها من زاوية آجال لاستحقاق لكل منهما؛

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص: 17.

<sup>2</sup> محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص: 19.

- تخفيض تكلفة التمويل الكلية ودرجة المخاطرة الأدنى حد ممكن قدر الإمكان.

## 2- محددات قرار التمويل

توجد عدة عوامل تؤثر على قرار التمويل ومن أهمها: نسبة الرفع المالي، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية والضريبة.

### 2-1- نسبة الرفع المالي

أشار العديد من الباحثين في مجال الأدب المالي إلى أن مفهوم الرفع المالي يدل على اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها المالية أي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة يجب على الشركة الالتزام بدفعها بمعنى أن الرفع المالي مرتب بهيكل تمويل المؤسسة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الديون، وإذا لم تنجح المؤسسة في ذلك فإنها ستعرض لخطر أكبر وتحقق خسارة أكبر مما يعني فقدان ميزة استخدام الرفع المالي بهيكل المالي للمؤسسة كما عرف (Horn & Wachowicz) الرفع المالي بأنه استخدام التمويل ذات التكلفة

الثابتة، كما أنه يعبر عن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي موجودات المؤسسة.<sup>1</sup>

ينتج الرفع المالي عن استعانة المؤسسة بأموال الغير حيث أنها تعتمد على الديون للتمويل، وهذا ما سيؤثر على الأرباح التي يحصل عليها المساهمين ودرجة المخاطرة التي يتعرضون لها.

وتؤثر درجة الرفع المالي على قرار التمويل من خلال نسبة الرفع المالي والتي تمثل نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup> - إلياس خضير الحمدوني وفانز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم - دراسة عينة من الشركات الأردنية المساهمة- مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد: 4، العدد: 8، 2012، ص ص: 150-152.

ويمكن الحصول على نسبة الرفع المالي بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

Ratio de levi

$\sum D$ : مجموع ديون المؤسسة؛

$\sum Passif$ : مجموع الخصوم.

## 2-2- المردودية الاقتصادية والمالية

تعتبر المردودية عن نسبة الربح إلى الأموال المستثمرة الضرورية في توليد نتيجة المؤسسة.<sup>2</sup>

ويتم التركيز على نوعين من المردودية وهما: المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، حيث تقيس المردودية الاقتصادية مدى مساهمة الأصول في تكوين نتيجة المؤسسة، وتحمل مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من ميزانية المؤسسة.<sup>3</sup>

وتعطى المردودية الاقتصادية وفق العلاقة الموالية:<sup>4</sup>

$$r_{ec} = \frac{RE (1 - \dots)}{\sum Act}$$

$r_{ec}$ : المردودية الاقتصادية؛

<sup>1</sup> - إلياس خضير الحمدوني وفانز هليل سريخ الصبيحي، المرجع السابق، ص: 154.

<sup>2</sup> - Pascale Delfine, Notion de rentabilité financière et logique de choix dans les services publics : le cas des choix d'investissement dans quatre services publics municipaux, Thèse présentée pour obtenir le grade de : Docteur du Conservatoire National des Arts et Métiers, École doctorale Arts et Métiers ED 415, Sciences de gestion, France, soutenue le : 24 mars 2011, p: 27, pdf.

<sup>3</sup> - محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2010/2009، ص: 100.

<sup>4</sup> - محمد شعبان، المرجع السابق، ص: 100.

RE: نتيجة الاستغلال؛

T: معدل الضريبة على الأرباح؛

Actif: الأصول الاقتصادية.

ويمكن التعبير عن المردودية المالية والتي تعرف أيضا بمردودية الأموال الخاصة بالمعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$r_f = \frac{RNet}{CP}$$

$r_f$ : المردودية المالية؛

RNet: النتيجة الصافية المحققة؛

CP: الأموال الخاصة.

### 2-3- الضريبة

وفي هذا البحث لقياس أثر الضريبة على قرار التمويل سيتم الاعتماد على مقياسين وهما:<sup>2</sup> مقياس Sorensen Kim & و مقياس Titman & Wessels.

#### 2-3-1- مقياس Sorensen Kim & (1986)

يتم من خلاله قياس ما تشكله الضرائب المدفوعة من طرف المؤسسة بالنسبة للربح قبل الفائدة والضريبة، حيث كلما كانت هذه النسبة عالية زادت أهمية الضريبة في التأثير على قرار التمويل.

وتعبر الصيغة الموالية عن مقياس Sorensen Kim & :

$$\frac{T}{EBIT}$$

T: معدل الضريبة على الأرباح؛

EBIT: الربح قبل الفائدة والضريبة.

<sup>1</sup>-El Malloki & Fekkak, *Analyse financière*, 2014, p: 103, pdf.

<sup>2</sup>-محمد شعبان، مرجع سابق، ص: 115.

**2-3-2- مقياس Titman & Wessels (1988)**

يهدف لتقييم أثر الميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالديون على قرار التمويل، ويعطى هذا المقياس بالمعادلة التالية:

$$\frac{Amort}{\sum Actif}$$

Amort: أعباء الاهتلاك.

**2-4-4- درجة تذبذب المبيعات**

حيث أنه كلما اتسمت مبيعات المؤسسة بالاستقرار، كلما حفزها ذلك أكثر على الاعتماد على الديون، نظرا لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وكشفت (Titman&Wessels) عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين درجة التقلب في المبيعات ونسبة الديون.<sup>1</sup>

**2-5-5- حجم المؤسسة**

حجم المؤسسة يؤثر على قدرتها في الحصول على الأموال من المصادر المختلفة، وذلك لتوفر ضمانات كافية.<sup>2</sup>

**3- خصائص مصادر التمويل**

لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من المصادر الأخرى، ويمكن تناول هذه الخصائص من عدة جوانب والتي من أهمها ما يلي:<sup>3</sup>

**3-1- الاستحقاق**

ويعني الموعد الذي يتوجب فيه على المقترض رد الدين إلى أصحابه وتختلف الديون عن أموالا لملكية بالنواحي التالية:

<sup>1</sup> - ملكة زغيب وإلياس بوجعادة، مرجع سابق، ص-ص: 12، 16.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص-ص: 402-406.

<sup>3</sup> - فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص-ص: 79-81.

- للقروض آجال معينة ينبغي أن تسدد فيها، ويؤدي عجز المؤسسة عن سدادها إلى مقاضاتها وإجبارها على التصفية؛
- حقوق المساهمين تأخذ صفة الاستثمار الدائم ولا يستطيع المستثمر استعادة حصته إلا بالبيع أو التصفية؛
- تؤدي زيادة الاقتراض إلى زيادة المخاطر المالية أما زيادة الأسهم فإنها سوف تؤدي إلى تحسن المركز الائتماني للمؤسسة.

### 3-2-الحق على الدخل

ويعني وجود ثلاثة مظاهر تميز الأموال المقترضة عن الأموال المملوكة وهي: الأولوية للدائنين أما المالكون فهم لا يستطيعون الحصول على الأرباح إلا بعد اتخاذ قرار بتوزيعها وبعد دفع التزاماتهم للمقرضين.

### 3-3-الحق على الموجودات

ويعني إذا واجهت المؤسسة مشاكل وتمت تصفيتها يتجه الاهتمام نحو قيمة أصولها الحالية.

### 3-4-الإدارة والسيطرة

وتعني بأن إدارة المؤسسة تعتبر حقا من الحقوق الطبيعية للمساهمين العاديين وذلك لكونهم الأكثر تعرضا للمخاطر.

### 3-5- المرونة، الأثر على العوائد.

إضافة إلى: <sup>1</sup>

### 3-7-المخاطرة

وهي المخاطرة التي قد تتعرض لها المؤسسة عند احتمال نتيجة زيادة الالتزامات عليها.

<sup>1</sup> - موسى مطر وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: (أسس/ مفاهيم / تطبيقات) ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط2 ، 2006، ص- ص: 109- 114.

**3-8- التوقيت**

إن هذا العامل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمرونة، والمقصود به اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة.

**3-9- الملائمة**

وتعني الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة وطبيعة الأصول.

**المطلب الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة وتكلفة مصادر التمويل**

يتطلب تشكيل المؤسسة للهيكل المالي المناسب القيام بدراسة جميع البدائل التمويلية المتاحة لها، وفي هذا المطلب سيتم التعرض لماهية الهيكل المالي للمؤسسة ومكوناته.

**1- تعريف الهيكل المالي**

ويمكن التعرض لتعريف الهيكل المالي من خلال ما يلي:

**التعريف الأول:** يعرف الهيكل المالي على أنه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم في كشف الميزانية العمومية.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** كما تم تعريف الهيكل المالي على أنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم.<sup>2</sup>

وبذلك يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية.

وتجدر الإشارة إلى أن مضمون قرار التمويل يتمحور أساساً حول تحديد تشكيلة الهيكل المالي وبذلك فإن محددات قرار التمويل تمثل نفس محددات الهيكل المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 349.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، ط1، 2007، ص: 138.

## 2- سمات الهيكل المالي الملائم

ينبغي على المؤسسة التخطيط السليم لبناء الهيكل المالي الملائم الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك و بقية الأطراف ذات العلاقة بها.

وتتمثل أهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي فيما يلي:<sup>1</sup>

**-الربحية والمرونة:** يجب أن يعمل الهيكل المالي على تحقيق أقصى العوائد وتلبية احتياجات المؤسسة في الوقت المناسب وبأقل تكلفة ممكنة، مع قابليته لتعديل المصادر التمويلية المكونة له .

**-القدرة على الوفاء بالديون:** فالمؤسسة ملزمة بالحفاظ على قدرتها للوفاء بالتزاماتها و تجنب الملاك مخاطر مالية إضافية.

**-الرقابة:** و تتم من خلال تقليل المخاطر لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

## 3- مكونات الهيكل المالي

يتكون الهيكل المالي للمؤسسة من مصادر تمويل متنوعة تصنف على أساس عدة معايير كالمدة حيث تقسم إلى مصادر تمويل طويلة وقصيرة الأجل، وتقسم حسب علاقتها بالمؤسسة إلى مصادر تمويل داخلية وأخرى خارجية، وسيتم الدمج بين هذين المعيارين فيما يخص أنواع مصادر التمويل، كما سيتم التركيز أكثر على التمويل الخارجي طويل الأجل باعتباره التمويل الدائم للمؤسسة.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي- مدخل في التحليل واتخاذ القرارات- مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص: 217.

### 3-1- مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة

يشكل التمويل الداخلي بالنسبة للمؤسسات حديثة التأسيس نسبة كبيرة مقارنة بإجمالي التمويل المطلوب واللازم لتغطية احتياجاتها المالية المختلفة. ويشمل التمويل الداخلي الفائض المحتجز المتولد من العمليات الجارية وكذلك ثمن بيع الأصول المستخدمة.<sup>1</sup>

ويمكن التمييز بين مصدرين من التمويل الداخلي، يتمثل المصدر الأول في التمويل الذاتي والذي يتكون بدوره من الأرباح المحتجزة، الاحتياطات، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات، أما المصدر الثاني فيتمثل في التنازل عن الاستثمارات. وقد لا يملك التمويل الداخلي القدرة على تلبية جميع احتياجات المؤسسة مما يؤدي بها إلى الاستعانة بمصادر خارجية وهذا ما سيتم التعرض إليه في العنصر الموالي.

### 3-2- التمويل الخارجي بالأسهم

نظرا لتزايد المتطلبات المالية للمؤسسة بشكل مستمر أصبح التمويل الداخلي لا يكفي لوحده لتغطية تلك الاحتياجات، مما استوجب على المؤسسة ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية متنوعة، وتمثل الأسهم بمختلف أنواعها إحدى أهم مصادر التمويل الخارجية.

### 3-2-1- تعريف الأسهم وأنواعها

السهم هو عبارة ورقة مالية تمثل جزء من رأس المال الذي يقسم إلى عدة أجزاء صغيرة متساوية. كل جزء أو قسم منها يسمى سهما، وله ثمن معين، ويعتبر العدد الذي يمتلكه الشخص من هذه الأسهم حصته في رأس المال وهي قابلة للتداول. ولكل سهم قيم مختلفة، قيمة اسمية يصدر بها، وقيمة سوقية تتحدد في البورصة وفقا للعرض والطلب وقيمة دفترية تستعمل في حالة تصفية الشركة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية: ( دراسات الجدوى / تحليل مالي/ هيكل رأس المال/ سياسات توزيع

الأرباح)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص-ص: 121- 124.

<sup>2</sup> سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة بعض الدول العربية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2014/2015، ص: 35.

وتنقسم الأسهم إلى عدة أنواع: أسهم نقدية وأسهم عينية، أسهم اسمية وأسهم لحاملها وأسهم لأمر، أسهم عادية وأسهم ممتازة.

- **أسهم نقدية وعينية:** الأسهم النقدية هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول إلا عند صدور العقد التأسيسي للشركة، أما الأسهم العينية فهي التي تمثل حصة عينية من رأس مال الشركة المساهمة كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم لأصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها.

- **أسهم اسمية وأسهم لحاملها:** الأسهم الاسمية تحمل اسم مالكيها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل، ويكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع بتسليمه من يد إلى أخرى، والشركة غير ملزمة بتسديد حقوق السهم للحائز لها.

- **أسهم لأمر:** تملك الشركة الحق في إصدار أسهمها لأمر، ويشترط أن تكون قد دفعت كل قيمتها الاسمية، والشركة لا يمكنها أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.<sup>1</sup>

- **الأسهم العادية:** الأسهم العادية عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة تخول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الدائنين، وتمنح لحاملها حق المشاركة في إدارة المؤسسة.<sup>2</sup>

ويتمتع حملة الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها: حق البقاء في المؤسسة، حق التصويت في الجمعية العامة، الحق في جزء من الأرباح، الأولوية في الاكتتاب، حق التنازل عن الأسهم.<sup>3</sup>

- **الأسهم الممتازة:** هذا النوع من الأسهم يعتبر هجيناً بين الأسهم العادية والسندات، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص على استدعائه في توقيت لاحق، ولحامله الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما لها الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - سميحة بن محياوي، المرجع السابق، ص: 36.

<sup>2</sup> - هشام طلعت عبد الحكيم وأنوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم - نموذج جوردين - مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد: 81، 2010، ص: 55.

<sup>3</sup> - محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص: 136.

<sup>4</sup> - جلال إبراهيم العبد، أساسيات الاستثمار - الأوراق المالية والبورصات - دار الكتاب الحديث، مصر، 2009،

## 3-2-2- طرق تسعير الأسهم

وتنبغي الإشارة إلى أنه من الممكن أن يختلف السعر السوقي للسهم عن سعره الحقيقي بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم وعدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، ويمكن التعبير عن السعر السهم الحقيقي والسوقي بالعلاقة الموالية:<sup>1</sup>

$$PR = \frac{D1}{(1 + K_e)} + \frac{P1}{(1 + K_e)}$$

حيث أن:

$$D1 = D0(1 + g)$$

$$P1 = P0(1 + g)$$

D1 : توزيع الأرباح المتوقع، P1: السعر المتوقع للسهم،  $K_e$ : العائد المطلوب من

قبل المستثمر،  $D_0$ : توزيع الأرباح الحالي،

$P_0$ : سعر السهم الحالي،  $g$ : معدل النمو.

ص-ص: 37-38.

<sup>1</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي وأرشد عبد الامير جاسم الشمري، استراتيجيات الادارة المالية: ( استراتيجيات الاندماج/ استراتيجيات الشركة القابضة/ قرار الاستثمار الاستراتيجي/ الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية) ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص-ص: 156-158.

**3-2-3- تقييم التمويل بالأسهم**

يتصف التمويل باستخدام الأسهم العادية بالعديد من المزايا والعيوب يتمثل أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>

- وسيلة تمويل ليس لها أجل محدد وهي لا تكلف المؤسسة أعباء حيث لا تكون المؤسسة ملزمة بدفع الأرباح لهذه الأسهم، إلا إذا تحققت هذه الأرباح وتم اتخاذ القرار بالتوزيع؛
- زيادة عدد الأسهم العادية ضمن الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى زيادة الثقة فيها وزيادة قدرتها على الاقتراض، كما تشجع الدائنين على منحها الديون؛
- سرعة التداول لهذه الأسهم في الأسواق المالية خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تملك مركز مالي جيد؛
- وما يتعلق بالعيوب فالأسهم العادية مرتفعة التكلفة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة لارتفاع عنصر المخاطرة فيها؛
- الأرباح التي توزع للأسهم تخضع للضريبة قبل توزيعها مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة، وذلك بعكس السندات التي تنزل فوائدها من الوعاء الضريبي للمؤسسة؛
- توسيع قاعدة المساهمين بإصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة توزيع الأرباح وبالتالي انخفاض العائد.

**3-3- التمويل الخارجي بالديون**

ويتم التمويل الخارجي بموجب شروط وإجراءات تتحدد في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.

<sup>1</sup> - محمد طنيب ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص-ص: 163-164.

### 3-3-1- التمويل الخارجي قصير الأجل

وهي الموارد التمويلية التي يتم الحصول عليها لأجل قصير وهو في الغالب يقل عن السنة،<sup>1</sup> ويتميز هذا النوع من التمويل بأنه لا يتيح تدخلا أو تأثيرا من قبل الدائنين على الإدارة إلا أنه قد يهدد سلامة المؤسسة في حالة عدم توفر السيولة اللازمة لسداده عند استحقاقه، وينقسم هذا النوع من التمويل أساسا إلى: الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل.

### 3-3-2- التمويل الخارجي متوسط الأجل

تمثل القروض متوسطة الأجل قروض أو دين على المؤسسة تمتد مدته من سنة إلى عشر سنوات ومن أنواعها:<sup>2</sup>

- **القروض المصرفية:** ويتم سدادهما على عدة أقساط وفي فترات زمنية يتم الاتفاق عليها ويطلب البنك المقرض ضمانات أو شروط يملئها على المقرض ليضمن بها استرداد قرضه؛
- **شراء الآلات والمعدات بالتقسيط:** ويحتفظ البائع عادة بملكيته حتى يتم سداد الثمن بالكامل ويقرر المقرض في العادة فترة السداد بحيث تكون أقل من عمر الآلة؛
- **التمويل المحول:** بمعنى الحصول على الأصول بدون شرائها وذلك عن طريق استئجارها.

### 3-3-3- مصادر التمويل الخارجي طويلة الأجل

تتجاوز أجال استحقاق التمويل الخارجي طويل الأجل السنة الواحدة، لذا فهو يعد بمثابة التمويل الدائم للمؤسسة، ويضم السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل.

- **السندات:** يعرف السند بأنه حصة في ديون المؤسسة يأخذ اتفاق تعاقدي لمدة معينة ولمبلغ معين بين المقرض والمقرض، ويتعهد فيه الطرف الأول "المدين" إلى الطرف الثاني "حائز السند" بدفع قيمة السند في تاريخ محدد بالإضافة إلى اجراء مدفوعات

<sup>1</sup> - فليح حسن خلف، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص: 238.

<sup>2</sup> - محمود أحمد فياض، مبادئ الإدارة - وظائف المنظمة - دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص-ص: 185-186.

– دورية (فوائد) طيلة حياة السند، تصدرها المؤسسات أو الهيئات العامة ويكون للسند أولوية الحصول على تصفية مقارنة بالسهم عند تصفية المؤسسة.<sup>1</sup>

وللسندات عدة أنواع منها: السندات العادية وسندات الدخل التي ترتبط بما تحققه المؤسسة من أرباح، السندات المضمونة والسندات غير المضمونة، السندات حسب معدل العائد، السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكيها، سندات عامة وسندات خاصة.<sup>2</sup>

وتستفيد المؤسسة من خلال التمويل بالسندات من مزايا الربح المالي حيث تقوم المؤسسة باستثمار أموالها لاقتراض لتحقيق عائد يفوق معدل الفائدة على السندات يساهم في زيادة الأرباح التي تعود للملاك، إضافة إلى حصول المؤسسة على بعض المزايا الضريبية لأن الفائدة على السندات تعتبر من أنواع التكاليف التي تستقطع من الإيرادات قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة، كما أن استخدام السندات في التمويل يمكن من الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار دون أن يترتب على ذلك تدخل الغير في الإدارة والسيطرة على المؤسسة، وقد تتعرض المؤسسة لمخاطرة كبيرة نتيجة إصدار السندات باعتبار أن معظمها يمثل التزامات ثابتة عليها.<sup>3</sup>

– **القروض المصرفية طويلة الأجل:** وهي تلك القروض التي تمنح مباشرة من البنوك ومؤسسات التأمين وتتراوح مدتها بين سنة واحدة وخمسة عشرة سنة.<sup>4</sup>

### 3-4- التمويل الخارجي بالاستئجار

يمكن للمؤسسات الحصول على احتياجاتها من الأصول الثابتة إما عن طريق شراؤها أو استئجارها، ويكمن سبب انتشار هذه الظاهرة في أن امتلاك الأصول الثابتة يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال كان من الممكن توظيفها في مجالات بديلة.

<sup>1</sup>-L. Gitman & M. Joehnk, *Investissement et marchés financiers*, 9<sup>ème</sup> Ed. Pearson, France, 2005, p :12 .

<sup>2</sup>- رشيد بوكساني، *معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها*، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، **تخصص:** ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص-ص: 63-62.

<sup>3</sup>- أيمن الشنطي وعامر شقر، *الإدارة والتحليل المالي*، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005،

ص-ص: 104-103.

<sup>4</sup>- دريد كامل آل شبيب، *مرجع سابق*، ص: 120.

ويعرف التمويل بالاستئجار على أنه عقد بين مؤجر ومستأجر وفق شروط معينة متفق عليها، وتختلف الأصول محل الإيجار حسب العقد.<sup>1</sup>

ويتم التمييز بين نوعين من الاستئجار وهما: الاستئجار التشغيلي والاستئجار المالي، ولفهم عيوب ومزايا التمويل بالاستئجار لابد من مقارنة تكلفة الاستئجار بتكلفة امتلاك الأصل باستخدام التمويل الذاتي أو الاقتراض.<sup>2</sup>

مما سبق يمكن القول أن حجم التمويل الخارجي يتوقف على حجم التمويل الداخلي واحتياجات المؤسسة وبذلك فهو يعد مكملاً للتمويل الداخلي.

#### 4- أسس تشكيل الهيكل المالي الملائم

سيتم التعرض لتحليل نقطة التعادل التمويلي والعلاقة بين العائد، الرفع ومخاطرة السهم العادي.

#### 4-1- نقطة التعادل التمويلي

هي النقطة التي يتساوى عندها مجموع التكاليف مع مجموع الإيرادات وبذلك ينعدم صافي الربح، حيث يسبق هذه النقطة تحقيق خسائر ويليه تحقيق أرباح.<sup>3</sup>

وتحسب نقطة التعادل رياضياً بالعلاقة الموالية:<sup>4</sup>

$$Q = \frac{F_c}{(P - V_c)}$$

حيث: Q : كمية المبيعات التي تحقق مستوى التعادل؛ P : سعر بيع الوحدة؛

F<sub>c</sub> : التكاليف الثابتة؛ V<sub>c</sub> : التكاليف المتغيرة.

<sup>1</sup> - بالمقدم مصطفى وآخرون، التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع: (استراتيجيات الاعمال في مواجهة تحديات العولمة)، جامعة الجزائر، 15-16/03/2005، ص: 6 .

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص: 180.

<sup>3</sup> - أيمن الشنطي وآخرون، مقدمة في الادارة والتحليل المالي، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص: 173.

<sup>4</sup> - مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص: 332.

يرتبط تحليل التعادل بمفاهيم الرفع بمختلف أنواعها وتقوم المؤسسة باللجوء إلى تحليل التعادل التمويلي لغرض المقارنة بين التمويل المقترض والتمويل الخاص وتحديد مزايا كل منهم، وبالتالي اتخاذ قرارات التمويل المتعلقة بتكوين الهيكل المالي والمفاضلة بين الهياكل البديلة.<sup>1</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن حجم المبيعات يحقق نفس العائد على السهم عند نقطة التعادل بغض النظر عن طريقة التمويل سواء كانت بالديون أو بالأموال الخاصة.

#### 4-2- الرفع والمخاطرة والعائد المتوقع للسهم العادي كأساس للمفاضلة بين مصادر

##### التمويل

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في مقدار صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد والضريبة وبعد منح التوزيعات لحملة الأسهم الممتازة، وتعد درجة تقلب هذا العائد مقياس للمخاطر التشغيلية والمخاطر المالية، وتوسع المؤسسة في استخدام القروض يزيد من العائد المتاح للملاك نظرا لانخفاض تكلفتها وما يتولد عنها من وفورات ضريبية تساهم في تخفيض تكلفة مصادر التمويل، وعلى العكس من ذلك فباعتتماد المؤسسة على الأسهم الممتازة لا يتولد عليه وفورات ضريبية لكون أن عائد الأسهم الممتازة لا يعد من الأعباء التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، إضافة إلى أنه عادة ما تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض بسبب تباين حجم المخاطر التي يتعرض لها مصدر التمويل، أما من وجهة نظر المخاطرة فإن الاعتماد على أي من مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة يترتب عليه زيادة في تقلب عائد السهم العادي،<sup>2</sup> حيث يقاس مقدار هذا التقلب بما يسمى بدرجة الرفع المالي التي تحسب بدورها على أساس الربح التشغيلي.

#### المطلب الثالث: ماهية تكلفة مصادر التمويل

وفي هذا المطلب سيتم التعرض لماهية تكلفة مصادر التمويل وسيتم التركيز على تقدير تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل باعتبارها التمويل الدائم للمؤسسة.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 315.

<sup>2</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2003،

## 1- تعريف تكلفة التمويل

**التعريف الأول:** تعرف تكلفة التمويل بأنها عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** كما تعرف على أنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل وعادة ما تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشروعات الاستثمارية.<sup>2</sup>

وبذلك فتكلفة التمويل تمثل المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة.

ويرتبط بتكلفة مصادر التمويل عدة مفاهيم أخرى: التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية، التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة، التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية، التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية.<sup>3</sup>

## 2- أهمية تقدير تكلفة التمويل

على العموم فإن حساب تكلفة التمويل، سوف يحقق لإدارة المؤسسة عدد من الفوائد نوجزها فيما يلي:<sup>4</sup>

-إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية على اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي اختيار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة؛

-إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة الملاك، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة التمويل؛

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2004، ص: 327.

<sup>2</sup> عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية: (أطر نظرية / حالات عملية)، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2003، ص: 221.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص-ص: 166-169.

<sup>4</sup> أسعد حميد العلي، الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية-دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص: 339.

- تعد تكلفة التمويل أحد المعايير للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية، فإذا تبين أن تكلفة التمويل تزيد على العائد المتوقع يعني ذلك أن هذه المشروعات أصبحت تشكل عبء على إدارة المؤسسة؛

- إن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة ومن ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولغرض تخفيض تكلفة التمويل فإنه يستوجب حسابها.

### 3- تقدير تكلفة مصادر التمويل

للمويل الداخلي تكلفة ضمنية تماثل تكلفة الفرصة البديلة والتي تبرز لحظة تخصيص الأموال إلا أنه توجد صعوبة في قياس تكلفته حيث أنه يعامل معاملة ضريبية خاصة، وترتبط تكلفة التمويل الخارجي بطبيعة المصادر المكونة له، وسيتم التركيز على تقدير تكلفة المصادر التمويلية طويلة الأجل.

### 3-1- تكلفة الأرباح المحتجزة

وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بالعلاقة الموالية:

$$t = \frac{D_1}{P_0} + g$$

$D_0$ : توزيعات الأرباح؛

$P_0$ : سعر بيع السهم؛

$g$ : معدل النمو المتوقع.

### 3-2- تكلفة التمويل بالأسهم

يتم التطرق لتقدير تكلفة الأسهم العادية بطريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتقدير تكلفة الأسهم في حالة ثبات الأرباح ونموها بانتظام وتكلفة الأسهم الممتازة.

### 3-2-1- تكلفة الأسهم العادية

- طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: ويستخدم هذا النموذج لتقدير تكلفة الأسهم العادية من خلال تقدير مؤشرات السوق وتقدير معامل بيتا، ثم استخدام التقديرات السابقة للوصول إلى تكلفة الأموال الخاصة للمستثمر.<sup>1</sup> وعلى العموم يتم تحديد تكلفة الأسهم العادية بحساب العائد المطلوب على سهم المؤسسة (r) من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$E(R_i) = R_f +$$

حيث أن:  $E(R_i)$ : العائد المطلوب للأصل المالي  $i$ ،  $R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة؛  $E(R_m)$ : عائد السوق المالي،  $\beta_i$ : علاوة المخاطرة نتيجة الاستثمار في الأصل المالي الخطر  $i$ .

- تكلفة الأسهم في حالة ثبات الأرباح وتعطى بالصيغة الآتية:<sup>3</sup>

$$K_e = \frac{D_0}{V}$$

- تكلفة الأسهم في حالة نمو الأرباح بانتظام

$$K_e = \frac{D}{V} + g$$

### 3-2-2- تكلفة الأسهم الممتازة

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإصدار، ويمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$K_{ps} = \frac{D_p}{P_0 (1 - g)}$$

<sup>1</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية: (دراسات الجدوى/ مصادر التمويل/ التخطيط المالي/ التحليل المالي/

الاسهم والسندات المالية/ تحليل الربحية الإسلامية)، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص-ص: 459-463.

<sup>2</sup> سليمة حشايشي، التقويم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي: (الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 21/20 أكتوبر 2009، ص: 16.

<sup>3</sup> عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد: 06، جامعة ورقلة،

2008، ص: 19.

<sup>4</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 371.

$P_0$ : قيمة السهم الممتازة؛  $D_{Ps}$ : توزيع السهم الممتاز؛

$K_{Ps}$ : التكلفة الفعلية للأسهم الممتازة؛

$\alpha$ : تمثل تكلفة الإصدار إلى قيمة السهم الممتاز.

### 3-3- تكلفة الديون طويلة الأجل: تعبر تكلفة الديون عن معدل العائد المتوقع من قبل

الدائنين، وتتكون عموماً من القروض المصرفية طويلة الأجل إضافة إلى السندات، وتمثل التكلفة معدل الفائدة المتفق عليها بين المقرض والمقترض، وتحسب تكلفة الديون بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$K_{cd} = K_d \times (1 - T)$$

بحيث:  $K_{cd}$ : التكلفة الحقيقية للديون؛  $K_d$ : التكلفة الاسمية للديون؛  $T$ : معدل الضريبة.

تكون عادة تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة لأن الملاك يتحملون مخاطرة أعلى فيطلبون عائداً أعلى، إضافة إلى أن المؤسسة تستفيد من الوفر الضريبي لفوائد الديون.<sup>2</sup>

### 4- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

تكلفة التمويل تتوقف على تركيبة الخليط المكون للهيكل المالي وتكلفة كل عنصر فيه، ونظراً لأن نسبة العناصر المكونة للخليط ليست متساوية كما أن تكلفتها ليست متساوية لذلك يجب استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان.

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة وفق أحد المداخل: مدخل الأوزان الفعلية التاريخية، مدخل الأوزان المستهدفة والمدخل الحدي للترجيح. كما تحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لمصادر التمويل وفق العلاقة الموالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، المرجع سابق، ص: 368.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، الموازنات التقديرية - نظرة متكاملة-الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص: 569.

<sup>3</sup> - عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006، ص: 44.

$$WACC = K_e$$

E: حجم الأموال الخاصة؛ D: حجم الديون.

بعد التعرض لأهم ما يتعلق بقرار التمويل في هذا المبحث سيتم تناول قرار الاستثمار ومحدداته في المبحث الموالي.

### المبحث الثالث: قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته

تعطي المؤسسة أهمية بالغة للقرار الاستثماري من جهة لما تتطلبه العملية الاستثمارية من حجم تمويلي كبير، ومن جهة أخرى لمدى حساسية هذا القرار لعدة متغيرات وعوامل، وفي هذا المبحث سيتم التعرض لأهم الأسس النظرية المتعلقة بالقرار الاستثماري من خلال أربعة مطالب، فالمطلب الأول يتم فيه التطرق لمفاهيم عامة حول الاستثمار، والمطلب الثاني لماهية القرار الاستثماري، أما المطلب الثالث فخصص لأنواع القرار الاستثماري ومسار اتخاذه في المؤسسة، والتعرض لمحددات القرار الاستثماري في المؤسسة في المطلب الرابع.

#### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول الاستثمار

في هذا المطلب يتم التعرف على مختلف الجوانب النظرية للاستثمار التي تتضمن: تعريف وتصنيفات الاستثمار، أهمية، أهداف ومخاطر الاستثمار، أدوات الاستثمار، وفي الأخير عوامل جذب الاستثمار وصعوباته.

#### 1- تعريف الاستثمار

يعرف الاستثمار من الناحية الاقتصادية على أنه الإنفاق الكلي الذي يؤدي إلى زيادة رصيد رأس المال المتاح وكذلك تعويض ما يستهلك من هذا الرصيد.<sup>1</sup>

كما يعرف على أنه توظيف أموال في أصل معين أو عدد من الأصول يحتفظ بها الشخص فردا كان أو مؤسسة لفترة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية يحقق له مردود معين يتمثل بالعائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر وذلك من أجل تعويضه عن الوقت الذي يتم فيه توظيف الأموال، معدل التضخم المتوقع و عدم التأكد (المخاطرة) من عدم تحقق ذلك العائد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - بن ابراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص: 190.

<sup>2</sup> - مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010،

## 2- تصنيفات الاستثمار

تصنف الاستثمارات بناءً على عدة معايير ويمكن التطرق لتصنيف الاستثمارات من حيث الأهمية والغرض، تصنيف الاستثمارات حسب القائم بها، تصنيف الاستثمارات وفق الطبيعة القانونية، تصنيف الاستثمارات حسب المدة وأنواع الاستثمار حسب معيار الجنسية.

### 2-1- تصنيف الاستثمارات من حيث الأهمية والغرض

تنقسم بدورها إلى عدة أقسام تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup> استثمارات التجديد، استثمارات النمو، الاستثمارات المنتجة وغير المنتجة، الاستثمارات الإجبارية، الاستثمارات التعويضية واستثمارات الرفاهية.

### 2-2- تصنيف الاستثمارات حسب القائم بها

ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات هما:<sup>2</sup> الاستثمار الفردي، استثمارات المؤسسات والاستثمار الحكومي.

### 2-3- تصنيف الاستثمارات وفق الطبيعة القانونية

حيث تصنف الاستثمارات وفقاً لشكل الملكية إلى ما يلي:<sup>3</sup> الاستثمارات العمومية، الاستثمارات الخاصة والاستثمارات المختلطة.

### 2-4- تصنيف الاستثمارات حسب المدة

وتقسم الاستثمارات حسب هذا المعيار إلى نوعين هما:<sup>4</sup> الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل.

ص: 22 .

<sup>1</sup> - الزين منصور، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الرابحة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص ص: 22-23.

<sup>2</sup> - علي لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2009، ص ص: 6-7.

<sup>3</sup> - مروان شموط وكنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص: 22.

<sup>4</sup> - حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص ص: 45-48.

## 2-5- أنواع الاستثمار حسب معيار الجنسية

ويتم التمييز بين صنفين فيما يلي:<sup>1</sup> الاستثمارات الداخلية أو الوطنية والاستثمارات الأجنبية.

### 3- أهمية، أهداف ومخاطر الاستثمار

للاستثمار أهمية كبيرة بالنسبة لمختلف الجهات، كما أن له مجموعة من الأهداف والمخاطر

### 3-1- أهمية وأهداف الاستثمار

تتلخص أهمية الاستثمار في عدة عناصر من أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

- استغلال الأموال الفائضة عن الحاجة لفترات قصيرة أو طويلة الأجل من أجل تحقيق عائد إضافي مناسب؛
- توفير السيولة للمؤسسة عندما يحين موعد سداد التزاماتها أو احتياجها إلى سيولة نقدية بأن تحول استثماراتها إلى نقد عند الحاجة لذلك؛
- الاستفادة من الاستثمار في تخفيف آثار التضخم عن طريق تحويل النقد إلى أصول سريعة التحول إلى نقد مع فائض؛
- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين؛
- توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين؛
- توفير فرص العمل وتقليل نسبة البطالة؛

<sup>1</sup> عبد الله عبد الكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية - دراسة قانونية مقارنة لأهم التشريعات العربية والمعاهدات الدولية مع الإشارة إلى منظمة التجارة العالمية ودورها في هذا المجال- دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص-ص: 19-20.

<sup>2</sup> بالاعتماد على: طلال عبد الحسن الكسار، المحاسبة المتقدمة للاستثمار في الأسهم والسندات وتطبيقها للمعايير المحاسبية الحديثة والقابضة والتابعة، مكتبة المجتمع العربي الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص: 21، ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011، ص: 12. و طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص: 16.

- إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي؛
- كما تتمثل أهداف الاستثمار بالنسبة للمستثمر (للمؤسسة) فيما يلي: تحقيق العائد أو الربح أو الدخل، تكوين الثروة وتنميتها، تأمين الحاجات المتوقعة، توفير السيولة والمحافظة على قيمة الموجودات.

### 3-2- مخاطر الاستثمار

مخاطر الاستثمار هي عدم التأكد من تحقق العائد المتوقع من وراء الاستثمار بل قد تمتد تلك المخاطرة لتشمل المال المستثمر بالإضافة إلى العائد المتوقع، وقد تكون المخاطرة كبيرة مرتفعة أو قليلة متدنية، وعادة تقسم مخاطر الاستثمار إلى قسمين رئيسيين:<sup>1</sup>

#### 3-2-1- مخاطر نظامية

هي المخاطر التي تتعلق بالنظام العام في الأسواق وحركتها وعوامل طبيعية وعوامل سياسية، ومثل هذه العوامل لا ترتبط بنوع معين من الاستثمار وإنما عندما تقع عندها تصيب جميع مجالات وقطاعات الاستثمار.

#### 3-2-2- مخاطر غير نظامية

وهي المخاطر التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية، مثل التغيرات في أسعار الفائدة وتدهور العمليات الإنتاجية، وقد تصيب مجال معين من الاستثمار ولا تصيب مجالاً آخر، وعموماً يمكن أن نعدد من مخاطر الاستثمار ما يلي:

- **مخاطرة العمل:** وهي المخاطرة التي قد تنتج عن الاستثمار في أدوات عائدة إلى مجال عمل معين، قد يفشل هذا العمل وبالتالي لا تتحقق أهداف الاستثمار؛
- **مخاطرة السوق:** وقد تنتج عن التغيير العكسي في أسعار أدوات الاستثمار المتعامل بها، أو الضمانات العائدة لها نتيجة تقلب أوضاع السوق؛
- **مخاطرة السعر:** وهي المخاطرة التي قد تنتج عن الاستثمار في أسعار فائدة منخفضة إذا ما ارتفعت الفائدة بعد ذلك، أو المخاطرة التي تنتج عن خسارة الفائدة المرتفعة إذا ما تم الاستثمار لأجل قصير؛

<sup>1</sup> - طاهر حردان، المرجع السابق، ص- ص: 16-18.

- **مخاطر القوة الشرائية:** والتي تنتج عن الارتفاع في المستوى العام للأسعار الذي يؤدي بدوره إلى الانخفاض في قيمة النقود معبرا عنها بالقوة الشرائية؛
- **المخاطرة المالية:** وهي المخاطرة الناجمة عن عدم القدرة على سداد الأموال المقترضة لغايات الاستثمار، أو حتى عن عدم القدرة على تحويل الاستثمارات إلى سيولة نقدية بأسعار معقولة؛
- **المخاطرة الاجتماعية أو التنظيمية:** التي تنجم عن التغيرات العكسية في الأنظمة الاجتماعية والتعليمات والقوانين التي يكون من شأنها التأثير على مجالات الاستثمار وأسعار وأدوات الاستثمار كرفع معدلات الضرائب.

#### 4- أدوات الاستثمار

تعرف أداة الاستثمار بأنها الأصل الحقيقي أو المالي الذي يحصل عليه المستثمر لقاء المبلغ الذي يستثمره، ويطلق البعض عليها اصطلاح وسائط الاستثمار، وأدوات الاستثمار المتاحة للمستثمر في المجالات المختلفة كثيرة جدا من أهمها: العقار، السلع، المشروعات الاقتصادية، الأوراق المالية، العملات الأجنبية والمعادن النفيسة،<sup>1</sup> وصناديق الاستثمار.<sup>2</sup>

#### 5- العوامل المحفزة (المشجعة) على الاستثمار

توجد العديد من العوامل الأخرى التي تحفز على الاستثمار منها ما يأتي:<sup>3</sup>

- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات؛
- توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار؛
- وجود أدوات استثمارية متعددة.

<sup>1</sup> - محمد مطر، مرجع سابق، ص- ص: 84- 91.

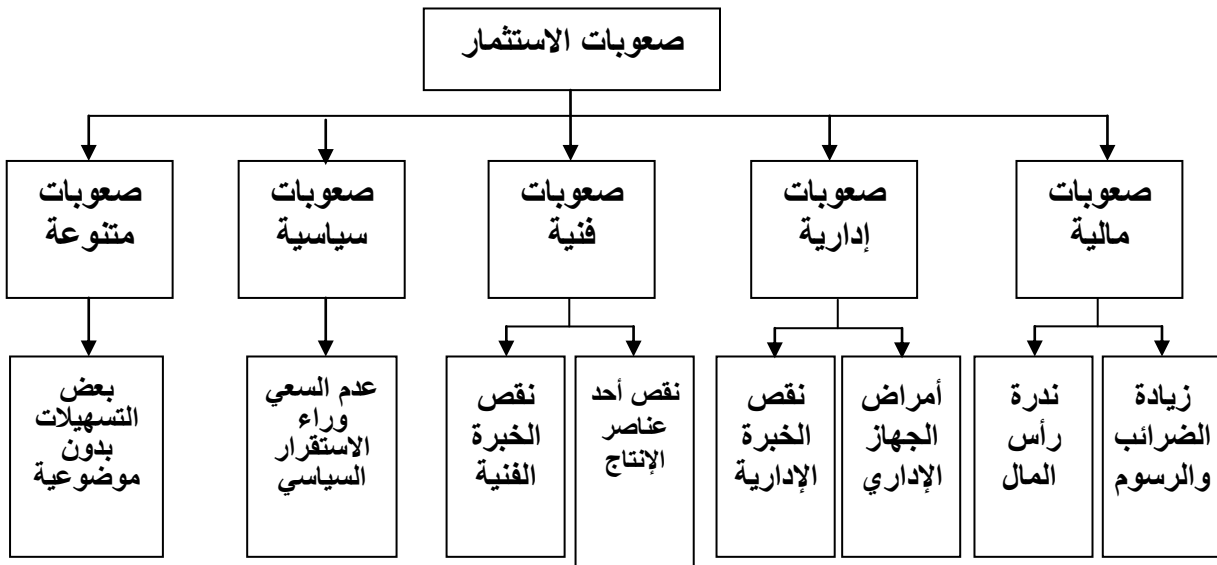
<sup>2</sup> - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص-ص: 23-24.

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2001، ص-ص: 21-22.

## 6- صعوبات الاستثمار

تواجه عملية الاستثمار عدة صعوبات تعرقل من استمرارها وتؤثر على كفاءة الأهداف المرجوة منها، ويمكن إدراج أهم هذه الصعوبات في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): صعوبات الاستثمار



المصدر: شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع

والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص: 25.

يبين الشكل رقم (1-1) أن عملية الاستثمار تحيط بها عدة صعوبات منها: الصعوبات المالية التي من جهة ترتبط بالمحيط الداخلي للمؤسسة كنقص التمويل الذاتي، ومن جهة أخرى منها ما هو متعلق بالبيئة الخارجية للمؤسسة كارتفاع الضرائب والرسوم ونقص التمويل الخارجي، أما الصعوبات الإدارية فتتمثل أساساً في المشاكل الإدارية المتمثلة في تعقد الإجراءات الإدارية والفساد الإداري، فيما تتمثل أهم الصعوبات الخارجية التي تتواجد بالبيئة الخارجية للمؤسسة في عدم الاستقرار السياسي، وبذلك فنجاح عملية الاستثمار يتطلب من المؤسسة تخطي هذه الصعوبات لتحقيق الأهداف المرسومة.

## المطلب الثاني: ماهية القرار الاستثماري

يعد قرار الاستثمار من أصعب وأخطر القرارات المالية وأكثرها حساسية في المؤسسة الاقتصادية، وفي هذا المطلب يتم عرض ماهية القرار الاستثماري من خلال التطرق لتعريف وخصائص القرار الاستثماري، أهميته وأهم المبادئ التي يستند عليها.

### 1- تعريف القرار الاستثماري

يمكن إدراج عدة تعريفات للقرار الاستثماري ضمن الآتي:

**التعريف الأول:** القرار الاستثماري هو ذلك القرار الذي يتخذه المدير المالي وذلك بتحديد كل من المزيج من الأموال المخصصة لكل الأصول الثابتة والمتداولة، والتقرير متى تحتاج هذه الأصول لتعديل أو إحلال أو سيولة.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** القرار الاستثماري يركز على تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار داخل المؤسسة سواء من ناحية المقدار أو من ناحية التشكيل والمحتوى، وبالنظر إلى محتوى ومضمون هذه القرارات يمكن القول أنها تعد من أخطر وأصعب واعقد القرارات المالية عموماً بسبب طبيعة العملية الاستثمارية ذاتها.<sup>2</sup>

بناء على التعريفين السابقين فإن قرار الاستثمار يعد من أخطر وأصعب القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، حيث ينطوي على تخصيص مقدار من الأموال لاستثمارها في مختلف المشاريع، بهدف تحقيق عوائد مستقبلية، وهو عرضة لتقلبات درجات المخاطرة وعدم التأكد.

<sup>1</sup> - محمد ابراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 12.

<sup>2</sup> - سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص: 25.

## 2- خصائص القرار الاستثماري

يتصف قرار الاستثمار بجملة من السمات يمكن توضيحها كما يلي:<sup>1</sup>

### 2-1- خصائص ترتبط بالبعد الزمني

نظرا لأن هناك دائما فارق زمني بين تاريخ اتخاذ القرار الاستثماري وتنفيذه والحصول على عوائد من ذلك الاستثمار، لذلك يجب الأخذ في الاعتبار القيمة الحقيقية للنقود وقوتها الشرائية.

### 2-2- خصائص ترتبط بحالات الطبيعة المخاطرة وعدم التأكد

حيث تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل، وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث، وتكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة، كما تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل حالتها المخاطرة وعدم التأكد .

### 2-3- خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي

معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى تمويل كبير مما قد يؤثر على حياة المشروع، فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة، حيث يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حاليا بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها، وذلك على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة، ومن جهة أخرى يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى تخصيص جزء كبير من أموال المؤسسة في شراء أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر للتمويل كالاقتراض أو إصدار سندات أو طرح أسهم للاكتتاب العامل زيادة الأسهم المال وغيرها من طرق التمويل المتعارف عليها.

<sup>1</sup>- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص- ص: 16-17.

### 3- أهمية القرار الاستثماري

يكتسي القرار الاستثماري أهمية بالغة بالنظر لعدة مبررات أهمها:<sup>1</sup>

- يشكل الاستثمار في المدى الطويل المحرك الوحيد لمحافظة المؤسسة على وجودها؛
- تتطلب العملية الاستثمارية مبالغ كبيرة ومهمة مقارنة لما تملكه المؤسسة أو المشروع من الأموال؛
- يعتبر القرار الاستثماري قرارا يرهن المؤسسة على المدى المتوسط والطويل يصعب الرجوع فيه، حيث كلما كان المشروع الاستثماري يلبي ما يحتاجه السوق من منتجات أو خدمات ذات جودة عالية وأسعار تنافسية كلما تحسنت صورة المؤسسة مما يزيد في ربحيتها التي تعطي مصداقية أكثر لها لدى المؤسسات المالية المقرضة؛
- يعد القرار الاستثماري بالغ التعقيد بالنظر لما يتطلبه من إحاطة بمجموعة من العناصر الكثيرة والمختلفة التي تتطلبها العملية الاستثمارية.

### 4- مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري

يقوم اتخاذ قرار الاستثمار على جملة من المبادئ والأسس العلمية، والتي تتمثل في:

2

#### 4-1- مبدأ الاختيار

يفترض في متخذ القرار بالمؤسسة الرشادة، ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في أول فرصة تتاح له، ويتوقف تحقيق هذا المبدأ على وجود سوق مالية كفوة.

#### 4-2- مبدأ المقارنة

حيث يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الذي يناسبه عن طريق عملية المقارنة.

<sup>1</sup> - معراج هوارى وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص: 57.

<sup>2</sup> - سليمة نشنش، دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي، تاريخ الاطلاع: 1-11-2014، ساعة الاطلاع: 16:40، متواجدة في الموقع الالكتروني: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/pdf>.

**4-3- مبدأ الملائمة**

كل متخذ قرار يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر والدخل والرغبات، هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة في: معدل العائد على الاستثمار، درجة المخاطر التي يتصف بها ومستوى السيولة التي تتمتع بها المؤسسة

**4-4- مبدأ التوزيع**

تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة والعوائد التي تدرها، فقرار الاستثمار السليم ينبغي أن يقوم على التنويع بين هذه الأصول، وذلك من أجل الحد من المخاطرة وزيادة العوائد.

إضافة إلى المبادئ التالية:

**4-5- مبدأ الموضوعية**

يشترط هذا المبدأ أن تكون جميع المؤشرات المالية المستخدمة في المقارنة ذات موضوعية تجنباً لتحيز القياس.<sup>1</sup>

**4-6- الاستناد على جملة من المقومات والأسس العلمية**

لكي يكون القرار الاستثماري ناجحاً لا بد أن يستند على جملة من الأسس العلمية أثناء اتخاذه، منها: اعتماد إستراتيجية ملائمة للاستثمار، حيث تتوقف صياغة هذه الإستراتيجية على كل من الربحية، السيولة والأمان، والاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة - دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2004، ص: 17.

<sup>2</sup> - طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2008، ص-ص: 17-19.

## المطلب الثالث: أنواع القرار الاستثماري ومسار اتخاذ

يصنف القرار الاستثماري إلى ثلاثة أنواع تتمثل في قرار الشراء، قرار عدم التداول وقرار البيع، وكذلك يمر اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل، وهذا ما سيتم التعرض إليه في هذا المطلب.

### 1-أنواع القرار الاستثماري

تواجه المؤسسة الاقتصادية ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية يمكن تلخيصها كما يلي:

#### 1-1- قرار الشراء

يتمثل هذا القرار في الرغبة في حيازة أصل مالي، وتلجأ المؤسسة إلى هذا القرار عندما يرى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع الأخذ بعين الاعتبار المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية تفوق القيمة السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، فهذه المعادلة تكون الحافز والرغبة لدى المؤسسة لاتخاذ قرار الشراء.

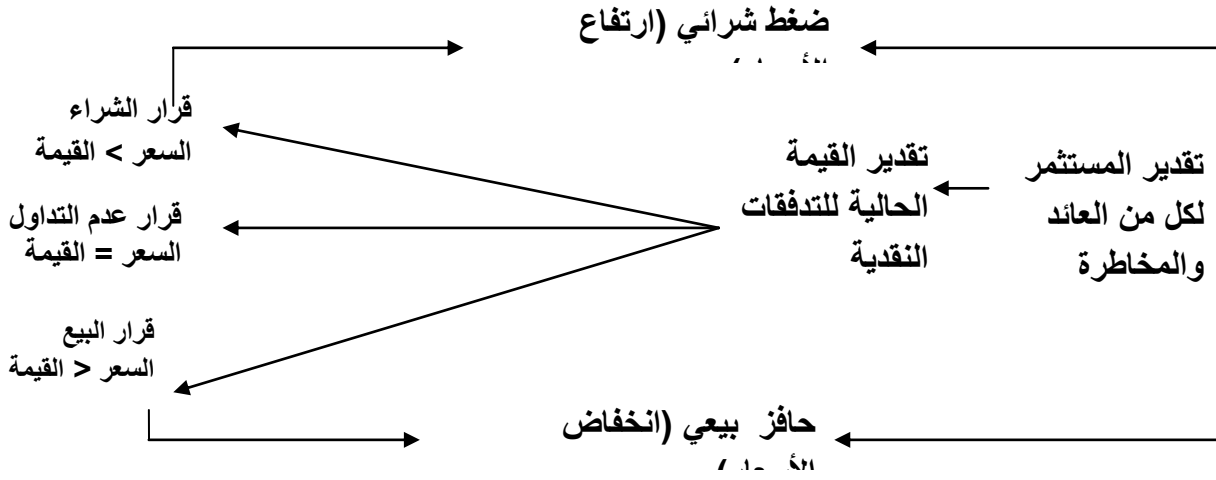
#### 1-2- قرار عدم التداول

في هذا النوع من القرارات الاستثمارية تكون المؤسسة أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية الحالية مساوية القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وفي خضم هذه الوضعية لا تكون هناك عوائد تنتظرها المؤسسة، وبالتالي لا يقوم باتخاذ أي قرار سواء الشراء أو البيع.

#### 1-3- قرار البيع

تلجأ المؤسسة إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وبالتالي وفي هذه الحالة ترى المؤسسة بأن الفرصة مواتية لتحقيق الأرباح، وعندها تتخذ قرار البيع وتنتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها قوى العرض والطلب في السوق لتعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء، أو عدمه وهكذا تدور الدورة الاستثمارية.

الشكل رقم (2-1): أنواع القرارات الاستثمارية



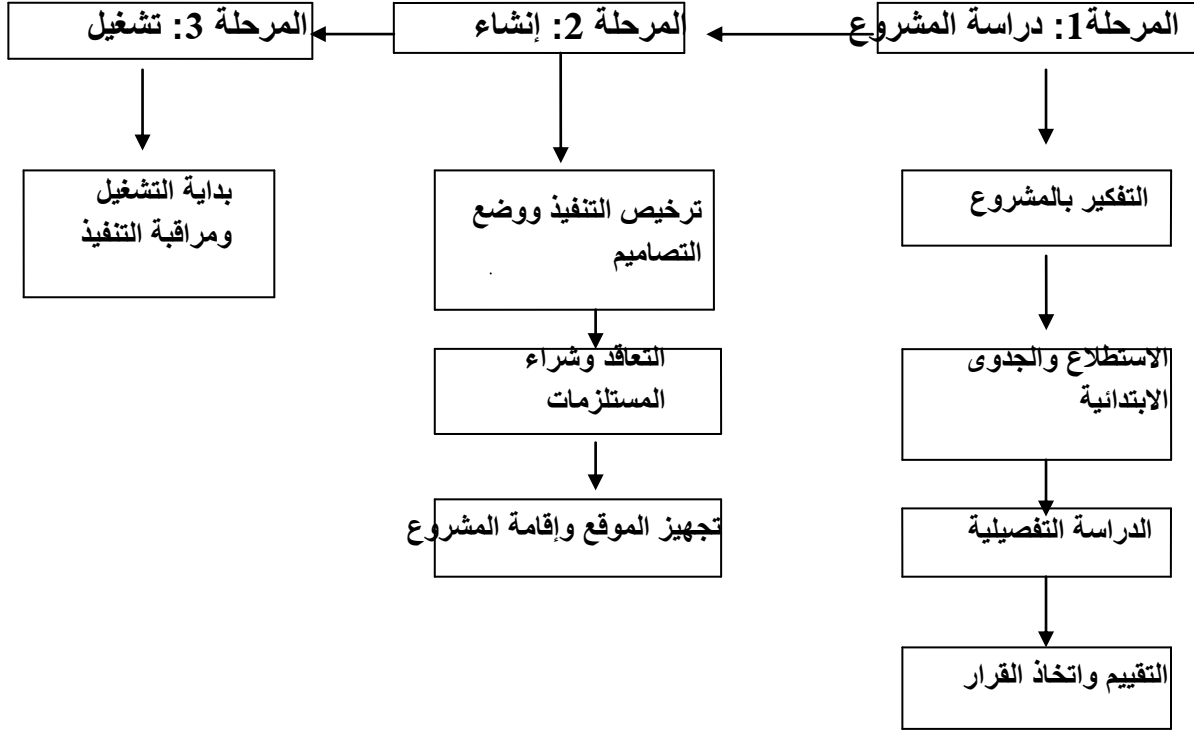
المصدر: محمد مطر، مرجع سابق، ص: 37.

وفقا للشكل رقم (2-1) يواجه المستثمر (المؤسسة) ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ القرار، وهذه المواقف مرتبطة بظروفه وظروف السوق وتتوقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى.

2- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر صنع القرار الاستثماري أصعب مراحل العملية الاستثمارية وذلك لأنه يأتي عادة على بديل معين بين عدة بدائل حيث لكل بديل عوائده وتكاليفه المتوقعة.

## الشكل رقم (3-1): مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: طلال كداوي، مرجع سابق، ص: 41.

يوضح الشكل رقم (3-1) مراحل اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية، حيث تتضمن هذه المراحل عدة خطوات، فالمرحلة الأولى تبدأ بدراسة المشروع الاستثماري ووضع دراسة جدوى أولية ثم القيام بإنجاز الدراسة التفصيلية وبناء على الخطوات المذكورة يتم اتخاذ القرار الاستثماري بشأن قبول المشروع الاستثماري أو رفضه، وفي حالة قبول المشروع الاستثماري يتم الانتقال إلى المرحلة الثانية والتي تقوم فيها المؤسسة بشراء المعدات والمستلزمات اللازمة للمشروع وتحديد الموقع المناسب للمشروع، وفي المرحلة الأخيرة يتم تشغيل المشروع الاستثماري ومتابعة التنفيذ، ويستخلص مما سبق أنه يتم اتخاذ القرار الاستثماري في المرحلة الأولى.

#### المطلب الرابع: محددات القرار الاستثماري في المؤسسة

يتأثر القرار الاستثماري في المؤسسة بجملة من العوامل والمتغيرات المتواجدة في المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة، ومنها المحددات المالية والإدارية والعوامل السوقية وغيرها من المتغيرات التي تؤدي إلى زيادة أهمية ودرجة تعقيد اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسة، ومن خلال هذا المطلب سيتم التطرق لمختلف وأهم هذه المحددات.

## 1- العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري

### 1-1- الضرائب والرسوم

تؤثر الضرائب على الأرباح أو الرسوم الجمركية ووجود أو عدم وجود الإعفاءات الضريبية حسب قوانين تشجيع الاستثمار على القرار الاستثماري.<sup>1</sup>

### 1-2- مخاطر الأعمال

وتشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التدذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار.<sup>2</sup>

ويتم قياس مخاطر الأعمال للمؤسسة بنسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لكل سنة بالعلاقة الموالية:<sup>3</sup>

$$\frac{\sqrt{V(X)}}{RE_n}$$

$V(X)$ : الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال.

### 1-3- تكلفة مصادر التمويل

أن من أهم العوامل الأساسية والتي قد تؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية بقبول أو رفض المشروع الاستثماري، تحديد تكلفة مصادر الأموال اللازمة لتمويل المشروع الاستثماري المقترح، وتتعدد مصادر التمويل فمنها التمويل الذاتي من المؤسسة، والتمويل الخارجي.<sup>4</sup>

### 1-4- الفرص البديلة

من المفاهيم الأساسية التي تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري هو مفهوم تكلفة الفرصة البديلة، ويعرفها احد الكتاب بأنها " أقصى ما يجب الحصول عليها من مكاسب

<sup>1</sup> - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص: 27.

<sup>2</sup> - حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، 2009، ص: 10.

<sup>3</sup> - محمد شعبان، مرجع سابق، ص: 178.

<sup>4</sup> - عبد العال هاشم ابو خشبة، مفاهيم وخصائص القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها والتبويبات المختلفة لها،

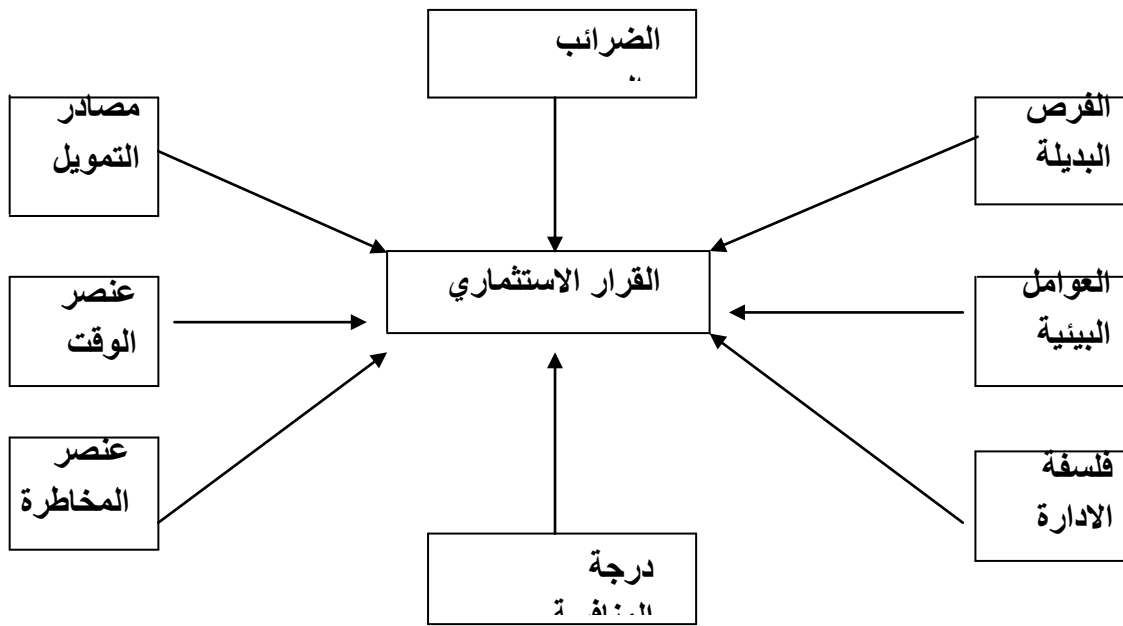
تاريخ وساعة الاطلاع: 2014/11/1، 14:30، متواجدة في الموقع الالكتروني: <http://www.sharqacademy.com>

من السلع والخدمات والطاقت الإنتاجية إذا ما تم تخصيصها للاستخدامات البديلة"، ويجب أن تؤخذ تكلفة الفرص البديلة في الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري.<sup>1</sup>

### 1-5- فلسفة الإدارة

إن سياسة الإدارة وفلسفتها قد تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري، فمن جهة تقرر إدارة المؤسسة ضرورة الإسراع في إجراء توسعات بالمشروع نظرا لما يلاقيه من الإقبال الشديد على منتجاته، في حين ترى سياسة إدارة أخرى بالمشروع مشابه عدم إجراء التوسعات في الوقت الحالي وذلك توقعاً منها لإقامة مشروع استثماري مشابه يقوم بإنتاج نفس منتج المشروع.

الشكل رقم (4-1): محددات القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: شقيري نوري موسى وآخرون ، مرجع سابق، ص: 24.

من الشكل (4-1) يتضح أن هناك جملة من المحددات المختلفة التي تؤثر على القرار الاستثماري في المؤسسة، فمنها العوامل الخارجية المتعلقة بمحيط المؤسسة كالضرائب والرسوم ودرجة المنافسة، ومنها العوامل الداخلية المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة كفلسفة الإدارة وعنصر الوقت.

<sup>1</sup>- عبد العال هاشم ابو خشبة، نفس المرجع السابق.

## 2- المشاكل المترتبة على اتخاذ القرار الاستثماري

تتلخص أهم المشاكل المترتبة عن عملية اتخاذ القرار الاستثماري فيما يلي:<sup>1</sup>

### 2-1- مشكلة القيمة الزمنية للنقود

تعتبر القيمة الزمنية للنقود على أن قيمة الوحدة النقدية الواحدة التي بحوزة المستثمر اليوم تساوي أكثر من قيمتها بعد سنة أو سنوات، حيث يمكن استثمار الوحدة النقدية في غضون تلك الفترة في أي أداة من أدوات الاستثمار.

### 2-2- مشكلة المخاطرة وعدم التأكد

إن مقدار وتوقيت التكاليف والعوائد المرتبطة بقرارات الاستثمار يحاط بها درجة معينة من المخاطر وعدم التأكد.

### 2-3- مشكلة تقلبات مستويات الأسعار

إن تقلبات الأسعار ومستوياتها تعتبر دالة في متغيرين أولهما طول العامل الزمني وثانيهما معدل التغير في مستوى الأسعار، فلا شك أن ارتفاع الأسعار يؤثر على بنود الإيرادات وكذلك التكاليف.

من خلال هذا المبحث تم التعرض لأهم ومختلف الأسس النظرية للقرار الاستثماري في المؤسسة الذي يعتبر من أصعب وأخطر القرارات المالية، ويعود سبب ذلك لكبر حجم الأموال المخصصة له، ونظرا لدرجة تعقيد وخطورة هذا القرار فقد تقرر المؤسسة عدم المجازفة بكل أرباحها المحققة في الاستثمار وتوزيعها بدلا من إعادة استثمارها بأكملها وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الموالي.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص-ص: 22-23.

## المبحث الرابع: قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية ومحدداته

عادة ما تحقق المؤسسة حجم معين من الأرباح، فتقوم إما بإعادة استثمار هذه الأرباح في أصول تشغيلية أو توجيهها لتسديد الديون، أو توزيعها على المساهمين وهذا ما سيجعلها تتجه نحو اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح، وهو ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب خصص المطلب الأول لماهية قرار توزيع الأرباح في المؤسسة، والمطلب الثاني لأهم الجوانب المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، أما المطلب الأخير فقد تم فيه عرض أهم المحددات المؤثرة على قرار توزيع الأرباح.

### المطلب الأول: ماهية قرار توزيع الأرباح في المؤسسة

يصاحب قرار التمويل والقرار الاستثماري في المؤسسة نوعا ثالثا من القرارات المالية يتمثل في قرار توزيع الأرباح، وسيتم من خلال هذا المطلب التعرف على قرار توزيع الأرباح، مبادئه وأهدافه.

### 1- مفهوم قرار توزيع الأرباح

من التعاريف الواردة في شأن قرار التوزيع ما يلي:

**التعريف الأول:** يتضمن قرار توزيع الأرباح كافة الأمور التي تحدد ما إذا كانت المؤسسة ستقوم بإجراء توزيع للأرباح من عدمه، وفي حالة تقرير التوزيع فيركز هذا القرار على سياسات معينة لتحديد الأرباح التي ستوزع على المساهمين وزمن توزيع هذه الأرباح.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** قرار توزيع الأرباح هو ذلك القرار الذي يهتم بتوزيع الأرباح الصافية التي حققتها المؤسسة أو جزء منها على المساهمين، ويعتبر احد أهم القرارات المالية في المؤسسة نظرا لعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على سعر السهم في السوق المالية.<sup>2</sup>

من خلال التعريفين السابقين يتضح أن قرار توزيع الأرباح يتعلق باتخاذ المؤسسة لإجراءات توزيع الأرباح من عدمها، وهو يهتم بتقسيم الأرباح التي حققتها المؤسسة إلى جزأين الأرباح الموزعة على المساهمين والأرباح المحتجزة.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008، ص 49.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص: 19.

وعموماً ينبغي على المدير المالي قبل اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه الأخذ في الحسبان ما يلي:<sup>1</sup>

- تجنب توزيع الأرباح إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً كافية ويتوجب عليه الاحتفاظ بسيولة نقدية للمحافظة على المركز المالي للمؤسسة؛
- يجب أن يكون المدير المالي على معرفة تامة بالاحتياجات المالية على المدى الطويل الخاصة بالإنفاق على المشاريع الاستثمارية المخططة وعوائد هذه المشاريع، وأن يعمل على التخفيض من تأثير الضريبة على هذه الاحتياجات.

## 2- أهداف قرار توزيع الأرباح

تختلف أهداف قرار توزيع الأرباح حسب الأهداف المرسومة من قبل الفئات التي تتأثر وتتأثر في عملية توزيع الأرباح:<sup>2</sup>

### 3-1- الفئة الأولى المتمثلة في الإدارة العليا للمؤسسة

والتي تهدف من قرار توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل ذاتي مضمون لاستثماره في المستقبل.

### 3-2- الفئة الثانية المتمثلة في المساهمين في المؤسسة

والتي تنقسم إلى قسمين هما: كبار المستثمرين وصغار المساهمين، ويمثل كبار المستثمرين أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظورين:

- إذا كان معدل العائد على الاستثمار في المؤسسة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم بهذه الحالة يفضلون احتجاز الأرباح؛
- وإذا كان معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنها تفضل توزيع الأرباح.

<sup>1</sup> - فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية - فنون الاستثمار في البورصة-الدار الجامعية، مصر، 2009، ص: 161.

<sup>2</sup> - فريد راغب النجار، المرجع السابق، ص- ص: 205-206.

أما صغار المساهمين فتهدف هذه الفئة إلى الحصول على أكبر كمية من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد (دخل جاري) يستخدم في معيشتهم.

### المطلب الثاني: ماهية سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية، ويعود ذلك لكونها تتعلق بقرار توزيع الأرباح الصافية للمؤسسة ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة كمصدر للتمويل الذاتي في المؤسسة.

#### 1- تعريف سياسة توزيع الأرباح

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها:

**التعريف الأول:** تمثل سياسة توزيع الأرباح مجموعة الخطط والإرشادات التي تعتمد عليها الإدارة المالية بعد اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح المحققة.<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** تتضمن سياسة توزيع الأرباح من جهة تحديد النسبة التي سيتم دفعها للمساهمين في المؤسسة بإتباع مختلف أشكال التوزيع، ومن جهة أخرى تحديد نسبة الأرباح المحتجزة لاستخدامها كمصدر للتمويل الذاتي في المؤسسة.<sup>2</sup>

ويمكن لمجلس الإدارة التصريح عن التوزيع في أي وقت، حيث يعتبر التوزيع خياراً للمجلس وليس التزاماً قانونياً.<sup>3</sup>

بناءً على التعاريف السابقة فسياسة توزيع الأرباح عبارة عن جملة من الخطط التي تضعها المؤسسة الاقتصادية لتتخذ على أساسها قرار توزيع الأرباح من عدمه، وتتضمن تحديد معدلات توزيع الأرباح، ولا يعتبر التوزيع التزام قانوني بل هو يخضع لمدى رغبة أعضاء مجلس الإدارة بالمؤسسة في القيام به.

<sup>1</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 373.

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة - مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية- دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص: 52.

<sup>3</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 457.

## 2- أهمية سياسة توزيع الأرباح

هناك مجموعة من الأسباب تؤدي بالمؤسسة الاقتصادية إلى القيام بتوزيعات الأرباح ومن هذه الأسباب ما يلي:<sup>1</sup>

### 2-1- المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح

يمكن أن تقدم سياسة توزيع الأرباح حلا لمشكلة عدم التأكد التي يعانيها المستثمر باعتبارها احد العوامل الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة السوقية، كما تلعب سياسة توزيع الأرباح دورا هاما في انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم.

### 2-2- مدى رغبة المستثمرين في تحقيق العوائد الحالية

من أهم العوامل في وجود سياسة توزيع أرباح مستقرة هي رغبة بعض المستثمرين في الحصول على عائد فوري محدد.

### 2-3- الاعتبارات القانونية

أن وجود سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح يمثل ميزة من وجه النظر القانونية.

### 3- أنواع سياسات توزيع الأرباح

تختلف سياسات التوزيع التي تنتهجها المؤسسة حسب نسبة التوزيع ومن أهمها: سياسة التوزيع على أساس الأرباح المتبقية، سياسة التوزيع الثابتة، سياسة التوزيع المستقرة وسياسة التوزيع المستقرة زائد إضافة، ويمكن إدراجها فيما يلي:

### 3-1- سياسة التوزيع على أساس الأرباح المتبقية

وفق هذه السياسة يتم توجيه ما تبقى من أرباح إلى التوزيعات بعد تغطية الاحتياجات المالية للاستثمارات ويكون ذلك من خلال المقارنة بين معدل العائد على الاستثمارات ومعدل العائد المطلوب من الملاك.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سفيان خليل المناصير، مرجع سابق، ص: 49-50.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، مرجع سابق، ص: 223.

وتتم هذه السياسة بإتباع الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- تحديد احتياجات المؤسسة الاستثمارية؛

- تحديد المبلغ المطلوب من التمويل الذاتي (المساهمين) لتمويل تلك الاحتياجات؛

- احتجاز المبلغ المطلوب وتوزيع الأرباح الباقية.

إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المساهمين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المساهم نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، ويرجع هذا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة، و عمولات و سطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.

وتهدف المؤسسة من خلال هذه السياسة إلى تلبية حاجات الاستثمار وإدامة رغبتها المنشودة في ثبات نسبة الديون إلى الملكية قبل دفع التوزيعات، وبمعرفة هذا الهدف يتوقع من المؤسسات التي تتمتع بفرص استثمارية عديدة وسريعة أن تدفع نسبة صغيرة من أرباحها كتوزيعات، وأن تدفع المؤسسات الأخرى بطيئة النمو والتي لها فرص اقل نسبة عالية من أرباحها كتوزيعات.<sup>2</sup>

### 3-2- سياسة التوزيع بنسبة ثابتة

تعد من أبسط سياسات التوزيع حيث يتم اعتماد نسبة توزيع ثابتة، وفي ظل عدم استقرار الأرباح ستكون التوزيعات متقلبة مما قد يؤثر على أسعار الأسهم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية - النظرية والتطبيق - دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008، ص: 460.

<sup>2</sup> - محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص: 479.

<sup>3</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى- التأصيل العلمي والتطبيق العملي - الدار الجامعية، مصر ، 2003، ص: 294.

وبإتباع المؤسسة لهذه السياسة فإنها تقوم بتثبيت نسبة التوزيع الثابتة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار توزيع الأرباح على المساهمين، وتحسب نسبة التوزيع الثابتة بقسمة مقدار الأرباح الموزعة للسهم الواحد (DPS) على ربحية السهم الواحد (EPS):<sup>1</sup>

$$\text{نسبة التوزيع الثابتة} = \text{DPS/EPS}$$

حيث أن :

$$\text{صافي الربح القابل للتوزيع} / \text{عدد الأسهم المصدرة} = \text{EPS}$$

**الجدول رقم (1-1): أثر إتباع سياسة توزيع الأرباح بنسبة ثابتة على السعر**

### السوقي للسهم

متوسط سعر السهم السوقي (ون)	الأرباح الموزعة للسهم الواحد (ون) بنسبة توزيع ثابتة 40%	ربحية السهم الواحد EPS (ون)	السنة
42.00	0.00	2.5-	2005
60.00	12.00	30	2006
51.00	7.80	19.5	2007
35.00	0.00	3.5-	2008
52.00	8.00	20	2009
64.00	18.00	45	2010

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نفس المرجع السابق، ص: 376.

يتبين من الجدول رقم (1-1) أن إتباع المؤسسة لسياسة توزيعات الأرباح بنسبة ثابتة لا يعني بالضرورة ثبات قيمة التوزيعات، حيث أنه بالرغم من ثبات نسبة التوزيعات المقدرة بنسبة 40% عبر كل السنوات إلا أنه قيمة التوزيعات تتغير من سنة لأخرى، وذلك لوجود علاقة طردية بين ربحية السهم الواحد ومقدار الأرباح الموزعة للسهم ومتوسط سعر السهم السوقي بمرور السنوات، حيث كلما زادت ربحية السهم الواحد ارتفعت توزيعات السهم الواحد والسعر السوقي للسهم والعكس صحيح، فارتفاع ربحية السهم الواحد في السنوات (2006، 2009، 2010) وذلك عن طريق مقارنة كل سنة من السنوات المذكورة بالسنة التي سبقتها أدت إلى زيادة قيمة توزيعات السهم الواحد وزيادة السعر السوقي للسهم، فمثلا ارتفاع ربحية

<sup>1</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 376.

السهم الواحد من -2,5 و سنة 2005 إلى 30 و سنة 2006 أدت زيادة توزيعات السهم الواحد من الصفر سنة 2005 إلى 12 و سنة 2006، وزيادة السعر السوقي للسهم من 42 و سنة 2005 إلى 60 و سنة 2006، كما أن انخفاض ربحية السهم الواحد في باقي السنوات (2007، 2008) وذلك بمقارنة كل سنة من السنوات المذكورة بالسنة التي سبقتها نتج عنه انخفاض قيمة التوزيعات والسعر السوقي للسهم في هذه السنوات، ففي سنة 2007 فانخفاض ربحية السهم إلى 19,5 و مقارنة ب 30 و في سنة 2006 أدت إلى انخفاض قيمة التوزيعات إلى 7,8 و مقارنة ب 12 و سنة 2006، وانخفاض السعر السوقي للسهم إلى 51 و سنة 2007 مقارنة ب 60 و سنة 2007، وكذلك انخفاض قيمة توزيعات السهم سنة 2008 إلى صفر و مقارنة ب 7,8 و سنة 2007 والسعر السوقي للسهم سنة 2008 إلى 35 و مقارنة ب 51 و سنة 2007 يعود إلى انخفاض ربحية السهم الواحد إلى -3,5 و سنة 2008 و مقارنة ب 19,5 و سنة 2007، وكما يتضح أنه عند تحقيق المؤسسة لخسائر تكون توزيعات الأرباح للسهم معدومة، وباعتبار أن الأرباح تعتبر من وجهة نظر جزء من المستثمرين مؤشرا للحالة المستقبلية للمؤسسة فإن تذبذب ربحية السهم الواحد نحو الانخفاض سيؤثر سلبا على توزيعات السهم الواحد مما يقود إلى انخفاض سعر السهم السوقي في السوق المالي.

### 3-3- سياسة التوزيع المستقرة

وتتضمن هذه السياسة اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقتها زيادة في الأرباح بمعدل معين من طرف المؤسسة، وتسعى المؤسسة من خلال هذه السياسة إلى تجنب تخفيض التوزيعات بالرغم من انخفاض الأرباح المحققة بناء على اعتقاد بعض المديرين والذي مفاده أن تطبيق سياسات التوزيعات المستقرة يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 294.

## 3-3-1- المحتوى المعلوماتي لهذه السياسة

حيث أن الإشارة المتضمنة في المعلومات حول توزيعات الأرباح تبين أن المؤسسة واثقة من مستقبلها، بعكس التقلبات في التوزيع التي إلى حالة كبيرة من حالة عدم التأكد وبالتالي معدل عائد مطلوب أعلى وسعر سهم سوقي أقل.<sup>1</sup>

## 3-3-2- تلبية احتياجات المساهمين

فالعديد من المساهمين يستخدمون التوزيعات للأغراض وبالتالي فإنهم سيضعون أمام عقبة وتكلفة بيع الأسهم للحصول على نقد إذا لم تكن التوزيعات حسب التوقعات، أما هذه السياسة فهي تلبية احتياجاتهم لكون قيمة التوزيعات معروفة مسبقاً ومنتظمة.<sup>2</sup>

وبما أن التوزيعات التي يستلمها المساهمون ستكون منتظمة وثابتة فإن ذلك سينتج عنه زيادة درجة الثقة لديهم باستقرار وانتظام الأرباح مما ينعكس باستقرار سعر السهم السوقي.<sup>3</sup>

جدول رقم (2-1): أثر إتباع سياسة توزيع الأرباح المستقرة على السعر السوقي

## للسهم

متوسط سعر السهم السوقي	توزيعات السهم الواحد (ون)	ربحية السهم الواحد (ون)	السنة
33.00	6.00	5.00	2004
30.00	6.00	7,50	2005
36.00	10.00	30.00	2006
38.00	10.00	20.00	2007
38,50	10.00	20.00	2008
42.00	15.00	50.00	2009
43.00	15.00	42.00	2010
45.50	15.00	46.00	2011
46.50	15.00	39.00	2012
48.00	15.00	45.00	2013

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على نفس المرجع السابق، ص: 377.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص: 461.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وآخرون، المرجع السابق، ص: 461.

<sup>3</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 377.

يتضح من الجدول رقم (2-1) أن المؤسسة تدفع توزيعات أرباح للسهم الواحد ثابتة ومستقرة خلال سنتي (2004 و 2005) وتقدر بقيمة 6 ون للسهم الواحد، وارتفعت قيمة هذه التوزيعات إلى قيمة 10 ون بداية من سنة 2006 ويعود ذلك إلى ارتفاع ربحية السهم الواحد إلى 30 ون خلال هذه السنة مقارنة ب 7,5 ون سنة 2005، ورافق هذا الارتفاع زيادة متوسط سعر السهم السوقي إلى 36 ون سنة 2006 مقارنة ب 30 ون سنة 2005، وظلت قيمة التوزيعات ثابتة على مدى ثلاثة سنوات (2006 إلى 2008) بالرغم من انخفاض ربحية السهم الواحد إلى 20 ون سنتي 2007 و 2008، وبارتفاع ربحية السهم الواحد إلى 50 ون سنة 2009 مقارنة ب 20 ون سنة 2008 زادت قيمة توزيعات الأرباح للسهم الواحد إلى 15 ون سنة 2009 مقارنة ب 10 ون سنة 2008، وبقيت قيمة التوزيعات ثابتة على مدار السنوات (2009 إلى 2013) بالرغم من تذبذب ربحية السهم الواحد خلال هذه السنوات، وانعكس التذبذب الحاصل في كل من ربحية السهم الواحد وثبات قيمة التوزيعات خلال السنوات (2009 إلى 2013) إلى زيادة متوسط سعر السهم السوقي خلال هذه السنوات.

### 3-4-سياسة التوزيع المستقرة زائد إضافة

تقوم هذه السياسة على أساس توزيع الأرباح العادية المستقرة التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى أرباح إضافية في نهاية السنة،<sup>1</sup> وتتوقف قيمة هذه التوزيعات الإضافية على أرباح المؤسسة المحققة واحتياجاتها التمويلية والاستثمارية.

وتعد هذه السياسة حالة وسط بين السياستين السابقتين، ففي السنوات التي تحقق المؤسسة أرباح استثنائية توزع قيمة التوزيعات العادية المتفق عليها مضافا إليها زيادة من قيمة الأرباح الإضافية، وهذه السياسة تمنح المؤسسة مرونة كما تعطي المستثمر ضمانا بحصوله على حد أدنى من الدخل يمكن الاعتماد عليه، وبالتالي إذا كانت أرباح المؤسسة متذبذبة بشكل كبير فأن هذه السياسة توفر نوعا من الأمان والاستقرار لسعر السهم السوقي.<sup>2</sup>

وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات التي تتبع هذه الطريقة في توزيع الأرباح فإن التوزيع العادي والمنتظم من المحتمل أن يكون جزء صغير نسبيا من الأرباح الدائمة ولهذا يمكن

<sup>1</sup> - عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص: 294.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي واخرون، مرجع سابق، ص: 462.

إدامته بسهولة، أما التوزيعات الإضافية فيمكن دفعها عند توقع المؤسسة لحدوث زيادة في الأرباح.<sup>1</sup>

#### 4- الآثار المترتبة عن تغيير سياسة توزيع الأرباح المنتهجة

يترتب عن حدوث أي تغيير في سياسة توزيع الأرباح حدوث بعض التغييرات داخل المؤسسة، فمثلاً إذا قررت المؤسسة زيادة توزيعات الأرباح فإن هذا بالضرورة قد ينتج عنه احد الآثار التالية: تقليل حجم الأموال المطلوبة للاستثمار، إصدار أسهم جديدة لمواجهة زيادة التوزيعات والحصول على قروض إضافية (أو إصدار سندات) مما سيؤثر على تركيبة الهيكل المالي، وفي المقابل قد تتجح المؤسسة عند زيادة توزيعات الأرباح في جذب عدد اكبر من المستثمرين.<sup>2</sup>

#### 5- شروط تحقيق (الوصول) السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في المؤسسة

تتغير سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة حسب تغير الظروف ودرجة أهمية العوامل المؤثرة في قيمة المؤسسة، ولكي تصل المؤسسة إلى صياغة السياسة المثلى لتوزيع الأرباح ينبغي عليها مراعاة جملة من الشروط في هذه السياسة تتماشى مع الهدفين الأساسيين لها (هدف تعظيم السعر السوقي للسهم، ترشيد العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح).

ويتم إدراج أهم هذه الشروط كما يلي:<sup>3</sup>

- التخطيط المالي الجيد للفرص الاستثمارية المتوقعة، بحيث يتم تحديد العائد المتوقع من الاستثمارات الجديدة في ضوء تكلفة التمويل؛
- التحديد الجيد للهيكل المالي الأمثل والعمل على ألا يزيد معدل تكلفة التمويل عن معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الجديدة؛
- الدراسة المتعمقة لطبيعة وأحوال المساهمين من حيث مدى اعتمادهم على سياسة التوزيعات؛

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 481.

<sup>2</sup> فارس ناصيف الشبيري وغانان سالم الطالب، مبادئ المالية (2)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص: 138.

<sup>3</sup> فارس ناصيف الشبيري وغانان سالم الطالب، المرجع السابق، ص- ص: 140-142.

- أن تكون النشرات الموجهة إلى السوق المالي صادقة وتعكس معلومات صحيحة وذلك حتى لا تتأثر قيمة الأسهم السوقية مستقبلا إذا ما ثبت للسوق عدم جدية الإدارة واهتمامها؛
- اللجوء إلى القواعد القانونية التي تحدد مقدار ما يتم توزيعه على المساهمين والعاملين والإدارة؛
- التعرف على درجة الرغبة في إعادة استثمار الأرباح والاتجاه نحو تجنب مصادر التمويل الخارجي؛
- تحديد أثر توزيعات الأرباح على المركز الاستثماري والمالي للمؤسسة ودرجة السيولة باعتبار أن هذه التوزيعات ذات اثر كبير في تحديد القيمة السوقية للأسهم خاصة إذا ما كانت هناك سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح؛
- ضرورة مراعاة الشروط التعاقدية بين المؤسسة وجهات التمويل طويل الأجل والتي قد تتضمن تحديد نسبة معينة للأرباح الموزعة وذلك لحماية مركزهم كدائنين.
- وبذلك فإن وصول المؤسسة لسياسة توزيع الأرباح المثلى يتطلب تخطيطا علميا واضحا مع ضرورة توفير ومراعاة الشروط السابقة الذكر واعتبارها متغيرات لها تأثير كبير في تقرير السياسة المثلى للتوزيعات.

### المطلب الثالث: محددات قرار توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

تتحكم بقرار توزيع الأرباح بالمؤسسة العديد من العوامل ويتمثل أهمها في: المحددات القانونية، المحددات التعاقدية، المحددات الاقتصادية والمحددات السوقية، وهذا ما سيتم التعرض إليه في هذه المطلب.

#### 1- المحددات القانونية

تتبع المؤسسات عند اتخاذ قرار توزيع الأرباح مجموعة من القيود القانونية تختلف من دولة لأخرى، حيث تسعى هذه الدول إلى وضع شروط قانونية لتنظيم عملية توزيع الأرباح، ومن بين هذه الشروط ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص: 228.

**1-1- قاعدة إضعاف قيمة الأسهم المالية**

حيث أنه لا يجوز للمؤسسة أن تستخدم جزء من الأسهم المالية لدفع توزيعات الأرباح.

**1-2- قاعدة العسر المالي**

وكحماية لحقوق الدائنين وحفاظا على مصالحهم فإنه لا يجوز للمؤسسة توزيع الأرباح إذا كانت ديونها أكبر من موجوداتها، أي فاقدة للملاءة المالية مؤقتا أو مشرفة على الإفلاس.

**1-3- قيود قانونية أخرى**

قد تشترط بعض التشريعات احتفاظ المؤسسة بنسبة معينة من الأرباح الصافية بصيغة الاحتياطات، وفرض ضريبة إضافية في حالة احتجاز المؤسسة لجزء كبير من الأرباح بغرض التهرب الضريبي.

**2- المحددات التعاقدية**

إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح تقيدها شروط العقود المبرمة بينها وبين المقرضين، حيث تتضمن بعض العقود منع المقرضين للمؤسسة المقترضة من توزيع الأرباح النقدية إلا عند تحقيق مستوى معين من الأرباح، وقد يتم تحديد مبالغ محددة يسمح بتوزيعها، أو أن تلتزم المؤسسة ألا بتسديد كافة القروض والفوائد المستحقة للمقرضين قبل القيام بتوزيع الأرباح، ومن الطبيعي أن يكون الهدف الرئيسي من هذه القيود هو حماية المقرضين وعدم إضعاف قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية تجاههم.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص- ص: 373-374.

### 3- المحددات الاقتصادية

تتعدد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على قرار توزيع الأرباح في المؤسسة وفيما يلي عرض لأهم هذه العوامل:

#### 3-1-1- الضرائب

وتؤثر الضرائب على قرار توزيع الأرباح وفق لمتغيرين وهما: الضرائب الشخصية والضرائب على أرباح المؤسسة، إضافة إلى الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح، ويتم التعرض لذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 3-1-1-3- الضرائب الشخصية

يخضع المساهم لضريبة شخصية على توزيعات الأرباح أكبر من تلك المفروضة على المكاسب أو الأرباح الرأسمالية وهذا ما يجعل المساهمون يميلون إلى تشجيع المؤسسة على استخدام الأرباح المحتجزة للتمويل مما سيؤدي إلى تدنية التوزيعات، حيث يرى المساهمون أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للسهم باعتبارها من حق المساهمون بعد استبعاد الديون وبيع المساهم للسهم فإن سعر البيع يتضمن لمكاسب الرأسمالية يخضع للضريبة على الأرباح الرأسمالية، أما إذا لم تحتجز المؤسسة أي أرباح وقامت بتوزيعها فإن هذه التوزيعات تخضع للضريبة الشخصية على التوزيعات يتحملها المساهم، وفي حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية فإن التمويل بالأرباح المحتجزة يفقد ميزته لدى المساهمون والنتيجة المحتملة هي زيادة التوزيعات والاتجاه نحو استخدام التمويل الخارجي.

#### 3-1-2- الضرائب على أرباح المؤسسة

تملك القروض الميزة الضريبية والمتمثلة في خصم الفوائد من الوعاء الضريبي مما يشجع استخدام القروض في التمويل، وعليه عند وجود ضرائب على أرباح المؤسسة فإن هذه الأخيرة تلجأ إلى الاعتماد على درجة معينة من الرفع المالي للاستفادة من هذه الميزة، على عكس توزيعات الأرباح التي لا يمكن خصمها كتكاليف، وبذلك يمثل التمويل بالديون نسبة معتبرة في الهيكل المالي مقارنة بالتمويل الممتلك، وهذا يعني تسديد المؤسسة لمزيد من

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية- مدخل اتخاذ القرارات-مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2007، ص-ص: 239-241.

التدفقات النقدية الخارجة في شكل فوائد للقروض وبقاء جزء اقل من التدفقات لاستخدامها للتوزيعات، وباختصار يمكن القول أن المؤسسة تتجه نحو زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي للاستفادة من ميزتها الضريبية وهذا ما يقابله ارتفاع في فوائد القروض وهذا ما سيؤثر على حجم توزيعات الأرباح.

### 3-1-3- الضرائب على المبالغة في حجز الأرباح

عند تجاوز الأرباح المحتجزة لمستوى معين، قد تلجأ بعض التشريعات لفرض ضريبة إضافية على هذه الأرباح مما سيؤدي بالمؤسسة إلى إجراء التوزيعات.

### 3-2- حجم السيولة

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفير السيولة النقدية الكافية لدى المؤسسة، فقد تكون المؤسسة حققت أرباحاً كبيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظراً لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العمليات التشغيلية للمؤسسة فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لدى المؤسسة لتوزيع أرباح عالية على المساهمين، وبالتالي فإن توفير السيولة لدى المؤسسة يلعب دوراً في تحديد اتجاه توزيع الأرباح لدى المؤسسة.<sup>1</sup>

### 3-3- تكلفة التمويل الخارجي

كلما كانت تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة كلما زاد اتجاه المؤسسة إلى استخدام التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة وهذا ما سيؤدي إلى انخفاض التوزيعات.<sup>2</sup>

### 3-4- معدلات نمو المؤسسة

تلعب معدلات النمو التي تحقها المؤسسة في تحديد نسب توزيعات الأرباح، فالمؤسسات التي تحقق معدلات نمو سريع فإنها تحتاج إلى كثافة مصادر التمويل والتي من بينها الأرباح المحققة، وبالتالي فإنها بالعادة توزع أرباحاً قليلة أو لا توزع أرباحاً على الإطلاق، ويقبل المساهمون الأرباح الرأسمالية الناشئة عن زيادة سعر السهم في السوق نظراً لحجم الأرباح التي

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011، ص: 216.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات- مرجع سابق، ص- ص: 242-243.

تحققها ، أما المؤسسات التي دخلت في مرحلة النضوج أو الثبات النسبي فأنها تلجأ إلى توزيعات عالية لجذب المستثمرين.<sup>1</sup>

### 3-5- مردودية الفرص الاستثمارية المتاحة.

ويفرض هذا الاعتبار أن على المؤسسة عدم احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في فرص استثمارية تحقق عوائد تقل عن تلك العوائد التي يمكن أن يحققها المالكين من استثماراتهم الخارجية الخاصة وبمخاطر متساوية، فإنها تبين للمؤسسة بأن المالكين ستكون لهم فرص استثمارية أفضل وعليها دفع توزيعات عالية، أما إذا كانت الفرص الاستثمارية التي تمتلكها تعطي نتائج أفضل من حيث العائد والمخاطرة من ما تعطيه الفرص الاستثمارية الخارجية فإن عليها تدنية التوزيعات.<sup>2</sup>

### 4- المحددات السوقية

وتتمثل أساسا في درجة كفاءة السوق المالي الذي تنشط فيه المؤسسة، وهي تعبر عن مدى استجابة السوق لمحتوى المعلومات للتغيير الحاصل في توزيع الأرباح، وبالتالي تمثل الأسعار السوقية للسهم القيم الحقيقية للسهم أو تقلب تلك الأسعار حول القيمة الحقيقية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 216.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 481.

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 624.

## خلاصة

تتوزع القرارات المالية في المؤسسة بين ثلاثة أنواع تتمثل في قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، وتتحكم بكل قرار من القرارات المالية مجموعة من العوامل تؤثر عليها، فقرار التمويل يُتخذ تبعاً لعدة محددات من أهمها طبيعة مصادر التمويل المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي تتواجد فيها المؤسسة، مما يتطلب من المدير المالي أن يقوم بالحصول على الأموال اللازمة بأقل تكلفة وتوزيعها بصورة تحقق أعلى عائد وأقل مخاطرة.

أما قرار الاستثمار الذي يعتبر من أهم وأصعب وأخطر القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، وذلك لأنه يحتوي على إنفاق مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه إلا بخسارة كبيرة، وكذلك لأن هذا القرار يتعامل مع المستقبل الذي تحيط به درجات عالية من عدم التأكد وارتفاع المخاطرة، لذا ينبغي على المؤسسة مراعاة العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري.

ويلزم قرار التمويل وقرار الاستثمار في المؤسسة قرار توزيع الأرباح، الذي يركز على وضع سياسة تحدد وفقها المؤسسة كيفية التصرف في الأرباح المحققة، وذلك باحتجازها لإعادة استثمارها أو توزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو عن طريق الأسهم، حيث تعتبر هذه السياسة ضرورية لضمان عائد عادل للمستثمرين وجذب عدد أكبر من المستثمرين في الأوراق المالية، وينبغي على المؤسسة مراعاة المحددات المختلفة لهذا القرار.

وتعود أهمية القرارات المالية ومكانتها في المؤسسة إلى كونها لها علاقة وطيدة بالهدف الحديث للإدارة المالية المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة السوقية، فقد حظي هذا الموضوع بقدر معتبر من الدراسات ضمن الفكر المالي للمؤسسة، حيث من بين تلك الدراسات ما خصص لتفسير العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة السوقية وهذا ما سيتم التعرض إليه في الفصل الموالي.

# الفصل الثاني

## تمهيد

لما كان هدف تعظيم الربح من الأهداف العامة للإدارة المالية في المؤسسة على اعتبار أن الأرباح المحتجزة تعد مصدرا هاما من مصادر التمويل الداخلية، إلا أن عدم دقة هذا الهدف وعدم مراعاته لدرجة المخاطرة المرتبطة بمقدار الديون في الهيكل المالي، تتطلب من المؤسسة وبإجماع معظم مفكري الإدارة المالية التركيز على ما يعرف بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، حيث اعتبرت معظم مؤلفات الإدارة المالية أن تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة يعد مرادفا لتعظيم ثروة المساهمين.

وهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تتحكم فيه مجموعة من العوامل من شأنها أن تؤثر عليه وقد يعتبر قرار التمويل من بين أهم هذه العوامل.

ومن هذا المنطلق برزت العديد من الدراسات التي حاولت تفسير العلاقة بين متغيرات قرار التمويل (الهيكل المالي للمؤسسة، تكلفة التمويل) ومدى تأثيرهما على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تسعى المؤسسة من خلال قرار التمويل لبناء هيكل مالي ملائم يعظم من قيمتها من خلال الموازنة بين التكلفة والعائد والمخاطرة لمختلف مصادر التمويل، وخاصة منها طويلة الأجل لكونها تتماشى مع طبيعة استراتيجية تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة فيما يتعلق بالمدى الزمني البعيد.

وفي هذا الصدد سيتم التركيز في هذا الفصل على المقاربات النظرية التي تعرضت لتحليل أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال التطرق لثلاثة مباحث، سيخصص المبحث الأول للتعرض للقيمة السوقية للمؤسسة وعلاقتها بالقرارات المالية، وسيتم التطرق في المبحث الثاني لأهم المداخل المفسرة لتأثير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة، أما المبحث الثالث والأخير فمن خلاله سيتم التعرض لأهم النظريات المفسرة لتأثير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل سوق لا تتميز بالكفاءة التامة.

## المبحث الأول: القيمة السوقية للمؤسسة وعلاقتها بالقرارات المالية

تعد القيمة من المفاهيم الصعبة وغير الواضحة لكون كل تخصص يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر إليها، كما يختلف تبعاً لطبيعة وأهداف الدراسة حيث قد يستعمل بصفة عامة أو بصفة دقيقة، وفي هذا المبحث سيتم إبراز طبيعة العلاقة بين القرارات المالية والقيمة السوقية للمؤسسة.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول القيمة

يهدف هذا المطلب إلى تحديد المفاهيم الأساسية للقيمة في الفكر الاقتصادي، الفكر الإسلامي والمحاسبي، والفكر المالي المعاصر، وأخيراً نظرة علوم التسيير لمفهوم القيمة، والفرق بين القيمة وبين السعر، والتطرق لجملة من المفاهيم تتعلق بالقيمة السوقية للمؤسسة.

#### 1- القيمة في الفكر الاقتصادي

تعتبر نظرية القيمة من أكثر الموضوعات المثيرة للجدل في الفكر الاقتصادي، حيث اهتمت هذه النظرية بالبحث عن القوى التي تحكم قيمة السلعة وقيمة عناصر الإنتاج المختلفة.

وظهر مفهومين أساسيين حول القيمة في هذا الفكر وهما: قيمة الاستعمال وقيمة المبادلة، وتتوقف قيمة السلعة حسب مفهوم قيمة الاستعمال على مقدار المنفعة المتحققة التي تعود على المستهلك من جراء استعماله لها،<sup>1</sup> ويعبر مفهوم قيمة المبادلة عن قيمة سلعة بالنسبة لسلعة أخرى، لذا فإن قيمة المبادلة تجد تعبيرها في العلاقة الكمية المتمثلة في النسبة التي يتبادل بها سلعة أخرى.<sup>2</sup>

ويتميز هذا المفهوم بالموضوعية نظراً لكونه يرتبط بالمجتمع ككل، وقد سُمي الفيزوقراطيون قيمة المبادلة بالقيمة التعبيرية أو القيمة التقديرية للسلعة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مبادئ الاقتصاد، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2013، ص: 21.

<sup>2</sup> - ناظم محمد نوري الشمري ومحمد موسى الشروف، مدخل في علم الاقتصاد، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص- ص: 22-23.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد: (مذاهب/ أنظمة/ نظريات اقتصادية/ أسواق)، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2013، ص: 16.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وتجدر الإشارة إلى أنه تباين مضمون النظريات المتعلقة بتفسير قيمة السلعة تبعاً للظروف الاقتصادية السائدة آنذاك، والتي أثرت على أفكار المدارس المختلفة فيما يخص تحديد تلك القيمة، ويمكن تلخيص محتوى أهم النظريات التي اهتمت بدراسة أسس تحديد القيمة إلى: نظرية قيمة العمل، نظرية نفقة الإنتاج، المنفعة كمحدد لقيمة السلعة، التكلفة والمنفعة كمحددات لقيمة السلعة.

### 2- القيمة في الفكر الإسلامي والمحاسبي

بالنسبة للفكر الإسلامي فقد جمع أبو الفضل جعفر الدمشقي عند تشخيصه للعوامل المؤثرة في تحديد القيمة التبادلية للسلعة بين العوامل الموضوعية الممثلة بتكلفة الإنتاج والعمل، والعوامل الذاتية الممثلة بالمنفعة المتوقعة من الحصول على السلعة، وهذا هو جوهر نظرية التوازن بين العرض والطلب التي لم يتوصل إليها الفكر الاقتصادي إلا بعد سلسلة من النظريات.<sup>1</sup>

ومن الملاحظ عدم توفر نظرية متعلقة بالقيمة في الفكر المحاسبي، ويمكن تصنيف ما أورده الفكر المحاسبي في مجال القياس للقيم إلى مدخلين أساسيين يحتوي كل منهما على أكثر من طريقة وهما: مدخل مقارنة التكلفة ومدخل القيمة في القياس المحاسبي والذي ركز على ما يعرف بمبدأ القيمة العادلة.<sup>2</sup>

### 3- القيمة في النظرية المالية المعاصرة

لقد اهتمت النظرية المالية الحديثة اهتماماً كبيراً بالقيمة السوقية للمؤسسة والتي اعتبرت بصفة عامة عبارة عن مجموع قيمة أصولها المادية والمعنوية التي تزداد بشكل متوازي

<sup>1</sup>-لمزيد من الاطلاع أنظر: مصطفى محمود عبد السلام، مقالة بعنوان- المفهوم الإسلامي للقيمة لدى

الاقتصادي أبي الفضل الدمشقي-تاريخ الاطلاع: 2013 /02 /9، متواجدة في الموقع الإلكتروني:

[http:// www.altasamoh.net/Article.asp?Id=501](http://www.altasamoh.net/Article.asp?Id=501).

<sup>2</sup>- حواس صلاح، التوجه نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية

العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007، ص- ص: 107-111.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

مع احتمالات النمو المستقبلية للمؤسسة.<sup>1</sup> وظهرت لقيمة المؤسسة في الفكر المالي المعاصر عدة مفاهيم، من أهمها:<sup>2</sup>

### 1-3- القيمة السوقية العادلة والقيمة الاستثمارية

وهي الأكثر شيوعاً، وتمثل بوجه عام القيمة السوقية عن قيمة الأصل في السوق، أما القيمة الاستثمارية فهي القيمة التي يدرها الأصل خلال فترة الاستثمار.

### 2-3- القيمة الدفترية وقيمة شهرة المحل

القيمة الدفترية عبارة عن مفهوم محاسبي يعبر عن التكلفة المحاسبية للأصل مطروحا منها جميع الاهتلاكات المترجمة، وتمثل قيمة شهرة المحل مجموع المواصفات غير القابلة للوزن أو القياس بالدقة التي تجذب الزبائن إلى المؤسسة.

### 3-4- قيمة الإحلال والقيمة المتبقية

تستعمل قيمة الإحلال غالباً في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلاً مباشراً كالتجهيزات والأثاث، أما القيمة المتبقية فهي تمثل المبلغ الذي يمكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي طريقة أخرى عندما يتقرر الاستغناء عنه.

### 3-5- قيمة التصفية

تمثل الرصيد المتبقي في حالة إنهاء أعمال المؤسسة بعد طرح الديون والالتزامات التي على المؤسسة من مجموع قيم الأصول والموجودات.

<sup>1</sup>- طارق عبد العال حماد، التقييم -تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة- الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 18.

<sup>2</sup>- أنظر كل من: طارق عبد العال حماد، التقييم- تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات- الدار الجامعية، مصر، 2008، ص- ص: 12- 20، محمد عصمت بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة - دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2016/2015، ص: 5، طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص: 123.

#### 4- القيمة في علوم التسيير

القيمة كمصطلح في علوم التسيير انشطرت إلى ثلاثة معاني دقيقة:<sup>1</sup>

- القيمة الاقتصادية المضافة؛
- القيمة التي يمثلها الزبائن ( العملاء)؛
- القيمة التي يمثلها المساهم وهي التي سيتم التركيز عليها في هذه الدراسة.

ويعد السعر كمعيار مقارب للقيمة حيث تتمثل وظيفته الداخلية في كونه يحدد القيمة الحقيقية للسلعة وبالتالي فهو يعكس حالة السوق، في حين تتمثل الوظيفة الخارجية للسعر في كونه عامل من عوامل التطور الاقتصادي يتحدد وفق تفاعل قوى العرض والطلب.<sup>2</sup>

#### 5- مفاهيم أساسية حول القيمة السوقية للمؤسسة

يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية،<sup>3</sup> ويمكن تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها، إذ يستطيع كل حامل أسهم تقدير قيمة ما بحوزته من أسهم من خلال قيمتها في سوق الأوراق المالية.<sup>4</sup>

وتتمثل القيمة السوقية لأسهم المؤسسة في القيمة التي يعطيها المشاركون في سوق الأوراق المالية لهذه المؤسسة، وهذه القيمة تمثل الثروة الحقيقية للمؤسسة، وجرت العادة على استخدام سعر السوق للأسهم العادية كمقياس للثروة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - السعيد بريكة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية -مدخل القيمة الاقتصادية المضافة- تاريخ الاطلاع: 2013/02/7، متواجدة في الموقع الإلكتروني: [http:// www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/](http://www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/).

<sup>2</sup> - سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2009، ص- ص: 179-180.

<sup>3</sup> - عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص: 29.

<sup>4</sup> - ريم محسن خضير، أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات المصرفية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، كلية العلوم والاقتصاد، جامعة بابل، العدد: 32، 2012، ص: 304.

<sup>5</sup> - حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأعراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011، ص: 260.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وتتمثل القيمة السوقية للأسهم في السعر السوقي للسهم الواحد مضروباً في عدد الأسهم، وهي عبارة عن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقعة الحصول عليها من قبل حملة الأسهم.<sup>1</sup>

وتنبغي الإشارة إلى أنه من الممكن أن تختلف القيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية بسبب المضاربة والتلاعب في أسعار الأسهم، وعدم توفر المعلومات عن أداء المؤسسة، وكلما كانت القيمة السوقية للأسهم منسجمة مع قيمتها الحقيقية أو مطابقة لها فهذا يعني استقرار النشاط الاقتصادي ويدل على كفاءة السوق المالي.

ويمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم على وفق الصيغة الآتية:<sup>2</sup>

$$PR = \frac{D1}{(1 + K_e)}$$

حيث أن:

$$D1 = D0(1 + g)$$

$$P1 = P0(1 + g)$$

D1: مقسوم الأرباح المتوقع؛

P1: السعر المتوقع للسهم؛

$K_e = K_{cp}$ : العائد المطلوب من قبل المستثمر؛

D<sub>0</sub>: مقسوم الأرباح الحالي؛

P<sub>0</sub>: سعر السهم الحالي؛

g: معدل النمو.

كما أن قيمة المؤسسة السوقية تتعلق بعاملين رئيسيين وهما:<sup>3</sup>

- مقدار العوائد المتوقع الحصول عليها في المستقبل وتتحدد هذه العوائد بالعائد السنوي الممكن تحقيقه؛

<sup>1</sup> - مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص: 50.

<sup>2</sup> - جليل كاظم مدلول العارضي وأرشد عبد الامير جاسم الشمري، مرجع سابق، ص: 156-158.

<sup>3</sup> - عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية - أطر نظرية وحالات عملية - دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2007، ص: 25.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

- درجة المخاطرة وتقاس من خلال معدل الفائدة السائد في السوق المالية أو معدل عائد الاستثمار المرغوب أو المنشود أي نسبة الرسملة.

ولزيادة القيمة السوقية للمؤسسة يجب عليها العمل على رفع سعر أسهمها في السوق المالي فهو أفضل مقياس لقيمتها، فالسوق يكون صورة عن أعمال المؤسسة مستقبلا وعلى هذا الأساس يقيمها، فإذا توقع السوق للمؤسسة أداء جيد في المستقبل سينعكس ذلك على أسعار أسهمها بالارتفاع، أما إذا كانت توقعات السوق عن المؤسسة سلبية سينعكس ذلك بانخفاض أسعار أسهمها، فتقييم السوق للمؤسسة ينعكس في أسعار أسهمها، وعليه يبقى سعر السهم في السوق أفضل مقياس متاح لقيمة المؤسسة خاصة بالنسبة للمستثمرين الذين ليس لديهم معلومات داخلية عن المؤسسة، وهذا ما يقود إلى فرضية أن هدف الإدارة المالية المتمثل في زيادة ثروة الملاك أي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة سيكون عن طريق زيادة القيمة السوقية لأسهمها.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: تفسير العلاقة بين القرارات المالية والقيمة السوقية للمؤسسة

سيتم إبراز طبيعة العلاقة بين القرارات المالية: (قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) والقيمة السوقية للمؤسسة بصفة عامة، ثم استعراض العلاقة بين تلك القرارات المالية والقيمة السوقية للسهم، باعتبار أن قيمة السهم في السوق يعكس القيمة السوقية للمؤسسة.

#### 1- القرارات المالية وقيمة المؤسسة السوقية

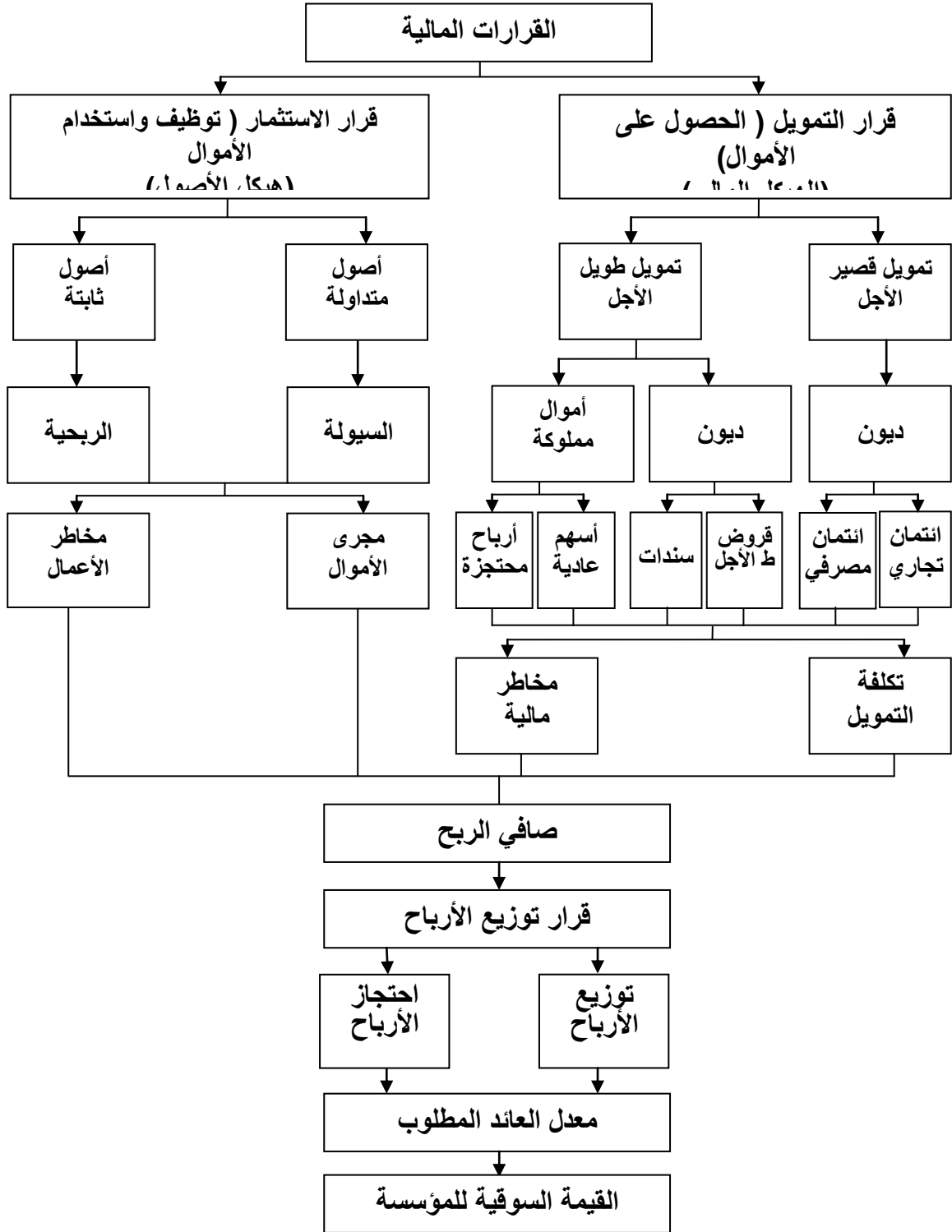
يمكن النظر إلى هدف تعظيم ثروة الملاك المرادف لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة على أنه محصلة القرارات المالية، حيث تؤثر القرارات المالية المتخذة في المؤسسة على قيمتها السوقية، وذلك من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه المؤسسة، وأيضا من خلال تأثيرها على حجم المخاطرة التي تتعرض لها، وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة طردية أي كلما زادت المخاطرة المترتبة على كل قرار مالي كلما زاد العائد المطلوب.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سليمان أبو صباحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2009، ص: 47.

<sup>2</sup> - عبد السلام محمود أبوقحف، مقدمة في الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، ط3، 2009،

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (1-2): علاقة القرارات المالية بالقيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص: 16. (بتصرف)

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

من خلال الشكل رقم (1-2) يتضح أن قرار التمويل الذي ينطوي على الاختيار ما بين التمويل الممتمك والديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل، فوصول هذا القرار للمزيج الأمثل للتمويل بالديون والملكية سيخفض من تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى ويعظم قيمة المؤسسة السوقية، فتخفيض تكلفة التمويل يتيح للمؤسسة فرص استثمارية رابحة فتنمو أرباحها وتزداد قيمتها، ولكن إذا أفرطت المؤسسة باستخدام الديون في هيكلها المالي فسيؤدي ذلك إلى رفع تكلفة تمويلها وزيادة مخاطرتها المالية.<sup>1</sup>

ومنه تعتبر نسبة الديون، تكلفة التمويل والمخاطرة المالية أهم المتغيرات التي تشكل العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة.

ويعتبر قرار الاستثمار الذي يفاضل ويوزع أموال المؤسسة بين استثمارات قصيرة الأجل أي أصول متداولة، وأخرى طويلة الأجل أي أصول ثابتة ذو أهمية كبيرة لتأثيره على سيولة وربحية المؤسسة، فالسيولة هي المقدر على تحويل الأصول إلى نقد بسرعة وبدون خسارة، فإذا كانت الأصول المتداولة تشكل نسبة كبيرة من الهيكل الاستثماري للمؤسسة فهذا يعني أن سيولة المؤسسة عالية إلا أن ربحيتها ستكون محدودة، ويحصل العكس عندما تكون الأصول الثابتة تشكل النسبة العالية من مجمل أصول المؤسسة عندها تزداد ربحية المؤسسة ولكن سيولتها ستكون متدنية.<sup>2</sup>

فقد يؤثر قرار الاستثمار على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تركيبة الهيكل الاستثماري، ويتعلق هذا القرار بالعائد المتوقع على إجمالي الاستثمارات والمخاطرة المصاحبة لذلك العائد، والتي تعرف بمخاطر الأعمال أو النشاط وهي مخاطر مصاحبة لقرار الاستثمار.

**وقرار توزيع الأرباح** يهتم بتوزيع صافي الربح المحقق أو جزء منه على المساهمين، ويؤثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة السوقية من حيث أنه قد يتضمن هذا القرار احتجاز جزء من الأرباح المحققة التي تعتبر كمصدر للتمويل الممتمك وتكلفتها تقل كثيراً عن تكلفة إصدار الأسهم العادية هذا من جهة، ومن جهة أخرى التمويل بالأرباح المحتجزة يعني أن للمؤسسة استثمارات رابحة وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل، حيث أن المؤسسة تملك آفاق وفرص للنمو وأنها تمول هذا النمو باحتجاز الأرباح، الأمر الذي سينعكس إيجاباً

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص: 18.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

على سعر السهم في السوق المالية، مما سيؤثر إيجاباً على قيمة المؤسسة السوقية، أما الأرباح الموزعة فتمثل الدخل الجاري الذي يحصل عليه المساهمون كعائد على استثماراتهم في الأسهم، ولذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق المالية مما سيؤثر على قيمة المؤسسة السوقية.<sup>1</sup>

وتجدر الإشارة إلى وجود تداخل وترابط بين القرارات المالية الثلاثة، **قرار التمويل وقرار الاستثمار** يحددان معا التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء استثماراتهم في الأسهم العادية للمؤسسة، ودرجة المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية التي تمثل صافي الربح الذي تحققه المؤسسة، و**قرار توزيع الأرباح** إذا تضمن احتجاز جزء من صافي الربح المحقق فهذا يرتبط بقرار التمويل الذي سيعتمد على هذه الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل الذاتي، وهذا التمويل سيخصص لتمويل الاستثمارات التي يتضمنها قرار الاستثمار.

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة يمكن التعبير عنها بالقيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي، فسيتم التطرق لعلاقة القرارات المالية بالقيمة السوقية للسهم.

### 2-1- علاقة قرار التمويل بالقيمة السوقية للسهم

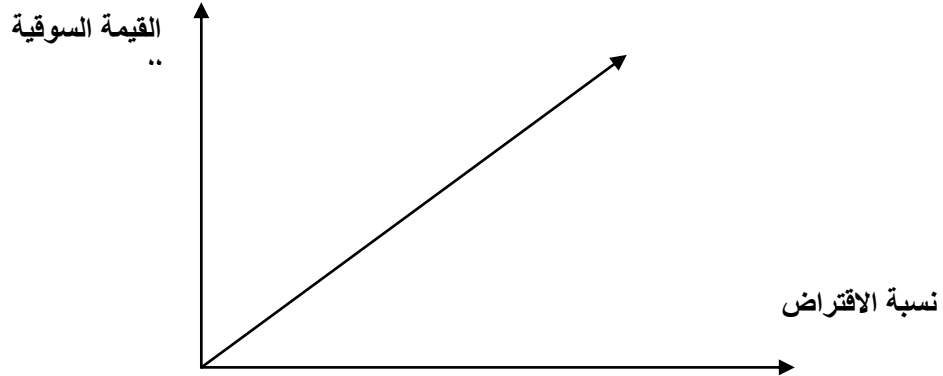
قرار التمويل يتعلق بتكلفة التمويل وحجم المخاطر المالية، وهذه المخاطر تتعلق بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وعليه لبيان العلاقة بين قرار التمويل والقيمة السوقية للسهم يمكن التعبير عن قرار التمويل بالنسب المالية الخاصة بالهيكل المالي، وتمثل نسبة المديونية النسبة التي تعبر عن درجة المخاطر المالية التي تتعرض المؤسسة.

حيث أن:  $\text{نسبة الاقتراض} = \text{مجموع الديون} / \text{مجموع الأموال المملوكة}$

والشكل الموالي يبين العلاقة بين القيمة السوقية للسهم وقرار التمويل الذي يتم التعبير عنه بنسبة المديونية التي تتعلق بحجم المخاطر المالية.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص: 19.

الشكل رقم (2-2): العلاقة بين نسبة الديون (قرار التمويل) والقيمة السوقية للسهم



**المصدر:** عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد مشكور العامري، ط3، 2007، مرجع سابق، ص: 43. (بتصرف)

يلاحظ من الشكل رقم (2-2) أنه توجد علاقة طردية بين نسبة المديونية والقيمة السوقية للسهم، حيث كلما زادت نسبة المديونية زادت القيمة السوقية للسهم. **وعليه فقرار التمويل** إذا تضمن زيادة اعتماد المؤسسة على الديون لتمويل استثماراتها فإن ذلك سيساهم في زيادة العائد المتوقع، إلا أنه يؤدي في نفس الوقت إلى زيادة مخاطر عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بقيمة هذه الديون أي زيادة المخاطر المالية.

2-2-2- علاقة قرار توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم

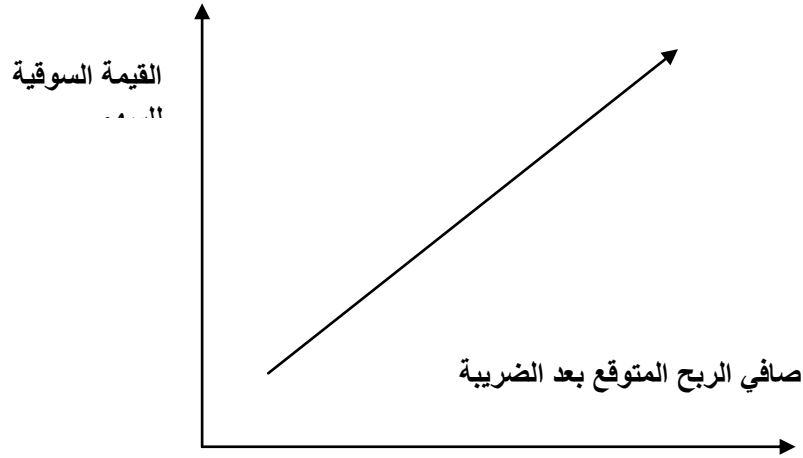
سيتم دراسة هذه العلاقة من خلال الربحية وتوقيت تحقيق والإعلان توزيعات الأرباح.

1-2-2- علاقة القيمة السوقية للسهم بالربحية

توجد علاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة، حيث أنه عندما يتوقع المستثمرون وجود زيادة في صافي الربح بعد الضريبة فإنهم سيقدمون على شراء الأسهم، مما سيرفع من القيمة السوقية للسهم، وبالتالي تزيد قوة العلاقة بين زيادة صافي الربح بعد الضريبة وارتفاع القيمة السوقية للسهم، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها باستثناء العوامل الخارجة عن سيطرة المؤسسة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص: 39.

الشكل رقم (2-3): العلاقة بين القيمة السوقية للسهم والربحية



المصدر: عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري، ط3، 2007،

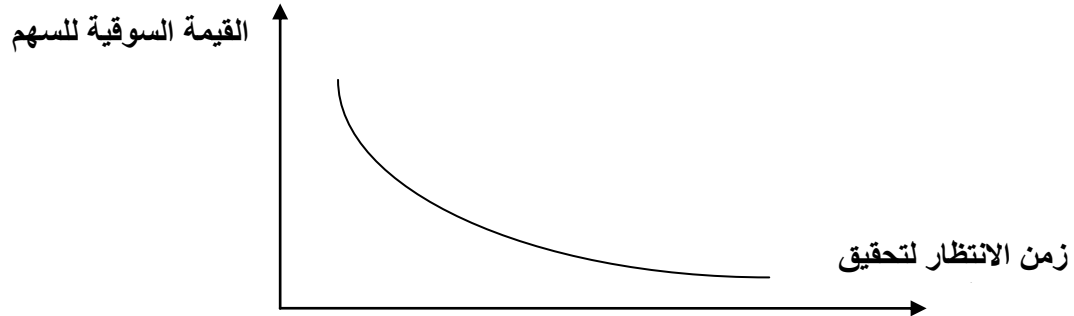
مرجع سابق، ص: 40. (بتصرف)

يتبين من الشكل رقم (2-3) وجود علاقة طردية بين الأرباح الصافية والقيمة السوقية للسهم، حيث كلما زادت الأرباح الصافية ارتفعت القيمة السوقية للسهم، ويرجع السبب في ذلك إلى أنه عندما يتوقع المستثمرون وجود زيادة في صافي الأرباح فإنهم سيقبلون على شراء الأسهم (زيادة الاستثمارات) وهذا ما سيؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

2-2-2- علاقة القيمة السوقية للسهم بزمن تحقيق وتوزيع الأرباح

توجد علاقة عكسية بين القيمة السوقية للسهم وزمن تحقيق الأرباح ومثال على ذلك إذا تم توقع أن يكون هناك ربح فوري فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو تم توزيع الربح بعد شهر أو سنة، أو إذا تم التوقع بأن كشف الدخل عن فترة ثلاثة أشهر يحتوي على أرباح فإن القيمة السوقية للسهم تكون أكبر مما لو احتوى كشف الدخل على الأرباح بعد سنة أو أكثر وبالتالي كلما زادت فترة تحقيق الأرباح كلما انخفضت القيمة السوقية للسهم.

الشكل رقم (4-2): العلاقة بين زمن الانتظار لتحقيق الأرباح والقيمة السوقية للسهم



المصدر: عبد الستار مصطفى الصباح وسعود جايد مشكور العامري، ط3، 2007،

مرجع سابق، ص: 43. (بتصرف)

من خلال الشكل رقم (4-2) يتبين وجود علاقة عكسية بين زمن الانتظار لتحقيق الأرباح والقيمة السوقية للسهم، حيث كلما زاد هذا الزمن انخفضت القيمة السوقية للسهم.

### المطلب الثالث: تقدير قيمة المؤسسة

إن الهدف الأساسي لعملية تقييم المؤسسة هو معرفة صافي القيمة الحالية لحقوق الملكية أو لغرض الاندماج أو التنازل بمختلف جوانبه، وتتعدد مناهج وطرق التقييم المستخدمة كأساس في تقييم المؤسسة ومن ثم تسعير أسهمها حسب ظروف المؤسسة ومتطلبات كل طريقة، وفي هذا المطلب سيتم التعرض لماهية تقييم المؤسسة ومختلف مداخل تقييمها.

#### 1- ماهية تقييم المؤسسة

يتم التطرق لماهية تقييم المؤسسة من خلال عرض مفهوم تقييم المؤسسة، وأهم مبادئ عملية التقييم ثم إبراز مختلف أهداف تقييم المؤسسة.

#### 1-1- مفهوم تقييم المؤسسة

تتضمن عملية التقييم وضع طرق لتقدير قيمة المؤسسة ككل أو قيمة أصولها سواء الثابتة أو المالية، حيث يعتبر تقييم المؤسسة علم تحكمه قواعد وأساليب متعارف عليها وفن تلعب فيه المهارة الشخصية والحكمة المهنية دورا كبيرا، وبغض النظر على الأسلوب المستخدم لتقييم المؤسسات ينبغي دراسة وتحليل العناصر المتمثلة في: طبيعة نشاط المؤسسة

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وأدائها التشغيلي تاريخياً، البيئة السائدة المتعلقة بالاقتصاد والصناعة والأطر المؤسسية، المركز المالي وحجم الأصول الدفترية للمؤسسة، سياسة توزيع الأرباح والأسعار السوقية للمؤسسات قيد المقارنة.<sup>1</sup>

ويتم تخطيط عملية تقييم المؤسسة بوضع برنامج للقيام بالخطوات اللازمة بالتقييم كتحديد ميزانية التكاليف، والجوانب التي سوف تخضع للتقييم ومصادر البيانات، وتحديد المعايير التي تستخدم للتقييم وغيرها من الجوانب الأخرى.<sup>2</sup>

### 2-1- مبادئ تقييم المؤسسة

ويمكن بإيجاز تلخيص مبادئ عملية التقييم كما يلي:<sup>3</sup>

#### 1-2-1- مبدأ وجود بدائل

يقضي هذا المبدأ أنه توجد عدة بدائل مختلفة من حيث درجة الرغبة أمام كل من البائع والمشتري، حيث يسمح بتحديد القيمة السوقية العادلة لعملية نقل ملكية الأصل.

#### 2-2-1- مبدأ الاستبدال

وهو يفترض أن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بأخر يؤدي نفس الوظيفة، ويقوم مدخل التكلفة في تقدير القيمة على هذا المبدأ.

#### 3-2-1- مبدأ الإحلال

ويعد من المبادئ المهمة في تقدير القيمة حيث يقضي أن قيمة الملك أو الأصل تتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة متساوية.

<sup>1</sup>-محمد إبراهيم عبد الرحيم، دراسات الجدوى وتقييم المشروعات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص-ص: 216-217.

<sup>2</sup>-ضرار العتيبي ونضال الحواري، إدارة المشروعات الإنمائية - دراسة وتقرير الجدوى - دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2007، ص-ص: 203-204.

<sup>3</sup>-طارق عبد العال حماد، التقييم - تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة-مرجع سابق، ص-ص: 18-20.

### 1-2-4- مبدأ المنافع المستقبلية

ويقوم على فكرة أن قيمة الأصل تعكس كافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الأصل، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي مؤسسة تتمثل في القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة نتيجة لملكية تلك المؤسسة.

### 1-3- أهداف تقييم المؤسسة

يتم الاستعانة بعملية التقييم قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة يمكن إظهارها على النحو التالي:<sup>1</sup>

- الحيازة أو التنازل الكلي للمؤسسة أو التنازل عن شهرة المحل؛
- حوكمة المؤسسة ومتابعة القيمة للمساهم؛
- إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف؛
- إعادة تقييم الميزانية لفائدة الأطراف الداخلية والخارجية كالملاك والبنوك؛
- تصفية المؤسسة عند إفلاسها لغرض الوقوف على قيمة أصولها بغية تسديد مستحقات الدائنين ومختلف الأطراف؛
- الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات أو تقديم جزئي للأصول؛
- الرفع من رأس مال المؤسسة لأجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة، حيث يفترض أن يتم التقييم لتحديد السعر الذي ينبغي أن يدفع من طرف المساهمين الجدد؛
- إقامة الشراكة بين المؤسسات المختلفة إذ يساعد التقييم في معرفة حصة كل شريك؛
- كما يمكن أن يكون للتقييم دور في عملية التسيير الجاري للمؤسسة وذلك لمعرفة حقيقة مردودية رؤوس الأموال المستثمرة وتطور الذمة المالية المتركمة.

<sup>1</sup> - هوارى سويسى، مرجع سابق، ص- ص: 42-43.

## 2- مداخل تقييم المؤسسة

توجد ثلاثة مداخل أساسية يعتمد عليها لإيجاد قيمة المؤسسة حيث يندرج ضمن كل مدخل عدة طرق خاصة به، وتتمثل هذه المداخل في: مدخل الذمة المالية، مدخل التدفقات ومدخل فائض القيمة.

### 2-1- مدخل الذمة المالية

ويتم من خلالها إعطاء قيمة إجمالية للأصول بالاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهي تعد واقعية وموضوعية نسبياً لكونها تعتمد على معطيات حقيقية غير أنها مسجلة بالتكلفة التاريخية، ولحساب قيمة المؤسسة وفق هذه الأخيرة لا بد من إجراء تصحيحات لإيجاد القيمة الحقيقية لعناصر الميزانية، وذلك باستبعاد العناصر المعنوية وإضافة الأصول المتحصل عليها من التمويل بالاستئجار إلى القيمة المحاسبية الصافية<sup>1</sup>.

ويتضمن مدخل الذمة المالية ثلاثة طرق للتقييم تتمثل في: طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC)، طريقة القيمة الجوهرية (VS) وطريقة الأموال الدائمة للاستغلال (CPNE).

ووفق طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) تحسب قيمة المؤسسة بطرح قيمة الديون من إجمالي الأصول المصححة، وتأخذ بالحسبان كل التغيرات التي قد تتعرض لها القيمة الدفترية، ويتم تقييم الأصول من جهة وتقييم الخصوم من جهة أخرى.

وتمثل القيمة الجوهرية (VS) قيمة مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول المكونة للذمة المالية للمؤسسة وهي تتعلق بقيمة الاستمرار، وللقيمة الجوهرية صنفين وهما: القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - هواري سويسي ومحمد الأمين كماسي، إشكالية تقييم المؤسسات، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات، جامعة سكيكدة، سبتمبر 2005، ص: 21.

<sup>2</sup> - P. Fernández, Company valuation methods -the most common errors in valuation- Spain, 2007, p:15.

ويتم التعبير عن القيمة الجوهرية الإجمالية، القيمة الجوهرية المخفضة والقيمة الجوهرية الصافية بالعلاقات الآتية:<sup>1</sup>

إجمالية المصححة

الأدوات الموجودة

الديون دون فوائد

– مجموع الديون

وتعبر الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) عن حجم الاستثمارات الضرورية للاستغلال مضافا إليها احتياجات رأس المال العامل الموجه لتمويل نشاط الاستغلال بغية تحقيق التوازن المالي.<sup>2</sup>

وطريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال تقدم قيمة المؤسسة لا تكون في صالح المساهمين، بل أنها تمنح معلومات مهمة عن حجم الأموال الضرورية للاستغلال.<sup>3</sup>

## 2-2- مدخل التدفقات

يهدف هذا المدخل إلى معرفة الطاقات الكامنة لدى المؤسسة ومدى قدرتها على تحقيق عوائد مستقبلية، وهو أكثر ديناميكية من مدخل الذمة المالية، حيث يسمح بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من الأرباح التي تتضمن المردودية التي تهم المستثمرين، فقيمة العائد مشتقة من التدفقات التي تتعلق بالاستغلال للمؤسسة خلال فترة ماضية أو مستقبلية.<sup>4</sup>

وينقسم هذا المدخل إلى قسمين: الطرق المرتكزة على الربح والطرق المرتكزة على التدفق النقدي.

<sup>1</sup> - أشواق بن قدورة، تقييم المؤسسات وفقا لرأس المال غير المادي، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص-ص: 140-141.

<sup>2</sup> - عبد الناصر روابحي، أهمية تقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد: 06، 2006، ص: 179.

<sup>3</sup> - أشواق بن قدورة، مرجع سابق، ص: 139.

<sup>4</sup> - أشواق بن قدورة، المرجع سابق، ص-ص: 142-143.

## 2-2-1- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

وتتكون الطرق المرتكزة على الربح من ثلاثة طرق تتمثل في: طريقة قيمة المردودية، طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة وطريقة نسبة سعر السهم/ الربح.

– **طريقة قيمة المردودية:** وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من قبل الخبراء، وتعطى قيمة المؤسسة تبعاً لطريقة قيمة المردودية بالعلاقة الآتية:<sup>1</sup>

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{B}{(1 + K)^i}$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة؛

B: متوسط الربح المتوقع؛

K: معدل الاستحداث؛

n: عدد السنوات.

– **طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة:** وتعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة الممكن تحقيقها. وتحسب تدفقات الخزينة وفق الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{DCF_i}{(1 + K)^i}$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة؛

DCF<sub>i</sub>: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة i؛

VT: القيمة الباقية للمؤسسة.

– **طريقة مضاعف الربحية:** تعرف هذه النسبة بمضاعف السهم الذي يعني عدد المرات التي يستلم بها المستثمر الربح لتبرير السعر المدفوع وهو يمثل حاصل قسمة سعر اغلاق السهم في نهاية الفترة

<sup>1</sup>- بكارى بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة- دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع

المحروقات- مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد: 10، 2012، ص: 240.

<sup>2</sup>- بكارى بلخير، المرجع سابق، ص: 241.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

على ربحية السهم الواحد لنفس الفترة،<sup>1</sup> وتعطى قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة الموالية:<sup>2</sup>

$$V = PER \times BPA$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة؛

PER: مضاعف الربحية؛

BPA: ربح السهم الواحد.

### 2-2-2- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي

يمثل التدفق النقدي الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات الخارجة من المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة وفق طريقة التدفقات النقدية المتاحة بالصيغة الآتية:<sup>3</sup>

$$V = \frac{FCF_1}{(1 + K)}$$

حيث أن: V: قيمة المؤسسة؛

FCF<sub>i</sub>: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة i؛

K: معدل الإستحداث؛

VT: القيمة الباقية للمؤسسة في السنة n؛

n: عدد السنوات المأخوذة كأفاق لتقدير التدفقات النقدية المتاحة.

### 2-3- مدخل فائض القيمة

يقوم هذا المدخل على قياس المزايا المعنوية المتاحة في المؤسسة: ككفاءة العمال والخبرة، زبائن المؤسسة، الماركة، التموّج التجاري، ويمكن حساب فائض القيمة بواسطة الطرق المباشرة (مثل الطريقة الأنجلوساكسونية، طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين)

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 622.

<sup>2</sup> - هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة،

العدد: 05، 2007، 116.

<sup>3</sup> -Richard Breal et les autres, Principes de gestion financière, pearson Education, France, 8<sup>ème</sup> édition, 2006, P:542.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

أو باستعمال طرق غير مباشرة (مثل الطريقة غير المباشرة الصافية، الطريقة غير المباشرة الإجمالية)<sup>1</sup>.

ويمكن حساب فائض القيمة (Good Will) بالعلاقة الآتية:<sup>2</sup>

$$GW = \frac{B}{K} - ANCC$$

حيث أن: GW: فائض القيمة؛

B: الربح الصافي المصحح؛

ANCC: الأصول المحاسبية الصافية المصححة؛

K: معدل الاستحداث (معدل الرسملة).

ويتم حساب القيمة الإجمالية المؤسسة V من منظور فائض القيمة GW وفق

العلاقة الموالية:<sup>3</sup>

$$V = GW + ANCC$$

<sup>1</sup> - محمد عصمت بن حمو، مرجع سابق، ص: 34-35.

<sup>2</sup> - هواري سويبي وعبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: (الأداء المتميز للمنظمات والحكومات)، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، 9/8 مارس 2005، ص: 402.

<sup>3</sup> - محمد عصمت بن حمو، مرجع سابق، ص: 37.

## المبحث الثاني: المداخل المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة في ظل سوق تتميز بالكفاءة التامة

لما كانت المؤسسة تهدف إلى تعظيم قيمتها من خلال تعظيم ثروة المساهمين، وذلك باتخاذ قرار التمويل السليم الذي يضمن تشكيل مزيج تمويلي أمثل يحقق أقصى العوائد ويضمن أقل تكلفة ممكنة وفي ظل أدنى درجة من المخاطرة، مما أثار الكثير من الجدل بين العديد من التيارات حول وزن أو حجم المصادر التمويلية المكونة لهذا الهيكل، وقد تم دراسة هذه الإشكالية من قبل عدة مداخل في ظل افتراض تحقق كفاءة السوق الكاملة، وسيتم التطرق لذلك من خلال ثلاثة مطالب، فالمطلب الأول فيه يتم التعرض للمدخل التقليدي، والتعرض لمدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات في المطلب الثاني، وفي المطلب الثالث المدخل الأول لموديغلياني وميلر (M&M) في غياب الضرائب.

### المطلب الأول: المدخل التقليدي

في هذا المطلب سيتم التعرض للفرضيات المشتركة التي تقوم عليها المداخل المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة في ظل السوق التي تتميز بالكفاءة التامة، فرضيات المدخل التقليدي ومضمونه، والانتقادات الموجهة للمدخل التقليدي.

#### 1- الفرضيات المشتركة التي تقوم عليها المداخل المفسرة للعلاقة بين قرار

#### التمويل وقيمة المؤسسة في ظل السوق التي تتميز بالكفاءة التامة

قبل التعرض للمدخل التقليدي، مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، ينبغي التطرق أولاً إلى مجموعة الفرضيات المشتركة التي تقوم عليها جميع هذه المداخل لكونها ترتبط بسوق ذات كفاءة تامة وذلك فيما يلي:<sup>1</sup>

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس ولا تكلفة إصدار أو تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية؛
- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير وتقوم المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة، ويهدف هذا الفرض إلى إبعاد أثر التمويل الذاتي على التحليل؛

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، ط6، 2008، ص-ص: 621-622.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير ويعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل ويهدف هذا الفرض إلى تيسير التحليل مع عدم الإخلال بسلامته؛
- السندات التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم وهذا لا يمنع بالطبع من إعادة شرائها من السوق، ويهدف هذا الفرض إلى تيسير التحليل مع عدم الإخلال بسلامته؛
- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى، كما أن توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات ويهدف هذا الفرض إلى تيسير عملية التحليل.

### 2- مضمون المدخل التقليدي

يؤيد أصحاب هذه النظرية وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال المملوكة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل المملاك مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك.<sup>1</sup>

### 2-1- سلوك المقرضين وسلوك المساهمين

تظل التكاليف المالية التي تدفعها المؤسسة إلى المقرضين ثابتة نسبياً رغم ارتفاع مستوى الإئتمان، لكن ما إن تصل الديون إلى نقطة الإقتراض المثلى حتى يبدأ المقرضون برفع مطالبهم، حيث يضغطون على المؤسسة لمنحهم مكافآت إضافية لقاء تقديم قروض في ظل مخاطرة مرتفعة ناتجة عن ارتفاع مستوى الديون، فترتفع التكاليف والمتشكلة من تكلفة الإئتمان وعلاوة المخاطرة وتستمر هذه العلاوة في الإرتفاع كلما أرتفعت نسبة الديون في الهيكل المالي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 775.

<sup>2</sup>- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية - الجزء الثاني، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011، ص: 287.

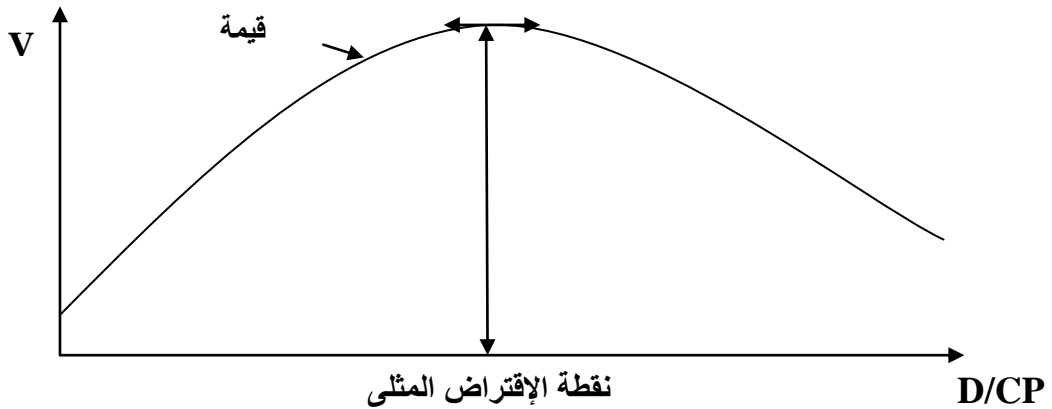
أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

أما سلوك المساهمين فحسب المدخل التقليدي يقبل المساهمون في ظل مستوى مقبول من الديون وقبل نقطة الإقتراض المثلى بمعدل العائد التي تمنحه المؤسسة لهم، ولكن وبعد تجاوز المؤسسة لنقطة الإقتراض المثلى يبدأ المساهمون بالمطالبة برفع معدل العائد لقاء مساهمتهم في ظل درجة مرتفعة من المخاطرة الناتجة عن زيادة نسبة الديون، وهذا ما سيؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل الممتلك ( $K_{cp}$ ) التي تتضمن المرودية المالية المنتظرة بالإضافة إلى علاوة المخاطرة التي ترتفع كلما تجاوزت الديون الحد المعقول.<sup>1</sup>

2-2- قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي

يمكن توضيح قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-5): أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي



**المصدر:** مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية – دراسة نظرية تحليلية – مجلة العلوم الانسانية: بحوث اقتصادية، جامعة قسنطينة، المجلد: ب، العدد: 31، جوان 2009، ص: 157. (بتصرف)

من خلال الشكل (2-5) يتضح أن زيادة إعتداد المؤسسة على الديون في تركيبة هيكلها المالي يؤدي إلى إنخفاض تكلفة التمويل، وإرتفاع قيمة المؤسسة تدريجيا إلى غاية الوصول إلى نقطة الإقتراض المثلى التي تحقق وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى حد للتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ )، مما يؤدي إلى

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، المرجع السابق، ص: 287.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

بلوغ قيمة المؤسسة حدها الأقصى عند هذه النقطة، وتؤدي زيادة الديون بعد هذه النقطة إلى اتجاه تكلفة التمويل نحو الارتفاع نتيجة توسع المؤسسة في استخدام الديون وهذا ما يقود إلى انخفاض وتدهور قيمة المؤسسة.

### 3- الانتقادات الموجهة للمدخل التقليدي

لقد وجه لهذا المدخل جملة من الانتقادات انطلاقاً من الفرضيات التي استند عليها والنتائج التي توصل إليها ويمكن ذكر أهمها كما يلي:<sup>1</sup>

- اعتماده الأساسي على آلية أثر الرفع المالي في عملية البحث عن الهيكل المالي الأمثل أدى إلى تجاهل عدة تكاليف من بينها تكلفة الإفلاس وتكاليف المراقبة بين كل من المسيرين والمقرضين والمساهمين؛
- تجاهل هذا المدخل للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرفع المالي التي كانت من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الممتمك نتيجة لتعرض معدل العائد للأسهم لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الديون؛
- المساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للديون للمطالبة بعلاوات المخاطرة تعويضهم عن الخسائر المحتملة.

### المطلب الثاني: مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات

ضمن هذا المطلب سيتم التعرض لفرضيات مدخل صافي الربح ومضمونه، والتعرض لمدخل صافي ربح العمليات وذلك بالتطرق لفرضياته ومضمونه.

#### 1- مدخل صافي الربح

سيتم التعرض لمدخل صافي الربح من خلال التطرق لأهم الفرضيات التي يقوم عليها ومضمون هذا المدخل.

##### 1-1- فرضيات مدخل صافي الربح

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، المرجع سابق، ص: 289.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

يمكن عرض أهم الفرضيات والمبادئ التي يقوم عليها مدخل صافي الربح كمايلي:<sup>1</sup>

- إن الزيادة في استخدام الديون لا يغير من إدراك المساهمين (الملاك) للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل العائد على الديون (معدل الفائدة) يظل ثابت ولن يتغير بتغير نسبة الرفع المالي؛
- نظرا لأن المساهمون يجمعون باقي صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تؤدي درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضين، وتبعاً لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل الفائدة على الديون وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

### 2-1- مضمون مدخل صافي الربح

يمكن التطرق لمضمون هذا المدخل بالتعرض لتفسير تغيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل وقيمة المؤسسة.

#### 1-2-1- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

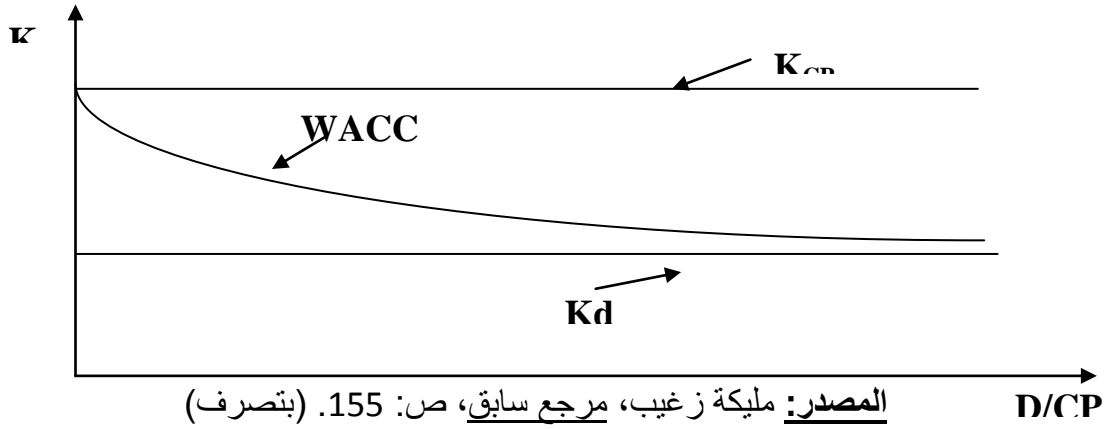
يقوم هذا المدخل على فكرة وجود استقلالية تامة بين تكلفة التمويل ونسبة الاقتراض التي يقصد بها نسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي، وهذا يعني أن تكلفة الديون وتكلفة التمويل الممتمك لا تتغير بتغير نسبة الديون، فزيادة أو انخفاض نسبة الاقتراض لا يترتب عنه زيادة أو نقصان في معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين ومن قبل المساهمين، وبما أن التمويل بالديون هو أقل المصادر تكلفة فإن الزيادة في نسبة الاقتراض تعني انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة ومنه ارتفاع قيمة المؤسسة.<sup>2</sup>

والشكل التالي يوضح التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي الربح:

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص-ص: 761-762.

<sup>2</sup> - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2008/2009، ص: 101.

الشكل رقم (2-6): التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي الربح



من خلال الشكل (2-6) يتبين أنه حسب مدخل صافي الربح تكون تكلفة الديون ( $K_d$ ) وتكلفة التمويل الممتلك ( $K_{cp}$ ) ثابتة، ولا تتغير مهما تغيرت نسبة الاقتراض  $D/CP$ ، ولكن زيادة  $D/CP$  ستؤدي إلى انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ )، وتستمر بالانخفاض مع ارتفاع نسبة الاقتراض، ويفسر ثبات تكلفة الديون وتكلفة التمويل الممتلك حسب هذا المدخل على أن المساهمون والمقرضون لا يطالبون بالزيادة في معدل العائد المتمثل في معدل الفائدة بالنسبة للمقرضون، وعائد السهم بالنسبة للمساهمون نتيجة عدم شعورهم بارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة نسبة الاقتراض.

### 1-2-2-1- قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح

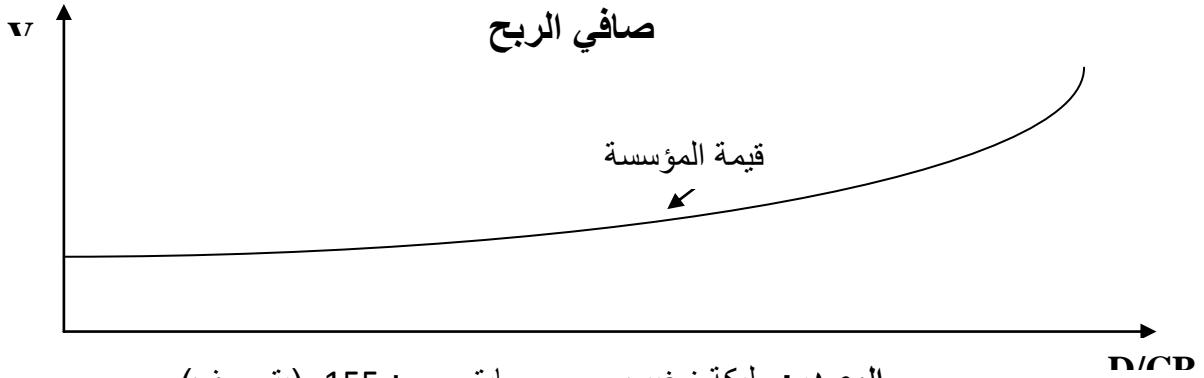
حسب مدخل صافي الربح إن استمرار ارتفاع نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ ) واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الاقتراض إلى 100% في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الديون فقط، رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>-حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 763.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

والشكل التالي يوضح أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية حسب مدخل صافي الربح:

الشكل رقم (2-7): أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب مدخل



المصدر: مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 155. (بتصرف).

يتضح من خلال الشكل (2-7) أن إستمرار المؤسسة في زيادة نسبة الإقتراض  $D/CP$  من خلال زيادة الديون سوف يؤدي إلى إستمرار إنخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ )، مما ينتج عنه إستمرار إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة حيث تبلغ حدها الأقصى عند أدنى مستوى للتكلفة المرجحة، ويتحقق ذلك عند إعتتماد المؤسسة إعتتماد شبه كلي على الديون في التمويل، وبذلك فهذا المدخل يقر بوجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة وتدنية تكلفة التمويل إلى أدنى حد لها.

وما يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض والتي تؤدي إلى إرتفاع تكلفة الديون وتكلفة التمويل الممتملك.

## 2- مدخل صافي ربح العمليات

يتم التعرض لهذا المدخل بالتطرق إلى مجموعة الفرضيات التي يستند عليها ومضمونه.

## 1-2- فرضيات مدخل صافي ربح العمليات

- تتلخص أهم الفرضيات التي يقوم عليها هذا المدخل فيما يلي:<sup>1</sup>
- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC)، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين ديون وملكية؛
  - يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك إذا ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل) يظل ثابت لأيتغير أيضا؛
  - زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على ديون وهو مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمين، لذلك فإن المزايأ الناجمة عن الإعتماد على الديون تضيع نتيجة مطالبة المساهمون بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية ، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتمك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.
  - إن معدل الفائدة على الديون ثابتة؛
  - لا توجد ضريبة على أرباح المؤسسة.

## 2-2- مضمون مدخل صافي ربح العمليات

يتلخص مضمون هذا المدخل في وجهات النظر الخاصة به للعلاقة بين نسبة الاقتراض D/CP والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) من جهة، ومن جهة أخرى العلاقة بين التكلفة المتوسطة المرجحة وقيمة المؤسسة.

### 1-2-2- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ونسبة الاقتراض

يتضمن هذا المدخل أنه بالرغم من زيادة نسبة الاقتراض فإن تكلفة الديون ستظل ثابتة، أما تكلفة التمويل الممتمك سوف تزداد نتيجة زيادة معدل العائد المطلوب من قبل المساهمون، وبالنسبة للتكلفة المرجحة المتوسطة (WACC) فإنها ستظل ثابتة لكون أن الزيادة في تكلفة التمويل الممتمك ستعوضها الزيادة الناجمة على الإعتماد على الديون.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع سابق، ص- ص: 770-771.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

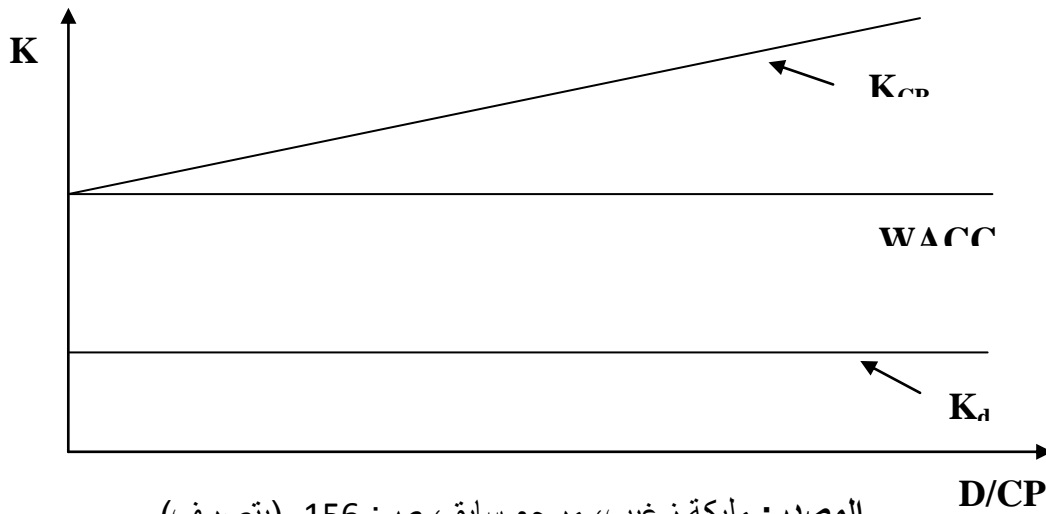
ولابد من الإشارة إلى أن تكلفة الديون ( $K_d$ ) سوف تضم متغيرين أساسيين

هما:<sup>1</sup>

- تكلفة صريحة ممثلة بسعر الفائدة؛
- تكلفة ضمنية ناتجة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع مستويات الاقتراض.

الشكل رقم (2-8): التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي ربح

العمليات



المصدر: مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 156. (بتصرف).

من خلال الشكل السابق يتبين أنه وفقاً لمدخل صافي ربح العمليات تكون تكلفة الديون ( $K_d$ ) ثابتة، أي أن معدلات الفائدة التي تدفعها المؤسسة على الديون تبقى ثابتة بالرغم من زيادة نسبة الاقتراض  $D/CP$ ، أما تكلفة التمويل الممتلك ( $K_{cp}$ ) فتزداد كلما زادت نسبة الاقتراض، وفيما يتعلق بالتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ ) فإنها تظل ثابتة حسب هذا المدخل بالرغم من زيادة نسبة الاقتراض، ويفسر ذلك أن الزيادة التي تحدث في تكلفة التمويل الممتلك تعوضها زيادة نسبة الاقتراض بنفس المقدار مما يؤدي إلى ثبات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، المرجع السابق، ص: 769.

### 2-2-2- قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات

مدخل صافي ربح العمليات يعارض وجود تأثير للهيكل المالي (لقرار التمويل) على قيمة المؤسسة، حيث يعتقد مؤيدوه أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما على أي تغييرات في الهيكل المالي وأنها مستقلة أيضا عن تأثيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، كما أن هذه الأخيرة لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض فهي ثابتة، ويشير المضمون العام لهذا المدخل أن المساهمون سيطلبون زيادة معدل العائد نتيجة زيادة اعتماد المؤسسة على الديون، مما يقود إلى ارتفاع تكلفة التمويل الممتمك ( $K_{cp}$ ) يعوضه الانخفاض في تكلفة الديون ( $K_d$ )، وهذا ما يؤدي إلى ثبات ( $WACC$ ) وبذلك فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر تغير تركيبة الهيكل المالي وتظل ثابتة.<sup>1</sup> وحسب مدخل صافي ربح العمليات تعطى العلاقات الموالية:<sup>2</sup>

القيمة السوقية للديون

$$V = V_{cp} + V_d$$

حيث:  $V$ : القيمة السوقية للمؤسسة؛

$V_{cp}$ : القيمة السوقية للأموال المملوكة؛

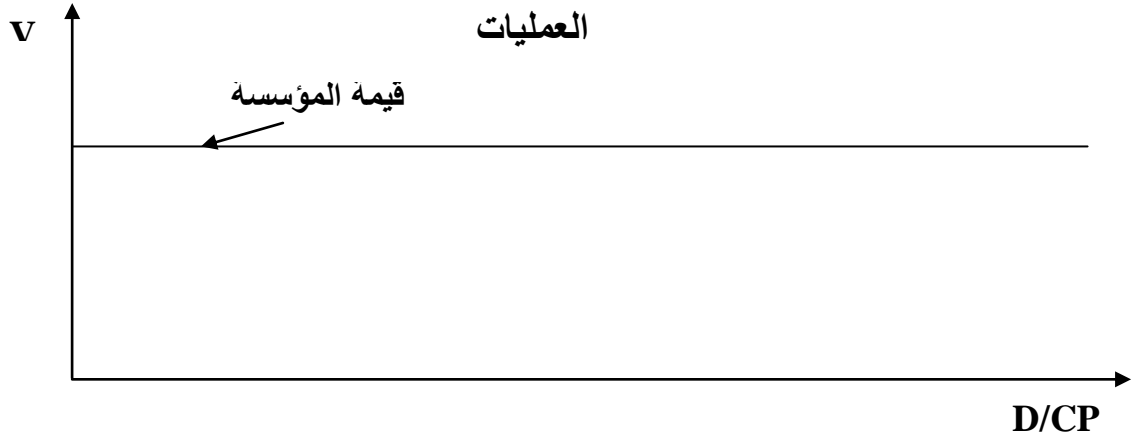
$V_d$ : القيمة السوقية للديون.

ويوضح الشكل التالي أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص-ص: 638- 641.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 771.

الشكل رقم (2-9): أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح



**المصدر:** مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 156. (بتصرف)

يظهر الشكل (2-9)، أنه وحسب مدخل صافي ربح العمليات فإن قيمة المؤسسة تبقى ثابتة بالرغم من تغير نسبة الاقتراض نحو الزيادة، ويعود السبب في ذلك إلى أصحاب هذا المدخل يعتقدون أن تغيرات نسبة الاقتراض لن تؤثر على التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) مما سيقود إلى ثبات قيمة المؤسسة وإستقلاليتها تماما عن تغير تشكيلة الهيكل المالي، وبذلك فقرار التمويل ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة السوقية حسب مدخل صافي ربح العمليات.

وبذلك فهذا المدخل يرفض فكرة وجود هيكل مالي أمثل نظرا لفرضيته الأساسية القائمة على عدم وجود تأثير لتغيرات الهيكل المالي على (WACC) وعلى قيمة المؤسسة، وقد أيد هذا الافتراض المدخل الأول لمودigliاني وميلر عام 1958م الذي سيتم التطرق إليها في المطلب الثالث من هذا المبحث.

**المطلب الثالث: المدخل الأول لمودigliاني وميلر (M&M) في غياب**

**الضرائب**

يعرف كل من مودigliاني وميلر<sup>1</sup> (Modigliani & Miller) بأنهما مؤسسا الإدارة المالية الحديثة، وذلك بتقديمهما مدخل السوق التام الذي تضمن تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة التمويل لا تتأثر بتغير نسبة الرفع المالي للمؤسسة، وهذا ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات، ومن خلال هذا المطلب سيتم عرض أهم الجوانب

<sup>1</sup>-See : Franco Modigliani & Merton H. Miller , The cost of capital, coporation finance and the theory of investment , The american economic review, Volume : 48, N : 03, June 1958 , p-p : 261-296.pdf.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

التي تتعلق المدخل الأول لموديغلياني وميلر (M&M) في غياب الضرائب، وذلك بالتعرض لفرضيات ومضمون هذا المدخل بالتفصيل.

### 1- فرضيات المدخل

حيث يقوم تحليلهما على نفس الفرضيات المذكورة في بداية هذا المبحث إضافة إلى مجموعة أخرى من الفروض يتم إدراجها فيما يلي:<sup>1</sup>

- فرضية السوق الكفاء حيث تكون المعلومات عن المؤسسات متاحة ومجانية (لا وجود لعدم تماثل المعلومات)؛
- غياب الضرائب وعدم وجود تكاليف الصفقات والمعاملات؛
- أن المستثمر رشيد و يمكنه شراء ما يحتاج من الأوراق المالية مهما صغرت كميتها؛
- يمكن تصنيف المؤسسات إلى مجموعات على أساس درجة المخاطرة التي ينطوي عليها النشاط وأن كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس درجة المخاطرة.

### 2- مضمون المدخل

لقد قاما الباحثين لتحليل ما سبق بطرح ثلاثة قضايا مختلفة.

#### 1-2- الاقتراح الأول (Proposition1)

مفادها أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن تشكيلة هيكلها المالي، حيث أن هذه القيمة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها سواء تم تمويلها بالديون أو بالأموال المملوكة، وتتحدد قيمة المؤسسة من خلال خصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يمثل معدل العائد المطلوب يتناسب مع درجة المخاطرة بالنسبة للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، وهذا يشير إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل انعكاسا لقرارات الاستثمار وتتنوع بفعالية هذه القرارات من حيث التوزيع بين استثمارات ثابتة واستثمارات متداولة ولا تتعلق بكيفية تمويل الاستثمارات أي ليس لها علاقة بقرارات التمويل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص: 633.

<sup>2</sup>-حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 790.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة حسب هذا الاقتراح بالعلاقة  
المالية:<sup>1</sup>

$$V_j = (S_j + D_j) =$$

حيث: لأي مؤسسة  $j$  تنتمي لفئة المخاطرة  $K$

$V_j$ : القيمة السوقية للمؤسسة  $j$  ؛

$S_j$ : القيمة السوقية للأموال المملوكة ؛

$D_j$ : القيمة السوقية لديون المؤسسة  $j$ ؛

$\bar{X}_j$ : ربح العمليات قبل اقتطاع الفوائد؛

$P_K$ : معدل العائد على الاستثمار في الأسهم بالنسبة للمؤسسة الممولة

بالكامل بأموال المساهمين وتنتمي لفئة المخاطرة  $K$ .

وتعطي التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب الاقتراح الأول بالصيغة  
الآتية:<sup>2</sup>

$$P_K = Wacc =$$

من وجهة نظر مودigliاني وميلر أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة الرفع  
المالي الشخصي، وتكون المراجعة بين مؤسستين (A) و(B) تنتميان لنفس  
المجموعة أي لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان فقط في تركيبة الهيكل المالي،  
حيث يفترض أن المؤسسة (A) تعتمد كلياً على الأموال المملوكة في تمويل  
استثماراتها، أما الأخرى فهي تمزج بين الديون والأموال المملوكة وبذلك فإن تكلفة  
التمويل تكون في (B) أقل من (A)، وهذا يدل على أن القيمة السوقية للمؤسسة (B)

<sup>1</sup> -Franco Modigliani & Merton H .Miller ,Op-cit, p :268.

<sup>2</sup> - Franco Modigliani & Merton H .Miller ,Op-cit, p :268.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

تكون أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة (A)،<sup>1</sup> وعلى ضوء هذا الافتراض فإن عملية المراجعة تتحقق كمايلي:<sup>2</sup>

✓ عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة (B) عالية فإن:

- المستثمر يقوم ببيع كل أسهمه في المؤسسة المقترضة (B)؛
- المستثمر يفترض أموالاً تتناسب واستثماراته في المؤسسة المقترضة (B)؛
- المستثمر يقوم بشراء أوراق مالية (استثمارات) في المؤسسة غير المقترضة (A) بما يساوي حصته من الأموال المملوكة في المؤسسة المقترضة (B).

وإذا ما تمت عملية المراجعة فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير المقترضة (A) يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة (B) ولكن باستثمار أقل عما كان يستثمر سابقاً.

✓ عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة (A) عالية فإن:

- المستثمر يسعى إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة (A)؛
- المستثمر يقوم بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة (B) وبما يساوي حصته في المؤسسة غير المقترضة (A)؛

وإذا ما تمت عملية المراجعة فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة (B) ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة.

ووجهت لهذا المدخل عدة انتقادات أهمها أنه أهمل نهائياً الرافعة المالية والمخاطر الناتجة عن الإفراط في الديون كمصدر تمويلي للمؤسسة، إضافة إلى أنها لا تساعد الإدارة في اتخاذ قرارات الهيكل المالي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص-ص: 634- 635.

<sup>2</sup>- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص-ص: 794-795.

<sup>3</sup>- مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 159.

## 2-2- الاقتراح الثاني ( Proposition2 )

يشير الاقتراح الثاني إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الديون يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة تنتمي لنفس فئة المخاطرة لكن لا تعتمد على الديون في التمويل مضافا إليه علاوة المخاطرة لتعويض المخاطرة المالية الناتجة عن الاقتراض.

من خلال هذا الاقتراح يتبين أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين في المؤسسة يعتمد على ثلاثة متغيرات هي:

- معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة (ممثلة بالتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل WACC)؛
  - تكلفة الديون ( $K_d$ )؛
  - نسبة الديون إلى الأموال المملوكة ( $D/CP$ )<sup>1</sup>؛
- ويمكن التعبير عن هذا الاقتراح بالمعادلة الآتية:<sup>2</sup>

$$i_j = P_K + (P_K$$

حيث أن:  $i_j$ : معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة وتنتمي لفئة

المخاطرة  $K$ ؛

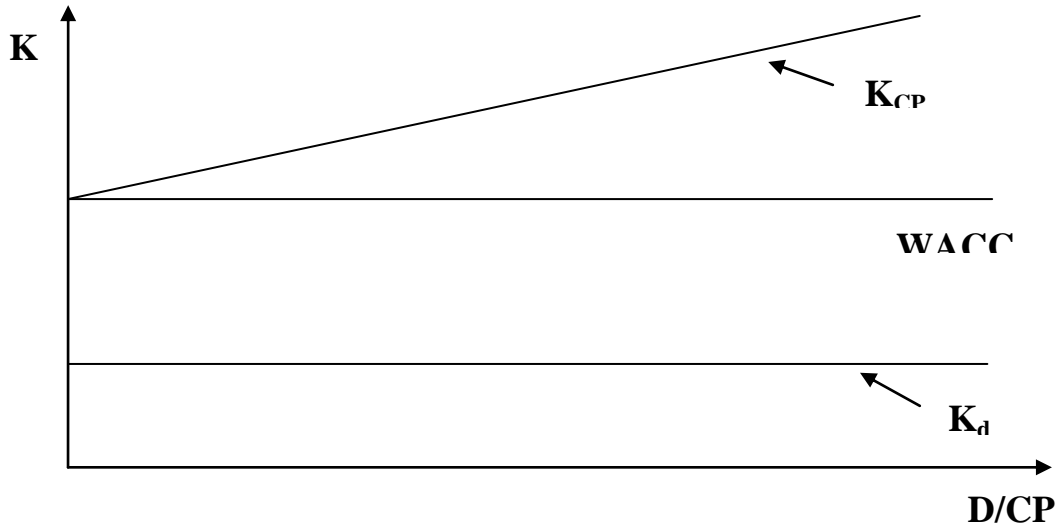
$r$ : معدل الفائدة.

ويوضح الشكل التالي الاقتراح الثاني (M&M) في غياب الضرائب:

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 803.

<sup>2</sup> - Franco Modigliani & Merton H. Miller, Op-cit, p: 271.

الشكل رقم (2-10): الاقتراح الثاني (M&M) في غياب الضرائب



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 804.

يتضح من الشكل (2-10) أن الاقتراح الثاني لمودigliاني وميلر يقوم على أن الزيادة في تكلفة الأموال المملوكة ( $K_{cp}$ ) في البداية سيعوضها انخفاض تكلفة الديون ( $K_d$ ) مما ينتج عنه ثبات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ )، واستمرار المؤسسة في تمويل هيكلها المالي بالاعتماد على الديون لن يؤدي إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بسبب اعتبار أن الديون مصدر رخيص نسبياً.

كما تجدر الإشارة إلى أن الشكل السابق ينطبق مع الشكل المتعلق بتمثيل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب مدخل صافي العمليات ضمن المطلب الثاني من هذا المبحث، ويعود سبب ذلك إلى أن أغلب الفرضيات مشتركة بين المدخلين، وما يميز مدخل **M&M** هو ما يعرف بعملية المراجعة واعتبار درجة المخاطرة كمعيار لتصنيف المؤسسات .

وأهم ما يستخلص أن مدخل مودigliاني وميلر في غياب الضرائب يقوم على فكرة جوهرية أساسها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها وهذا ما يفسر عدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها، وتتوقف قيمة استثمارات المؤسسة على العائد المتوقع منها ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وتوجد جملة من النظريات التي حاول المفكرون من خلالها دراسة تأثير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل غياب كفاءة السوق التامة، وهذا ما سيتم التعرض إليه في المبحث الموالي.

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل

من أبرز الانتقادات الموجهة للمداخل المعروضة في المبحث السابق من هذا الفصل هو عدم واقعية معظم الفرضيات التي قامت عليها، وهذا ما ترتب عليه ظهور عدة نظريات حاولت دراسة العلاقة بين متغيرات قرار التمويل ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة في ظل وجود عدة عوامل (الضرائب، تكاليف الإصدار والمعاملات، تكاليف الإفلاس والوكالة)، وسيتم التطرق إلى هذه النظريات في هذا المبحث من خلال ثلاثة مطالب، حيث سيخصص المطلب لمدخل مودigliاني وميلر في وجود الضرائب ونموذج الفطيرة، أما المطلب الثاني فسيتم فيه التعرض لنظرية التوازن، وفي المطلب الثالث سيتم عرض أهم النظريات المعاصرة

#### المطلب الأول: مدخل مودigliاني وميلر في وجود الضرائب ونموذج الفطيرة

قاما الباحثان مودigliاني وميلر عام 1963م بنشر المقال المصحح بعنوان "ضرائب دخل المؤسسة وتكلفة رأس المال: تصحيح"، حيث تم إسقاط فرض عدم وجود ضرائب، وسيتم في هذا المطلب عرض دراسة تأثير متغيرات قرار التمويل على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، ونموذج ميلر عام 1977م الذي حاول ميلر من خلاله دراسة العلاقة السابقة في ظل وجود ضرائب على كل من دخل المؤسسة والمستثمر.<sup>1</sup>

#### 1- وجود الضرائب على أرباح المؤسسة ( النموذج المصحح M&M

(1963

تعد فوائد الديون من بين المصروفات التي تدخل ضمن بنود قائمة الدخل، ومنه فإن افتراض خضوع المؤسسة لضريبة الدخل سيحقق وفورات ضريبية تقدر

<sup>1</sup>-See: Franco Modigliani & Merton H. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital -A correction-*, The American Economic Review, pp: 433-443, Pdf .

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

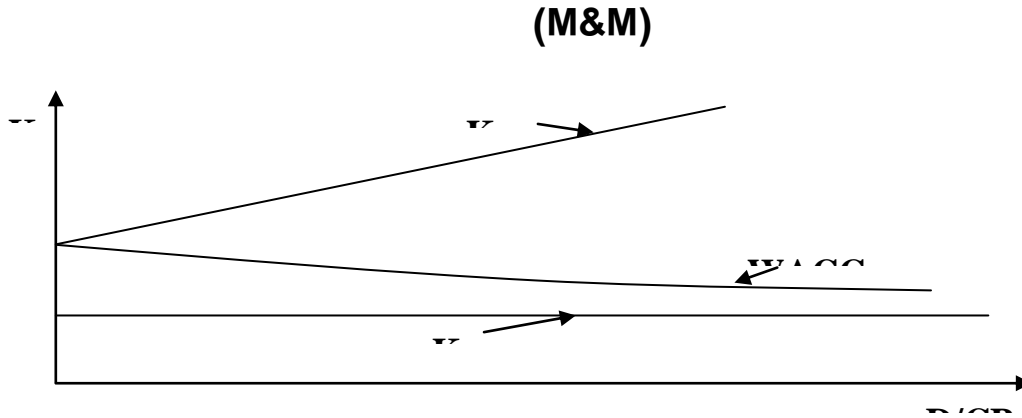
بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة للمؤسسات التي يتضمن هيكلها المالي على الديون.<sup>1</sup>

لكن من الملاحظ أن الوفورات الضريبية لا تتحقق إلا إذا كانت القدرة على تحقيق الربحية كافية، وبذلك فحسب المدخل الثاني لموديغلياني وميلر أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه نسبة الديون أكبر ما يمكن، ومنه وفي ظل وجود الضريبة على الأرباح فإن يتوجب على المؤسسة تعظيم حجم الديون في هيكلها المالي من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضرائب.<sup>2</sup>

1-1- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل

حسب هذا المدخل فإن تكلفة الأموال المملوكة للمؤسسة المقترضة (B) تساوي تكلفة الأموال المملوكة للمؤسسة غير المقترضة (A) تنتمي لنفس فئة المخاطرة مضافا إليها علاوة المخاطرة، وهي تعتمد على الفرق بين تكلفة الأموال المملوكة للمؤسسة غير المقترضة (A) وتكلفة الديون وعلى نسبة الديون إلى الأموال المملوكة ومعدل الضريبة على أرباح المؤسسة.<sup>3</sup>

الشكل رقم (2-11): التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب المدخل الثاني



**المصدر:** عبد المجيد تيمواوي، مرجع سابق، ص: 67. (بتصرف)

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص: 659.  
<sup>2</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية- الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ص: 406-407.  
<sup>3</sup> عبد المجيد تيمواوي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز الجامعي غرداية، العدد: 13، 2011، ص: 66.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

من خلال الشكل السابق يتضح أنه وحسب المدخل الثاني لمودigliاني وميلر في ظل وجود الضرائب فإن تكلفة الديون ( $K_{cd}$ ) تظل ثابتة بالرغم من زيادة نسبة الاقتراض  $D/CP$ ، ويرجع سبب ذلك إلى استفادة المؤسسة من المزايا الضريبية للديون المتمثلة في الوفورات الضريبية، أما تكلفة التمويل الممتمك ( $K_{cp}$ ) فإنها تزداد كلما ارتفعت نسبة الاقتراض نتيجة زيادة معدل العائد المطلوب من المساهمين بسبب ارتفاع المخاطرة، وتنخفض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل ( $WACC$ ) مع استمرار زيادة نسبة الاقتراض ويفسر ذلك بالأثر الايجابي للوفورات الضريبية على هذه التكلفة.

2-1- قيمة المؤسسة حسب المدخل الثاني لمودigliاني وميلر

لقد اعتبر كل من مودigliاني وميلر حسب هذا المدخل وفي ظل وجود ضرائب على دخل المؤسسة أن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الديون في التمويل أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة ولكن ممولة بالأموال المملوكة فقط، على أن لا يزيد الفرق أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، وإذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.<sup>1</sup>

ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة ( $B$ ) المستفيدة من المزايا الضريبية بالمعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$V_B = V_A + (D)$$

وهذا ما عبر عنه (M&M 1963) وفق المعادلة:<sup>3</sup>

$$V_L = V_U + (D)$$

حيث أن:  $V_L$ : قيمة المؤسسة المقترضة؛

$V_U$ : قيمة المؤسسة الممولة بالأموال المملوكة بالكامل.

<sup>1</sup>-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر - مرجع سابق، ص:639.

<sup>2</sup>-إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، الجزء الأول، ص: 407.

<sup>3</sup>- Franco Modigliani & Merton H. Miller, *Corporate income taxes and the cost of capital -A correction-*, The American economic review, Op-cit, p: 436 .

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

بمعنى أنه قيمة المؤسسة التي تعتمد على الديون تساوي قيمة المؤسسة الممولة بالأموال المملوكة فقط مضافا إليها قيمة الوفورات الضريبية للمؤسسة المقترضة.

وتعطى قيمة الوفورات الضريبية بالعلاقة الموالية:<sup>1</sup>

قيمة الوفر الضريبي

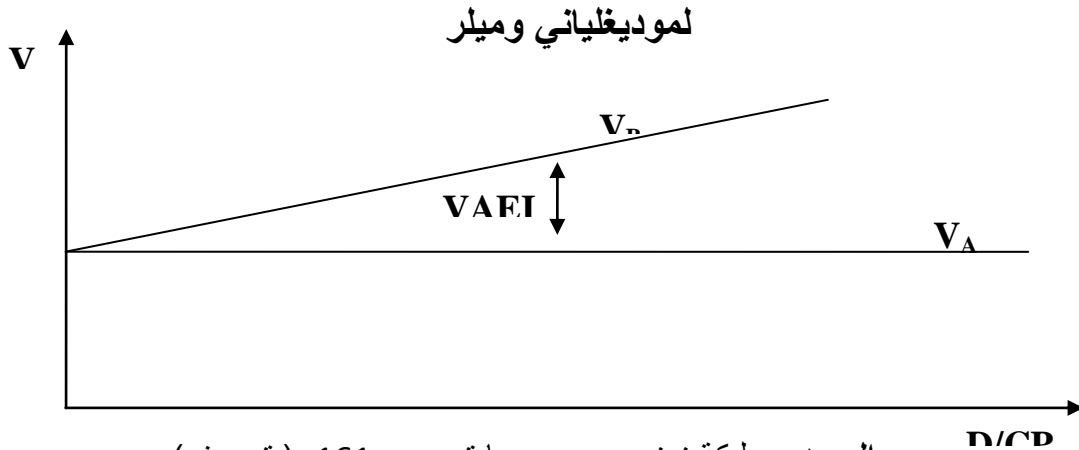
حيث أن: T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة؛

$K_d$ : معدل تكلفة الديون؛

D: ديون المؤسسة.

ويوضح الشكل التالي أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب المدخل الثاني لمودigliاني وميلر:

الشكل رقم (2-12): أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة حسب المدخل الثاني



المصدر: مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 161. (بتصرف)

يلاحظ من خلال الشكل (2-12) أن قيمة المؤسسة (B) التي تعتمد على مزيج من الديون والأموال المملوكة تزداد كلما زادت نسبة الاقتراض في هيكلها المالي وتفوق قيمة المؤسسة (A) التي تعتمد على الأموال المملوكة فقط في التمويل، وعليه فدرجة المخاطرة التي تتعرض المؤسسة (B) ستكون حتما أكبر من درجة المخاطرة التي تتعرض لها المؤسسة (A)، وتمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية

<sup>1</sup> - محمد شعبان، مرجع سابق، ص: 64.

(VAEI) الفرق الذي تفوق به قيمة المؤسسة المقترضة (B) قيمة المؤسسة غير المقترضة (A).

وبالتالي يمكن للمؤسسة تحقيق الهيكل المالي الأمثل وذلك بالاعتماد على أكبر قدر ممكن من الديون لتعظيم قيمتها، ولكن لم يتم تحديد تركيبة الهيكل المالي الأمثل بدقة.

## 2- وجود الضرائب الشخصية على أرباح المستثمر ( نموذج ميلر 1977 )

قدم ميلر عام 1977م نموذج آخر من خلال مقاله المنشور بعنوان " ديون وضرائب"<sup>1</sup>، حيث توصل إلى أنه في حالة التوازن العام وفي ظل خضوع المستثمر والمؤسسة للضريبة فإن قرار التمويل ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة، وقام بتأسيس تحليله لنموذجه عام 1977م على جملة من الفرضيات تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- عدم وجود تكلفة إصدار أو تكلفة معاملات، كما أن جميع الديون خالية من الخطر؛
- ضالة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة حتى في حالة السندات الخطرة بالمقارنة بالوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض؛
- معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يمكن أن يساوي صفر إذا ما قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح المحققة ولم تقم بإجراء التوزيع، ولم يقدّم المساهمين ببيع الأسهم وبالتالي لن تتحقق أرباح رأسمالية فعلية تخضع للضريبة؛
- استمرار المؤسسات بإصدار المزيد من السندات تغطي الطلب المحتمل من قبل المستثمرين المعفى دخولهم من الضريبة الشخصية على الدخل، وكذلك الذين يخضعون للضريبة على الدخل بمعدل يقل عن معدل الضريبة على دخل المؤسسات لما لذلك من أثر إيجابي على القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومن ثم على قيمة المؤسسة، حتى تتحقق حالة التوازن في السوق المالي التي تصل فيها المؤسسات إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى معدل الضريبة على دخله من السندات مع معدل الضريبة على دخل المؤسسة،

<sup>1</sup>- See : Merton. Miller, Debt and taxes, The journal of finance, Vol: 32, No: 2, May 1977, pp: 261-273.

<sup>2</sup>- عبد المجيد تيمواوي، مرجع سابق، ص-ص: 67-68.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

والتي تنعدم عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

2-1- قيمة المؤسسة وقرار التمويل حسب نموذج ميلر

توصل ميلر في نموذجه إلى أنه في حالة التوازن العام وفي ظل خضوع المستثمر والمؤسسة للضريبة فإن قرار التمويل ليس له أي تأثير على قيمة المؤسسة<sup>1</sup>، وحسب هذا النموذج تعطى قيمة الوفورات الضريبية في حالة وجود ضرائب على المؤسسة ودخل المستثمر بالمعادلة الموالية<sup>2</sup>:

$$G_L = \left[ 1 - \frac{(1 - T_C) T_{ps}}{1 - T_{ps}} \right]$$

حيث أن:  $T_C$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛  
 $T_{ps}$ : معدل ضريبة الدخل الشخصي تنطبق على الدخل من الأسهم

العادية؛

$T_{PB}$ : معدل الضريبة على الديون أو السندات؛  
 $B_L$ : ديون أو سندات المؤسسة.

2-2- قيمة المؤسسة والوفورات الضريبية

وتختلف القيمة الحالية للوفورات الضريبية للمؤسسة (B) في حالة خضوع أرباح المؤسسة والدخل الشخصي للمستثمر مع للضريبة ويمكن التمييز بين عدة حالات يتم تلخيصها كما يلي<sup>3</sup>:

– تنعدم القيمة الحالية للوفورات الضريبية في حالة عدم وجود ضرائب، وبذلك ستتساوى القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة (B) مع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة (A)، وهذا ما يدل على ان قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها المالي، وبالتالي فهي مستقلة عن قرار التمويل وهي نفس النتيجة التي توصل إليها المدخل الأول لموديغلياني وميلر 1958، ويتم التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup>- عبد المجيد تيماي، المرجع سابق، ص: 67.

<sup>2</sup>- Merton. Miller, Op-cit, p:267 .

<sup>3</sup>- عبد المجيد تيماي، مرجع سابق، ص ص: 68-69.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

$$\boxed{V_B = V_A} \text{ و } \boxed{VAEI=0}$$

- في حالة وجود ضرائب على أرباح المؤسسة فقط، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تقدر بالقيمة  $(VAEI=T \times D)$ ، وعليه تكون القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة (B) مساوية للقيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة (A) مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية وهذا ما يتفق مع النتيجة التي توصل المدخل الثاني لموديغلياني وميلر 1963م، ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة الموالية:

$$\boxed{V_B = V_A + VAEI} \text{ و } \boxed{V_B = V_A + (D \times T)}$$

- إذا خضع الدخل الشخصي للمستثمر للضريبة، وكان معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين يساوي معدل الضريبة الشخصية على دخل الديون (السندات)  $(T_{ps}=T_{PB})$ ، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الديون تساوي  $(VAEI=T \times D)$  وهذا ما يتوافق مع ما توصل إليه المدخل الثاني لموديغلياني وميلر 1963م؛

- إذا كان معدل الضريبة الشخصية على الديون أكبر من معدل الضريبة الشخصية على دخل المساهمين  $T_{PB} > T_{ps}$ ، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن الديون تكون أقل من  $(T \times D)$ ، وكلما زاد الفرق بين  $T_{ps}$  و  $T_{PB}$  كلما إقتربت القيمة الحالية للوفورات الضريبية إلى الصفر، وقد تستطيع المؤسسة تحقيق الوفورات الضريبية عن طريق المزيد من الاقتراض طالما أن:

$$\boxed{(1 - T_C) \times (1 - T_{ps}) > (1 - T_{PB})}$$

- إذا كان:  $\boxed{(1 - T_{PB}) = (1 - T_C) \times (1 - T_{ps})}$  فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية ستندعم، وفي هذه الحالة قرار التمويل ليس له أثر على قيمة المؤسسة، وهي حالة التوازن التي يتحقق عندها أكبر قيمة حالية للوفورات الضريبية وأقصى قيمة سوقية على المستوى الكلي، وبعدها لا

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

تستطيع أية مؤسسة أن تحقق مزيد من الوفورات الضريبية وبالتالي زيادة قيمتها السوقية.

وبذلك وبسبب الضريبة الشخصية وحسب ميلر في حالة التوازن لا يكون هناك تأثير لقرار التمويل على قيمة المؤسسة بالرغم من وجود ضريبة على أرباح المؤسسة.

3- نموذج الفطيرة

القيمة السوقية للمؤسسة حسب نموذج الفطيرة تكون مساوية لمجموع القيمة السوقية للديون والقيمة السوقية للأموال المملوكة وتعطى بالعلاقة الموالية:<sup>1</sup>

$$V=D+S$$

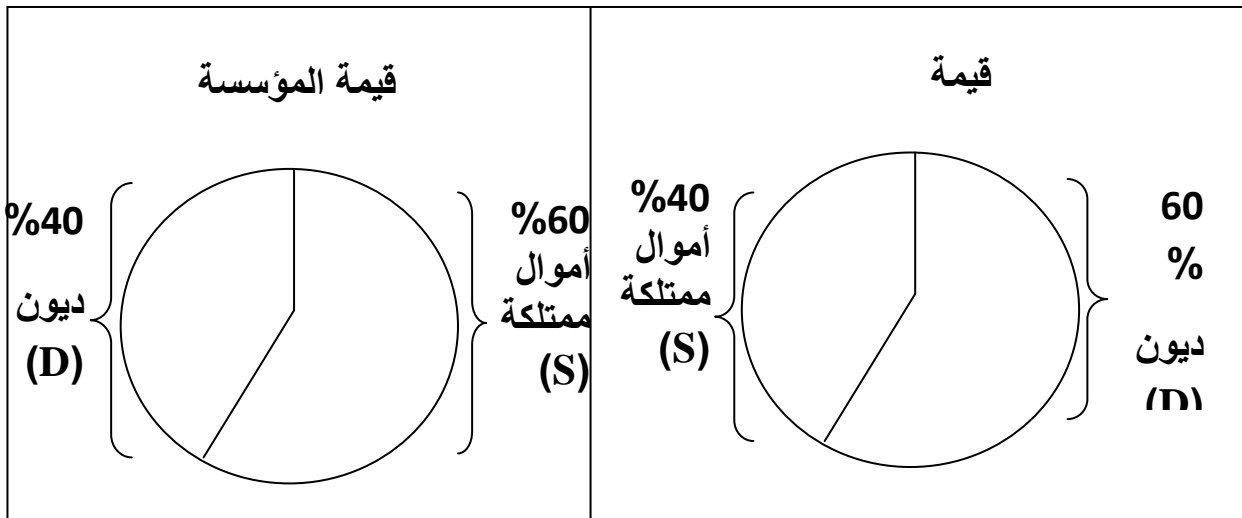
حيث أن: V: القيمة السوقية للمؤسسة؛

D: القيمة السوقية للديون؛

S: القيمة السوقية للأسهم.

ويوضح الشكل التالي قيمة المؤسسة وقرار التمويل حسب نموذج الفطيرة:

الشكل رقم (2-13): قيمة المؤسسة وقرار التمويل حسب نموذج الفطيرة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 331.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 330.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

يبين الشكل (2-13) طريقتين مختلفتين لتقسيم الفطيرة (الهيكل المالي للمؤسسة) بين المساهمين والدائنين، فالطريقة الأولى تتضمن 60% ديون و40% أموال مملوكة، والطريقة الثانية 40% ديون و60% أموال مملوكة، وبما أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة إلى أكبر ما يمكن فينبغي على المؤسسة اختيار نسبة الديون إلى الأموال المملوكة التي تجعل القيمة الإجمالية للفطيرة أكبر ما يمكن.

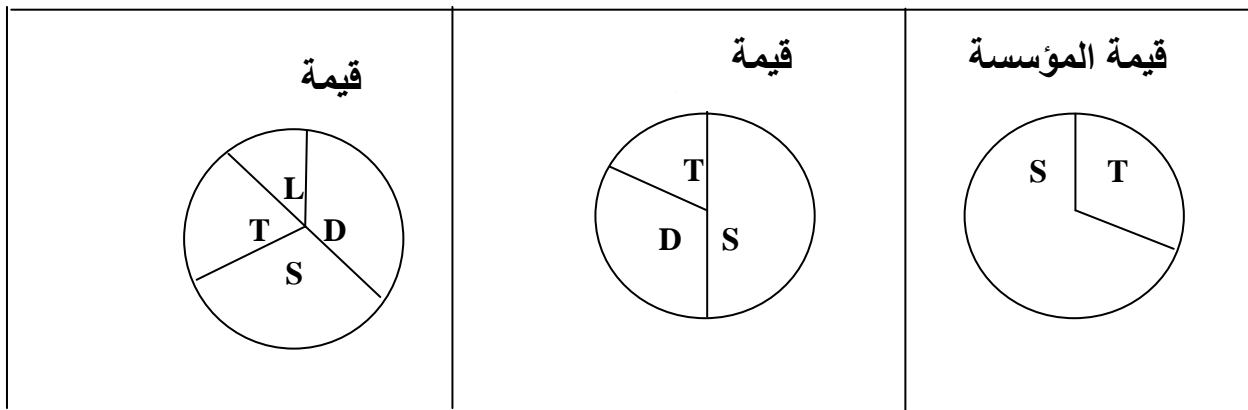
وعند فرض الضريبة على أرباح المؤسسة سوف تظهر علاقة موجبة بين قيمة المؤسسة وديونها، حيث تصبح قيمة المؤسسة المقترضة مساوية لقيمة المؤسسة غير المقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وبذلك فالتمويل المقترض يخفض من حجم شريحة الحكومة ويحسن وضع حاملي الأسهم والمقرضين، وتعطى قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب حسب نموذج الفطيرة بالعلاقة الموالية:

$$V_L = V_U + (T_c)$$

ويوضح الشكل التالي قيمة المؤسسة وقرار التمويل في حالة وجود الضرائب حسب نموذج الفطيرة:

الشكل رقم (2-14): قيمة المؤسسة وقرار التمويل في حالة وجود الضرائب

حسب نموذج الفطيرة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص-ص:

333، 334. (بتصرف)

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

يلاحظ من الشكل السابق أنه وحسب نموذج الفطيرة عندما يكون الهيكل المالي للمؤسسة مكون من الأموال المملوكة (S) فقط فإن قيمة الضرائب المدفوعة (T) تكون أكبر، وأن الفطيرة تكون مقسمة إلى قسمين فقط (S) و (T)، أما عندما تعتمد المؤسسة على هيكل مالي مكون من الديون والأموال المملوكة، فإن الفطيرة تكون مقسمة إلى ثلاثة أجزاء الأموال المملوكة (S) والديون (D) والضرائب على أرباح المؤسسة (T)، وتقل قيمة الضرائب المدفوعة مقارنة بالحالة التي تعتمد فيها المؤسسة على الأموال المملوكة فقط في التمويل ويعود ذلك إلى الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام الديون في التمويل.

وتمثل L مدفوعات المحامين التابعة لتكلفة الإفلاس، وبذلك يتم تصنيف مكونات الفطيرة الأخيرة إلى مستحقات سوقية (S) و (D) يمكن شرائها وبيعها ومستحقات غير سوقية وهي (T) و (L)، وعند حساب قيمة المؤسسة يتم الأخذ بعين الاعتبار المستحقات السوقية التي تتغير بتغير تركيبة الهيكل المالي، ووفق هذا النموذج زيادة المستحقات السوقية يقابله نقص المستحقات غير السوقية في الأسواق الكفوة حيث ينبغي اختيار تركيبة الهيكل المالي الذي يعظم من قيمة المستحقات السوقية.<sup>1</sup>

وحسب نموذج الفطيرة فإن الحقوق التي تدفعها المؤسسة تكون من التدفقات النقدية التي تملكها حيث يعبر عنها العلاقة الموالية:<sup>2</sup>

$$\text{التدفقات النقدية} = \text{توزيعات الأرباح للمساهمين} + \text{مدفوعات الدائنين} + \text{الضرائب} + \text{مدفوعات المحامين} + \text{مدفوعات أخرى}$$

وتتضمن مدفوعات المحامين تكلفة الإفلاس التي سيتم التطرق إليها في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: نظرية التوازن

لقد أهمل كل من موديغلاني وميلر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واعتبرا أن أثرهما صغير جدا على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن في الواقع قد يترتب

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص- ص: 333-334.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص: 333.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

على الديون عواقب وخيمة، وفي هذا المطلب سيتم التطرق لفرضيات ومضمون نظرية التوازن التي تضمنت تكلفة الإفلاس والوكالة، والعلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة حسب نظرية التوازن.

### 1- مضمون نظرية التوازن

بدأت نظرية التوازن من أعمال (Myers 1984) وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مودigliاني وميلر وخلصت إلى تحديد معدل استئانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلاً حيث تم أخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة وهذا كاستجابة للانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة.

وتقوم نظرية التوازن على غرار باقي النظريات على مجموعة من الفرضيات أهمها ما يلي:<sup>1</sup>

- وجود الضرائب على أرباح المؤسسة والضرائب الشخصية على دخل المستثمرين؛
- تعمل المؤسسة على بلوغ نسبة مديونية مستهدفة ومثلى تدريجياً تتحدد من خلال الموازنة بين تكلفة ومنافع الديون، دون المساس باستقرار موجوداتها وخططها الاستثمارية مما يساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، كما أن معدلات توزيع الأرباح تكون مستهدفة من قبل المؤسسة؛
- إمكانية وضع المؤسسة لعدد من الهياكل المالية المستهدفة التي تحقق التوازن بين تكلفة ومنافع الرفع المالي وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، كما تفترض أنه لا ينتج عن تعديل الهيكل المالي أي تكاليف أو تكون تكاليف ضئيلة يمكن تجاهلها؛
- تختلف نسب الاقتراض المثلى من مؤسسة لأخرى بسبب عدة عوامل كمعدل الضريبة؛
- يتخذ قرار التمويل للحصول على الفرص الاستثمارية وبذلك فهو غير منفصل على قرار الاستثمار وهذا عكس ما افترضته نظرية (M&M).

<sup>1</sup>-محمد علي إبراهيم العامري، المرجع سابق، ص-ص: 214-215.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وعرف وستون هذه النظرية على أنها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للديون وتكلفة الإفلاس، وتعتمد نظرية التوازن أو المبادلة أساساً على التبادل أو الموازنة بين تكلفة ومنافع التمويل المقترض، ويتم ذلك من خلال إعادة النظر بنسب الديون المثلى، ويشير (Brigham & Gapcpnski) أن نظرية التوازن لم تحدد بشكل كمي تشكيلة الهيكل المالي الأمثل، إلا أنها تزود المؤسسة بمؤشرات تضمن لها السلامة في اتخاذ قرار الهيكل المالي، حيث أن ارتفاع مستوى الربحية التي تحققها المؤسسة سيرفع من الشريحة الضريبية لها مما يسمح لها بالتوسع في الاقتراض، كما أن ارتفاع مخاطر الأعمال سيحتم على المؤسسة تخفيض حجم الديون في هيكلها المالي.<sup>1</sup>

## 1-1-1- تكلفة الإفلاس

يترتب على عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في مواعيد استحقاقها تحمل المؤسسة لجملة من التكاليف تعرف باسم تكلفة الإفلاس، والتي تتضمن أساساً التكاليف القانونية والإدارية التي تصاحب عملية الإفلاس، والانخفاض المحتمل في كل من قيمة الأصول والأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس.<sup>2</sup>

تتطوي تكلفة الإفلاس على تكاليف مباشرة وأخرى غير مباشرة، فالتكاليف المباشرة فهي المصروفات الإدارية والقانونية للتسوية القضائية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بأقل من قيمتها الدفترية وأما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبها المقرضين وفقدان ثقة الدائنين والموردين.<sup>3</sup>

## 1-1-1-1- تأثير تكلفة الإفلاس على المساهمين والمقرضين

يدرك المقرضون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحققاتهم بالكامل، لكي يتجنب

<sup>1</sup>- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص: 94.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص: 667.

<sup>3</sup>-مليكَة زغيب، مرجع سابق، ص: 194.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

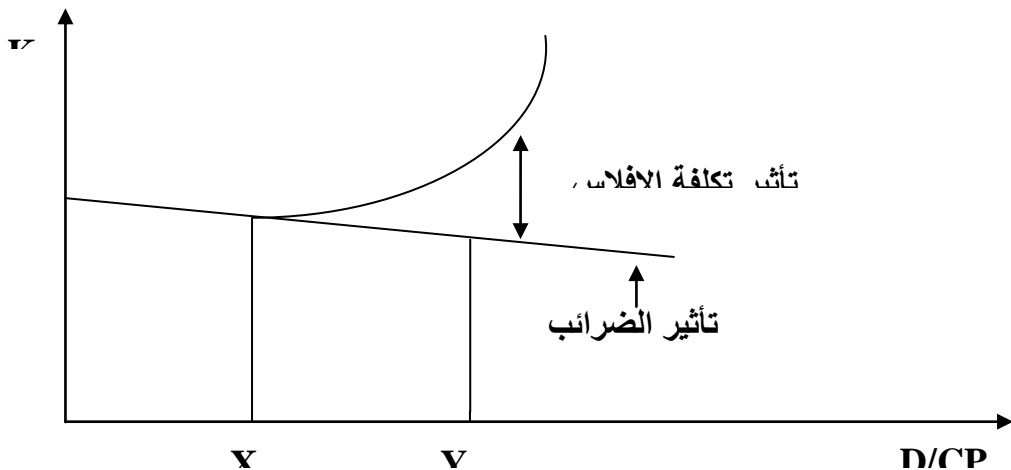
المقرضون مخاطر الإفلاس إذ ما وقعت فهم يقومون بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين تحسبا لوقوع الإفلاس ويكون ذلك على شكل ارتفاع معدل العائد المطلوب للاستثمار في سندات المؤسسة، أو ارتفاع معدل الفائدة على الديون التي يقدمونها لها، وطالما أن المساهمون لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فهم يلجؤون إلى المطالبة بمعدل عائد أعلى على استثماراتهم كتعويض عن مخاطر الإفلاس، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الديون وبين معدل العائد المطلوب من المساهمين.<sup>1</sup>

### 2-1-1- العلاقة بين تكلفة الإفلاس وتكلفة التمويل

بصفة عامة تؤثر زيادة الديون على التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) فمن ناحية تساهم زيادة نسبة الديون في تخفيض تكلفة التمويل بسبب الوفورات الضريبية لفوائد الديون، ومن ناحية أخرى يترتب على تجاوز حجم الديون لنقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس التي تؤدي ارتفاع تكلفة التمويل، وعليه فتكلفة التمويل في هذه الحالة تتوقف على الموازنة بين كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس.

الشكل رقم (2-15): تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة التمويل في ظل وجود

الضرائب



**المصدر:** عبد المجيد تيمواوي، مرجع سابق، ص: 72. (بتصرف)

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 814.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

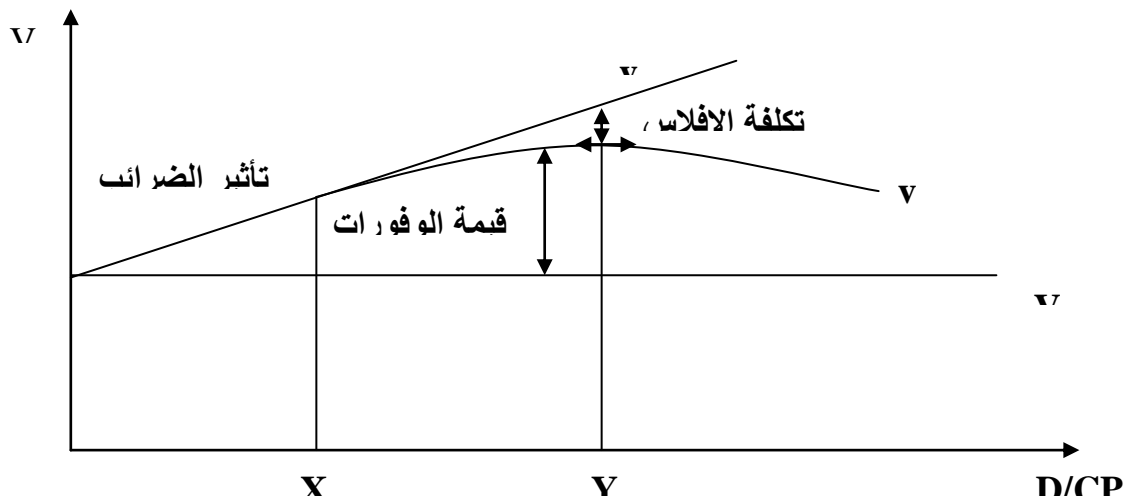
يلاحظ من الشكل (2-15) وفي ظل فرض ضرائب على أرباح المؤسسة فإن زيادة الديون سيترتب عنها استفادة المؤسسة من الوفورات الضريبية التي يترتب عليها انخفاض تكلفة التمويل (K)، إلى أن تصل نسبة الرفع المالي إلى النقطة (X) وعند تجاوز نسبة الديون النقطة (X) تبدأ تكلفة الإفلاس بالظهور فتستمر تكلفة التمويل (K) بعد تلك النقطة بالانخفاض ولكن بمعدل أقل، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الوفورات الضريبية تفوق تكلفة الإفلاس حتى تصل نسبة الديون إلى النقطة (Y)، حيث عند النقطة (Y) تبلغ تكلفة التمويل حداً الأدنى، وبعد هذه النقطة تبدأ تكلفة التمويل بالارتفاع بسبب أن تكلفة الإفلاس أصبحت تفوق الوفورات الضريبية، مما ينعكس سلباً على تكلفة التمويل وذلك بارتفاعها.

3-1-1- العلاقة بين تكلفة الإفلاس وقيمة المؤسسة

يترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وديون المؤسسة، مما سيرفع من ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وتتحدد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها

الشكل رقم (2-16): تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة في ظل وجود

الضرائب



المصدر: مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 167. (بتصرف)

يتضح من الشكل (16-2) أنه إذا كانت المؤسسة تعتمد على الأموال المملوكة فقط في التمويل أي أنها مؤسسة غير مقترضة فإن قيمتها السوقية ( $V_A$ ) لن تتعرض لتأثير الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس، أما المؤسسة التي تمزج بين الأموال المملوكة والديون في التمويل، فهي تستفيد من الأثر الايجابي للوفورات الضريبية التي تساهم في الرفع من قيمتها السوقية حتى تصل نسبة الرفع المالي إلى النقطة ( $X$ )، وعند تجاوز نسبة الرفع المالي النقطة ( $X$ ) تبدأ تكلفة الإفلاس بالظهور فتستمر القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة ( $V_B$ ) بالارتفاع، ولكن بمعدل أقل من معدل الزيادة قبل ظهور تكلفة الإفلاس، ويفسر ذلك بأن القيمة الحالية للوفورات الضريبية ( $VAEI$ ) مازالت تفوق تكلفة الإفلاس، وتستمر القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة ( $V_B$ ) بالارتفاع إلى أن تصل نسبة الرفع المالي إلى النقطة ( $Y$ ) حيث تبلغ هذه القيمة حدها الأقصى عند النقطة ( $Y$ )، وبعد النقطة ( $Y$ ) تبدأ القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة ( $V_B$ ) بالانخفاض بسبب تزايد تكلفة الإفلاس بمعدل يفوق القيمة الحالية للوفورات الضريبية وهذا ما ينعكس سلباً على القيمة السوقية لهذه المؤسسة. ولولا وجود تكلفة الإفلاس والمخاطر المالية، فإن استمرار زيادة نسبة الرفع المالي سيؤدي إلى استمرار زيادة القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة ( $V_B$ ) بسبب التأثير الايجابي للضرائب.

وبعد التطرق لتكلفة الإفلاس ومدى تأثيرها على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة السوقية يمكن التوصل إلى النتائج الموالية:<sup>1</sup>

- تحتفظ المؤسسة بهيكل مالي مستهدف يؤدي إلى تعظيم قيمتها؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة بدرجة أقل على الديون مقارنة بالمؤسسات ذات مخاطر الأعمال المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للديون، لأن زيادة تغير

<sup>1</sup> - عبد المجيد تيماري، مرجع سابق، ص- ص: 72-73.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

- الأرباح قد تؤدي إلى احتمال الإفلاس عند أي مستوى من الديون، وبالتالي زيادة التكاليف المتوقعة للإفلاس؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات معدلات الضريبة المرتفعة (المؤسسات عالية الربحية) على مزيد من الديون بهيكلها المالية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات الضريبة المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للديون، بسبب الوفورات الضريبية الإضافية المتاحة للمؤسسات عالية الربحية؛
  - يتوقع أن تتشابه الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس الصناعة النوعية لأنها قد تتشابه من حيث الأصول ومخاطر الأعمال والربحية؛
  - يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات الأصول الثابتة على مزيد من الديون مقارنة بالمؤسسات ذات الأصول غير الثابتة، لأن الأصول غير الملموسة يتوقع أن تفقد قيمتها عند وقوع الإفلاس مقارنة بالأصول الملموسة.
- ونظراً للانتقادات التي تم التعرض إليها فقد أضيفت تكلفة الوكالة إلى تكلفة الإفلاس ليشكلوا معاً مضمون نظرية التوازن، والتي سيتم التطرق إليها في العنصر الموالي.

### 2-1- تكلفة الوكالة

تقوم نظرية الوكالة على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما: الموكل والوكيل، وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد يكلف الموكل بموجبها الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه، وتصف هذه النظرية المؤسسة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح فيها.<sup>1</sup>

لقد أرست مقالات (Jensen & Meckling 1976) قواعد نظرية الوكالة التي تستند حول ترشيد سلوك المسيرين، حيث تتبنى أطراف علاقة الوكالة سلوكاً

<sup>1</sup> - مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ظل نظرية الوكالة- دراسة حالة في الأردن-مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القادسية، كلية الإدارة والاقتصاد،

المجلد: 12، العدد: 04، 2010، ص: 130.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

انتهازيا فهم يبحثون عن الاستفادة من نقاط الضعف والثغرات في العقود، وينشئ هذا السلوك الانتهازي ما يعرف بتكاليف الوكالة.<sup>1</sup>

وقاما (Jensen & Fama 1983) بإدخال علاقة الوكالة المعتمدة على العلاقات القانونية (التعاقدية) التي تحكم أطراف عقد الوكالة، وعليه يمكن النظر للمؤسسة على أنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة كعلاقة الإدارة بالمساهمين، وعلاقة الإدارة بالعاملين، وعلاقة المساهمين بالمدقق الخارجي.<sup>2</sup>

### 1-2-1- أنواع تكاليف الوكالة

تصنف تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أنواع تتمثل فيما يلي:<sup>3</sup>

- **تكاليف المراقبة:** يتحملها الموكل (المساهم) لمراقبة سلوك الوكيل (المسير) وجعله يعمل على تعظيم مصلحته الشخصية، ويتحملها لإقضاء السلوك الانتهازي للمسير.
- **تكلفة التعهد والالتزام:** يتحملها الوكيل (المسير) ليرز للموكل (المساهم) كفاءته في اتخاذ القرارات المتعلقة بتسيير المؤسسة.
- **التكاليف الباقية:** وتظهر هذه التكاليف عن استحالة تطبيق رقابة شاملة على سلوك وتصرفات المسير، وتعبّر كذلك عن الخسائر الناتجة عن تعارض المصالح بين المسيرين والمساهمين.

### 1-2-2- أنواع علاقات الوكالة

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من علاقات الوكالة وهما: علاقة الوكالة القائمة بين المساهمين والمسيرين، وعلاقة الوكالة القائمة بين المساهمين والمسيرين من جهة والمقرضين من جهة أخرى.

<sup>1</sup>- مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة -حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري- المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة الجزائر، العدد: 01، 2015، ص-138-139.

<sup>2</sup>-نعيمة عبيدي، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات -دراسة نقدية تحليلية- مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، المجلد: 07، العدد: 02، 2014، ص: 91.

<sup>3</sup>-ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، فرع الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2011، ص: 43.

### 1-2-3- سلوك المقرضين والمساهمين في ظل نظرية الوكالة

حتى يتأكد المقرضون من عدم إخلال المؤسسة بشروط عقود الديون، فإنهم يتابعون ما يجري بداخلها، وهذا ما تنشأ عنه تكاليف الوكالة الخاصة بالديون، وتأخذ هذه التكاليف عدة أشكال: تكاليف الإثبات، تكاليف المراقبة، التكاليف الباقية وتكلفة الفرصة البديلة.<sup>1</sup>

وعادة ما يقوم المقرضون بتحميل تكاليف وكالة الديون إلى المساهمين في صورة رفع معدلات الفائدة على الديون، وهذا ما سيؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب من المساهمين.

كما تجدر الإشارة إلى أنه إذا واجهت المؤسسة صعوبة مالية يبدأ المساهمون في التخلي عن الهدف العام المتمثل في تحقيق أقصى قيمة سوقية كلية للمؤسسة من خلال إتباعهم لأساليب تحقق مصلحتهم ولو كانت على حساب المقرضين، حيث تتمثل هذه الأهداف في:<sup>2</sup>

- سحب أموالهم في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمهم في السوق، حيث قد يكون هذا الانخفاض أقل من مبلغ التوزيعات المدفوع لهم، ويتحمل المقرضون جزء من هذا الانخفاض في قيمة المؤسسة؛
- الاستدراج التدريجي للمقرضين في المؤسسة، وذلك بإصدار كمية محدودة من السندات شبه المضمونة من طرف المؤسسة، ثم فجأة تصدر كميات كبيرة من الديون، وهذا ما يجعل جميع ديون المؤسسة خطرة، وبذلك يحقق المقرضون القدامى خسائر رأسمالية تمثل مكاسب للمساهمين؛
- التخطيط لكسب الوقت، لأنه عندما تقع المؤسسة في أزمة مالية فإن المقرضون يرغبون في تصفيتها بسرعة، غير أن المساهمين يرغبون في تأخير حدوث هذا إلى أقصى مدة ممكنة، وذلك عن اللجوء إلى تغيير الصورة الحقيقية لأداء المؤسسة من خلال تخفيض مصاريف الصيانة والبحوث والتطوير أو رفع الإيرادات إلى أعلى من قيمتها الحقيقية.

### 1-2-4- تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة في ظل تكلفة الوكالة

ما يميز نظرية الوكالة هو أنها ترفض فرضية تطابق المصالح بين كل الأطراف في المؤسسة، وبذلك فهي تقترح إدارة هذه التناقضات بشكل أمثل خاصة

<sup>1</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 111.

<sup>2</sup> - عبد المجيد تيماي، مرجع سابق، ص- ص: 74-75.

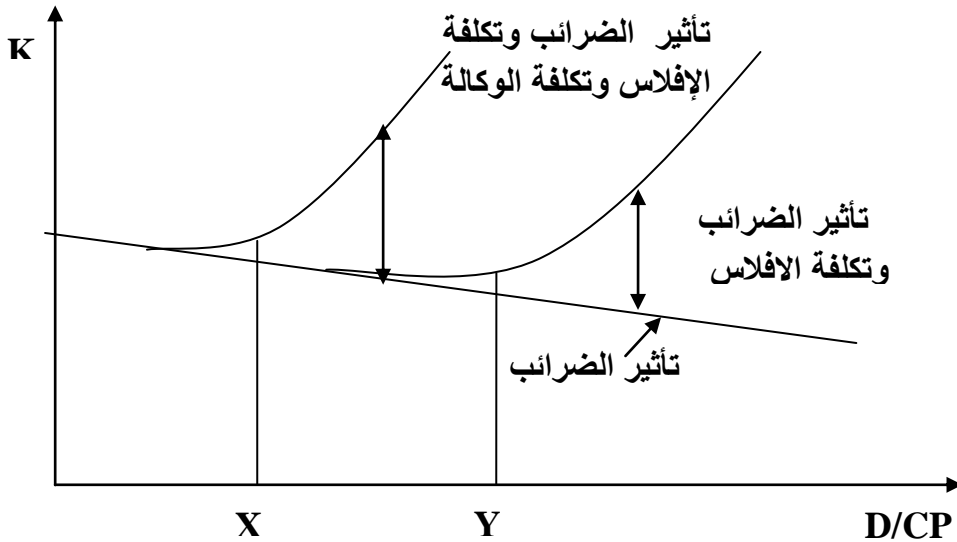
أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

بواسطة القرارات المالية المناسبة، فقرار التمويل الأمثل في ظل تكلفة الوكالة يضمن تشكيل الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بحل تنازع المصالح، ويسمح بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة عن طريق التقليل من التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة، وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، وتدنية تكاليف الديون بشكل أمثل، مع الأخذ بعين الاعتبار تكاليف وكالة الأموال المملوكة ووكالة الديون.<sup>1</sup>

2- العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة حسب نظرية التوازن

يمكن توضيح تكلفة التمويل في ظل نظرية التوازن من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-17): تكلفة التمويل في ظل نظرية التوازن



المصدر: عبد المجيد تيماري، مرجع سابق، ص: 76. (بتصرف)

يتضح من الشكل (2-17) أنه في ظل نظرية التوازن فإن تكلفة التمويل تتأثر بثلاثة متغيرات تتمثل في: الضرائب المفروضة على أرباح المؤسسة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فالضرائب تؤثر إيجابياً على تكلفة التمويل (K) بحيث تخفض من هذه الأخيرة بفضل الوفورات الضريبية، ولكن وجود تكلفة الإفلاس والوكالة معاً سيرفعان من تكلفة التمويل بمعدل أكبر من معدل الزيادة في تكلفة التمويل بوجود تكلفة الإفلاس لوحدها، ويلاحظ أنه عند وجود تكلفة الإفلاس فقط

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، الجزء الأول، ص- ص: 421-422.

أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

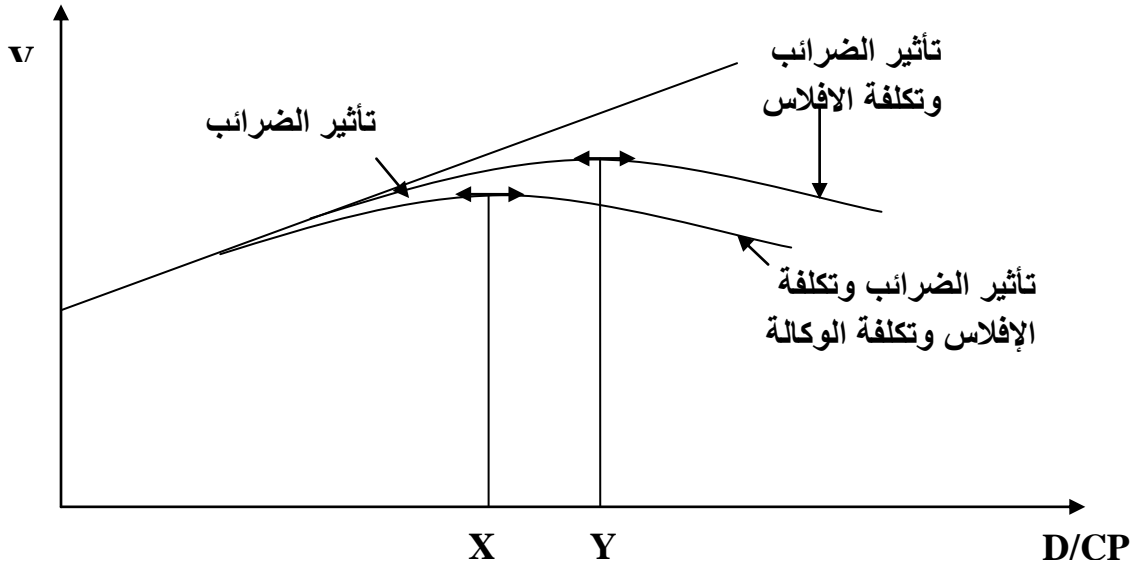
فإن تكلفة التمويل تبدأ بالارتفاع بعد وصول نسبة الديون في الهيكل المالي إلى النقطة (Y)، حيث بعد هذه النقطة تفوق تكلفة الإفلاس قيمة الوفورات الضريبية، وهذا ما سينتج عنه ارتفاع تكلفة التمويل، وأما بوجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة فإن تكلفة التمويل تبدأ بالارتفاع بعد وصول نسبة الديون إلى النقطة (X)، حيث بعد هذه النقطة تفوق

تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة قيمة الوفورات الضريبية مما سيؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل عند مستوى من الديون (النقطة X) يكون أقل من مستوى الديون (النقطة Y) عند وجود تكلفة الإفلاس.

أما فيما يتعلق بقيمة المؤسسة في ظل نظرية التوازن فيمكن التعبير عنها من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-18): قيمة المؤسسة في ظل نظرية

التوازن



المصدر: مليكة زغيب، مرجع سابق، ص: 169. (بتصرف)

يلاحظ من الشكل (2-18) أنه في ظل نظرية التوازن أن وجود الضرائب المفروضة على الأرباح لوحدها ستؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة باستمرار، ولكن وجود تكلفة الإفلاس سيخفض من التأثير الإيجابي للوفورات الضريبية، مما سينتج عنه ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض قيمة المؤسسة بعد تجاوز نسبة الديون النقطة

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

(Y)، حيث تبلغ قيمة المؤسسة حدها الأقصى عند ما تصل نسبة الديون إلى النقطة (Y) هذا في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس لوحدها، وبوجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة معا سوف تنخفض قيمة المؤسسة بمعدل أكبر من معدل الانخفاض بوجود تكلفة الإفلاس لوحدها، وتبلغ قيمة المؤسسة حدها الأقصى عند ما تصل الديون إلى النقطة (X) وهو مستوى من الديون أقل من مستوى الديون بوجود تكلفة الإفلاس لوحدها وبعد هذه النقطة (X) ستفوق تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة قيمة الوفورات الضريبية مما سينعكس سلبا على قيمة المؤسسة.

وبالرغم من أن نظرية التوازن أخذت بالحسبان متغيرات جديدة مهمة تتمثل في تكلفة الإفلاس والوكالة، إلا أنها لم تخلو من عيوب، ومن بين أهم هذه العيوب عدم تقدير نسبة الاقتراض المثلى بدقة، وهذا أدى إلى بروز نظريات حديثة حاولت تجاوز عيوب النظرية السابقة، والاعتماد على قواعد وأسس حديثة في دراسة العلاقة بين متغيرات قرار التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة وهذا ما سيتم التطرق إليه في المطلب الموالي.

## المطلب الثالث: أهم النظريات المعاصرة

نظرا للصعوبات التي واجهتها المؤسسة في التقدير الدقيق لنسبة الاقتراض المثلى المرتبطة بالموازنة بين تكاليف الإفلاس والوكالة والوفورات الضريبية، ولكون نظرية التوازن أهملت تكاليف تعديل الهيكل المالي للمؤسسة، هذه الانتقادات أدت إلى ظهور اتجاهات أخرى اعتمدت على أسس جديدة في التفسير، وسيتم في هذا المطلب التطرق لهذه النظريات، والمتمثلة في نظرية ترتيب مصادر التمويل وتسمى أيضا بنظرية الالتقاط لمصادر التمويل، نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة.

## 1- نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط)

جاءت هذه النظرية من دراسة (Donaldson 1961) عن ممارسات التمويل لعينة من المؤسسات الكبيرة، وتوصلت الدراسة إلى أن الإدارة تعتمد بدرجة كبيرة على مصادر التمويل الداخلي وتلجأ للتمويل الخارجي إلا عند نفاذ مصادر التمويل الداخلي.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وبدأت نظرية ترتيب مصادر التمويل مع عدم تماثل المعلومات بمعنى أن المسيرين يملكون معلومات حول قيم مؤسساتهم والمخاطر أكثر من المستثمرين الخارجيين.<sup>1</sup>

وتبلورت هذه النظرية على يد Myers في الثمانينات، ويتلخص مضمونها حول ترتيب وتصنيف مصادر التمويل حسب أفضليتها.

وتتكون نظرية ترتيب مصادر التمويل من: نموذج Myers (1984)، نموذج Williamson (1988).

## 1-1- نموذج Myers (1984)

ويتضمن خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي، حيث يستند النموذج إلى أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي، وإذا كان لابد اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجي فإنه يفضل البدء بالديون، ثم التمويل بالسندات القابلة للتحويل للأسهم ثم إصدار الأسهم كآخر بديل للتمويل.<sup>2</sup>

## 1-2- نموذج Williamson (1988)

تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث تم اعتبار أنه يتم التعامل مع الديون والأموال المملوكة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل.<sup>3</sup>

وحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً هاماً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص، فمن الأفضل حسب Williamson الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يولد العوائد المنتظر في المواعيد المحددة، أما

<sup>1</sup> - صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة- تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة/بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية-مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، المجلد: 21، العدد: 83، ص-ص: 70-71.

<sup>2</sup> - Stewart C. Myers, The capital structure puzzle, The journal of finance, American finance association, Vol:39, No: 03, Jul 1984, p:581.

<sup>3</sup> - See : Oliver E. Williamson, Corporate finance and corporate governance, The journal of finance, American finance association, Vol:43, No:03, Jul 1988, pp : 567-591.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة، تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون.<sup>1</sup>

### 2- نظرية عدم تماثل المعلومات

عدم تماثل المعلومات يقصد بها عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الآخر وقد يستغلها لتحقيق مصالحه الشخصية، ويعد Akerlof أول من أشار لهذه النظرية من خلال الدراسة التي قام بها في سوق السيارات سنة 1970.<sup>2</sup>

ونظرا للوضع المفضل والموقع الذي يتواجد فيها المسيرون، فإنه بإمكانهم الحصول على معلومات حول مشاريع المؤسسة دون المساهمين، حيث بإمكان المسيرين احتكار بعض المعلومات وإصدار إلا المعلومات التي تخدم مصلحتهم كنشر معلومات حول جودة التسيير، وهذا ما يدعى بعدم تماثل المعلومات، وقد ينتج عدم تماثل المعلومات عن إصدار معلومات من جهة معينة نحو عدة أطراف أخرى ولكن لا تفهم بنفس الأسلوب، حيث يكون هذا الغموض أو الخطأ في الفهم مقصودا من قبل جهة إصدار المعلومة.<sup>3</sup>

وعليه في الواقع يملك المسيرون معلومات عن المؤسسة بشكل أفضل من باقي الأطراف الأخرى (المستثمرين) وهذا ما يطلق عليه بعدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى التأثير على تركيبة الهيكل المالي ومن ثم التأثير على قيمة المؤسسة.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، الجزء الأول، 430-431.

<sup>2</sup> - إلياس بن ساسي وخيرة الصغيرة كمامي، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، جامعة ورقلة، ص- ص: 636-637، تاريخ وساعة الإطلاع: 25 / 12 / 2016 ، 19:08 ، متواجدة في الموقع الإلكتروني: [https:// univ-ouargla.dz](https://univ-ouargla.dz)

<sup>3</sup> - عبد الوهاب دادن ، الجدل القائم حول أمثلية هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7،

جامعة ورقلة، 2010/2009، ص: 319.

<sup>4</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 102.

### 3- نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى (Ross) عام 1977م وتقوم على فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق.

#### 3-1- فرضيات نظرية الإشارة<sup>1</sup>

تتلخص أهم فرضيات هذه النظرية فيما يلي:

- تنطلق نظرية الإشارة من أن المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء بإمكانهم إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى أقل منها أداء، وينبغي أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف؛
- نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين أساسيتين وهما: نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه يمكن للمسيرين في المؤسسة تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وفي حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الطريقة؛
- تكون تلك الإشارات إما كوصف لتكلفة التمويل، سياسة توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة؛
- المستثمر رشيد حيث أنه يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك فهو يتساءل أولاً عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة، ويحاول فهم صورة الأعضاء المسيرين للمؤسسة وسياستهم في الاتصال، كما يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الوهاب دادن ، مرجع سابق، ص:319.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي- الاسهامات النظرية الأساسية-مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006، ص: 112.

### 2-3-2- مضمون نظرية الإشارة

تتضمن هذه النظرية على نموذجين أساسيين هما: نموذج Ross ونموذج Pyle et Leland.

#### 3-2-1- نموذج Ross

حسب نموذج Ross<sup>1</sup> فإن مقدار الديون في الهيكل المالي للمؤسسة يمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة الداخلية وبذلك فهي ترسل إشارات تعبر عن التدفقات النقدية المتوقعة لها.<sup>2</sup>

حسب هذا النموذج يستخدم المسكرون الديون لإرسال إشارة للسوق المالي تخص نوعية المؤسسة، حيث يعتبر ارتفاع مستوى الديون كإشارة على ارتفاع أداء المؤسسة.

#### 3-2-2- نموذج Pyle & Leland

وفق هذا النموذج تعطى قيمة المؤسسة الصيغة الآتية:<sup>3</sup>

$$(1 - \alpha)[V(\alpha)]$$

$$[V(\alpha) - D] =$$

$$V(\alpha) = \frac{I - D}{(1 - \alpha)}$$

$V(\alpha)$  قيمة المؤسسة مع احتفاظ المستثمر بجزء  $\alpha$  من الأسهم؛

أ: الاستثمارات.

وتنبغي الإشارة إلى أن القرارات المالية التي يتخذها المسكرون لا تتوقف على مدى صحتها فقط بل لابد أن يعمل هؤلاء المسكرون على إقناع السوق بأنها

<sup>1</sup> - See : S. Ross, The determination of financial structure- the incentive signalling approach-, The bell journal of economics, Vol 08, 1977, p -p:23-40.

<sup>2</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 103.

<sup>3</sup> - Milton Harris & Artur. Raviv, The theory of capital structure, Journal of Finance, vol :46, No :01, Mar1991, p:314.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

قرارات جيدة وفي فائدة المؤسسة ومن ثم في فائدة المستثمرين، كما تعتبر الإشارة المرسلة من طرف المسيرين للمستثمرين الوحدة الأساسية لسياسة الاتصال المالية والمستمر ليس ساذجا حتى يستقبل كل الإشارات بنفس درجة الشك.<sup>1</sup>

## خلاصة

يستخلص مما تقدم أن هناك جدل حول تأثير متغيرات قرار التمويل (الهيكل المالي وتكلفة التمويل) على القيمة السوقية للمؤسسة، ويعود السبب في ذلك إلى اختلاف ميزات كل نظرية فيما يتعلق بجملة الافتراضات التي تقوم عليها.

ويمكن القول أن هناك تيار مؤيد لوجود تأثير لقرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة (مدخل صافي الربح، المدخل التقليدي) من خلال وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد ممكن وتخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى لها، غير أن مدخل صافي الربح يلقي انتقادا هاما والمتمثل في افتراض ثبات معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين والمساهمين بالرغم من تغير تركيبة الهيكل المالي.

وبينما يرى أصحاب التيار المعارض لفكرة وجود تأثير لقرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات ومدخل مودigliاني وميلر) عدم وجود هيكل مالي أمثل، ولا توجد علاقة بين القيمة السوقية للمؤسسة وتركيبية الهيكل المالي، فحسب المدخل الأول تحدد القيمة السوقية للمؤسسة بخصم صافي ربح العمليات بمعدل تكلفة التمويل التي تعد ثابتة، وبذلك فالقيمة السوقية للمؤسسة لا تتغير بتغير حجم الديون، وفيما يخص مدخل (M&M) ففي عام 1958م قدما تحليلا في ظل عدم وجود ضرائب وبالاعتماد على فكرة المراجعة حيث اعتبرا أنها ترتبط بقرار الاستثمار للمؤسسة وليس بقرارات التمويل، وفي عام 1963م حاولا دراسة العلاقة السابقة في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، واستخلصا أنه ينبغي على المؤسسة الاعتماد على الديون بأكثر قدر ممكن لكون أن الوفورات الضريبية المحققة ستزيد من قيمتها السوقية، غير أن ميلر عام 1977م رأى أنه في حالة خضوع كل من أرباح المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب فإن القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التوازن تكون مستقلة تماما عن قرار التمويل بسبب أن الضرائب الشخصية ستلغي أثر الوفورات الضريبية المحققة للمؤسسة.

<sup>1</sup> - شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد: 10، جامعة سطيف، 2010، ص-ص: 144-145.

## أثر قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

وكننتيجة للانتقادات الموجهة للمداخل السابقة الذكر، ظهرت عدة نظريات معاصرة كنظرية التوازن التي دعت إلى ضرورة الموازنة بين هذه تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة والوفورات الضريبية المحققة لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، أما نظرية ترتيب مصادر التمويل فقد دعت إلى ضرورة اختيار المؤسسة بين مصادر التمويل وفقا للهرم التمويلي، واعتمدت كل من نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة على فكرة عدم وجود تماثل في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين.

ولم تقتصر الدراسات المالية على دراسة مدى تأثير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة، بل قامت أيضا بصياغة عدة نظريات ونماذج تتضمن دراسة تأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

# الفصل الثالث

## تمهيد

ينطوي قرار توزيع الأرباح على تحديد نسبة التوزيعات الممكن توزيعها على المساهمين، وتاريخ التوزيع، إضافة إلى تحديد مقدار الأرباح المحتجزة التي قد تلجأ إليها المؤسسة كمصدر تمويل داخلي.

وتهدف المؤسسة إلى تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم السوقى إلى أعلى مستوى ممكن، وتحقيق هذا الهدف يتطلب إختيار سياسة توزيع الأرباح التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين، وبين معدل النمو في الأرباح.

وما بين إتجاه توزيع الأرباح وإتجاه إحتجازها داخل المؤسسة لغرض إعادة إستثمارها، وجدت العديد من التيارات نظمتها مجموعة من النظريات، حيث جزء منها يؤيد مؤسسوها ضرورة قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح، بسبب أن عدم إتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وإحتجازها سيؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، وكلما زادت عملية التوزيعات إرتفعت معها القيمة السوقية للمؤسسة، في حين هناك تيار معارض لتوزيع الأرباح بسبب أنه لا توجد علاقة بين قرار التوزيع والقيمة السوقية للمؤسسة.

وضمن هذا الفصل سيتم عرض أهم هذه النظريات والإجتهادات في ثلاثة مباحث، حيث سيتم التعرض في المبحث الأول لماهية وإجراءات توزيع الأرباح، وتخصيص المبحث الثاني لدراسة أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التأكيد التام وحالة عدم التأكيد، أما المبحث الثالث ففيه سيتم التطرق لدراسة أثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضيات السوق الكامل.

### المبحث الأول: ماهية وإجراءات توزيع الأرباح

نظرا لإتساع الجوانب النظرية لقرار توزيع الأرباح، وللإلمام بجميع هذه الجوانب، سيتم تخصيص هذا المبحث للتعرف بشكل أوسع على توزيعات الأرباح أو ما يعرف بالأرباح الموزعة، من حيث الخصائص، المبادئ والأهمية، أصناف التوزيعات والخطوات المتبعة لإجراء التوزيعات، ويتم هذا من خلال ثلاثة مطالب، في المطلب الأول التطرق لماهية التوزيعات، والتعرض لأشكال التوزيعات وأهم معايير المفاضلة بينها في المطلب الثاني، وتخصيص المطلب الثالث لعرض أهم إجراءات توزيع الأرباح في المؤسسة.

#### المطلب الأول: ماهية التوزيعات

لتوزيعات الأرباح أهمية خاصة للمستثمر سواء بصفته مساهم في المؤسسة، أو كمستثمر في السوق المالي، وفي هذا المطلب سيتم عرض ماهية توزيعات الأرباح، من خلال التطرق لتعريف وخصائص توزيعات الأرباح، مبادئ عملية توزيع الأرباح، نسبة توزيعات الأرباح وأهميتها للمستثمر.

#### 1- تعريف وخصائص التوزيعات

يتم التذكير بأن سياسة توزيعات الأرباح تمثل إحدى السياسات المعتمدة من قبل المؤسسة للتقرير فيما يخص صافي الأرباح المحققة إما بالإحتجاز أو التوزيع على المساهمين، أما الأرباح الموزعة فتعبر عن ذلك الجزء من الأرباح الصافية المحققة والتي تمثل دخل جاري يفضله الكثير من المساهمين.<sup>1</sup>

لتوزيعات الأرباح جملة من الخصائص تتمثل في أن التوزيعات لها نفس ميل الأرباح، التوزيعات تكون مستقرة، التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة، تطور التوزيعات بمعدل أكبر من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، إختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول، وتتمثل هذه الخصائص في:<sup>2</sup>

#### - التوزيعات لها نفس ميل الأرباح

يتم دفع التوزيعات اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وبذلك فإنها توجد علاقة بين الأرباح الموزعة والأرباح المحققة، وتوصل جون لنتنر في دراسة له

<sup>1</sup>- مفيد الظاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، فلسطين، العدد: 23، 2011، ص: 122-123.

<sup>2</sup>- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 119-120.

إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالإعتماد على مستوى الأرباح المحققة.

وحسب فاما وبابياك (Fama et Babiak) فقد لاحظنا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه لنتنر أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

#### - التوزيعات مستقرة

غالبا المؤسسات لا تؤيد فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود السبب في ذلك إلى مجموعة من العوامل منها: تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

#### - التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة

عموما تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات إستثمارية.

#### - تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة

وهذا نظرا لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دوما على مستواها، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيرا من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

#### - إختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول

تختلف توزيعات الأرباح من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل، كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى التغير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول.

## 2- مبادئ القيام بالتوزيعات

توجد مجموعة من المبادئ التي يجب على المؤسسة مراعاتها قبل القيام بتوزيع الأرباح وتتمثل في: مبدأ ثبات رأس المال، مبدأ الاستقلالية في توزيع الأرباح و المساواة في الحصول على توزيعات الأرباح:<sup>1</sup>

### 1-2- مبدأ ثبات رأس المال

يعد رأس المال الضمانة الحقيقية لدائني المؤسسة ولذلك لايجوز لها المساس به، ويستوجب على المؤسسة عدم القيام بأي توزيعات الا عندما تحقق زيادة في قيمة الموجودات، وان قامت المؤسسة باجراء التوزيعات في حالة عدم تحقق هذه الزيادة فإن ذلك يعد اقتطاعا من رأس المال وهو بمثابة خرق لمبدأ ثبات رأس المال، الا ان هذا المبدأ لايعني عدم امكانية زيادة رأس المال او تخفيضه بل يمكن الزيادة او التخفيض ولكن باتباع الاجراءات التي نص عليها القانون حماية للمساهمين والدائنين.

### 2-2- مبدأ الاستقلالية في توزيع الأرباح

ان كل سنة مالية مستقلة في حساباتها الخاصة بها، فعند نهاية السنة المالية واعداد الحسابات الختامية تظهر نتيجة نشاط المؤسسة من ربح او خسارة فاذا كانت النتيجة ربحا تقوم المؤسسة بتوزيعه على المساهمين حسب نسبة الأرباح المحددة للتوزيع من قبل الهيئة العامة، وفي هذه الحالة تصبح التوزيعات المحددة حقا مؤكدا للمساهمين ولايمكن للمؤسسة إهمال تنفيذ التوزيع او تأخيره، أما إذا حققت المؤسسة خسائر فلا يحق للمساهم مطالبتها بتوزيع الأرباح، ولهذا المبدأ عدة آثار وتختلف هذه الآثار بين المؤسسة المستمرة في نشاطها وبين المؤسسة التي أعلن إفلاسها، ويتم التمييز بين حالتين: حالة استمرار نشاط المؤسسة وحالة إفلاس المؤسسة.

### 1-2-2- في حالة استمرارية المؤسسة في نشاطاتها

<sup>1</sup>-دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سابق، ص- ص: 126-128.

يتحول الربح الذي لم توزعه المؤسسة الى قرض ذي فائدة.

### 2-2-2- في حالة افلاس المؤسسة

إذا أعلن افلاس المؤسسة بعد صدور قرار توزيع الأرباح وقبل قبضها من قبل المساهمين يحق لهم التقدم كدائن للمؤسسة، وان كان الاصل استقلال التوزيع السنوي للربح الا ان هذا الاصل قد يرد عليه ما يعرف بتدوير الأرباح ويعني تأجيل توزيع كل الأرباح أو قسم منها إلى السنة القادمة ويتم ذلك بصدور قرار من الهيئة العامة.

### 2-3- المساواة في الحصول على توزيعات الأرباح

يتمتع المساهمون في المؤسسة بحقوق متساوية تأسيساً على تساوي القيمة الاسمية للاسهم.

### 3- نسبة التوزيعات وأهميتها للمستثمر

تحتسب هذه النسبة بقسمة الأرباح الموزعة لحملة الأسهم العادية خلال الفترة على صافي الربح المتاح لهم، وتحثل نسبة التوزيعات أهمية كبيرة لدى المستثمر، حيث تعتبر الأرباح الموزعة من أهم العوامل المؤثرة في جذب الإستثمارات.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أشكال التوزيعات

تتبع المؤسسة أشكال عديدة من التوزيعات حسب ظروفها الداخلية والمتغيرات الخارجية التي تحيط بها، وبما يتماشى مع أهدافها، وتوجد عدة معايير للإختيار والمفاضلة بين أشكال التوزيعات، وفي هذا المطلب سيتم ذكر أهم أشكال توزيعات الأرباح المتاحة أمام المؤسسة ثم التطرق لمعايير المفاضلة بين أشكال التوزيعات.

### 1- أصناف التوزيعات

تختلف أشكال توزيعات الأرباح وفقاً لظروف المؤسسة والأهداف المخطط لتحقيقها عند إتباع صنف معين من أصناف التوزيعات، وتتلخص أهم أصناف توزيعات الأرباح التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها في:

<sup>1</sup> فضل الحباشنة وآخرون، العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان (1984-2011)، دراسات العلوم الإدارية، جامعة الأردن، المجلد: 42، العدد: 02، 2015، ص: 461.

### 1-1- التوزيعات النقدية

تقوم مؤسسات المساهمة بتوزيع الأرباح على المساهمين غالباً على شكل نقد، وينشأ حق المساهم في أرباح المؤسسة بعد صدور قرار الهيئة العامة للمساهمين بتوزيعها في يوم الإعلان عن التوزيع، ويكون الحق في إستيفاء الربح تجاه المؤسسة لمالك السهم المسجل في سجلاتها في تاريخ إجتماع الهيئة العامة الذي تقرر فيه توزيع الأرباح.

ويكون هذا النوع من التوزيع هو أكثر تفضيلاً من قبل المساهمين، ويعتبر إعلان توزيع الأرباح نقداً على المساهمين قبل إعداد القوائم المالية إلزامياً يظهر في قائمة المركز المالي.

وتجيز قوانين المؤسسات في بعض الدول توزيع الأرباح على المساهمين مرة واحدة سنوياً أو كل نصف سنة أو كل ربع سنة، بانتظام أو بشكل غير منتظم، حيث يتوقف إجراء التوزيعات على وجود أرباح ومدى توفر النقدية لدى المؤسسة، وضرورة وجود خطط وسياسات الإدارة للتصرف في النقد أو التأثير في سعر السهم أو في رأي المستثمرين.<sup>1</sup>

وقد تدفع المؤسسة توزيعات نقدية منتظمة مع توزيعات أخرى إضافية باطلاق إسم extra على جزء من هذه التوزيعات، وتشير الإدارة إلى أن يتم أو لا يتم تكراره بالمستقبل، ويقلل المقسوم النقدي من نقدية المؤسسة وأرباحها المحتجزة.<sup>2</sup>

### 1-2- التوزيعات في صورة أسهم

<sup>1</sup> - هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، جامعة بغداد، العدد: 17، 2008، ص: 214-215.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 481-482.

وفقا لهذه الطريقة تقوم المؤسسة بتوزيع أسهم عادية على المساهمين عوض مبالغ نقدية، ولعل من أبرز ما يميز هذه الطريقة في التوزيع هو أنها تمثل تحويل الأموال بين الحسابات المكونة لحقوق المساهمين، وذلك بدلا من استخدام هذه الأموال من الناحية المحاسبية، ومن بين أهم النتائج المنتظرة من هذا الشكل من التوزيعات هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة، عن طريق إحداث تغييرات في حجم ونوع الأدوات المالية المتداولة المصدرة من قبل المؤسسة، إضافة إلى أثر جوهري والمتمثل في انخفاض القيمة السوقية لأسهمها، حيث بعد دفع التوزيعات ينعكس ذلك على قيمة السهم بالإنخفاض بنفس نسبة التوزيعات، مع عدم تغيير

قيمة الأسهم التي يمتلكها، إضافة إلى نسبة ملكيته في المؤسسة، وبالضرورة الأرباح التي يتحصل إليها في حالة ثبات الأرباح المحققة للمؤسسة.<sup>1</sup> وتوجد عدة إنعكاسات تترتب عن هذا النوع من التوزيعات سواء من جهة المؤسسة ومن جهة المساهمين.

### 1-2-1- بالنسبة للمؤسسة

وتحصل المؤسسة عند قيامها بتوزيع الأرباح على شكل أسهم على منفعتين أساسيتين، **فالمنفعة الأولى:** هي المحافظة على النقد، فعندما تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح على شكل أسهم على المساهمين بدلا من التوزيع النقدي فإنها تحصل على نتيجتين مرغوب بهما: فالنتيجة الأولى هي الاحتجاز للأرباح الصافية بنسبة كلية وإستخدامها في تمويل استثماراتها، والنتيجة الثانية هي التعويض عن الأثر السلبي لعدم توزيع الأرباح النقدية، بتوزيع الأرباح بشكل أسهم قد يكون له وقع نفسي ايجابي عند المساهمين، ويعود السبب في ذلك إلى أن المساهمين قد يعتبرون سياسة توزيع الأرباح مؤشر على تحسين الافاق المستقبلية للمؤسسة، ولتوسيع إمكانيات المشاركة في الأرباح المستقبلية الأعلى نظرا لزيادة عدد الاسهم التي يملكونها، وتتمثل **المنفعة الثانية:** في زيادة رأس المال المدفوع دون مساهمات جديدة من المساهمين، كما أن الانحلال في

<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 114.

ربحية السهم وإنخفاض سعره في السوق المالية يساعد على الإبقاء على سعر منخفض للسهم في السوق لأغراض التداول النشط.<sup>1</sup>

### 1-2-1- بالنسبة للمساهمين

وينتج عن التوزيعات في صورة أسهم زيادة عدد الأسهم التي يملكها كل مساهم، وبذلك فالتوزيعات في شكل أسهم تمثل دفع إضافي إلى المساهمين، وهي لا تمثل أكثر من إعادة رسملة للمؤسسة، وأن المساهمين يحاولون إبقاء الملكية دون تغيير.<sup>2</sup> وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسة تتبع هذا الشكل من التوزيعات لثلاثة أسباب أساسية تتمثل فيمايلي:<sup>3</sup>

- يعد هذا الصنف أداة لتضليل المساهمين خاصة في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات مالية، التي تمنعها من إجراء التوزيعات النقدية، وهذا ما يجعلها تعلن عن إجراء التوزيعات في صورة أسهم بدلا من التوزيعات النقدية؛
- إذا كانت المؤسسة ترغب في رفع قيمتها السوقية مستقبلا وإذا حققت أرباح كبيرة، فإنها ستقوم بالتوزيعات في صورة أسهم كتوزيعات إضافية إضافة إلى التوزيعات المستقرة، وهذا ماسيرسل إشارة إيجابية للسوق المالي عن وضعية المؤسسة؛
- إذا كانت المؤسسة بها صنفين من المساهمين، وحسب إتفاق محدد مسبق فإنها تلتزم بدفع توزيعات مستقرة إلى الصنف الأول، وإجراء التوزيعات في شكل أسهم للصنف الثاني.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص- ص: 487-488.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، المرجع سابق، ص: 485.

<sup>3</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 115.

### 1-3- تجزئة الأسهم (إشتقاق الأسهم)

تعتبر عملية تجزئة السهم عملية مشابهة للتوزيعات في صورة أسهم من ناحية تأثيرها على سعر السهم ومن ناحية توقعات المستثمرين، والفرق الوحيد أنه في حالة تجزئة الأسهم يتم تفنيت القيمة الإسمية للسهم.

ويقصد بتجزئة الأسهم تقسيم الأسهم العادية للمؤسسة إلى عدد أكبر، فعلى سبيل المثال إذا تقرر تجزئة السهم الواحد إلى سهمين وبذلك يحصل من يملك سهم واحد على سهمين مقابل ذلك السهم، حيث تتم عملية التجزئة من خلال إستبدال سهم قيمته الإسمية مثلا 10ون بسهمين القيمة الإسمية للسهم الواحد تكون 5ون.<sup>1</sup>

وتلجأ المؤسسة إلى تجزئة أسهمها للتغلب على مشكلة ضعف السيولة الناتجة عن ارتفاع القيمة السوقية لهذه الأسهم ومن ثم زيادة كفاءة أداء السهم في السوق من خلال جعل قيمة السهم بعد التجزئة في متناول شرائح جديدة من المستثمرين تمثل طلبا إضافيا على السهم، مما يؤدي إلى زيادة درجة سيولة السهم وتحسين أو زيادة أسعار أسهمها بالسوق مما ينعكس إيجابا على زيادة قيمة ثروات المالكين لهذا السهم.

وإلى جانب تحسين سيولة السهم هناك سببين آخرين لقرار إشتقاق الأسهم وهما: التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للسهم والتأثير على مقدار التوزيعات، ويحدث ذلك إذا ما نظر المتعاملين في السوق المالي على قرار الإشتقاق على أنه إشارة مالية مباشرة لمستقبل المؤسسة، فيتوقع ارتفاع القيمة السوقية للسهم.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية- مدخل إتخاذ القرارات-مرجع سابق، ص: 235.

<sup>2</sup> ابراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010، ص: 16.

## الجدول رقم (3-1): مثال يوضح عملية تجزئة أو اشتقاق الأسهم

المبالغ	الأموال المملوكة للمؤسسة بعد عملية تجزئة الأسهم	المبالغ	الأموال المملوكة للمؤسسة قبل عملية تجزئة الأسهم
عدد الأسهم 600000 سهم	عدد الأسهم	عدد الأسهم 300000 سهم	عدد الأسهم
3 ون	القيمة الإسمية للسهم الواحد	6 ون	القيمة الإسمية للسهم الواحد
1.800.000 ون	القيمة الإسمية للأسهم العادية	1.800.000 ون	القيمة الإسمية الكلية للأسهم العادية
1.000.000 ون	علاوة الإصدار	1.000.000 ون	علاوة الإصدار
7.000.000 ون	الأرباح المحتجزة	7.000.000 ون	الأرباح المحتجزة
9.800.000 ون	الأموال المملوكة	9.800,000 ون	الأموال المملوكة

**المصدر:** إعداد الباحثة بالإعتماد على: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع

سابق، ص: 489.

يتبين من الجدول (3-1) أنه قبل قيام المؤسسة بعملية تجزئة الأسهم، كان عدد الأسهم يقدر 300000 سهم، وبلغت القيمة الإسمية للسهم الواحد 6 ون، وبعد عملية تجزئة الأسهم لم تتغير القيمة الإسمية الكلية للأسهم وذلك عند مقارنتها بالقيمة الإسمية الكلية للأسهم قبل عملية التجزئة 1.800.000 ون، وكذلك لم تتغير علاوة الإصدار والأرباح المحتجزة وصافي القيمة حتى بعد عملية تجزئة الأسهم، ولكن عدد الأسهم ارتفع من 300000 سهم قبل تجزئة الأسهم إلى 600000 سهم بعد تجزئة الأسهم، وإنخفضت القيمة الإسمية للسهم الواحد من 6 ون قبل التجزئة إلى 3 ون بعد التجزئة، وعليه فتجزئة الأسهم ترفع من عدد الأسهم وتخفض من القيمة الإسمية للسهم الواحد ولا تؤثر على القيمة الإسمية الكلية للأسهم ولا على صافي القيمة.

وهناك جملة من الأسباب تدفع بالمؤسسة إلى إتباع هذا النوع من التوزيعات يتخلص أهمها في: التأثير على القيمة السوقية للسهم، التأثير على مقدار التوزيعات وإزالة الحاجز النفسي للمستثمر، كما يلي:<sup>1</sup>

### 1-3-1- التأثير على القيمة السوقية للسهم

قد ينظر المتعاملون في السوق المالي إلى قيام المؤسسة بتجزئة أسهمها على أنها إشارة مالية لمستقبل مبشر للمؤسسة، وذلك لكونها تنطوي على محتوى معلوماتي على مستقبلها ترغب في إبلاغه للمستثمرين، وهذا سيؤثر إيجاباً على القيمة السوقية لأسهمها.

### 1-3-2- التأثير على مقدار التوزيعات

قد ينتج عن تجزئة المؤسسة لأسهمها زيادة في التوزيعات النقدية الكلية التي يحصل عليها المستثمر، لكن من النادر أن تبقى القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات قبل إتخاذ القرار.

### 1-3-3- إزالة الحاجز النفسي

يتمكن المستثمر في ظل زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها من خلال عملية تجزئة الأسهم وفي ظل ظروف نفسية أقل ضغطاً من بيع كمية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي فإن هذه السياسة تخفف من الحاجز النفسي الذي ينتاب المستثمر سواء لبيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

### 1-4- التجزئة المعكوسة (عكس تجزئة الأسهم)

وتمثل التجزئة المعكوسة عملية عكسية لعملية تجزئة الأسهم، فعملية التجزئة تمثلت في اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم الأصلية من خلال تخفيض القيمة الإسمية للسهم الواحد، أما عملية التجزئة المعكوسة فهي تخفيض عدد الأسهم المكونة للاموال المملوكة للمؤسسة من خلال الزيادة والرفع في القيمة الإسمية للسهم الواحد.<sup>2</sup>

وبذلك فالتجزئة المعكوسة يقصد بها عملية تخفيض عدد الأسهم وليس زيادتها كما هو الحال بالنسبة لعملية تجزئة الأسهم، ويتم ذلك عن طريق قيام المؤسسة بإستبدال مجموعة

<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص- ص: 115-116.

<sup>2</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 135.

من الأسهم بسهم واحد، ويتمثل الهدف الأساسي الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه من وراء قيامها بعملية التجزئة المعكوسة في زيادة القيمة السوقية للسهم.

وتتلخص الأسباب التي تؤدي بالمؤسسة إلى القيام بعملية التجزئة المعكوسة فيمايلي:<sup>1</sup>

- قد تقلل التجزئة المعكوسة من تكلفة المعاملات للمساهمين؛
- تحسين سيولة وبيعية أسهم المؤسسة نتيجة ارتفاع السعر بالتداول؛
- المحافظة على السمعة الحسنة للمؤسسة وذلك بعدم تدنية سعر بيع الاسهم بأدنى من المستوى المطلوب؛
- سوق الاوراق المالية لديه سعر الحد الأدنى لمتطلبات كل سهم، التجزئة المعكوسة قد تجعل سعر السهم يرتفع كحد أدنى؛
- قد تتبع المؤسسة التجزئة المعكوسة لإخراج المساهمين الأقلية بالقوة.

### 1-5-1- إعادة شراء الأسهم

تتمثل عملية إعادة شراء الأسهم في قيام المؤسسة بإعادة شراء جزء من الأسهم التي أصدرتها، وتكمن العلاقة بين عملية إعادة شراء الأسهم وسياسة توزيعات الأرباح في كونها تمثل أحد سبل تصريف الفائض من النقدية في سيولة المؤسسة بدلا من دفعها للمساهمين في شكل توزيعات.<sup>2</sup>

### 1-5-1- دوافع إعادة شراء الأسهم

يوجد العديد من الاسباب وراء قرار ادارة المؤسسة اعادة شراء الاسهم، منها ما هو متعلق بزيادة حقوق المساهمين، وهناك أسباب أخرى تتعلق بأداء أسهم المؤسسة في السوق المالي، ومن أهم هذه الأسباب مايلي:

- تعزيز القيمة السوقية للأسهم المتداولة: ويكون ذلك من خلال تقليل عدد الاسهم المتداولة في السوق وبالتالي ارتفاع حصة المساهم الواحد من الربح، وإرسال إشارة إيجابية الى المستثمرين في السوق المالي تشير إلى إعتقاد إدارة المؤسسة بأن الأسهم يتم تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية؛<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص- ص: 489-491.

<sup>2</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 135.

<sup>3</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 494.

- **تعظيم حقوق الملكية:** حيث أن قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها، يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم المكتتب بها، ومنه زيادة حصة المساهم النسبية في المؤسسة، وإرتفاع سعر وربحية السهم الواحد؛
- **دعم سعر السهم في السوق المالي:** حيث تشعر المؤسسة بأن سعر أسهمها في السوق المالي منخفض جداً، نتيجة لعوامل عامة في السوق المالي، فتتدخل المؤسسة من خلال شراء أسهمها، مما يقود إلى إرتداد سعري للسهم، وبالتالي يؤدي إلى المساهمة في إستقرار السوق، كما يمكن إستخدام هذا الأسلوب كأداة غير مباشرة من قبل الجهات الرقابية والمشرفة على أسواق المال للمحافظة على إستقرار السوق المالي، وخاصة في أوقات الأزمات المالية، ويتم ذلك ضمن شروط وضوابط محددة تضعها هذه الجهات؛
- **التأثير الإيجابي على بعض المؤشرات المالية للمؤسسة:** من دوافع قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها، تحسين النسب المالية الخاصة بها، بإعتبار أن هذه النسب تعكس وضعية المؤسسة لدى المستثمرين في الأسواق المالية، ولهذا السبب تفرض الجهات الرقابية على الأسواق المالية قيوداً وضوابط على عملية شراء المؤسسة لأسهمها، حتى لا يتم إستخدام هذا الأسلوب من قبل المؤسسة للتأثير على نسبها المالية، دون الأخذ بعين الإعتبار التعظيم الفعلي لثروة المساهمين.<sup>1</sup>

كما تنبغي الإشارة إلى أنه عندما تقوم المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالي فإن الدافع الرئيسي لها هو لتوزيع نقد أكثر لى المساهمين، فطالما أن العوائد والأرباح التي تحققها المؤسسة ثابتة نسبياً، فإن تقليل عدد الأسهم المصدرة (عن طريق شراء بعضها) سوف يزيد من حصة أو ربحية السهم (EPS)، وبالتالي سوف يزيد سعر السهم في السوق، وعليه يمكن القول أن تأثير قرار المؤسسة بإعادة شراء الأسهم يشابه تأثير قرار المؤسسة بتوزيع الأرباح النقدية.<sup>2</sup>

ومن الناحية المحاسبية فإن القيود المحاسبية التي تنجم عند قيام المؤسسة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ستؤدي إلى تقليص رصيد النقد، وإنشاء حساب وسيط لرأس المال يطلق عليه إسم أسهم الخزينة، والذي يظهر كرصيد يقلل من حقوق حملة الأسهم،

<sup>1</sup> - هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، أسهم الخزينة، الإدارة العامة للأبحاث والتطوير، 2008، ص- ص: 5-6.

تاريخ وساعة الإطلاع: 2017/01/18، 11:38، متواجدة على الموقع الإلكتروني: <https://www.pcma.ps/>

<sup>2</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 381.

ومصطلح أسهم الخزينة يستخدم في الميزانية العمومية ليشير به عن وجود أسهم تم إعادة شراؤها من السوق.<sup>1</sup>

### 1-5-2- أساليب إعادة شراء الأسهم

توجد ثلاثة أساليب تستخدم في إعادة شراء المؤسسة لأسهمها من السوق يشاع استخدامها هي:<sup>2</sup>

- أسلوب عمليات السوق المفتوح: بموجب هذا الأسلوب فإن المؤسسة تقوم بشراء الأسهم عن طريق عمليات السوق المفتوح، وهذه الطريقة قد تولد ضغوطا كبيرة على سعر السهم فيما إذا كان عدد الأسهم المراد شراؤها كبيرة نسبيا بالمقارنة مع الكمية المتداولة بالسوق؛
- أسلوب تقديم العروض: في هذا الأسلوب تلجأ المؤسسة إلى تقديم العروض الخاصة بإعادة الشراء، وتكون هذه العروض رسمية يحدد فيها عدد الأسهم المراد شراؤها والسعر المحدد لشراء السهم الواحد، والذي يكون أعلى من سعر السهم السائد في السوق المالي وذلك من أجل جذب المستثمرين، وفي حالة عدم تحقيق المؤسسة لهدف إعادة شراء العدد المطلوب من الأسهم، فإنها تلجأ إلى شراء الأسهم المتبقية عن طريق عمليات السوق المفتوح، وتفضل المؤسسات أسلوب العروض عند إعادة شراء عدد كبير من الأسهم، كونها تتيح فرصا متساوية أمام حملة الأسهم للاستفادة من العرض الذي تقدمه المؤسسة؛
- أسلوب التفاوض: وقد تستخدم المؤسسة في بعض الأحيان أسلوب التفاوض عند إعادة شراء الأسهم بكمية كبيرة من واحد وأكثر من المساهمين الرئيسيين، وعند لجوء المؤسسة لإستخدام هذا الأسلوب فإن عليها أن تحيط المساهمين علما، والسعر الذي ستعيد شراء الأسهم بموجبه يجب أن يكون عادلا، لا يأخذ بالإعتبار مصلحة وفرص المساهمين الآخرين.

### 2- معايير المفاضلة بين أشكال توزيعات الأرباح

نظرا لتعدد أشكال توزيعات الأرباح ينبغي على المؤسسة الإعتماد على معايير محددة للإختيار فيما بينها، ومن أهم هذه المعايير مايلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 496.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، المرجع سابق، ص: 497.

<sup>3</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 138.

- **المرونة:** تؤدي التوزيعات المدفوعة إلى إحداث تغييرات في الهيكل المالي للمؤسسة خاصة في حالة التوزيعات غير النقدية؛
- **الإشارة:** تعد التوزيعات الإستثنائية، أو إشتقاق الأسهم إشارة من المسيرين إلى المساهمين على أن النتيجة في المستقبل سترتفع في حالة دفع توزيعات مرتفعة؛
- **الأثر على المساهمين:** التوزيعات في شكلها النقدي لا تؤثر على بنية المساهمين، كتأثير التوزيعات غير النقدية (عملية إشتقاق الأسهم، إعادة شراء الأسهم) حيث أنها تؤثر على بنية المساهمين سواء عن طريق التغيير في الحصص، أو عن طريق إدخال مساهمين جدد؛
- **الأثر على أداء المسيرين:** سياسة التوزيع لا بد أن تكون مدروسة جيدا، وأي تأثير غير عادي لا بد أن يلقي تصحيحا آليا، وإلا تم إرجاع السبب إلى ضعف أداء الإدارة ومنه إنخفاض قيمة المسيرين في سوق العمل؛
- **الضرائب:** تعتبر الضرائب من بين أهم المحددات لقرار توزيع الأرباح، فبإنتهاج سياسة معينة لا بد من التدقيق في البعد الضريبي خاصة ما يتعلق بالوفورات الضريبية.

### المطلب الثالث: إجراءات توزيع الأرباح في المؤسسة

لإجراءات توزيع الأرباح أهمية قصوى بالنسبة للمؤسسة وللمساهمين، خاصة وأن قرار دفع توزيعات الأرباح من عدمها يعتبر من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة خلال إجتماعاته الدورية، ونظرا لأهمية تاريخ دفع التوزيعات والإفصاح عنها، يتوجب الأخذ بالحسبان مجموعة من الإجراءات ليتم الإعلان عن التوزيعات ودفعها في أحسن الظروف، وضمن هذا المطلب سيتم التعرض لمفهوم الربح المخصص للتوزيع، خطوات توزيع الأرباح وخطط إعادة إستثمار التوزيعات.

#### 1- خطوات توزيع الأرباح

قبل التطرق لجملة الإجراءات المتبعة لتوزيع الأرباح بالمؤسسة، ينبغي التعريف بالربح الممكن توزيعه، والذي يتمثل في ما حققته المؤسسة خلال السنة من أرباح صافية.

وتشمل هذه الخطوات تحديد مقدار التوزيعات وتحديد التواريخ الخاصة بالتوزيعات.

**1-1- تحديد مقدار التوزيعات**

ويتم تحديدها عن طريق إتخاذ قرار توزيع الأرباح من قبل مجلس الإدارة بالمؤسسة وبناءً على سياسة التوزيع تحدد مبالغ التوزيعات ثم يتم الاعلان عن التوزيعات.

**1-2- تحديد التواريخ الخاصة بالتوزيعات**

إذا قام مجلس الإدارة بالافصاح عن التوزيعات، فإنه عادة ما يتم ذلك عن طريق إصدار إعلان يتضمن تاريخ التسجيل وتاريخ الدفع، ويتم توثيقه في سوق الاوراق المالية (البورصة)، وينشر في وسائل الإعلان المختلفة، وإرتبطت عملية توزيع الأرباح في المؤسسات المساهمة بالتواريخ المهمة التالية:

- تاريخ الإعلان عن التوزيع؛
- تاريخ تسجيل المساهمين؛
- تاريخ فقدان حق المطالبة بالتوزيعات؛
- تاريخ الدفع.

**1-2-1- تاريخ الإعلان عن التوزيعات**

وهو ذلك التاريخ الذي تتخذ فيه الجمعية العامة للمؤسسة المساهمة قرارا بالإعلان عن توزيع الأرباح، حيث يوزع الربح الصافي أو جزء منه على المساهمين حسب حصصهم وأسهمهم التي يمتلكونها، وذلك بعد إستيفاء جميع الإستقطاعات القانونية. ويلاحظ أنه وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب على أسهم المؤسسة، التي أعلنت عن توزيع الأرباح مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم.<sup>1</sup>

**1-2-2- تاريخ تسجيل المساهمين**

وهو التاريخ الذي يتم فيه تسجيل أسماء المساهمين الذين لهم الحق في الحصول على توزيعات الأرباح، وبسبب الوقت المطلوب لتحويل القيود عند التعامل بالأسهم، فإنه يتم البدء ببيع الأسهم بدون توزيعات قبل يومين من تاريخ التسجيل، وإن شراء السهم بدون توزيعات يؤدي إلى عدم إستلام التوزيعات الحالية، وإن أسهل طريقة لتحديد اليوم الأول لبدء بيع الأسهم من دون توزيعات، هي بطرح يومين من تاريخ التسجيل، فإذا تخللتها عطلة نهاية الأسبوع، فيتم عندها طرح أربعة أيام، وبإممال التقلبات العامة للسوق،

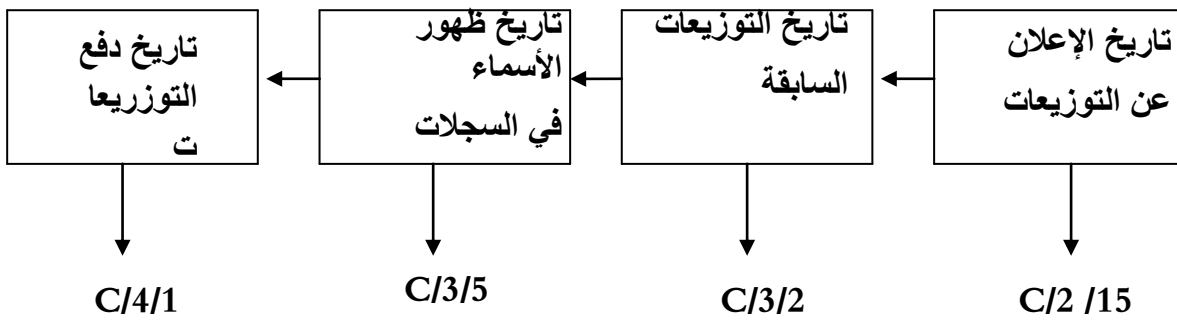
<sup>1</sup> - هاشم حسن حسين، مرجع سابق، ص: 216.

فإن سعر السهم السوقى يتوقع أن يهبط بمقدار التوزيعات المصرح بها بتاريخ بدون توزيعات.<sup>1</sup>

### 1-2-3- تاريخ دفع التوزيعات

وهو التاريخ الذي تقوم فيه المؤسسة بإرسال شيكات توزيع الأرباح للمساهمين المسجلين لديها، ويكون تاريخ الدفع بعد عدة أسابيع من تاريخ التسجيل.<sup>2</sup>

#### الشكل رقم (3-1): خطوات توزيع الأرباح



المصدر: فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، اثر للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2013، ص:

264.

يبين الشكل (3-1) التسلسل الزمني لدفع التوزيعات في المؤسسة، وتتمثل التواريخ الأساسية لإجراءات توزيع الأرباح يوم الإعلان، يوم التسجيل وتاريخ دفع التوزيعات، حيث توجد فواصل زمنية بين كل تاريخ والآخر، ويوافق كل تاريخ إجراء معين، حيث بيوم الإعلان عن التوزيعات يعلن مجلس الإدارة عن التوزيعات الخاصة لكل سهم، ويلى تاريخ الإعلان تاريخ فقدان حق المطالبة بالتوزيعات، حيث يجب شراء السهم عند أو قبل هذا التاريخ ليتمكن المستثمر من الحصول على التوزيعات، وعند تجاوز هذا التاريخ يفقد المستثمر حق المطالبة بالتوزيعات، وتاريخ التسجيل تقوم المؤسسة بإعداد قائمة للمساهمين الذين يتحصلون على التوزيعات، وأخيرا يتم تحويل التوزيعات للمساهمين بتاريخ الدفع.

<sup>1</sup>-عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص- ص: 458-459.

<sup>2</sup>- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، المرجع سابق، ص: 459.

كما يمكن توضيح التسلسل الزمني لإجراءات توزيع الأرباح بالمؤسسة وفق المثال، حيث بافتراض أن مجلس إدارة مؤسسة مساهمة (X) قد اجتمع بتاريخ 2010/02/09، وأعلن عن النتائج المالية للسنة المالية لعام 2009، إن تاريخ إعلان عن توزيع الأرباح لا يرتب أية حقوق مالية للمساهمين الحاليين لهذه المؤسسة، وإنما تحدث عادة ردة فعل على هذا الإعلان من خلال زيادة الطلب على شراء أسهم المؤسسة، إذا كانت الأرباح المقترحة توزيعها أعلى من المتوقع، أو العكس، فقد يحدث انخفاض في سعر أسهم المؤسسة، إذا كانت الأرباح المقترحة توزيعها أقل من المتوقع، أو يحدث تأثير طفيف لسعر السهم، إذا كانت الأرباح المتوقعة منسجمة مع توقعات المستثمرين، بعد الإعلان عن الأرباح المقترحة توزيعها، يحدد مجلس الإدارة تاريخ لانعقاد الجمعية العامة للمؤسسة، وبافتراض أن مجلس الإدارة دعى إلى انعقاد الجمعية العامة بتاريخ 2010/3/30، وفي هذا التاريخ يتم إيقاف التداول بأسهم المؤسسة، ويتم تثبيت أسماء المساهمين في سجلات المؤسسة بتاريخ الإعلان وهو يوم 2010/2/9، وبالتالي فإن المساهمين بالمؤسسة (X) بتاريخ 2010/3/9 هم الذين يستحقون التوزيعات، فلو أن مستثمرا اشترى سهم المؤسسة لمدة 11 شهرا وفي تاريخ 2010/3/8 قام ببيع هذه الأسهم إلى مساهم آخر واحتفظ بهذه الأسهم لمدة يوم واحد، وهو تاريخ انعقاد الجمعية العامة، حيث أقرت الجمعية العامة لهذه المؤسسة توزيع الأرباح بنسبة 15% من القيمة الإسمية، فإن المساهم الأخير الذي اشترى السهم بتاريخ 2010/3/8 واحتفظ بهذا السهم لمدة يوم واحد، يستحق الأرباح الموزعة، كما يجدر التوضيح أن الأرباح الموزعة توزع بالاعتماد على القيمة الاسمية للسهم وليس وفقا لقيمتها السوقية.<sup>1</sup>

## 2- خطط إعادة استثمار التوزيعات

تختلف خطط إعادة استثمار التوزيعات التي تتيح للمساهمين استخدام التوزيعات في شراء أسهم إضافية جديدة، وأجزاء من تلك الأسهم، دون تكلفة معاملات أو بتكلفة متدنية جدا، وبعض المؤسسات تسمح للمستثمرين من إجراء مشترياتهم من أسهمها، بشكل مباشر دون اللجوء إلى الوسطاء، وبوجود هذه الخطط الخاصة بإعادة استثمار

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 214.

التوزيعات فإن بإمكان المشاركين بالخطوة من إقتناء الأسهم بسعر يقل بمقدار 5% عن السعر المتداول في السوق المالي، ومن وجهة نظرها فإنه يمكن للمؤسسة إصدار أسهم جديدة لإنشاء شركات ذات جدوى اقتصادية أكبر، وتجنب بيع السهم بأقل من قيمته وتكلفة الإصدار المترتبة على إصدار أسهم جديدة وبيعها للجمهور، وبوضوح أكثر فإن وجود خطط لإعادة إستثمار التوزيعات يمكن من تعزيز القيمة السوقية للسهم.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التأكد التام وحالة عدم التأكد

توجد العديد من النظريات التي ناقشت العلاقة بين قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة السوقية في حالة التأكد التام وعدم التأكد، وأهم ما يميز هذه النظريات أن البعض منها يؤيد وجود أثر مباشر لقرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، والبعض الآخر يعارض فكرة وجود هذا الأثر، وكذلك هناك مجموعة من النظريات إستندت في تفسير هذه العلاقة على فرضيات تحقق كفاءة السوق التامة، وضمن هذا المبحث سيتم عرض هذه المقاربات النظرية من خلال ثلاثة مطالب، المطلب الأول التطرق لنظرية الفائض ونموذج والتر، وفي المطلب الثاني التعرض للنظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في حالة التأكد التام، أما المطلب الثالث فخصص للنظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في حالة عدم التأكد.

#### المطلب الأول: نظرية الفائض ونموذج والتر

تعد نظرية الفائض من أكثر النظريات قبولا لدى المساهمين، وبالنسبة لنموذج والتر فهو من بين أول المداخل التي ناقشت العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ومن خلال هذا المطلب سيتم عرض أهم ما يتعلق بنظرية الفائض ونموذج والتر.

#### 1- نظرية الفائض

يتم التطرق لنظرية الفائض بالتعرض لمضمونها وأهم عيوبها.

##### 1-1- مضمون النظرية

ووفقا لهذه النظرية أنه إذا كان لدى المؤسسة إقتراحات إستثمارية يفوق معدل العائد المتوقع منها معدل العائد المطلوب، فإن على المؤسسة أن تحتجز ماتحتاجه من

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 461.

أرباح للإستثمار في تلك الإقتراحات، ومايتبقى بعد ذلك فيمكن توزيعه، أما إذا لم يتبقى فائض فلن تقوم المؤسسة بإجراء أية توزيعات.<sup>1</sup>

وعليه وحسب نظرية الفائضين المساهمين وتماشيا مع أنهم يسعون لتعظيم ثرواتهم، فهم لايمانعون من قيام المؤسسة بإحتجاز الأرباح، وإعادة إستثمارها في المؤسسة إذا ماكانت أمامها فرص إستثمارية جديدة ومربحة، شرط أن يكون معدل العائد على الأرباح المستثمرة في المؤسسة يفوق معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، فيما لو تمت عملية إستثمار الأرباح الموزعة عليهم في مجال إستثماري آخر خارج المؤسسة ولكن بتساوي درجة المخاطرة، كما ويشير مضمون هذه النظرية إلى أن المؤسسة ستغطي كل الفرص الإستثمارية المتاحة لها من الأرباح المتحققة، والفائض من الأرباح يوجه للتوزيع على المساهمين، ممايدل على أن مقدار التوزيعات سيتباين سنويا وفقا لمقدار الأرباح المتحققة من جهة، ووفقا لمقدار الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة من جهة أخرى.<sup>2</sup>

ووفقا لنظرية الفائض فإن التوزيعات من الأرباح لاتخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، وأن حجم التوزيعات يتوقف بالدرجة الأولى على قرار الإستثمار، وبذلك إذا كانت القيمة السوقية للأسهم العادية سترتفع، فإن هذا يرجع أساسا إلى وجود إقتراحات إستثمارية يتولد عنها عائد يفوق معدل العائد المطلوب، وأن القيام بإجراء التوزيعات من عدمه لأثر له على قيمة المؤسسة السوقية، ومنه فقرار التوزيع قرار تابع يتوقف على مدى وجود إقتراحات إستثمارية مربحة.<sup>3</sup>

وبذلك وحسب هذه النظرية يمكن للمؤسسة إتخاذ قرار توزيع الأرباح ضمن ثلاثة خطوات:<sup>4</sup>

- تحديد المستوى الأمثل للإنفاق الرأسمالي الذي يتحقق عن طريق النقطة التي يتقاطع فيها منحنى الفرص الإستثمارية مع منحنى التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل؛
- إستخدام النسب المثلى لرأس المال، بغرض تحديد الهيكل المالي الأمثل وبذلك تقدير حجم التمويل المطلوب؛

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص: 666.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص ص: 891-892.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص: 666.

<sup>4</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 471.

- إنخفاض تكلفة الأرباح المحتجزة عن تكلفة إصدار أسهم جديدة، مايزيد من استخدامها في تغطية نسب التمويل الممتلك المكونة للهيكال المالي الأمثل.

## 1-2- الإنتقادات الموجهة لنظرية الفائض

وبالرغم من قناعة المساهمين بنظرية الفائض، إلا أن لها مجموعة من العيوب، حيث مضمونها قد يؤدي إلى وجود قدر كبير من عدم إستقرار التوزيعات، وتغير معدل التوزيعات من سنة لأخرى، وهذا ماقد يتضارب مع رغبات المساهمين المتمثلة في الحصول على توزيعات أرباح تنمو باستمرار، وقد يتعارض مع سياسات المؤسسة التي تميل نحو إتباع سياسة توزيع مستقرة.<sup>1</sup>

## 2- نموذج والتر

يمكن عرض نموذج والتر من خلال التطرق لفرضياته، الصيغة الرياضية وتطبيق نموذج والتر.

## 1-2- فرضيات نموذج والتر

يعد نموذج والتر من بين أول المداخل التي ناقشت العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، ويقوم هذا النموذج على ملائمة التوزيعات، فالقيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي القيمة السوقية للسهم سوف تتأثر بقرار توزيع الأرباح في المؤسسة، إذ يمكن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال إعتماد سياسة لتوزيع الأرباح.

ويتمثل أساس نموذج والتر في العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار في المؤسسة، أو معدل العائد الداخلي ومعدل العائد المطلوب من المساهمين، أو التكلفة المتوسطة المرحة للتمويل، إذ يمكن أن تحقق المؤسسة سياسة توزيع مثلى وفق شكل العلاقة بين معدل العائد المتوقع على الإستثمار في المؤسسة وبين معدل العائد المطلوب.<sup>2</sup>

وتتلخص الفرضيات الأساسية لنموذج والتر في ما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 893.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، المرجع سابق، ص: 894.

<sup>3</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 124.

- يتم تمويل الإستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة فقط؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل؛
- يتم إعتقاد سياسة توزيع أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو إحتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات، بالإضافة إلى أن المؤسسة تظل مستمرة ولا يحدد لها تاريخ إنقضاء.

## 2-2- الصيغة الرياضية لنموذج والتر

ويعطى نموذج والتر وفق العلاقة الموالية:<sup>1</sup>

$$P = \frac{D}{K_{cp}} + \frac{r(E - D)K_{cp}}{K_{cp}}$$

حيث أن:  $P$ : السعر السوقي للسهم؛

$E$ : أرباح المؤسسة؛

$r$ : معدل العائد على الإستثمار؛

$K_{cp}$ : تكلفة التمويل الممتلك؛

Div: توزيعات السهم.

ويستخلص من نموذج والتر أنه إذا كان: معدل العائد المتوقع على الإستثمار < معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين (معدل الرسملة)، فإن المؤسسة ستلجأ إلى إحتجاز الأرباح لتنفيذ الإقتراحات الإستثمارية المتاحة أمامها بدلا من توزيعها على المساهمين، وإذا كان: معدل العائد المتوقع على الإستثمار > معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين، فإن المؤسسة ستقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين.

ومن عيوب نموذج والتر أن بعض الفرضيات التي قام عليها ليست واقعية، فإعتقاد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل إستثماراتها لا يمكن للمؤسسة من تعظيم قيمة ثروة المساهمين، كما أنه دليل على عدم أمثلية كل من السياسة الإستثمارية

<sup>1</sup>-Ordu Monday Matthew and others, ,Effect of Dividend Payment on the Market Price of Shares: A Study of Quoted Firms in Nigeria,IOSR Journal of Economics and Finance, .Volume 5, Issue 4, Sep.-Oct. 2014, p : 52.

للمؤسسة وتوزيعات الأرباح أو إحداها، وكما أن ثبات معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين الذي يمثل تكلفة الأموال المملوكة غير واقعي.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: النظريات المفسرة لأثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في**

### حالة التأكد التام

تتمثل ظروف التأكد التام في أن المعلومات متاحة للمؤسسة وجميع الفئات وبشكل مجاني، وحجم الإستثمارات والأرباح معروفة مسبقاً، إضافة إلى وجود إفتراض غياب عامل المخاطرة، وفي هذا المطلب سيتم عرض أهم النظريات التي ناقشت مدى تأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التأكد التام، وتتمثل أهم هذه النظريات في نظرية عدم ملائمة التوزيعات، نموذج فان هورن ونموذج جوردن.

#### 1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودigliاني وميلر

يتم عرض هذه النظرية من خلال التطرق لمضمونها النظري والرياضي ثم أهم الإنتقادات الموجهة لها.

#### 1-1 المضمون النظري

قدم هذه النظرية ميلر ومودigliاني سنة 1961، حيث يرى كل منهما عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة التمويل للمؤسسة، وأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير وفقاً للقدرة الايرادية للمؤسسة ووفقاً لمخاطر أعمالها، وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم.<sup>2</sup>

وتتمثل أهم الفرضيات التي بنيت عليها هذه النظرية فيما يلي:<sup>3</sup>

- عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو ضرائب شخصية على الدخل؛
- عدم وجود تكاليف للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء)؛

<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 125.

<sup>2</sup> - محمد زرقون، أثر الأكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 8، 2010، ص: 86-87.

<sup>3</sup> - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية-النظرية والتطبيق-دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2009، ص: 455.

- ليس للرفع المالي أثر على تكلفة التمويل؛
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ليس لتقسيم الأرباح بين الإحتجاز والتوزيع أثر في الأموال المملوكة؛
- سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات؛

وبذلك وحسب مودigliاني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة هي إنعكاس لقرارات الإستثمار ومدى قدرة المؤسسة على إستغلال تلك الإستثمارات في توليد الأرباح أي القوة الإيرادية للمؤسسة، حيث أنه كلما زادت فعالية قرارات الإستثمار، كلما إنعكست إيجابا على القيمة السوقية للمؤسسة، وبذلك فإن قرار المؤسسة بتوزيع الأرباح أو إحتجازها ليس له علاقة بالتغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

كما أكد مودigliاني وميلر أن قيمة المؤسسة لا بد أن يتم دراستها بشكل متأنى بواسطة قوة الأرباح المحتجزة، وهي ضمن أصول المؤسسة، أو بواسطة سياسة الإستثمار وهذا هو السبب الذي يجعل تدفق الأرباح المحتجزة يصبح مجزأ بين توزيعات الأرباح والأرباح المحتجزة وبشكل لا يؤثر على قيمة المؤسسة.<sup>2</sup>

وأن سعر السهم هو محصلة للأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة، وليس للطريقة التي توزع بها تلك الأرباح بين المساهمين، وبين إحتجازها داخل المؤسسة.

ويخلص كل من مودigliاني وميلر إلى أنها إذا قررت المؤسسة إجراء التوزيعات فإن القيمة السوقية لأسهمها ستخف بنفس قيمة التوزيعات، أما في حالة عدم إجراء توزيعات فهذا سيؤدي إلى زيادة ثروة المساهمين بمقدار الأرباح المحتجزة، وبما أن المساهم لا يتأثر بسياسة التوزيع المتبعة من المؤسسة، حيث لا يكون لديهم تفضيل لتوزيعات الأرباح الحالية على المكاسب الرأسمالية المستقبلية، فيكون بإمكان المؤسسة إختيار سياسة التوزيع التي تناسبها.<sup>3</sup>

## 1-2- المضمون الرياضي

لإثبات فرضية مودigliاني وميلر التي مفادها أن قيمة السهم السوقية تنخفض بمقدار التوزيعات التي يحصل عليها المساهم، يتم إفتراض أن المؤسسة (Z)، لها هيكل مالي يتضمن أموال مملوكة فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 918.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 498.

<sup>3</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 126.

بإصدار أسهم عادية جديدة، تباع بالسعر\* p، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلات الموالية:<sup>1</sup>

$$n \times Div = \Delta n \times P^* \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن: n: عدد الأسهم ما قبل الإصدار؛

Div: توزيعات السهم؛

(n×Div): تمثل قيمة التوزيعات للمساهمين؛

Δn: عدد الأسهم الجديدة بعد الإصدار؛

p\*: سعر بيع الأسهم الجديدة؛

(Δn× p\*): متحصلات بيع الأسهم الجديدة التي سوف تستخدم في

تمويل التوزيعات.

وحسب فرضية مودigliاني وميلر أن سياسة الإستثمار ثابتة، وبذلك فحجم إستثمارات المؤسسة ثابت لا يتغير والأرباح السنوية ستظل ثابتة، من حيث النمط أو من حيث المخاطر التي تتعرض لها، ومنه فإن القيمة السوقية للمؤسسة قبل إجراء التوزيعات تساوي قيمتها بعد إجراء التوزيعات، وهذا ما تبينه العلاقة الآتية:

$$n \times P = (n + \Delta n) \times P^* \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن: (n×P): قيمة المؤسسة السوقية قبل الإصدار؛

(n+Δn)×P\*: قيمة المؤسسة السوقية بعد الإصدار.

وإذا كان: (P>P\*) فالمعادلة رقم (2) تصبح كالتالي:

$$n \times P = (n \times P^*) + (\Delta n \times P^*)$$

وحسب المعادلة رقم (1) فإن:

$$n \times P = (n \times Div) + (n \times P^*)$$

$$n \times Div = (n \times P^*) - (n \times P)$$

<sup>1</sup>- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص-ص: 671-698.

$$D = (P^* - P)$$

بناءً على المعادلة الأخيرة يتبين أن قيمة التوزيعات مساوية للتغير الناتج عن السعر السوقي للسهم قبل وبعد الإصدار، أي أنها مساوية للتغير في القيمة السوقية للسهم، وبذلك ووفقاً لموديجلياني وميلر فإن القيمة السوقية للسهم ستخفض بمقدار قيمة التوزيعات، ولهذا السبب سميت هذه النظرية بنظرية عدم ملائمة التوزيعات.

### 1-3- الإنتقادات الموجهة لنظرية عدم ملائمة التوزيعات

يتضمن هذا المدخل مجموعة من الفرضيات غير واقعية، ففي الواقع توجد ضرائب، كما أن عمليات التعامل في الأسهم لا تتم إلا بعد دفع عمولات تنفيذ لشراء وبيع الأسهم، وبالتالي فإن نظرية موديجلياني وميلر تعرضت إلى الكثير من الإنتقادات، لكن أنصار هذه النظرية يؤكدون صحتها<sup>1</sup>.

### 2- نموذج فان هورن (1989 VAN HORN)

اتفق فان هورن من خلال نمودجه مع نظرية موديجلياني وميلر أن قرار توزيع الأرباح لا يمكن أن يكون من ضمن المتغيرات التي تحدد القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يعتبر أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنها في نهاية الفترة والمتمثلة في التوزيعات.<sup>2</sup>

ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلات الآتية:<sup>3</sup>

$$P_0 = \frac{1}{(1 + \rho)} (P_1 + Div_1) \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:  $P_0$  : قيمة السهم في بداية الفترة؛

$P_1$  : قيمة السهم في نهاية الفترة؛

$Div_1$  : مقدار التوزيع خلال الفترة؛

$\rho = K_{cp}$  : معدل العائد المطلوب من المساهمين.

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 211.

<sup>2</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 128.

<sup>3</sup> - James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, Second Edition, Library of Congress Catalog Card , United States of America, p-p : 246-247.

وإذا قامت المؤسسة بإصدار أسهم جديدة فإن القيمة السوقية للأسهم القديمة (قيمة المؤسسة قبل الإصدار) يتم التعبير عنها بالمعادلة الموالية:

$$nP_0 = \frac{1}{(1 + \rho)} [nDiv_1 + (n+m)P_1 - mP_1] \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:  $n$ : عدد الأسهم في بداية الفترة؛

$m$ : عدد الأسهم الجديدة في نهاية الفترة.

$nP_0$ : تمثل قيمة الأموال المملوكة بعد إصدار أسهم جديدة.

أما الطرف الأيمن من هذه المعادلة فيعبر عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى، والقيمة الحالية للأموال المملوكة (الأسهم قبل الإصدار والأسهم الجديدة)، مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة، وبذلك فالقيمة السوقية للأسهم القديمة قبل الإصدار هي مجموع القيمة الحالية للتوزيعات القدامى، والقيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة.<sup>1</sup>

ولوجود علاقة بين مقدار الإستثمارات المحققة وحجم التوزيعات المدفوعة وإصدار الأسهم الجديدة، وباعتبار أن الموارد المالية تقتصر على الأرباح المحققة خلال الفترة إضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة، وأن الإستثمارات تقتصر على التوزيعات والإستثمارات في بداية الفترة، فإن قيمة الأسهم الجديدة المصدرة يتم التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$mP_1 = I - (X - nDiv_1) \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:  $I$ : قيمة الإستثمارات الجديدة خلال الفترة 1؛

$X$ : الأرباح الصافية المحققة خلال الفترة.

وبذلك فقيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة (قيمة المؤسسة السوقية قبل الإصدار) تتمثل في القيمة الحالية السوقية لكل من الأسهم القديمة والجديدة، بالإضافة إلى الأرباح المحققة خلال الفترة، مع خصم قيمة الإستثمارات التي تم تنفيذها.

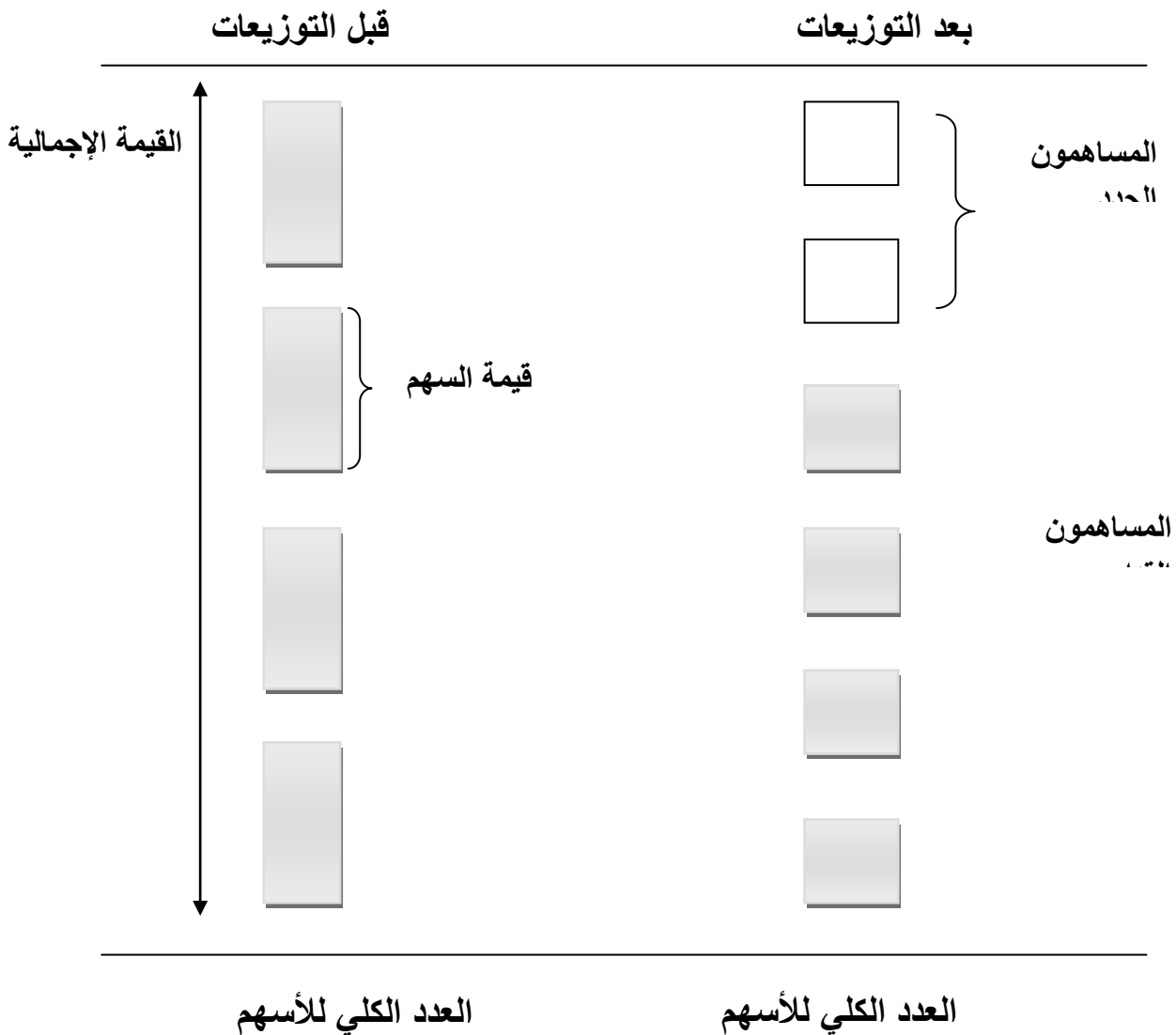
<sup>1</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 142.

ويمكن إدراج ذلك بالمعادلة الموالية:

$$nP_0 = \frac{1}{(1 + \rho)} [(n + m)(P_1 + B - I)] \dots \dots \dots (4)$$

ويلاحظ من المعادلة رقم (4) غياب التوزيعات التي تمثل قرار التوزيع، ولهذا وحسب فان هورن فإنه لا توجد علاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نظرية مودigliاني وميلر.

الشكل رقم (2-3): التوزيعات مساوية للقيمة المحولة للمساهمين الجدد



**Source:** Recharad Brealy et les autres, Principes de gestion financière, pearson education, 8<sup>ème</sup> édition, France, 2006, p: 449.

يتضح من الشكل (2-3) أن المؤسسة تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة وذلك لتغطية التوزيعات، مما سيؤدي إلى ظهور مساهمين جدد، الأمر الذي سيؤثر سلباً على قيمة السهم التي تنخفض عند القيام بإجراء التوزيعات مقارنة بقيمة السهم قبل القيام بالتوزيعات، والقيمة الإجمالية للمؤسسة لم تتأثر، كما سيؤثر هذا الإصدار بغرض التوزيع سلباً على حصص المساهمين القدامى، وهذا ما يسمى بتحويل القيمة من المساهمين القدامى إلى المساهمين الجدد.

### 3- نموذج جوردن (Gordon Model)

- لقد اختلفت وجهة نظر جوردن عن نظرية مودigliاني وميلار، حيث إعتقد أن قرار توزيع الأرباح له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك في ظل الفرضيات التالية:<sup>1</sup>
- يتم تمويل المؤسسة كلياً بالأموال المملوكة ولا يوجد تمويل خارجي، كما أن جميع الإستثمارات تمول من الأرباح المحتجزة؛
  - ثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين ومعدل العائد المتوقع على الإستثمار ؛
  - ثبات معدل نمو المؤسسة g، حيث أن:

$$g = R_r \times k^*$$

حيث أن:  $R_r$ : نسبة الأرباح المحتجزة، و نسبة الأرباح المحتجزة = 1- نسبة التوزيعات

$K^*$ : معدل العائد المتوقع على الإستثمار.

- معدل العائد المطلوب يكون أكبر من معدل النمو؛
- جميع المستثمرين يتجنبون المخاطر لأنهم يتمتعون بالرشد والعقلانية؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين ثابتة؛
- المؤسسة تظل مستمرة في نشاطها.

ويمكن التعبير عن هذا النموذج على النحو الآتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص: 911.

<sup>2</sup> هشام طلعت عبد الحكيم حسن وأنوار مصطفى، مرجع سابق، ص: 59.

$$P_0 = \frac{D_i}{(K - g)}$$

حيث أن:  $P_0$ : القيمة الحقيقية للسهم؛

$D_i$ : توزيعات الأرباح؛

$K$ : معدل العائد المطلوب على الإستثمار بالسهم؛

$g$ : معدل نمو توزيعات الأرباح.

ويعد نموذج جوردين من أكثر النماذج شيوعاً في التطبيق لوضوح طبيعته، إلا أن المأخذ على النموذج إفتراض ثبات معدل نمو توزيعات الأرباح الذي يعد في الواقع أمراً مثالياً، بالإضافة إلى أن إفتراض ثبات معدل العائد المطلوب عبر الزمن أمراً غير مقبول وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل مثل أسعار الفائدة (معدل العائد الخالي من المخاطرة)، ومن جانب آخر أنه يمكن إستخدام النموذج إذا كان معدل العائد المطلوب ( $K$ ) أكبر من معدل نمو توزيعات الأرباح ( $g$ ) فقط، أما في حالة العكس أي أن معدل نمو توزيعات الأرباح ( $g$ ) أكبر من معدل العائد المطلوب فإن القيمة الحقيقية للسهم ستكون سالبة، كما أن في حالة تساوي معدل نمو توزيعات الأرباح مع معدل العائد المطلوب فإن القيمة الحقيقية للسهم ستكون ما لا نهاية، وليس من المنطق أن تكون القيمة الحقيقية سالبة أو ما لا نهاية.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث: النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في حالة عدم التأكد**

ضمن هذا المطلب يمكن عرض أهم النظريات والنماذج التي تضمنت تفسير مدى تأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل ظروف عدم التأكد، وتتمثل في نموذج موديغلياني وميلر في حالة عدم التأكد، نموذج جوردين ولنتر (نظرية عصفور في اليد).

### 1- نموذج موديغلياني وميلر في حالة عدم التأكد

يمكن عرض هذا النموذج بالتعرض لمضمونه من الناحية النظرية والرياضية ثم أهم الإنتقادات التي وجهت له.

<sup>1</sup>-حسنيين كاظم عوجه وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية -دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية- الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والإقتصاد، قسم المحاسبة، جامعة الكوفة، العدد: 29، ص: 199-200.

## 1-1- المضمون النظري للنموذج

لقد أصر مودigliاني وميلر على وجهة نظرهما السابقة، والتي تتمثل في عدم وجود علاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم/المؤسسة في ظل ظروف عدم التأكد، وذلك ببقاء إفتراض أن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة التامة، حيث إعتقدا أن المساهم بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع بنفسه والتي تناسبه، وعليه فهو لن يهتم بسياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة، حيث أنه إذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المساهم بالدخل المطلوب، فيمكن له بيع جزء من أسهمه بما يضمن تغطية تلك الإحتياجات، ومن جهة أخرى إذا كانت التوزيعات تفوق إحتياجاته فيمكنه توظيف الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة، وبذلك يمكن للمستثمر أن يحدد وينفذ سياسة التوزيع التي تلائمه من خلال عملية بيع وشراء جزء من أسهمه، ويمكن كذلك للمؤسسة إختيار سياسة التوزيع التي تناسبها، دون الأخذ بالحسبان رد فعل المساهمين لعدم وجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>1</sup>

## 1-2- المضمون الرياضي للنموذج

يقوم المضمون الرياضي لنموذج مودigliاني وميلر في حالة عدم التأكد على إفتراض أن الإستثمار يتم تمويله من مصادر تمويلية مختلفة فقد يمول إما بإصدار الأسهم، أو الإقتراض أو بواسطة الأرباح المحتجزة، وبافتراض وجود توزيعات سيتم دفعها من مصادر تمويل خارجية أو داخلية.

ويمكن تلخيص مقاربة مودigliاني وميلر في حالة عدم التأكد والتي أساسها عدم وجود علاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم/ المؤسسة من خلال المعادلات الموالية:<sup>2</sup>

$$R_{Net} + Dette = I + Div \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:  $R_{Net}$ : النتيجة الصافية للمؤسسة؛  $Dette$ : ديون المؤسسة؛  $I$ : حجم الأموال المستثمرة.

ويمثل الطرف الأيمن الإستخدامات وهي الإستثمارات الجديدة والتوزيعات المقرر إجراؤها، أما الطرف الأيسر فيمثل موارد المؤسسة المالية والمكونة من النتيجة الصافية والأموال التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر - مرجع سابق، ص: 675.

<sup>2</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 146-147.

وبعد مجموعة من الخطوات يتم الوصول للمعادلة الآتية:

$$P_0 = \frac{(R_{Net1} - PRcov(R_{Net1}, R_M))}{(1+R_{sr})} + (R_{Net0} - I)$$

حيث أن:  $P_0$ : السعر السوقي للسهم في الزمن 0؛

$R_{Net1}$ : النتيجة الصافية للمؤسسة في الزمن 1.

: علاوة المخاطرة الذي يمثل الفرق بين معدل العائد في السوق  $PR$

ومعدل العائد الخالي من المخاطرة ويمكن التعبير عنها بالمعادلة الآتية:

$$PR = R_M - R_{sr}$$

$R_M$ : معدل العائد في السوق؛

$R_{sr}$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$R_{Net0}$ : النتيجة الصافية للمؤسسة في الزمن 0.

يلاحظ من المعادلة الأخيرة عدم وجود أي متغير من متغيرات قرار توزيع الأرباح، مما يبين عدم وجود علاقة بين قرار التوزيع والقيمة السوقية للسهم/المؤسسة، وحسب هذه المعادلة فقرار الإستثمار هو الذي يؤثر على القيمة السوقية للسهم/المؤسسة، وذلك لوجود متغيرات متعلقة به وهي:  $I$  وما ينتج عنه من  $R_{Net1}$  و  $R_{Net0}$  وعلاوة المخاطرة .

### 1-3- الإنتقادات الموجهة للنموذج

يتمثل أهم إنتقاد موجه لهذا النموذج في عدم واقعية الفرضيات التي بني عليها، وصعوبة تحققها كفرضية وجود المنافسة التامة، وتتلخص أهم الإنتقادات الموجهة للنظرية:<sup>2</sup>

– إن فرض عدم وجود ضرائب ليس واقعي، فالضريبة إنما تفرض على التوزيعات والعوائد الرأسمالية للمستثمرين لكن وفق معدلات مختلفة؛

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص: 676.

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 132.

- عادة ما ترتبط عملية إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم عادية) بتكاليف معاملات (عمولات، سمسرة) تكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة؛
- قد يميل المستثمرين إلى تنويع محافظهم المالية مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل استثمارها في مؤسسات أخرى، مما يرفع معدل الخصم لدى المؤسسات المفضلة للتمويل الداخلي (إحتجاز الأرباح)، هذا ما سيجعل قيمة أسهمها منخفضة مقارنة بالمؤسسات التي تجري فيها التوزيعات؛
- سياسة التوزيعات في ظل ظروف عدم التأكد قد تكون بمثابة حل لمشكلة عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين، الأمر الذي يجعلهم يفضلون التوزيعات الحالية على إنتظار الأرباح الرأسمالية المستقبلية غير الأكيدة، هذا الأمر سينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تجري التوزيعات بالإيجاب.

وبذلك فموديغلياني وميلر أكدا في حالة عدم التأكد على أنه قرار توزيع الأرباح لا أثر له على القيمة السوقية للمؤسسة، وأن قرار الإستثمار هو الذي يؤثر عليها، وهذا ما يتوافق مع نظرية عدم ملائمة التوزيعات في حالة التأكد التام، ولكن لا يتفق مع نظرية عصفور في اليد لجوردن ولنتنر في العنصر الموالي.

## 2- نموذج جوردن ولنتنر (نظرية عصفور في اليد)

يتم إدراج هذه النظرية بعرض الجانب النظري ومضمونها الرياضي.

### 2-1- الجانب النظري

جاءت كنفذ لفرضية موديجلياني وميلر حول عدم وجود أثر لقرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يقوم نموذج عصفور في اليد على فكرة جوهرية مفادها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه، وعليه إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة (القيمة السوقية لأسهمها العادية) تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات، وبافتراض أن المؤسسة ممولة كلياً بالأموال المملوكة، فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من سنة لأخرى.<sup>1</sup>

وبذلك وحسب هذه النظرية طالما أن التوزيعات تزيد عن التأكد بالنسبة للمستثمر، فإنه يجب على المؤسسة الرفع من معدلات التوزيعات النقدية لتعظيم القيمة السوقية للسهم وتخفيض تكلفة التمويل، وبذلك فالمستثمر يفضل الحصول على الوحدة

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص: 678.

النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل مقارنة بالأرباح الرأسمالية.<sup>1</sup>

وبذلك فعائد التوزيعات أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية المتأتية من إحتجاز الأرباح، وأطلقا جوردن ولتنر على وجهة نظرهما إسم عصفور في اليد، بقولهما (التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أقل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل) باعتبار أن المستقبل غير مؤكد.<sup>2</sup>

وسميت هذه النظرية بنظرية عصفور في اليد أي أن توزيعات الأرباح حسب هذه النظرية هي عائد مؤكد للمساهم فهي بمثابة العصفور في اليد، وهي بذلك خير من عشرة على الشجرة، أي أنها أفضل من الأرباح الرأسمالية لأن هذه غير مؤكدة وقد لا يحصل عليها المساهم أبداً.<sup>3</sup>

كما إعتقد جوردن ولتنر بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة إستثمار توزيعات الأرباح في سهم المؤسسة أو في سهم مؤسسة أخرى تعمل في قطاع مماثل، وبالتالي فإن مخاطر التدفقات النقدية للمؤسسة في المدى الطويل تتحدد من خلال المخاطر التشغيلية للتدفقات النقدية أي مخاطر الأعمال التي تتعلق بقرار الإستثمار وليس من خلال قرار توزيع الأرباح.<sup>4</sup>

وقد يبدو صحيحاً أن حصول المستثمر على توزيعات الأرباح يمثل إحتلالاً لعائد شبه مؤكد على شكل توزيعات محل عائد غير مؤكد يتمثل في الأرباح الرأسمالية، ولكن من غير الصحيح أن لقرار توزيع الأرباح أثر في تخفيض المخاطرة التي يتعرض لها المساهم وأن ذلك هو الهدف الرئيسي للمستثمر، فلو كان ذلك صحيحاً لكان الأولى بالمستثمر إيداع أمواله في البنك بدلاً من شراء الأسهم بالدرجة الأولى.<sup>5</sup>

## 2-2- المضمون الرياضي لنموذج جوردن ولتنر

تمت صيغة نموذج جوردن ولتنر في ظل هذه الفرضيات التالية:<sup>6</sup>

– المؤسسة تقوم بتوزيع كل الأرباح؛

<sup>1</sup> - محمد زرقون، مرجع سابق، ص: 87.

<sup>2</sup> - محمد زرقون، المرجع السابق، ص: 87.

<sup>3</sup> - فايز تيم، مرجع سابق، ص: 276.

<sup>4</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص 212.

<sup>5</sup> - فايز تيم، مرجع سابق، ص: 276.

<sup>6</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 133.

معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه، ويتم توضيح ذلك بالمعادلة -

$$K_n > \dots > K_2 > K_1 \text{ الموالية:}$$

- في حالة قيام المؤسسة بإتخاذ قرار توزيع جزء من الأرباح وإحتجاز الباقي، فيتوقع نمو التوزيعات بمعدل نمو يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك إذا تم إعادة إستثمارها؛

- متوسط معدل الخصم في حالة إحتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، وهذا ما سينعكس على قيمة السهم السوقية.

ولهذا تعطى قيمة السهم وفق الصيغة العامة لنموذج جوردن السابق:

$$P = \frac{D_1}{(1 + K_1)} + \frac{D_2}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_n)^n} \dots \dots \dots (1)$$

$$P = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1 + K_n)^n}$$

وعليه يعبر عن الصيغة العامة للتوزيعات بالعلاقة التالية:

$$Div_n = Div(1 + g)^{n-1} \dots \dots \dots (2)$$

وبتعويض المعادلة رقم (2) في المعادلة رقم (1):

$$P = \frac{Div}{(1 + K_1)} + \frac{Div(1 + g)}{(1 + K_2)^2} + \dots + \frac{Div(1 + g)^{n-1}}{(1 + K_n)^n}$$

هذا النموذج يقوم أساسا على فكرة وجود علاقة طردية بين الزمن وعدم التأكد والتي تعني أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تزيد كلما طال تاريخ إستحقاق هذه التوزيعات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر - مرجع سابق، ص: 681.

## المبحث الثالث: أثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضيات السوق الكامل

في هذا المبحث يمكن عرض أهم النظريات والنماذج المتعلقة بتفسير أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة وذلك في ظل إسقاط جملة من الفرضيات التي كانت موجودة ضمن المبحث السابق من هذا الفصل، حيث سيتم دراسة العلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب، وجود تكاليف الصفقات (تكاليف المعاملات والإصدار)، عدم تماثل المعلومات وغيرها من الفرضيات، ويتم التطرق لذلك من خلال ثلاثة مطالب، في المطلب الأول التعرض للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكاليف الصفقات، أما المطلب الثاني فخصص لعرض أهم النظريات الحديثة المفسرة لأثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة، والتطرق في المطلب الثالث لبعض النماذج المستخدمة لإختبار النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة.

### المطلب الأول: العلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكاليف الصفقات

سيتم التعرض لنظرية التفضيل الضريبي التي تعرف أيضا بنظرية التمييز الضريبي، وذلك بالتطرق لأثر قرار التوزيع في حالة وجود إختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، وأثر قرار التوزيع في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات مع معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، ثم التعرض لمدى أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة بوجود تكاليف الصفقات والتي يقصد بها تكاليف المعاملات وتكاليف الإصدار.

#### 1- نظرية التفضيل (التمييز) الضريبي

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المساهم والتي تبناها ليزن بيرجي وراما سواني، ترفض نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديجلياني وميلر، وتأخذ مركزا مضادا لنظرية عصفور في اليد، حيث أنها تدعو إلى عكس ماتوصلت إليه نظرية عصفور في اليد، أي أن نظرية التفضيل الضريبي تدعو إلى إحتجاز أقصى ما يمكن من الأرباح، لكونها تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل إحتجاز الأرباح على الحصول على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية، لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة بمعدل الضريبة على التوزيعات، ووفقا لهذه النظرية فإنه يجب على

المؤسسات أن تدني من التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى لها إذا كانت تهدف إلى تعظيم قيمتها السوقية.<sup>1</sup>

وتوجد ثلاثة أسباب للتفكير بأن المساهمين يفضلون التوزيعات المنخفضة على التوزيعات العالية وهي:<sup>2</sup>

- في العادة الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، وبذلك فالمساهمين الأغنياء الذيم يملكون معظم الأسهم ويستلمون معظم التوزيعات قد يفضلون قيام المؤسسة بإحتجاز الأرباح وإعادة إستثمارها في المؤسسات نفسها، ومنه فإن إحتجاز الأرباح قد يؤدي إلى زيادة سعر السهم ومنه إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يتم إستبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بالمكاسب الرأسمالية ذات الضريبة الأقل؛
- إن الضرائب المستحقة على المكاسب الرأسمالية لا تدفع إلا في حالة بيع الأسهم، وبسبب القيمة الزمنية للنقود فإن تكلفة الوحدة النقدية المدفوعة كضريبة مستقبلا أقل من تكلفة الوحدة المقدية المدفوعة كضريبة حالياً؛
- إذا تم الإحتفاظ بسهم معين من قبل المساهم حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا الضريبة على المكاسب الرأسمالية، لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على الأسهم.

ولتوضيح مضمون نظرية التفضيل الضريبي أكثر ينبغي تحديد المصادر الأساسية لدخل المساهمين، مع الأخذ بعين الإعتبار أن المساهمين يطالبون بدفع الضرائب على مقدار ما يحصلون عليه من دخل، ومن المعروف أن الدخل المتعلق بالمساهمين والنواتج عما يملكونه من هذه الأسهم يحكمه مصدرين هما:<sup>3</sup>

- توزيعات الأرباح (الدخل العادي للمساهم)؛
- المكاسب الرأسمالية الناشئة نتيجة التصرف في السهم وهي عبارة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع.

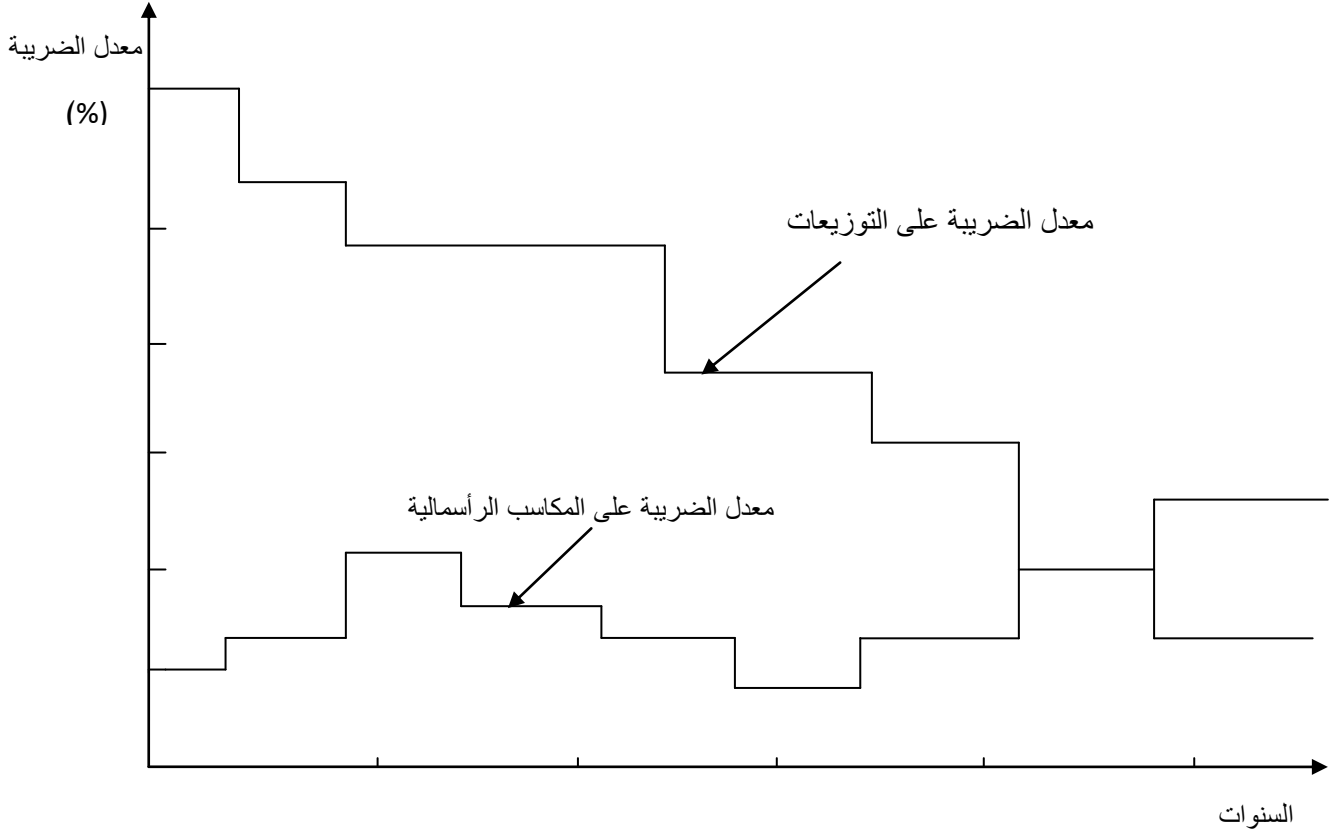
ويخضع كلا المصدرين توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية للضريبة.

<sup>1</sup> - محمد زرقون، مرجع سابق، ص: 87.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 465.

<sup>3</sup> - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص: 344.

### الشكل رقم (3-3): معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية



**المصدر:** عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 135. (بتصرف)

يلاحظ من الشكل (3-3) أن معدل الضريبة على التوزيعات أعلى من معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية عبر مختلف السنوات، وهذا ما يجعل المساهمين في هذه الحالة يفضلون عدم توزيع الأرباح أي إحتجازها لإعادة استثمارها، وبذلك فهم يفضلون المكاسب الرأسمالية على التوزيعات، وأما إذا كانت معدلات الضرائب المفروضة على التوزيعات أقل من مثلتها التي يدفعها على المكاسب الرأسمالية، فالمساهمون سيفضلون الحصول على توزيعات الأرباح بدلا من المكاسب الرأسمالية، ولعل ذلك راجع إلى طبيعة المساهم ذاتها والتي تدفعه دائما إلى الحصول على أعلى العوائد بعد الضرائب، ومن ثم فعلى المؤسسة أن تدرس جيدا طبيعة المساهمين حتى يمكنها اتخاذ القرار السليم بتوزيعات الأرباح.

وتتضمن نظرية التفضيل الضريبي التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، حيث يتم التمييز بين حالتين: حالة وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية

وحالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات مع معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية.

### 1-1-1 أثر قرار التوزيع في حالة وجود إختلاف بين الضريبة على التوزيعات والضريبة على المكاسب الرأسمالية

بافتراض وجود مؤسستين متماثلتين ماعدا في سياسة توزيعات الأرباح وتوضيح الفرق بين قيمة هاتين المؤسستين، يتم تلخيص المقاربات الثلاثة: مقارنة فارار وسلوين، مقارنة برنان ومقاربة ميلر وشولز.

#### 1-1-1-1 مقارنة فارار وسلوين (Farrar et Selwyn 1967)

قام فرار وسلوين (1967) ومايرز (1967) بتوسيع تحليل موديغلياني وميلر من خلال إدخال الدخل الشخصي والضريبة على المكاسب الرأسمالية إضافة إلى الضريبة على أرباح المؤسسة، ولقد لاحظوا أن هناك ظروف في إطارها لا ترغب المؤسسة في الحصول على أكبر قدر ممكن من الديون في هيكلها المالي.<sup>1</sup>

أشارت هذه المقاربة إلى ما يسمى بظاهرة ظلة التوزيعات، والتي يقصد بها أنه يترتب على تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وبالتالي لتساوي القيمتين ينبغي على المؤسسة الأولى التي تقوم بإجراء التوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة الثانية التي تحتجز كل أرباحها ولا تجري التوزيعات بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Fisher Black, Taxes and capital market equilibrium , WORKING PAPER NO. 21A, April 23. 1971, p : 1 .

<sup>2</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 155.

الجدول رقم (2-3): أثر الضريبة على قرار توزيع الأرباح حسب مقارنة

(Farrar & Selwyn)

المؤسسة الثانية: إحتجاز كل الأرباح	المؤسسة الأولى: توزيع كل الأرباح	البيان
1	1	صافي ربح العمليات
0,46	0,46	الضريبة على أرباح المؤسسة
0,44	0,44	صافي الربح بعد الضريبة
0	0,44	التوزيعات الإجمالية
0	0,19	الضريبة على التوزيعات
0,44	0,35	التوزيعات الصافية

المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 135.

من خلال الجدول السابق يتضح أن المؤسسة الأولى تقوم بتوزيع كل أرباحها المحققة وهذا ما سيؤثر سلباً على الأموال المخصصة للإستثمار، مما سيؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسة، وفي المقابل المؤسسة الثانية التي تحتجز كل أرباحها ولا تجري توزيعات فإنها ستستفيد من الفاصل الزمني بين تاريخ شراء الأسهم إلى غاية تاريخ بيعها، وهذا ما سيساهم في تخفيض معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية مما سيرفع من القيمة السوقية لأسهمها، ولذلك وحسب هذه المقاربة يتوجب على المؤسسة الأولى أن تحقق نتيجة صافية قبل خضوعها للضريبة أعلى من النتيجة الصافية للمؤسسة الثانية.

2-1-1- مقارنة برنان (Brennan1970)

برنان (1970) كان أول من وضع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بعد الضريبة،<sup>1</sup> ويفترض برنان (1970) أن المؤسسات ترغب في خفض التوزيعات ولكن تمنعها من ذلك القوانين التي تفرض ضرائب على التراكمات غير المعقولة من الأرباح في المؤسسة ويعني هذا الافتراض ببساطة أن المؤسسة يجب أن تقلل من توزيعاتها قدر الإمكان، ومع ذلك، تجدر الإشارة هنا إلى أن هذه القوانين هيمن غير المرجح أن تكون فعالة في منع المؤسسة من تخفيض توزيعاتها، وحسب برنان إذا كان للمؤسسة تراكم الأرباح، فإنها يمكن أن توجهها لإستثمارات جديدة لتوسيع أعمالها، أو أنها يمكن أن تستخدمها في الإستثمارات المالية.<sup>2</sup>

تعد هذه المقاربة إمتداد للمقاربة السابقة، حيث حاول (Brennan 1970) عرض الطريقة التي يؤثر بها قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك في حالة إختلاف معدل الضريبة على التوزيعات عن معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، وإذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين وتنتميان لنفس فئة المخاطرة وتختلفان فقط في سياسة التوزيعات، فإن معدل العائد المطلوب من المساهمين سيكون متماثل في كلا المؤسستين.<sup>3</sup>

وقد قامت هذه المقاربة على جملة من الفرضيات تتمثل في:<sup>4</sup>

- تغيير القيمة السوقية للسهم بطريقة يمكنها أن تساوي بين معدل العائد بعد الضريبة الناتج عن سهم المؤسسة الأولى مع معدل العائد المطلوب الناتج عن سهم المؤسسة الثانية بالرغم من إختلاف سياسة التوزيع في المؤسستين، وقد دعم هذه الفرضية فرانكس وزملائه باعتبار أن المساهم يهتم بالعائد بعد الضريبة وليس بمعدل العائد قبل الضريبة؛
- معدل العائد المطلوب من المساهمين ينبغي أن يكون واحد وذلك دون الأخذ بالحسبان سياسة التوزيع في المؤسستين، وهذا في ظل تماثل المؤسستين ولهما نفس درجة المخاطرة؛

<sup>1</sup> - See : ROBERT H. LITZENBERGER & KRISHNA RAMASWAMY, The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? , THE JOURNAL OF FINANCE , VOL. XXXVII, NO. 2 , MAY 1982, p : 429.

<sup>2</sup> - Fisher Black, Op cit, p-p : 6-7.

<sup>3</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 155.

<sup>4</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص- ص: 137-136.

– توزيع المؤسسة لكل الأرباح سيؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للسهم، ويعود ذلك إلى قيمة الضريبة المرتفعة المترتبة على التوزيعات، والعكس صحيح بالنسبة للمؤسسة التي تحتجز كل أرباحها.

الجدول رقم (3-3): أثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم في ظل

### مقاربة Brennan

المؤسسة الثانية: إحتجاز كل الأرباح	المؤسسة الأولى: توزيع كل الأرباح	البيان
12,5	12,5	ربحية السهم
100	71,43	القيمة السوقية للسهم في الزمن n
112,5	71,43	القيمة السوقية للسهم في الزمن n+1
0	12,5	التوزيعات المتوقعة
0	5	معدل الضريبة على التوزيعات 40%
12,5	0	الأرباح الرأسمالية
2	0	الضريبة على الأرباح الرأسمالية 16%
10,5	7,5	صافي الربح بعد الضريبة
$10,5/100= 10.5\%$	$71,43/7,5=10,5\%$	معدل العائد بعد الضريبة

المصدر: عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 137.

يلاحظ من خلال الجدول السابق تساوي معدل عائد السهم بعد الضريبة للمؤسستين الأولى والثانية بالرغم من إختلاف سياسة التوزيع لكل منهما كما أنهما متمثلتين في باقي الجوانب، حيث أن إختلاف سياسة التوزيع أثرت على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة الأولى التي تقوم بإجراء التوزيعات لم تتغير القيمة السوقية لأسهمها، ولكن المؤسسة الثانية التي تحتجز كل أرباحها ولا تجري توزيعات يلاحظ تغير القيمة السوقية لأسهمها نحو الإرتفاع، وعليه وفي ظل إنخفاض معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضريبة على التوزيعات، فإن برنان يقر بوجود أثر لقرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم/المؤسسة.

### 1-1-3- مقارنة ميلر وشولز (Miller et Sholes)

حسب ميلر وشولز فإن المستثمرين يمكنهم تجنب الضرائب على التوزيعات عن طريق الاقتراض والاستثمار بنفس المعدل في الأصول المعفاة من الضرائب.<sup>1</sup>

توصل ميلر وشولز إلى أنه في ظل إختلاف معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يكون لقرار توزيع الأرباح تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، فباعتبار عدم وجود توزيعات وتم إحتجاز كل الأرباح فإن هذا سينتج عنه إرتفاع القيمة السوقية للسهم وتأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه إذا رغب المساهم في الحصول على التوزيعات فإنه يلجأ حسب هذه المقاربة إلى الحيل الضريبية، حيث يستخدم الرافعة المالية الشخصية التي ذكرها موديغلياني وميلر سابقا، وذلك بإقتراض المبلغ وتجانس الفوائد مع التوزيعات من حيث القيمة والتاريخ، وإستثمار المبلغ المقترض في شراء كمية من أسهم المؤسسة التي تقوم بإجراء التوزيعات، وبذلك يحقق المساهم الأرباح الرأسمالية الخاصة بأسهمه والأرباح الرأسمالية الناتجة عن إستثمار هذا القرض.<sup>2</sup>

وبذلك توصلت أغلب المقاربات إلى وجود أثر لقرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا في حالة وجود إختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، وسيتم التطرق في العنصر الموالي إلى مدى أثر قرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات مع معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية.

<sup>1</sup>- Riad Lamyaa & Touili Karima , Dividend policy and taxation: A review , International Journal of Economics, Commerce and Management , United Kingdom, Vol. V, Issue 3, March 2017, p : 86 .

<sup>2</sup>- علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 156.

## 1-2- أثر قرار التوزيع في حالة تساوي الضريبة على التوزيعات مع الضريبة

### على المكاسب الرأسمالية

إن تفضيل المساهم لإحتجاز الأرباح يعود إلى الميزة الضريبية حيث أنهوفي ظل تساوي معدلي الضريبة على التوزيعات والمكاسب الرأسمالية، فإن المساهم قد يفضل إحتجاز الأرباح لكونها ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة، ومن جهة أخرى فإن تأجيل دفع الضرائب على الأرباح المحتجزة، سيقبل من معدلها الفعلي كلما طالت فترة الإحتفاظ بالأسهم وهذا بسبب الإنخفاض في قيمتها الحالية، مما يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية للسهم وهذا ما سيجذب المستثمرين في السوق.<sup>1</sup>

وعليه في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات مع معدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، فإن الهدف الأساسي للمؤسسة لايتغير ويبقى لإحتجاز الأرباح الأثر المرغوب على القيمة السوقية للمؤسسة، لكونه يمنح مرونة للمساهم بإمكانية تأجيل دفع الضريبة على المكاسب الرأسمالية.

## 2- أثر قرار التوزيع في ظل وجود تكلفة الصفقات

سيتم التطرق إلى أثر قرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود تكلفة الصفقات والمتمثلة في تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات.

### 2-1- تكلفة الإصدار

إذا كان أمام الإدارة فرصة لتنفيذ إستثمارات جديدة فقد يكون من الأفضل وحسب وجهة نظر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إحتجاز الأرباح لتغطية الفرص الإستثمارية المتاحة، بدلا من توزيعها واللجوء إلى إصدار الأسهم لتمويل تلك الإستثمارات، ويرجع هذا إلى إرتفاع تكلفة التمويل بالأسهم مقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة التمويل وبين القيمة السوقية للمؤسسة، فإن إحتجاز الأرباح في ظل هذه الظروف يعد سياسة حكيمة إذ من شأنها أن تساهم في تعظيم ثروة المساهمين.<sup>2</sup>

وبذلك فوجود تكلفة الإصدار سيؤثر على إتجاه قرار توزيع الأرباح وهذا الأخير سيؤثر بدوره على القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 138.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر- مرجع سابق، ص-ص: 682-683.

## 2-2- تكلفة المعاملات

إعتقد مودigliاني وميلر أن المساهم يمكنه تشكيل سياسة توزيع خاصة به حيث يمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يوفره له مبلغ يعادل قيمة التوزيعات التي كان يرغب في الحصول عليها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن إحتياجاته فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة، غير أن هناك من الأسباب ما يدعو إلى الاعتقاد بأن فرصة المستثمر لتشكيل سياسة توزيع خاصة به تعتبر ضئيلة، ويتمثل السبب الأول في وجود تكلفة المعاملات التي سيدفعها المستثمر للسماحة عند شراء أو بيع الأسهم، وحيث أن جانب كبير من تكلفة المعاملات يمثل تكلفة ثابتة، ولما كانت عملية تشكيل سياسة التوزيع الخاصة بالمستثمر قد تنطوي على شراء وبيع عدد غير محدود من الأسهم، فإن تكلفة المعاملات لكل وحدة نقدية سوف تكون مرتفعة، وهذا يعني إذا كان يمكن للمؤسسة إتباع سياسة توزيع تناسب المستثمر فإن هذا قد يكون أفضل من قيام المستثمر نفسه بتشكيل هذه السياسة وذلك بسبب وجود تكلفة المعاملات، أما السبب الآخر الذي يضعف فرصة المستثمر في تشكيل التوزيع الخاصة به، هو وجود حد أدنى لصفقات التعامل بالأوراق المالية، وهذا يعني أن المستثمر قد يجد نفسه مضطرا لبيع جزء من الإستثمارات يفوق إحتياجاته، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الإستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة الصفقة الملائمة للشراء، وبذلك فالمستثمر قد يحجم عن فكرة الإعتماد على تشكيل سياسة التوزيع الخاصة به كبديل عن سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسة وذلك لعوامل نفسية، فتلك السياسة تتطلب منه بيع جزء من الإستثمار الأصلي بغرض تغطية إحتياجاته العادية وهو أمر قد يرفضه المستثمر.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة لأثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة

قامت النظريات الحديثة التي درست العلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة على مراعاة متغيرات جديدة في تفسير هذه العلاقة كسلوك العميل، علاقة الوكالة، عدم تماثل المعلومات، وتتمثل أهم هذه النظريات في: نظرية العميل، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة ونظرية التزود بالتوزيعات.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية -مدخل تحليلي معاصر- المرجع السابق، ص-ص: 683- 684.

## 1- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية العميل

هناك بعض المستثمرين يرغبون في الحصول على توزيعات قليلة ومجموعة أخرى من المستثمرين ترغب في الحصول على توزيعات عالية، هذه المجموعات المختلفة يطلق عليها العملاء وهذا يوصف بتأثير العملاء، وهذه الفكرة تفيد بأن المجموعات المختلفة من المستثمرين يتسلمون مستويات مختلفة من التوزيعات، وعندما تختار المؤسسة سياسة توزيع معينة فإن التأثير الوحيد يكون في جذب عميل خاص معين وإذا غيرت المؤسسة سياستها في التوزيع فإنها ستجذب عميل مختلف<sup>1</sup>.

وبذلك فلكل سياسة توزيع فريق من المستثمرين يفضلها عن غيرها من السياسات، ويعبر المستثمرون عن إنجذابهم لهذه السياسة بشراء أسهم المؤسسة التي تتبعها، وهذا ما يسمى بنظرية العميل، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة، إرتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسة التي تتبعها، ويلعب التباين في معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية الذي سبق توضيحه في نظرية التفضيل الضريبي في المطلب السابق دوراً هاماً في هذا الجانب، حيث أنه قد تخضع التوزيعات لمعدل ضريبة أعلى من المعدل الذي تخضع له الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم، ومن ثم يتوقع لأن يفضل المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية عالية إحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، حيث يترتب على إحتجاز الأرباح إرتفاع القيمة السوقية للسهم، وتحقيق أرباح رأسمالية، إلا أن معدل الضريبة على تلك الأرباح يقل عن معدل الضريبة على التوزيعات، وحتى إذا تساوى هذين المعدلين فهناك تأثير القيمة الزمنية للنقود، فالضريبة على دخل المستثمر من التوزيعات تدفع فور إستلام التوزيعات، بينما لن تخضع الأرباح الرأسمالية للضريبة مالم يقرر المستثمر بيع الأسهم، وهكذا يؤدي التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى وجود فريق من المستثمرين يميل إلى تفضيل إحتجاز الأرباح على توزيعها<sup>2</sup>.

ولكن تبديل الأسهم بين فئات المستثمرين سيكون مكلف لعدة أسباب منها: عمولات الوسطاء، إحتمال دفع الضرائب على الأرباح الرأسمالية إحتمال نقص عدد المستثمرين الذين يرغبون في سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة.

ولهذه الأسباب على الإدارة أن تتجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح لديها، لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي إنخفاض

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، مرجع سابق، ص: 496-497.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر-مرجع سابق، ص: 684.

سعر السهم، إن مثل هذا الإنخفاض يمكن أن يكون مؤقت ولكن قد يكون دائم، وبالتالي على المؤسسة أن لا تتغير بشكل متكرر من سياسة توزيع الأرباح لديها إلا إذا كان هنالك أسباب منطقية ووجيهة يتعلق بالتوقعات الحالية والمستقبلية لعوائد المؤسسة.<sup>1</sup>

## 2- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية الوكالة

يوجد صراع بين الأطراف المكونة للمؤسسة (المساهمون، المقرضون والمسيرين)، فالمقرضون يرغبون دائماً أن تحتفظ المؤسسة بأكثر قدر من السيولة وذلك من أجل الشعور بالإطمئنان على الأموال التي قاموا بإقراضها، وبالمقابل يرغب المساهمين أن تقوم المؤسسة بتوظيف معظم الأموال التي لديها، في مشروعات تحقق لها معدلات عائد عالية حتى لو خاطرت إدارة المؤسسة، وتخفيض نسبة السيولة لديها، وهنا يأتي دور الطرف الثالث وهم إدارة المؤسسة، والذين من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المساهمين أكثر من خدمة المقرضين، ولذلك وجدت دراسات عديدة أن المؤسسات حتى عندما تواجه صعوبات مالية لا تقوم بتخفيض الأرباح، بل تحافظ على مصالح المساهمين وتستمر في دفع التوزيعات.<sup>2</sup>

وقد أجمع كل من (Jensen et Meckling) عام 1976 و(Myers) عام 1977 وكذلك (Jensen) عام 1986 على أن قرار توزيع الأرباح يساهم بشكل كبير في التخفيف من حدة الخلاف الناتج عن تضارب مصالح كل من الإدارة والمساهمين، وكذا المقرضون والمساهمين على التوالي.

ويبين نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح عند لبارتا وآخرون ( La Porta 2000 ) أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقاً أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير على قرار توزيع الأرباح، حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار التوزيع على خيار إحتجاز الأرباح، وكلما إنخفضت درجة حماية المساهمين بسبب إنعدام القوانين أو عدم تطبيقها بشكل أمثل، يسمح هذا للمسيرين بإستعمال مهاراتهم في السيطرة على المؤسسة وإستعمالها لمصلحتهم الشخصية، وفي هذه الحالة يستطيع المسيرون كسب الشهرة عن طريق إجراء التوزيعات على المساهمين، الذين يظنون أنها نتيجة الجهد المثالي للمسيرين حسب (لابورتا ولوباز وفيشني) ( La Porta, Lopez, Shleifer et ) Vishny 2000، والقيام بالتوزيعات يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق

<sup>1</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 218.

<sup>2</sup> - أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 384.

تخفيض التدفقات النقدية المتاحة لدى المسيرين (جونسن 1986 Jensen)، أو بالتأثير على القيمة السوقية للمؤسسة نحو الزيادة مما يكسب تفاؤل المساهمين (1984 إيستربروك Easterbrook).<sup>1</sup>

وتوصل (Kalay 1982) في دراسة له حول قرار توزيع الأرباح ونظرية الوكالة إلى أن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من المقرضين إلى المساهمين، كما توصل (Lewellen 1981) إلى أن التوزيعات معدل يرتبط إيجابيا مع علاوة المسيرين وأجورهم السنوية والتي لها أثر سلبي على قيمة المؤسسة.<sup>2</sup> وفي ظل نظرية الوكالة يمكن لقرار توزيع الأرباح أن يكون وسيلة يستخدمها المساهمين لمراقبة أداء المسيرين.

ويرى العديد من المنظرين أن المسيرين وفي حالة أن تكون لدى المؤسسة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المساهمين، أو من يمثلهم حول الكيفية التي سينفقون بها تلك الفوائض النقدية، ولكي يتخلص المسيرين من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة يقومون بتوزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين، وبالتالي تخليص المؤسسة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المسيرين أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة.<sup>3</sup>

ووفقا لنظرية الوكالة يتوجب مراعاة عاملين أساسيين، يتمثل العامل الأول في أن المساهمون يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها، أما العامل الثاني فيمكن في أن المساهمون لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية ناتجة عن طرح أسهم جديدة في السوق، وعليه فإن الزيادة في التوزيعات قد تكون مؤشرا على كفاءة أداء الإدارة في استخدام أموال المساهمين، ومنه تقل تكاليف الوكالة بزيادة توزيعات الأرباح، ومن ناحية أخرى هذه الزيادة قد تؤثر سلبا على حجم الأموال المخصصة لتمويل الإستثمارات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عبد القادر بريش وعيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص: 15.

<sup>2</sup> علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 158.

<sup>3</sup> أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص: 384.

<sup>4</sup> فتحي إبراهيم محمد أحمد، مرجع سابق، ص: 349.

كما أنه لتخفيض تكاليف الوكالة والصفقات يلجأ المسكرون إلى البحث عن النسبة المثلى من التوزيعات التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف.<sup>1</sup>

### 3- أثر قرار التوزيع على قيمة المؤسسة في ظل نظرية الإشارة

قامت نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودigliاني وميلر على فرضية تماثل المعلومات لدى كل الأطراف المكونة للمؤسسة والمستثمرين، بحيث تكون لديهم نفس المعلومات على مستقبل عوائد المؤسسة والتوزيعات المستقبلية، ولكن في الواقع أن المستثمرين لديهم توقعات مختلفة حول عوائد المؤسسة المتوقعة والمستقبلية وحول مستويات التوزيعات المستقبلية، وأن إدارة المؤسسة لديها معلومات أفضل حول التوقعات المستقبلية للمؤسسة من المساهمين.<sup>2</sup>

ولقد جادل كل من مودigliاني وميلر بأن ردة فعل المستثمرين في التغيير في سياسة التوزيع ليس بالضرورة بأن المستثمرون يفضلون الأرباح الموزعة على الأرباح المحتجزة، وإنما هو توقع بأن سعر السهم المؤسسة سوف يتغير نتيجة التغيير في الأرباح الموزعة، وأن سياسة الأرباح الموزعة هي إشارة من المؤسسة حول محتوى المعلومات الموجودة لدى إدارة المؤسسة، أو توقعات الإدارة حول العوائد المستقبلية للمؤسسة، حيث أن سعر السهم يتغير ليعكس المعلومات المهمة المحتواة في خلال توزيع الأرباح.

ولقد إترف مودigliاني وميلر بالتأثير المحتمل للتوزيعات غير أن الإعتقاد السائد يشير إلى أن تأثير التغيير في مقدار التوزيعات على القيمة السوقية للأسهم يمكن أن يكون وقتياً، إذا لم يصاحب زيادة التوزيعات توقعات إيجابية بشأن القوة الإيرادية للمؤسسة، وبعبارة أكثر دقة حسب مودigliاني وميلر إذا حدث تغير حقيقي في القيمة السوقية للأسهم المؤسسة، فإن هذا التغيير لا يرجع في الأساس إلى التغيير في سياسة التوزيعات بقدر ما يرجع إلى التغييرات الإيجابية المتوقعة في ربحية المؤسسة.<sup>3</sup>

وفيما يتعلق بتطبيق هذه النظرية يمكن تلخيص مراحلها كمايلي:<sup>4</sup>

– إذا كانت المؤسسة تريد أن تنقل رسالة للسوق بشأن مستقبل النمو فيها فهي سوف تعلن عن زيادة في توزيعات الأرباح للمساهمين؛

<sup>1</sup> - عبد القادر بريش وعيسى بدروني، مرجع سابق، ص: 15.

<sup>2</sup> - محمد قاسم خصاونة، مرجع سابق، ص: 216.

<sup>3</sup> - محمد قاسم خصاونة، المرجع سابق، ص: 217.

<sup>4</sup> - فتحي إبراهيم محمد أحمد، مرجع سابق، ص: 346-347.

- أن نسبة التوزيعات المعلن عنها سوف تتغير طبقا لرغبة الإدارة في نقل المعلومات إلى السوق؛
- أن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي من المتوقع أن تحقق قيمة موجبة من الرسالة الموجهة، وذلك في شكل إرتفاع في سعر السهم يمكن أن يغطي على الأقل مقدار الخسارة التي قد تأتي من زيادة الضرائب المدفوعة من قبل المساهمين.

وحسب الدراسة التي قام بها ستاركس ويون ( Starks et Yoon1998) فقد تبين أن درجة الإستجابة للإنخفاض في التوزيعات أقوى من تأثير زيادة التوزيعات وهذا ما أكدته لنتنر (Lintner1956)، وأن التغير في التوزيعات يعطي معلومات عن المؤسسة في السوق المالي وتم تأكيد هذه النتيجة في دراسة هيو وشين (ShenHowe 1998 et)، كما تم التوصل إلى أن إعلان المؤسسة عن التوزيعات يعطي معلومات خاصة بها ولا يشمل أي نوع من التأثير أو التنافس الموجود بين مؤسسات نفس القطاع، وحسب دراسة دي أنجلو وسكينر (DeAngelo et Skinner 1996) تم التوصل إلى أن زيادة التوزيعات لاتعني بالضرورة تحسن الأرباح المستقبلية للمؤسسة فقد تكون كإشارة لتضليل المستثمرين، وتبعاً لجونسون وجوهانسن

(Jensen et Johnson1995) فقد توصلنا إلى أن التغير في التوزيعات يعطي إشارات ومعلومات مختلفة تختلف باختلاف المؤسسات المعنية، فردة الفعل نتيجة التغير في التوزيعات متعلقة بخصائص هذا التغير وخصائص المؤسسة المعنية، ومن دراسة التأثير المشترك بين هذه المتغيرات يمكن تحديد المعلومة المراد توصيلها من خلال تغير توزيعات الأرباح.<sup>1</sup>

#### 4- نظرية التزود بالتوزيعات A Catering Theory of Dividends

قام كل من (Malcolm Baker et Jeferey Wurgler 2002) ببحث يهدف إلى تفسير إنخفاض نسبة توزيعات الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث إستخدما مجموعة من المؤشرات والتي تركز أساسا على تكاليف الوكالة، عدم تماثل المعلومات، تأثير العميل، والحافز النفسي للمستثمر بالتزود بالتوزيعات، وقد توصلت

<sup>1</sup> - عبد القادر بريش وعيسى بدروني ، مرجع سابق، ص -ص: 16-17.

نتائجهما لإقتراح أن حافز التزود يعتبر أفضل مفسر للإضطرابات في الميل نحو دفع التوزيعات.

ووفق لهذه النظرية فإن المؤسسات تلبي طلبات المستثمرين الذين يتميزون بالرشادة المحدودة، من الأنواع المختلفة للتوزيعات، إضافة إلى العمل على تحقيق مستوى نمو في الأسهم، وكل هذا من أجل رفع سعر السهم فوق قيمته الأصلية.<sup>1</sup>

واقترح كل من (Baker et Wurgler 2004) أن قرار دفع الأرباح يعود إلى

الطلب السائد على المستثمرين لدفع الأرباح، وتم بناء هذه الافتراضات الآتية:<sup>2</sup>

- إما لأسباب نفسية أو مؤسسية، فإن بعض المستثمرين لديهم طلب غير مدروس وربما متغير زمنيا على الأسهم التي تدفع أرباحا.
- فشل عملية المراجعة لموديغلياني وميلر في وضع الطلب بصرف النظر عن أسعار دافعي التوزيعات وغير دافعي للتوزيعات؛
- يتولى المسيرون بشكل رشيد تلبية إحتياجات وطلبات المستثمرين من التوزيعات من خلال مبدأ دفع توزيعات الأرباح أو عدم دفعها.

**المطلب الثالث: بعض النماذج المستخدمة لإختبار النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة**

ضمن هذا المطلب سيتم التطرق لبعض النماذج الرياضية المهمة التي حاول من خلالها الفكر المالي إختبار النظريات المفسرة لأثر قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة، وتتمثل هذه النماذج في: النموذج البياني، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج لنتنر.

### 1- النموذج البياني

إستخدم هذا النموذج من طرف (Brigham1968) لعينة من المؤسسات المتماثلة، والمختلفة فقط في معدلات توزيع الأرباح معدل النمو.<sup>3</sup>

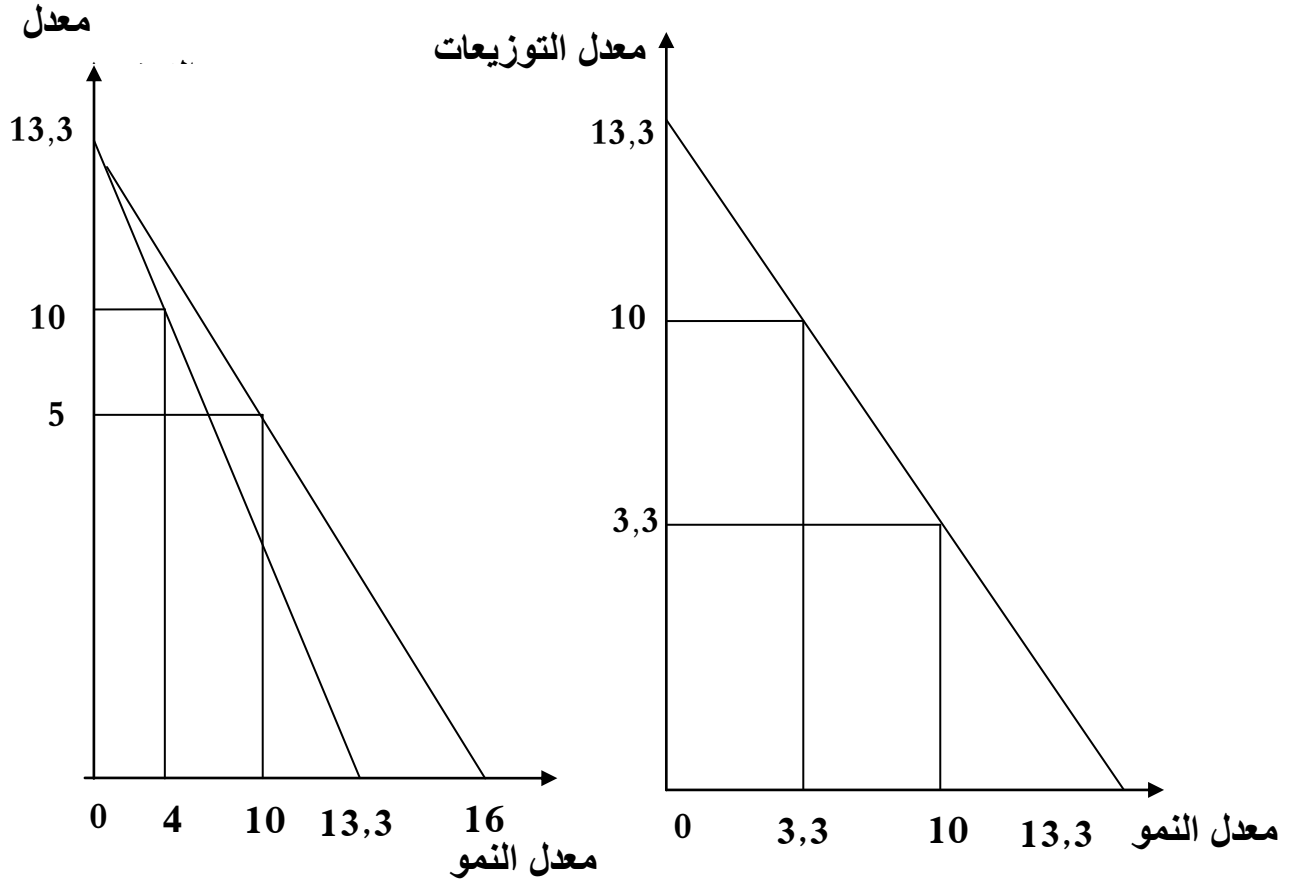
<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص: 146.

<sup>2</sup> -Malcolm Baker et Jeferey Wurgler , A Catering Theory of Dividends, THE journal of finance ,Vol. LIX, No. 3 , June 2004 , pp : 1125 .

<sup>3</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 159.

الشكل رقم (3-4): إختبار النظريات المفسرة للعلاقة بين قرار التوزيع وقيمة

المؤسسة وفق النموذج البياني



ب- ملائمة التوزيعات

أ- عدم ملائمة التوزيعات

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق،

ص: 376.

يلاحظ من الشكل (3-4) التمييز بين ثلاثة حالات:

– إذا كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل الأيمن (أ) عدم ملائمة التوزيعات، حيث أن معدل العائد المطلوب من المستثمرين عند إجراء المؤسسة للتوزيعات تساوي 13,3% وهي القيمة على المحور العمودي تساوي معدل العائد المطلوب في حالة إحتجاز كافة الأرباح 13,3% وهي القيمة على المحور

- الأفقي، بما يعكس ميل لخط الإنحدار قدره (-1)، مما يدعم نظرية عدم ملائمة التوزيعات، بمعنى عدم تأثير قرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، مهما كانت نسبة التوزيع لأن العائد في جميع الحالات يساوي 13,3%؛
- أما إذا كان موقع النقط على الخط المتقطع في الشكل (ب) ملائمة التوزيعات، الذي يعكس أعلى عائد مطلوب من المستثمرين وهو 16%، وهذا في حالة إحتجاز الأرباح (المحور الأفقي)، وأقل عائد بقيمة 13,3% وهذا في حالة القيام بالتوزيعات (المحور العمودي)، بما يعكس ميل أكبر من (-1)، مما يؤيد نظرية عصفور في اليد لجوردن ولنتنر؛
- وإذا كان موقع النقط على الخط المتقطع الذي فيه ميل الخط أقل من (-1)، يعني ذلك أن معدل العائد المطلوب من المستثمرين يكون أقل من 11%، وهذا في حالة إحتجاز الأرباح وأكبر من 13,3% في حالة توزيعها، وهذا ما يدعم نظرية التفضيل الضريبي.
- وبالرغم من بساطة هذا النموذج، إلا أنه تلقى إنتقادات تتعلق بالعينة المدروسة، وتمثل هذه الإنتقادات أساساً في:<sup>1</sup>
- لا بد من إفتراض ثبات العوامل الأخرى لدراسة أثر التوزيعات، وهذا غير مقبول نوعاً ما؛
- لا بد أن تكون العينة المختارة متجانسة من كل شيء ماعدا سياسة توزيع الأرباح، وهي صعبة التحقق؛
- يتطلب تحديد معدل النمو دقة كبير.
- وكنتيجة لهذه الإنتقادات برز مايسمى بنموذج MEDAF (نموذج تسعير الأصول الرأسمالية) الذي سيتم التطرق في العنصر الموالي.

## 2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (نموذج MEDAF)

<sup>1</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص: 160.

ينسب هذا النموذج إلى شارب 1964، لينر، 1965، وموسون 1966 والذي يقوم على فكرة إيجاد علاقة بين معدل العائد المطلوب لأي أصل مالي أو محفظة مالية والخر المرافق له (بيتا). ويقوم النموذج على عدة فرضيات أساسية تتمثل في:<sup>1</sup>

- التوقعات هي نفسها لدى جميع المستثمرين من حيث العائد والمخاطرة؛
- تقييم الأصول المالية يكون حسب المتغيرين العائد والمخاطرة ولكي يتحقق هذا الشرط لا بد أن يكون التوزيع الإحتمالي للعائد يتبع التوزيع الطبيعي؛
- يبحث المستثمرون دائماً على أكبر عائد؛
- يتميز أغلب المستثمرين ببغضهم للمخاطرة؛
- كفاءة سوق رأس المال ( وصول المعلومات بسرعة ودون تكلفة)
- انعدام الضريبة على الأرباح.

وتعطي صيغة النموذج بالعلاقة التالية:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_M) - R_f]$$

إن معرفة أثر قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة السوقية من خلال هذا النموذج يكون بمعرفة أثره على تكلفة الأموال المملوكة، ولذلك تم إضافة متغير التوزيعات في دالة معدل العائد ثم إختبار المعنوية الإحصائية للمتغير الجديد، فإن وجدت له معنوية إحصائية فالتوزيعات لها معنوية إحصائية، ويعود تأثير قرار التوزيع سلبي أو إيجاباً حسب إشارة هذا المعامل، فالإشارة الموجبة للمعامل تدل على التأثير السلبي للتوزيعات، وتدل الإشارة السالبة على التأثير الإيجابي للتوزيعات على قيمة المؤسسة.

ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالعلاقة الموالية:<sup>2</sup>

$$R_t = R_{SR} + \beta(R_M - R_{SR}) + \lambda(TD_t - TD_M)$$

حيث أن:

λ: معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل العائد (معدل المردودية) المفروض للتوزيعات؛

<sup>1</sup> - علي بن الضب وحليمة بلقاسم، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال -دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية (2011-2014) - أبحاث إقتصادية وإدارية، كلية العلوم والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد: 18، ديسمبر 2015، ص-ص: 303-304.

<sup>2</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص-ص: 160-162.

$TD_t$ : معدل توزيعات السهم؛

$TD_M$ : معدل توزيعات محفظة السوق.

وبعد القيام باختبار المعنوية الإحصائية للمقدرات بعد تقدير معاملات النموذج بأسلوب الإنحدار الخطي، وتحليل النتائج يكون وفقاً لمايلي:

- $\lambda < 0$ : زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتفق مع نظرية عصفور في اليد لجوردن ولنتنر؛
- $\lambda = 0$ : ليس للتوزيعات أثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتماشى مع نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودigliاني وميلر؛
- $\lambda > 0$ : زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، مما يتفق مع نظرية التفضيل الضريبي.

قد قام كل من (Litzenberger et Ramaswamy 1979) بدراسة العلاقة بين الضرائب، وعائد توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم وأظهرت النتائج وجود علاقة كبيرة جدا وإيجابية بين عائد توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم

في دراسة لهما حول أثر سياسة التوزيعات بمؤسسة NYSE خلال الفترة الممتدة (1936-1977) باستخدام هذا النموذج، إلى أن الأسهم ذات التوزيعات المرتفعة تحقق عائد أكبر من الأسهم ذات التوزيعات المنخفضة بعد تعديلها بامخاطر النظامية، حيث معدل العائد المطلوب يزداد ب0,24 نقطة مقابل كل زيادة بنقطة مئوية في التوزيعات.<sup>1</sup>

ومن أهم الانتقادات الموجهة إلى هذا النموذج هو افتراض وجود كفاءة السوق المالي و الإعتدال على المعلومات التاريخية، وهذا ما أدى إلى البحث عن نماذج أخرى تتماشى أكثر مع الواقع.

### 3- نموذج لنتنر (Lintner 1956)

قام لنتنر في منتصف الخمسينات 1956 بتقديم إطار علمي لما تقوم به المؤسسة عند تحديد سياسة التوزيعات، وكان ذلك بناء على المقابلات الشخصية مع المسيرين، ويمكن تلخيص ذلك فيمايلي:

<sup>1</sup> - علي بن الضب، المرجع السابق، ص: 161.

- تقوم المؤسسة بتحديد نسبة مستهدفة للتوزيعات؛
- لا تهتم الإدارة بتحديد التوزيعات وإنما بالتغيرات التي تحدث فيها من نسبة لأخرى؛
- تفضل الإدارة إجراء تغييرات في التوزيعات يمكن الحفاظ عليها مستقبلاً؛
- يرتبط التغيير في التوزيعات بالتغيرات الدائمة في الأرباح وليس التغييرات الطارئة.

ويتم عرض هذا النموذج وفق المعادلات الموالية:<sup>1</sup>

$$\Delta Div_t = k + PAC(TargetDiv_t - Div_{t-1}) + e_t$$

حيث أن:  $\Delta Div_t$  : التغيير في التوزيعات في الفترة t؛

$$PAC < 1$$

: معامل التعديل الجزئي؛

k: معامل ثابت؛

$$TargetDiv_t$$

: معدل التوزيعات المستهدف في الفترة t؛

$Div_{t-1}$ : معدل التوزيعات للسنة السابقة؛

$e_t$ : حد الخطأ العشوائي.

ووجد (Lintner1956) بأن المؤسسات خاصة كبيرة الحجم تقوم بزيادة

توزيعات أرباحها عندما تكون تدفقاتها النقدية المستقبلية كافية لدعم الزيادة في نسب توزيع أرباحها، وتخفض توزيعات الأرباح عندما تكون تدفقاتها النقدية المستقبلية غير كافية لدعم نسب توزيعات الأرباح الحالية، وقد أكد ذلك أيضا (Pettit 1972,1976)

(Elton, Gruber and Rentzler 1983)، إضافة إلى ذلك بينت العديد من

الدراسات أن المؤسسات التي تعلن زيادة في توزيعات أرباحها تحقق أرباحا غير عادية

<sup>1</sup> - Bart M . Lambrecht & Stewart C.Myers , A lintner model of dividends and managerial rents, 10 May 2010, p :1, pdf.

موجبة، أما المؤسسات التي التي تعلن إنخفاضاً في توزيعاتها تحقق أرباحاً غير عادية سالبة<sup>1</sup>.

ويمكن تفسير سياسة توزيع الأرباح من خلال هذا النموذج، وهو أن المؤسسات تتمسك بمعدلات توزيع مستهدفة، لكن نظراً لردود الأفعال السلبية التي يمكن أن تحدث إذا تراجعت BPA و DPA بالتبعية تتمسك المؤسسة في الزيادة في BPA حيث لا تنعكس في DPA مباشرة في سنة واحدة، بل تنعكس تدريجياً، أي المسيرين لا يضطروا إلى تخفيض معدل التوزيع بعد توزيعات مرتفعة نتيجة لـ BPA إستثنائية ومؤقتة، وتتحكم في النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات C، عدة عوامل، أهمها شخصية المسيرين فإن كانوا متحفظين فسوف يحددون نسبة منخفضة، وفي حالة العكس سوف تكون النسبة مرتفعة.

وبلغت القدرة التفسيرية لهذا النموذج حوالي 85% ، بينما بلغت النسبة المقبولة للزيادة في التوزيعات حوالي 30%، وبلغ معدل التوزيعات المستهدف حوالي 50%، ولقد إختبر هذا النموذج ميدانياً من طرف العديد من الباحثين، وكانت النتائج متماثلة تقريباً ومن بينهم: Watts1973، Petit1972، Fama et Babiak1968.

ويعد نموذج لنتنر Lintner1956 من بين أحسن النماذج التي إستخدمت لدراسة سياسة توزيع الأرباح، حيث هو المفسر لنظرية الإشارة، فنمو التوزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، لكن كباقي النماذج لا يخلو من نقائص على رأسها أنه تجاهل الإرتباط المتبادل بين سياسة التوزيعات المعتمدة وسياسة توزيعات المؤسسات الأخرى،

<sup>1</sup> - دعاء فوزي شبيطة وفابز سليم حداد، تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم - دراسة تطبيقية على بورصة الأردن- دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد: 37، العدد: 01، 2010، ص: 206.

كما أنه كذلك إستخدم على مستوى الإقتصاد الجزئي، وليس على مستوى الإقتصاد الكلي (توزيعات مجمل المؤسسات)، وفي دراسة لـ: Fama وآخرون 1969 والخاصة بدراسة سياسة توزيعات الأرباح، حيث تم التطرق لعلاقة نمو التوزيعات بالتوزيعات على شكل أسهم، وتوصلوا إلى أن التغير في توزيعات المؤسسة مرتبط بتوزيعات مجمل المؤسسات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - علي بن الضب، مرجع سابق، ص- ص: 162-163.

## خلاصة

من خلال هذا الفصل وبعد عرض أهم النظريات التي إهتمت بدراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة، يتضح وجود تيار معارض لتأثير هذا القرار على قيمة المؤسسة وتيار مؤيد لوجود هذه العلاقة.

وبالنسبة للتيار المعارض فهو يتضمن أساساً نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودigliاني وميلر في حالة التأكد التام ونموذجها في حالة عدم التأكد، وقامت وجهة نظر كل من (Modigliani & Miller) على إفتراض عدم وجود أية علاقة بين مقدار التوزيعات وبين القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أكدوا أن هذه الأخيرة تتوقف على درجة كفاءة قرار الإستثمار، وقدرة المؤسسة على توليد التدفقات النقدية الداخلة هي التي تؤثر على القيمة السوقية، وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة، وهذا ما إتفق مع نظرية الفائض للتوزيعات التي توصلت بدورها إلى أن التوزيعات من الأرباح لا تخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح، وأن حجم التوزيعات يتوقف بالدرجة الأولى على قرار الإستثمار.

أما التيار المؤيد الذي ضم معظم النظريات كنموذج والتر ونظرية عصفور في اليد، حيث بينا أن هناك تأثير لقرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، وطبقاً لهذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أكبر من أرباحها في شكل توزيعات مما سيؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها، وعزوف المستثمرون عن شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها مما سيؤدي إلى انخفاض أسعار أسهمها في السوق المالي.

وفي ظل وجود الضرائب وتكاليف الصفقات ظهرت نظرية التفضيل الضريبي التي تضمنت تفسير سلوك المستثمر أو المساهم إتجاه قرار توزيع الأرباح وتأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك عن طريق التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، أما وجود تكاليف الإصدار والمعاملات سيؤثر على إتجاه قرار توزيع الأرباح وهذا الأخير سيؤثر بدوره على القيمة السوقية للمؤسسة.

وبرزت نظريات حديثة في نفس السياق كنظرية العميل التي قسمت المستثمرين إلى مجموعات وفقاً لسلوكهم إتجاه سياسة توزيع الأرباح المتبعة من المؤسسة، وهذا ما سيؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي ظل نظرية الوكالة يمكن لقرار توزيع الأرباح أن يكون وسيلة يستخدمها المساهمين لمراقبة أداء المسيرين، كما أنه لتخفيض تكاليف

الوكالة والصفقات يلجأ المسكرون إلى البحث عن النسبة المثلى من التوزيعات التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف.

ووفقاً لنظرية الإشارة فإن التغير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى المساهمين والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وعموماً فإن ارتفاع التوزيعات ينظر له كإشارة موجبة حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم السوقي، وبالعكس فإن الانخفاض في التوزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة حول دلائل الأرباح المستقبلية، وبالتالي تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، كما توصل الباحثان Baker et Wurgler إلى أن التوزيعات مرتبطة بشكل كبير بقيمة السهم السوقية ولكن في اتجاهات وأوقات مختلفة وهذا ضمن ما يعرف بنظرية التزود بالتوزيعات.

# الفصل الرابع

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

تمهيد

بعد التطرق للجانب النظري لموضوع أثر القرارات المالية -ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية، سيتم القيام بالجانب التطبيقي لهذا الموضوع بغرض معالجة الإشكالية المطروحة والمتمثلة في مدى أثر للقرارات المالية ومحدداتها على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة.

ويتم القيام بالدراسة التطبيقية على إحدى المؤسسات الجزائرية المدرجة بالبورصة وهي المجمع الصناعي صيدال والمتخصصة في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

وتم تقسيم الفصل التطبيقي إلى أربعة مباحث، في المبحث الأول تم التعرض لتقديم المجمع الصناعي صيدال، وتخصيص المبحث الثاني لمحددات القرارات المالية وتكلفة تمويل المجمع، وتناول المبحث الثالث الدراسة القياسية لأثر القرارات المالية على السعر السوقي للمجمع، أما المبحث الرابع تم فيه التطرق لأثر محدّدات القرارات المالية على السعر السوقي لسهم المجمع.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

### المبحث الأول: تقديم المجمع الصناعي صيدال

عرف المجمع الصناعي صيدال عدة تطورات بمرور الوقت مست مختلف جوانب نشاطاته، حيث يسعى المجمع إلى تحقيق جملة من الأهداف تعمل على تقوية الميزة التنافسية لمنتجاته وتغطية الطلب المحلي فيما يتعلق بمجال الأدوية الصيدلانية، ويمكن تقديم المجمع في ثلاثة مطالب، حيث يتضمن المطلب الأول تاريخ وتنظيم المجمع، والمطلب الثاني فيه يتم التعرض للشراكة في مجمع صيدال أما المطلب الثالث فمن خلاله يتم دراسة الوضعية الماية للمجمع.

#### المطلب الأول: تاريخ وتنظيم المجمع

يتم التطرق في هذا المطلب إلى: لمحة تاريخية لمجمع صيدال، أهداف ومهام المجمع، تنظيم المجمع.

#### 1- لمحة تاريخية لمجمع صيدال

صيدال مؤسسة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80% من رأسمال صيدال ملك للدولة، والـ 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري. وأنشأت صيدال في سنة 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد إستفادت في هذا الإطار، من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة، كما حوّل إليها في 1988، مركب المضادات الحيوية للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية.

وفي سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية إقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

وفي سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للمؤسسة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

وضعت مؤسسة صيدال في سنة 1997، مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيببوتيكال وبيوتيك).

وفي سنة 2009، رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%، وفي سنة 2010، قامت بشراء 20% من رأسمال شركة إيبيرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة تافكو من 38,75% إلى 44,51%، ورفعت صيدال في سنة 2011 حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60%.

وفي جانفي 2014، شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيببوتيكال، فارمال وبيوتيك.

### 2- أهداف ومهام المجمع

يتمثل الهدف الإستراتيجي لمجمع صيدال في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجنيسة والمساهمة، بشكل فعلي، في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية. وصفة المؤسسة العمومية تخول لمجمع صيدال مهمتين أساسيتين:

- ضمان إستقلاله المالي والاستدامة في الحفاظ على توازنه المالي، وضمان تحسين القدرة التنافسية لمنتجاته، من أجل تحقيق أهداف نموه وتطوير موارده البشرية؛
  - تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة، بصفتها المساهم الرئيسي؛
  - في إطار مهمته الأساسية، حدد مجمع صيدال خطوط العمل التي تمكّنه من ضمان نموه وتعزيز مكانته الرائدة في إنتاج الأدوية الجنيسة.
- في طليعة هذه الخطوط، يظهر مخطط شامل ومتكامل للتنمية يرافق توسع المجمع والذي يتمركز حول:

- تثمين الموارد البشرية وتحسين التنظيم ونظام المعلومات؛
- تعزيز ثقافة المؤسسة وتنفيذ سياسة فعالة للاتصال؛
- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية؛
- المساهمة في الحد من الواردات؛
- الانفتاح على الأسواق الخارجية؛
- الزيادة من مستوى رضى المستهلك.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

### 3- تنظيم المجمع

في جانفي 2014، شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الأتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيببوتيكال، فارمال وبيوتيك، وأدى هذا القرار الذي تمت الموافقة عليه من قبل هيئاته الإدارية إلى تنظيم جديد، يتمحور أساسا حول: المديرية العامة للمجمع، مصانع الانتاج، الفروع والمساهمات.

#### 3-1- المديرية العامة للمجمع

وتشمل الهيكل الإداري الذي تتطوي عليه المديريات المركزية :

- مديرية التدقيق الداخلي؛
- مديرية إدارة البرامج؛
- مديرية الاستراتيجية والتنظيم؛
- مديرية التسويق والمبيعات؛
- مركز البحث والتطوير؛
- مركز التكافؤ الحيوي؛
- مديرية المشتريات؛
- مديرية ضمان الجودة؛
- مديرية الشؤون الصيدلانية؛
- مديرية أنظمة الإعلام؛
- مديرية المالية والمحاسبة؛
- مديرية الممتلكات والوسائل العامة؛
- مديرية الاتصال؛
- مديرية العمليات؛
- مديرية التنمية الصناعية؛
- مديرية المستخدمين؛
- مديرية التكوين؛
- مديرية الشؤون القانونية.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

3-2- مصانع الإنتاج

تمتلك صيدال 09 مصانع للإنتاج بسعة إجمالية قدرها 200 مليون وحدة بيع، وتتمثل هذه المصانع في: مصنع المدية، مصنع الدار البيضاء، مصنع جسر قسنطينة، مصنع الحراش، مصنع باتنة، مصنع قسنطينة، مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين، مصنع عنابة ومصنع باتنة.

- **مصنع المدية:** متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البيبيسيلينية وغير البيبيسيلينية.
- يتوفر على وحدتين خاصتين (بالتركب الجزئي) لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية وكذا مبيئين: أحدهما مخصص للمنتجات البيبيسيلينية، والآخر للمنتجات غير البيبيسيلينية.
- **مصنع الدار البيضاء:** يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، ويُنتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مرهم وأقراص).
- **مصنع جسر قسنطينة:** يضم قسمين منفصلين: واحد لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال (التحاميل، أمبولات وأقراص)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات). يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة.
- **مصنع الحراش:** يتكون من ثلاث ورشات إنتاج : شراب ومحاليل، مراهم وأقراص.
- **مصنع شرشال:** يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب، الأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق، كبسولات).
- **مصنع قسنطينة:** يقع في قسنطينة، في المنطقة الشرقية للبلد، يتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب.
- **مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين:** متخصص في إنتاج الأنسولين البشرية من ثلاثة أنواع ( السريع، القاعدي والمركب 25، على شكل قارورات ) .
- **مصنع عنابة:** متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة.
- **مصنع باتنة:** متخصص في إنتاج التحاميل.

3-3- مراكز التوزيع

نظرا لتوفرها على الوسائل اللوجستية القوية والإمكانات البشرية الشابة، الحيوية والمتخصصة، فإن هذه المراكز تضمن توزيع منتجات صيدال عبر كافة أنحاء التراب الوطني.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

- مركز التوزيع بالوسط: تأسس عام 1996، كان أول مركز توزيع للمجمع. كان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع انطلاقاً من نقطة بيع واحدة. مكنت النتائج المشجعة المتحصل عليها، من إنشاء مركزين للتوزيع أحدها بباتنة والآخر بوهرا.
- مركز توزيع بالشرق: تأسس عام 1999 بباتنة، يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية.
- مركز التوزيع بالغرب: تأسس عام 2000 من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في المنطقة الغربية.

### 3-4- فروع المجمع

وهما فرعان: سوميدال وإبييرال.

- سوميدال: يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، سوميدال هو نتاج شراكة بين مجمع صيدال (59%)، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36.45%) وفيناليب (4.55%). وتتضمن وحدة الانتاج سوميدال ثلاثة أقسام:

✓ قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية؛

✓ قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم)؛

✓ قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

- إبييرال: هي مؤسسة ذات أسهم تابعة عن شراكة بين القطاعين العام / الخاص بين مجموعة صيدال (40%)، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40%) وفلاش الجزائر، المتخصصة في المواد الغذائية (20%). وتكمن المهام الرئيسية لـ إبييرال في إنشاء وإستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري. ويهدف المشروع الصناعي إبييرال إلى تحقيق ما يلي:

✓ صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)؛

✓ تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛

✓ توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناءً على طلب المنتجين المحليين.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

### المطلب الثاني: الشراكة في مجمع صيدال

فيما يخص مجمع صيدال الذي يعمل حالياً على برنامج طموح للتوسع، فإن تنمية الشراكة تمثل محورا يتوافق مع احتياجاته وواقع السوق وكذا أهداف شركائه، وضمن هذا المطلب يتم التطرق لسياسة الشراكة للمجمع وشركاء المجمع.

#### 1- سياسة الشراكة للمجمع

يتواجد مجمع صيدال بصفة:

- مساهم رئيسي أو بالأغلبية في شركة واحدة (01)؛
- مساهم رئيسي أو بالأغلبية في ثلاث (03) شركات هي في طور الإنشاء؛
- مساهم بأقلية في ثلاثة (03) شركات.

والمناقشات جارية حالياً مع شركاء آخرين لإنشاء شركتين جديدتين (02) من أجل تغطية أقسام علاجية مختلفة.

#### 2- شركاء المجمع

لمجمع صيدال عدة شركاء: الهيئة العربية، العربية السعودية و جي.بي أم الأردنية، جلفار (الخليج لصناعة الأدوية)، شركة سرفيه، شركة شمال إفريقيا القابضة، نوفو نورديسك، فايزر و صانوفي.

#### 2-1- شراكة المجمع مع الهيئة العربية، العربية السعودية و جي.بي أم الأردنية

أدت هذه الشراكة المبرمة في 1999 بين صيدال الهيئة العربية (أكديما) والعربية السعودية (سبيماكو) JPM (الأردن) إلى إنشاء شركة ( تافكو )، وهو مشروع قيد الانجاز، وهي ثمرة شراكة أبرمت عام 1999 بين مجمع صيدال (44.51 %)، أكديما، سبيماكو و جي. بي. أم من أجل تصنيع وتسويق وإستيراد المنتجات الصيدلانية (الحقن والسوائل والقطرات).

وتقع وحدة الإنتاج تافكو في المنطقة الصناعية بالروبية، وإستؤنفت أشغال الإنجاز به في 2010 بعد انقطاع دام تسعة سنوات حيث تم استلام المصنع في سنة 2015.

#### 2-2- شراكة المجمع مع جلفار (الخليج لصناعة الأدوية)

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

وهو مخبر إماراتي رائد في الصناعة الصيدلانية في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا وتمتلك جلفار محفظة متنوعة من الأدوية الجنيصة ذات الجودة تغطي الأقسام العلاجية الرئيسية (الأمراض المعدية، أمراض الغدد الصماء، داء السكري، أمراض القلب، أمراض الجهاز الهضمي، أمراض الكلى والأمراض الجلدية والتنفسية وأمراض النساء) .  
وتهدف هذه الشراكة المبرمة في 2014 إلى إنشاء مصنع متخصص في إنتاج الأدوية الجنيصة ( الأشكال الجافة والحقن).

### 2-3- الشراكة بين المجمع وشركة سرفيه

سرفيه هي الشركة الصيدلانية المستقلة الفرنسية الأولى، متخصصة في صناعة الأدوية التابعة لمجالات علاجية مختلفة: القلب والأوعية الدموية، الجهاز العصبي المركزي، طب الأورام، السكري الأيض والروماتيزم، وتتواجد هذه الشركة في 140 بلد، وتوظف 17000 عامل.

وترمي هذه الشراكة المبرمة في 2014 إلى إنتاج الأدوية الأصلية التابعة لتشكيلة سرفيه تحت الترخيص.

### 2-4- الشراكة بين المجمع وشركة شمال إفريقيا القابضة

شركة إفريقيا القابضة هي شركة كويتية للاستثمار تنشط في شمال إفريقيا في قطاعات عديدة : نشاطات الصيانة الصحية، التعليم، البيع بالتجزئة، تنمية العقار، العمليات البنكية، التأمينات ونشاطات استثمار أخرى.

وإستثمرت شركة نورث أفريكا هوليدنغ كومباني من قبل في مجال علم الأورام من خلال مؤسسة أو.أم.أو. سي.أوني دو ميديكامون ( EMEC UNI DE MEDICAMENT ) التي تدير المركز الأول لتصنيع منتجات المضادة للسرطان في الشرق الأوسط والمغرب.

وتهدف هذه الشراكة إلى إنشاء شركة جديدة صيدال - نورث أفريكا مانيفاكتورينغ، وهو مشروع قيد الإنجاز، SNM هو نتاج لشراكة أبرمت في سبتمبر 2012 بين مجمع صيدال (49%)، والشركة الكويتية نورث أفريكا هوليدنغ مانوفكتورينغ (49%)

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

والصندوق الوطني للاستثمار (02%) من أجل إنشاء مركز متخصص في تنمية وتصنيع وتسويق الأدوية المضادة للسرطان.

### 2-5- شراكة صيدال مع نوفو نورديسك

نوفونورديسك هي شركة رائدة عالميا في الابتكار و رائدة عالميا في مجال علاج مرضى السكري لأكثر من 90 عام، كما تحمل الشركة مكانة رائدة في مجالات الهيموفيليا والعلاج بهرمون النمو والعلاج بالهرمونات البديلة ومقرها في الدنمارك، توظف حوالي 40700 شخصا في 75 بلد وتسوق منتجاتها في أكثر من 180 بلد، أسهمها مدرجة ببورصة كوبنهاغن كما أن لديها شهادات أمريكية للأسهم الخارجية مدرجة في بورصة نيويورك .

### 2-6- الشراكة بين صيدال وفايزر

فايزر هو بمثابة مجمع صيدلاني أمريكي، رائد عالمي في قطاعه، متواجد في أكثر من 150 بلد، وتمحورت الشراكة بين مجمع صيدال وشركة فايزر فارم الجزائر التي اختتمت في 21 مايو 1997، حول إنشاء شركة مشتركة فايزر صيدال مانوفكتورينغ (PSM) في عام 1998 بين مجمع صيدال وشركة فايزر فارم الجزائر من أجل تصنيع وتوزيع وتسويق المنتجات الصيدلانية والكيميائية.

### 2-7- شراكة المجمع مع صانوفي

صانوفي هي المؤسسة الصيدلانية الفرنسية الأولى والرقم 4 عالميا في 2012، وقد ركّز هذا المجمع العالمي على سبعة محاور رئيسية : القلب والأوعية الدموية وتخثر الدم و الجهاز العصبي المركزي، والأورام، والأمراض الاستقلابية والطب الداخلي واللقاحات.

### 2-8- مساهمات الأخرى

ويحوز مجمع صيدال أيضا على مساهمات في شركات أخرى، أليجيري كليرينغ (شركة مالية) 6,67%، نوفو (مؤسسة إنتاج الزجاج) 4,46%، أكديما (الشركة العربية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية) 0,38%.

### المطلب الثالث: دراسة الوضعية المالية للمجمع

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

يتم دراسة الوضعية المالية للمجمع بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، ويتم التعرض في هذا المطلب إلى دراسة التوازن المالي للمجمع وتحليل النسب المالية للمجمع المتمثلة في نسب الهيكل المالي ونسب السيولة.

1- دراسة التوازن المالي للمجمع

يمكن دراسة التوازن المالي لمجمع صيدال بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي القائمة على أساس دورة الإستثمار ودورة الإستغلال ودورة النقدية، وذلك بالمقارنة بين عدة سنوات من أجل إستخراج التغيرات التي تحدث في حركة الذمم المالية.

ويتم دراسة التوازن المالي للمجمع باستخدام مؤشرات التوازن الرئيسية والمتمثلة في : رأس المال العامل (FR)، وإحتياجات رأس المال العامل (BFR) والخزينة (TR).

الجدول رقم (1-4): مؤشرات التوازن المالي للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

البيان	2011	2012	2013	2014
الأموال الدائمة	19537282	21087910	21756636	26079390
الخصوم غير الجارية	11161030	11454745	11308739	13003229
رأس المال العامل	8376252	9633165	10447897	13076161
الأصول الجارية – الخزينة	10297332	11412881	13377462	13385899
الخصوم الجارية	7740687	8933235	8342936	5508313
إحتياجات رأس المال العامل	2556645	2479646	5034526	7877586
رأس المال العامل	8376252	9633165	10447897	13076161
إحتياجات رأس المال العامل	2556645	2479646	5034526	7877586
الخزينة	5819608	7153519	5413372	5198576

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

بناءً على الجدول رقم (1-4)، يلاحظ أنه خلال الفترة (2011-2014) كان رأس المال العامل لمجمع صيدال موجب، وهذا يدل على أن المجمع قد حقق قاعدة التوازن المالي الأدنى والتي مفادها أن الأصول غير الجارية تمول بالأموال الدائمة أي بمجموع

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الأموال المملوكة والخصوم غير الجارية، وبذلك فالمجمع قد حقق هامش أمان يمثل قيمة رأس المال العامل الذي تم بواسطته تمويل جزء من الأصول الجارية، حيث يلاحظ إتجاه ذلك الهامش نحو الارتفاع، ويكمن سبب إرتفاع هامش الأمان في زيادة رأس المال العامل نظرا لزيادة الأموال الدائمة بنسبة أكبر من الزيادة في الأصول غير الجارية، وهذا سيساعد المجمع على إكتساب ثقة المتعاملين الاقتصاديين وخاصة الموردين.

وبالرغم من تحسن رأس المال العامل للمجمع إلا أنه لا يمكن الحكم بصفة نهائية على أن المجمع قد حقق التوازن المالي في المدى القصير، نظرا لكون أن إحتياجات رأس المال العامل كانت موجبة خلال فترة الدراسة وهذا يعني أن المجمع لم يتمكن من تغطية إحتياجات دورة الإستغلال بواسطة موارد الدورة العادية (الخصوم الجارية)، وبذلك فالمجمع بحاجة إلى موارد مالية أخرى لتغطية كل الجزء المتبقي من تلك الإحتياجات.

أما بالنسبة للخزينة فقد كانت موجبة على مدى الفترة (2011-2014)، وهذا يرجع إلى أن المجمع قد قام بتجميد جزء من أمواله لتغطية إحتياجات رأس المال العامل، وبذلك فهو من جهة يملك القدرة على مواجهة إلتزاماته خاصة الخصوم الجارية في آجال إستحقاقها، مع الإشارة إلى أن قيمة الخزينة على طول الفترة (2011-2014) معتبرة نوعا ما مقارنة بقيمتها المعيارية، وعليه فالمجمع سوف يتحمل تكلفة الفرصة البديلة، لذا ينبغي على المجمع محاولة الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة عن طريق تجنب مشاكل عدم التسديد ودون التأثير على فرص الربحية المتاحة.

## 2- تحليل النسب المالية للمجمع

تساهم النسب المالية في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باعتبارها أداة لقياس أداء المؤسسة حيث وضعت لها قيم نموذجية تقاس إليها القيم الفعلية للمؤسسة عند تشخيص وضعيتها المالية، وبذلك فاستخدام مجموعة من النسب المالية سيسمح بقياس درجة فعالية مجمع صيدال في تسيير أصوله، توزيع موارده، مراقبة تطوراته المالية ومدى قدرته على خلق عوائد مالية.

وسيتم الاستعانة بمجموعة من النسب المالية لتشخيص الوضعية المالية لمجمع صيدال تتمثل في: نسب الهيكل المالي، نسب السيولة، نسب المردودية.

## 2-1- نسب الهيكل المالي للمجمع

تسمح نسب الهيكل المالي بالتعرف على سياسة الإستثمار والتمويل بمجمع صيدال وذلك من خلال مساهمتها في قياس حالة التوازنات المالية الهيكلية للمجمع على مدى فترة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

من الزمن، وتتمثل هذه النسب في: نسبة التمويل الدائم، نسبة التمويل الخاص، نسبة الإستقلالية المالية، نسبة المديونية، نسبة الملاءة المالية.

الجدول رقم (2-4): نسب الهيكل المالي للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
26079390	21756636	21087910	19537282	الأموال الدائمة
13003229	11308739	11454745	11161030	الأصول غير الجارية
<b>2,005</b>	<b>1,92</b>	<b>1,84</b>	<b>1,75</b>	نسبة التمويل الدائم
17590664	16748436	14746506	13795482	الأموال الممتلئة
13003229	11308739	11454745	11161030	الأصول غير الجارية
<b>1,35</b>	<b>1,48</b>	<b>1,29</b>	<b>1,24</b>	نسبة التمويل الخاص
17590664	16748436	14746506	13795482	الأموال الممتلئة
13997039	13351136	15274639	13482487	مجموع الخصوم غير الجارية + الخصوم الجارية
<b>1,26</b>	<b>1,25</b>	<b>0,96</b>	<b>1,02</b>	نسبة الإستقلالية المالية
13997039	13351136	15274639	13482487	مجموع الخصوم غير الجارية + الخصوم الجارية
31587704	30099573	30021145	27277970	مجموع الأصول
<b>0,44</b>	<b>0,44</b>	<b>0,51</b>	<b>0,49</b>	نسبة المديونية
12977559	13256479	12391015	9866682	الأصول الجارية - المخزونات
5508313	8342936	8933235	7740687	الخصوم الجارية
<b>2,35</b>	<b>1,59</b>	<b>1,39</b>	<b>1,27</b>	نسبة الملاءة المالية

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

إستنادا على الجدول رقم (2-4)، فإن نسبة التمويل الدائم كانت خلال الفترة (2011-2014) أكبر من 1 مما يفسر أن الأموال الدائمة تغطي الأصول غير الجارية، وهذا يعني أن المجمع يعتمد على كل من أمواله الممتلئة والخصوم غير الجارية (الديون طويلة الأجل)

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

في تمويل أصوله غير الجارية، حيث إرتفعت نسبة التمويل الدائم باستمرار على مدى الفترة (2011-2014)، وبلغت نسبة التمويل الدائم أقصاها 2,005 سنة 2014، ويرجع هذا الإرتفاع إلى زيادة الأموال الدائمة بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في الأصول غير الجارية على مدى الفترة (2011-2014).

وفيما يخص نسبة التمويل الخاص فقد كانت أكبر من 1 خلال الفترة (2011-2014)، وهذا يدل على أن المجمع قام بتمويل الأصول غير الجارية بواسطة أمواله المملوكة وهي تعتبر الوضعية المثلى بالنسبة للمجمع، وإرتفعت نسبة التمويل الخاص من 1,24 سنة 2011 إلى 1,29 سنة 2012، ومن 1,29 سنة 2012 إلى 1,48 سنة 2013، ويعود هذا إلى زيادة الأموال المملوكة بنسبة أكبر من الزيادة في الأصول غير الجارية، وفي سنة 2014 إنخفضت نسبة التمويل الخاص إلى 1,35 مقارنة بسنة 2013، وبذلك فإن الأموال المملوكة قد زادت بنسبة أقل من الزيادة في الأصول غير الجارية.

كما يمكن ملاحظة أن نسبة الإستقلالية المالية للمجمع كانت أكبر من 1 خلال الفترة (2011-2014) ماعدا سنة 2012، مما يدل على أن الأموال المملوكة للمجمع تغطي ديونه بشكل كلي أي أن المجمع مستقل ماليا خلال السنوات 2011، 2013 و2014، أما في سنة 2012، فقد كانت نسبة الإستقلالية المالية 0,96 وهي أقل من 1، أي وبذلك ففي هذه الحالة فالمجمع يعد غير مستقل ماليا، أي ان الأموال المملوكة خلال هذه السنة لا تغطي كامل ديون المجمع.

أما فيما يتعلق بنسبة المديونية فقد كانت أقل من 0,5 على مدى الفترة (2011-2014)، ماعدا سنة 2012، وسبب إنخفاض نسبة المديونية عن 0,5، يعود إلى أن وزن الديون في الهيكل المالي للمجمع أقل من مجموع الأصول، وهذا من صالح المجمع لانخفاض درجة الخطر المالي، وفي سنة 2012 تجاوزت نسبة المديونية 0,5، وبذلك فإن نسبة الخصوم غير الجارية والجارية أي نسبة الديون في سنة 2012 فاقت مجموع أصول المجمع، وهذا ما سينتج عنه إرتفاع درجة الخطر المالي التي يتعرض لها المجمع.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

ولقد تجاوزت نسبة الملاءة المالية 1 وتميزت بالارتفاع المستمر على طول الفترة (2011-2014)، وهذا يعني أنه يمكن للمؤسسة تغطية خصومها الجارية (ديونها قصيرة الأجل)، ولكن هذا لا يمنع عدم وقوع خزينة المجمع في حالة عدم الملاءة المالية بالنظر لمدة التسديد الممنوحة للزبائن مقارنة بالمدة المعطاة من الموردين.

2-2- نسب السيولة للمجمع

هذه النسب تسمح بالمقارنة بين عناصر الأصول الجارية وعناصر الخصوم الجارية وبذلك فهي تقارن بين السيولة والإستحقاقية مما يساهم في توضيح ظروف التوازن المالي في الأجل القصيرة ومدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها.

الجدول رقم (3-4): نسب السيولة للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

البيان	2011	2012	2013	2014
الأصول الجارية	16116940	18566400	18790834	18584475
الخصوم الجارية	7740687	8933235	8342936	5508313
نسبه السيولة العامه	2,082	2,078	2,25	3,37
الأصول الجارية - المخزونات	9866682	12391015	13256479	12977559
الخصوم الجارية	7740687	8933235	8342936	5508313
نسبه السيولة المختصرة	1,27	1,39	1,59	2,35
الخزينة	5819608	7153519	5413372	5198576
الخصوم الجارية	7740687	8933235	8342936	5508313
نسبه السيولة الفوريه	0,75	0,8	0,65	0,94

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يبين الجدول رقم (3-4)، أن نسبة السيولة العامة قد تعدت 1 على مدى الفترة (2011-2014)، وهذا ما يدل على أن المجمع في وضعية مالية جيدة لكونه يتمتع بسيولة كبيرة تمكنه من مواجهة التزاماته قصيرة الأجل بالاعتماد على أصوله الجارية، وانخفضت نسبة السيولة العامة سنة 2012 بسبب إنخفاض زيادة الأصول الجارية بنسبة أقل من الزيادة الحاصلة في الخصوم الجارية، وبلغت نسبة السيولة العامة أعلى قيمة لها 3,37 سنة 2014، وهذا يعود إلى إرتفاع الأصول الجارية وإنخفاض الخصوم الجارية.

كما أن نسبة السيولة المختصرة قد تجاوزت الحد الأدنى خلال الفترة (2011-2014)، وذلك ما يوضح أن المجمع يملك قدرة كبيرة على تغطية خصومه الجارية (ديونه

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

قصيرة الأجل) إنطلاقاً من أصوله الجارية دون الاعتماد على قيم الاستغلال (المخزونات)، وقد كانت نسبة السيولة المختصرة في زيادة مستمرة، لأن نسبة الزيادة في الأصول الجارية عدا المخزونات أكبر من نسبة الزيادة في الخصوم الجارية على مدى الفترة (2011-2014).

وخلال الفترة (2011-2014) كانت نسبة السيولة الفورية متذبذبة بسبب تذبذب قيم الخزينة، حيث تجاوزت هذه النسبة حدها الأدنى بكثير في السنة الأخيرة وهذا ما يتماشى مع الزيادة المعتبرة في قيمة الخزينة خلال تلك السنة، وارتفعت نسبة السيولة الفورية من 0,75 سنة 2011 إلى 0,8 سنة 2012، ويرجع ذلك إلى ارتفاع في قيمة الخزينة بنسبة أكبر من الزيادة في قيمة الخصوم الجارية، ثم إنخفضت سنة 2013 إلى 0,65 مقارنة سنة 2012، وهذا بسبب انخفاض قيمة الخزينة بنسبة أكبر من نسبة الانخفاض في الخصوم الجارية.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

المبحث الثاني: محددات القرارات المالية وتكلفة تمويل المجمع الصناعي  
صيدال

يتضمن هذا المبحث أربعة مطالب تتناول مختلف القرارات المالية في المجمع ومحدداتها، تكلفة التمويل وقيمة المجمع، حيث خصص المطلب الأول لقرار التمويل في المجمع، فيما تم التعرض في المطلب الثاني لقرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح في المجمع، أما المطلب الثالث ففيه تم التطرق لتقدير تكلفة التمويل وقيمة المجمع والمطلب الرابع خصص لمحددات القرارات المالية للمجمع.

المطلب الأول: قرار التمويل في المجمع الصناعي صيدال

يتم التطرق في هذا المطلب إلى حساب قدرة التمويل الذاتي للمجمع، تركيبة التمويل الذاتي للمجمع ومصادر تمويل المجمع.

1- قدرة التمويل الذاتي للمجمع

تعتبر قدرة التمويل الذاتي على إمكانية المؤسسة على إيجاد مصادر ذاتية لتمويل نشاطها دون اللجوء إلى الغير، والجدول الموالي يوضح قدرة التمويل الذاتي للمجمع.

الجدول رقم (4-4): تطور قدرة التمويل الذاتي للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
1477751	2658147	1965160	2060480	النتيجة الصافية
1130374	1431299	2144929	1488030	مخصصات الإهلاكات والمؤونات
<b>2608125</b>	<b>4089446</b>	<b>4110089</b>	<b>3548510</b>	قدرة التمويل الذاتي
-36,22%	-0,5%	15,82%	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على جداول حسابات النتائج للمجمع.

من خلال الجدول رقم (4-4)، يتبين أن قدرة التمويل الذاتي ذات قيم موجبة خلال الفترة (2011-2014)، ويرجع هذا إلى أن المجمع قد حقق نتيجة صافية موجبة خلال هذه الفترة، وإرتفاع قدرة التمويل الذاتي للمجمع سنة 2012 بنسبة 15,82% مقارنة بسنة 2011، حيث إرتفعت قيمة مخصصات الإهلاكات والمؤونات من 1488030 دج سنة 2011 إلى 2144929 دج سنة 2012، وهذا ما يشير إلى أن المجمع قام بتوسيع إستثماراته وذلك عن طريق إقتناء معدات وآلات جديدة، وفي سنة 2013 إنخفضت قدرة التمويل الذاتي بنسبة 0,5% مقارنة بسنة 2012، إلا أن قدرة التمويل الذاتي إنخفضت في سنة 2014 بنسبة معتبرة 36,22% مقارنة بسنة 2013، وسبب ذلك يتمثل في إنخفاض كل من النتيجة الصافية ومخصصات الإهلاكات والمؤونات.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (2014-1999)

وإنخفاض قدرة التمويل الذاتي سينتج عنها إنخفاض القدرة الأقتصادية للمجمع، بسبب إنخفاض قيمة النتيجة الصافية، ويدل على عدم توسع المجمع في استثماراته خلال سنة 2014.

### 2- تركيبة التمويل الذاتي للمجمع

تمثل قيمة التمويل الذاتي للمجمع الفرق بين قدرة التمويل الذاتي وتوزيعات الأرباح، وبذلك فهي مكونة من مجموع النتيجة الصافية المحتجزة ومخصصات الإهلاكات والمؤونات، والجدول التال يبين قيمة التمويل الذاتي للمجمع.

### الجدول رقم (4-5): تركيبة التمويل الذاتي للمجمع (2014-2011)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
1077751	2258147	1565160	1710480	النتيجة الصافية المحتجزة
1130374	1431299	2144929	1488030	مخصصات الإهلاكات والمؤونات
<b>2208125</b>	<b>3689446</b>	<b>3710089</b>	<b>3198510</b>	قيمة التمويل الذاتي
%-40,15	%-0,56	15,99%	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على جداول حسابات النتائج للمجمع.

من الجدول رقم (4-5)، يتضح أن قيمة التمويل الذاتي عرفت إرتفاعا بنسبة 15,99% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، بسبب إرتفاع مخصصات الإهلاكات والمؤونات، وبالرغم من إرتفاع النتيجة الصافية المحتجزة في سنة 2013، إلا قيمة التمويل الذاتي إنخفضت بنسبة 0,56%، ويمكن تفسير ذلك على أن مخصصات الإهلاكات والمؤونات إنخفضت بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في النتيجة الصافية المحتجزة، أما في سنة 2014، فقد إنخفضت قيمة التمويل الذاتي بنسبة معتبرة 40,15% مقارنة بسنة 2013، ويعود ذلك إلى إنخفاض كل من النتيجة الصافية المحتجزة ومخصصات الإهلاكات والمؤونات.

### 3- مصادر تمويل المجمع

تتكون مصادر التمويل من الأموال المملوكة والخصوم غير الجارية والخصوم الجارية، وستيم التعرض بالتفصيل لمصادر تمويل المجمع خلال فترة الدراسة.

#### 1-3- الأموال المملوكة للمجمع

تتمثل الأموال المملوكة في رؤوس الأموال الخاصة، وتتكون الأموال المملوكة للمجمع حسب النظام المالي المحاسبي الجديد من رأس المال الصادر، علاوات وإحتياطات،

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

فرق إعادة التقدير، فارق المعادلة، النتيجة الصافية، رؤوس الأموال الخاصة الأخرى والفوائد ذات الأقلية.

الجدول رقم (4-6): حجم الأموال المملوكة لمجمع صيدال (2010-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
2500000	2500000	2500000	2500000	راس المال الصادر (الاجتماعي)
11282665	9421690	8767303	7452913	علاوات واحتياطات
218627	435055	645898	900905	فرق إعادة التقدير
778627	556004	/	/	فارق المعادلة
1477751	2658147	1965160	2060480	نتيجة صافية
371301	319161	28874	116850	رؤوس الأموال الخاصه الأخرى
961690	858376	839268	764331	الفوائد ذات الأقلية
<b>17590664</b>	<b>16748436</b>	<b>14746506</b>	<b>13795482</b>	المجموع
5,03%	13,57%	6,89%	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

حسب الجدول رقم (4-6) يتبين أن الأموال الخاصة عرفت نمو خلال الفترة (2010-2014)، وبلغت نسبة النمو بين سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، و13,57% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، ويرجع سبب هذا الارتفاع أساسا إلى وجود ما يسمى بفارق المعادلة لسنة 2013 وانعدامه سنة 2012، إضافة إلى ارتفاع باقي مكونات الأموال الخاصة، ماعدا فرق إعادة التقدير الذي انخفض من 645898000 دج سنة 2012 إلى 435055000 دج سنة 2013، أما في سنة 2014 فكانت نسبة النمو 5,03%، حيث ارتفعت كذلك كل مكونات الأموال الخاصة لسنة 2014 مقارنة بسنة 2013، ماعدا انخفاض فرق إعادة التقدير والنتيجة الصافية.

وبالنسبة لرأس المال الاجتماعي للمجمع فهو تميز بالثبات خلال فترة (2010-2014)، ويتكون رأس المال الاجتماعي للمجمع من 10000000 ملايين سهم عادي، حيث أن 80% منه هي ملك للدولة، ونسبة 20% منه يملكها المساهمون، وتقدر القيمة الاسمية للسهم ب 250 دج، وسيتم التطرق لتغيرات الاسعار السوقية لسهم المجمع فيما بعد.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

وقد منح المجمع أهمية للإحتياطيات، حيث شهدت إرتفاعا مستمر خلال الفترة (2010-2014)، وكانت أعلى نسبة نمو للإحتياطيات سنة 2014، وهي 19,75% مقارنة بسنة 2013، وتعتبر الاحتياطيات من أهم أسباب إرتفاع الأموال المملوكة خلال هذه الفترة، فهي مثلت نسبة 61,48% من قيمة الأموال المملوكة سنة 2010، ونسبة 54,02% من مجموع الأموال المملوكة سنة 2011، كما مثلت الاحتياطيات نسبة 59,45% من مجموع الأموال المملوكة سنة 2012، وفي سنة 2013 بلغت الاحتياطيات نسبة 56,25% من مجموع الأموال المملوكة، أما في سنة 2014 فقد مثلت 64,14% من مجموع الأموال المملوكة، وهذا ما يؤكد على أن الاحتياطيات تعد من أهم المكونات التي ساهمت في إرتفاع مقدار الأموال المملوكة للمجمع.

3-2- الخصوم غير الجارية للمجمع

تعتبر الخصوم غير الجارية عن مجموع الديون الطويلة الأجل، والتي تسدد بعد مدة تفوق السنة، وحسب النظام المحاسبي المالي الجزائري، فإن الخصوم غير الجارية تتضمن: قروض وديون مالية، ضرائب مؤجلة، ديون أخرى جارية والمؤونات والمنتجات المحسوبة مسبقا.

الجدول رقم (4-7): حجم الخصوم غير الجارية للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج.

2014	2013	2012	2011	البيان
3383163	2911046	1851741	1595341	قروض وديون مالية
267823	252388	359962	264218	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)
3456705	493645	/	/	ديون أخرى غير جارية
1381034	1351120	4129700	3882241	مؤونات ومنتجات محسوبة مسبقا
<b>8488726</b>	<b>5008200</b>	<b>6341404</b>	<b>5741800</b>	<b>مجموع الخصوم غير الجارية</b>
69,5%	-21,02%	10,44%	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يتضح من الجدول رقم (4-7) أن الخصوم غير الجارية للمجمع إرتفعت سنة 2012 بنسبة 10,44% مقارنة بسنة 2011، نظرا لارتفاع قيمة كل مكونات الخصوم غير الجارية، وفي سنة 2013 انخفضت الخصوم غير الجارية بنسبة 21,02% مقارنة بسنة 2012، بالرغم من إرتفاع القروض والديون المالية، ووجود ديون أخرى غير جارية، ويعود سبب هذا الانخفاض أساسا إلى إنخفاض قيمة المؤونات والمنتجات المحسوبة مسبقا، من 4129700000 دج سنة 2012 إلى 1351120000 دج سنة 2013، وتسديد

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

المجمع لجزء من الضرائب المؤجلة، أما في سنة 2014 فقد عرفت الخصوم غير الجارية ارتفاعا بنسبة معتبرة 69,5% مقارنة بسنة 2013، حيث إرتفعت كل مكونات الخصوم غير الجارية خاصة الديون الأخرى غير الجارية، فهي زادت من 493645000 دج سنة 2013 إلى 3456705000 دج سنة 2014.

وبما أن الخصوم غير الجارية يعتمد عليها المجمع في تمويل الأصول غير الجارية، فيمكن تفسير إرتفاع الخصوم الجارية خلال سنتي 2012 وخاصة سنة 2014، إلى زيادة المجمع لأصوله غير الجارية الذي يتضمن زيادة الاستثمارات الثابتة للمجمع بغرض رفع الطاقة الانتاجية حسب متطلبات السوق، وبالنسبة لسنة 2013، فإن الخصوم غير الجارية يرجع لقيام المجمع بتسديد جزء من الضرائب المؤجلة، وإنخفاض قيمة المؤونات والمنتجات المحسوبة مسبقا بنسبة كبيرة.

### 3-3- الخصوم الجارية للمجمع

الخصوم الجارية هي الديون قصيرة الأجل والتي تستحق خلال سنة واحدة، وتتكون الخصوم الجارية وفق النظام المحاسبي المالي الجزائري من: الموردون والحسابات الملحقة، ضرائب، ديون أخرى وخزينة الخصوم.

### الجدول رقم (4-8): تطور الخصوم الجارية للمجمع (2010-2014)

الوحدة: 1000 دج.

2014	2013	2012	2011	البيان
1460434	1227878	3250392	3168135	الموردون والحسابات الملحقة
363939	564464	551586	473910	ضرائب
3055762	5818577	3662731	2943656	ديون أخرى
628175	732016	1468524	1154985	خزينة الخصوم
<b>5508313</b>	<b>8342936</b>	<b>8933235</b>	<b>7740687</b>	مجموع الخصوم الجارية
%-33,98	%-6,61	%15,41	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

حسب الجدول رقم (4-8) فإن الخصوم الجارية، والتي تمثل الديون قصيرة الأجل للمجمع، والمتعلقة بدورة الإستغلال، عرفت إرتفاعا بنسبة 15,41% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وهذا يعود إلى إرتفاع كل مكونات الخصوم الجارية، في حين إنخفضت الخصوم الجارية سنة 2013 بنسبة 6,61% مقارنة بسنة 2012، نظرا لانخفاض قيمة كل من الموردون والحسابات الملحقة وخزينة الخصوم، ويفسر ذلك بقيام المجمع بتسديد

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

الموردون، وأيضا في سنة 2014 انخفضت الخصوم الجارية بنسبة معتبرة نوعا ما 33,98% كقارنة بسنة 2013، حيث إنخفضت قيمة كل مكونات الخصوم الجارية ماعدا قيمة الموردون والحسابات الملحقة التي إرتفعت من 1227878 دج سنة 2013 إلى 1464434 دج، وإنخفاض قيمة الخصوم الجارية يدل على أن المجمع قام بتسديد جزء منها في سنة 2014.

### المطلب الثاني: قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح في المجمع

بالنسبة لقرار الإستثمار يتم التعرض للأصول غير الجارية للمجمع والأصول الجارية للمجمع، أما قرار توزيع الأرباح فيتضمن الأرباح الصافية المحققة، الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح، تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع.

#### 1- قرار الاستثمار في المجمع

ويضم قرار الإستثمار؛ الأصول غير الجارية والأصول الجارية للمجمع.

##### 1-1- الأصول غير الجارية للمجمع

تتمثل في الإستثمارات طويلة الأجل، وتتكون الأصول غير الجارية حسب النظام المالي المحاسبي من: فارق الإقتناء والتثبيات المعنوية، التثبيات العينية وتتضمن: أراضي، مباني، التثبيات العينية الأخرى، التثبيات في شكل إمتياز والتثبيات الجارية إنجازها، التثبيات المالية وتتكون من: سندات المعادلة، مساهمات أخرى، سندات أخرى مثبتة، قروض وأصول مالية أخرى غير جارية وضرائب مؤجلة.

والجدول الآتي يبين حجم الأصول الجارية للمجمع خلال الفترة (2011-2014).

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (9-4): حجم الأصول غير الجارية للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
58268	58268	/	/	فارق الإقتناء
12030	13511	20550	28549	التثبيات المعنوية
4514492	4525499	4583697	4574051	اراضي
1762997	1909285	2218566	2207555	مباني
1604049	2003175	2841007	3154758	التثبيات العينية الأخرى
86261	10346	10680	/	التثبيات في شكل إمتياز
2502907	470133	1203233	629850	التثبيات الجاري إنجازها
1846291	1776264	/	/	سندات المعادلة
49030	75281	159137	355434	مساهمات أخرى
/	/	/	/	سندات أخرى مثبته
103321	109092	30169	22578	فروض وأصول ماليه أخرى غير جارية
463577	357881	387701	188252	ضرائب مؤجله على الأصول
<b>13003229</b>	<b>11308739</b>	<b>11454745</b>	<b>11161030</b>	<b>المجموع</b>
%14,98	%-1,27	%2,63	/	نسبه النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يتضح من الجدول رقم (9-4)، أن الخصوم غير الجارية للمجمع إرتفعت بنسبة 2,63% في سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وذلك بسبب توسع المجمع في الاستثمارات حيث أضيفت التثبيات في شكل إمتياز في سنة 2012، أما في سنة 2013، عرفت الأصول غير الجارية إنخفاضا بنسبة 1,27% مقارنة بسنة 2012، بالرغم من وجود فارق الإقتناء وسندات المعادلة، ويعود هذا الإنخفاض إلى إنخفاض قيمة كل مكونات الأصول غير الجارية، وقد يكون ذلك بسبب قيام المجمع بالتنازل عن بعض أصوله، ماعدا القروض والأصول المالية الأخرى غير الجارية التي إرتفعت من 30169000 دج سنة 2012 إلى 109092000 دج سنة 2013، وإرتفعت الأصول غير الجارية سنة 2014 بنسبة 14,98% مقارنة بسنة 2013، حيث إرتفعت خاصة التثبيات الجاري إنجازها من 470130000 دج سنة 2012 إلى 2502907000 دج سنة 2014، وهذا ماساهم في إرتفاع مجموع الأصول غير الجارية سنة 2014.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (10-4): نسبة الأصول غير الجارية من مجموع أصول المجمع  
(2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
13003229	11308739	11454745	11161030	مجموع الأصول غير الجارية
<b>31587704</b>	<b>30099573</b>	<b>30021145</b>	<b>27277970</b>	مجموع الأصول
%41,17	%37,57	%38,15	%40,91	نسبة الأصول غير الجارية من مجموع الأصول

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من خلال الجدول رقم (10-4)، فإن مجموع الأصول غير الجارية لم تتجاوز نصف مجموع أصول المجمع خلال الفترة (2011-2014)، وهذا ما يثبت أن الأصول غير الجارية أقل من الأصول الجارية للمجمع، حيث بلغت الأصول غير الجارية نسبة 40,91% من مجموع الأصول في سنة 2011، وفي سنتي 2012 و2013 كانت نسبة الأصول غير الجارية 38,15% و37,57% من مجموع الأصول على التوالي، ومثلت الأصول غير الجارية نسبة 41,17% من مجموع الأصول في سنة 2014 وهي أعلى نسبة لها مقارنة بباقي السنوات.

### 1-2- الأصول الجارية للمجمع

وتتمثل الأصول الجارية في الأصول المتداولة الخاصة بدورة الاستغلال، وتبعا للنظام المحاسبي المالي فهي تتضمن: المخزونات والمنتجات قيد التنفيذ، حسابات دائنة وإستعمالات مماثلة، زبائن، مدينون آخرون، ضرائب، أصول جارية أخرى، قيم جاهزة وما يماثلها، توظيفات وأصول مالية أخرى جارية والخزينة.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-11): تطور الأصول الجارية للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
5606916	5534355	6175385	6250258	المخزونات والمنتوجات قيد التنفيذ
/	/	/	/	حسابات دائنه وإستعمالات مماثلة
3448794	3830960	4694957	3858127	زبائن
1036790	1865186	353436	54920	مدينون آخرون
256042	115898	170458	115389	ضرائب
18795	12500	/	/	أصول جارية أخرى
/	/	/	/	قيم جاهزة ومايمثلها
3018559	2018559	18642	18636	توظيفات وأصول مالية أخرى جارية
5198576	5413372	7153519	5819608	الخزينة
<b>18584475</b>	<b>18790834</b>	<b>18566400</b>	<b>16116940</b>	المجموع
%-1,1	%1,21	%15,2	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

وفقا للجدول رقم (4-11)، يتبين أن الأصول الجارية للمجمع قد إرتفعت بنسبة 15,2% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وذلك بسبب إرتفاع كل مكونات الأصول الجارية خاصة قيمة المدينون الآخرون التي إرتفعت من 54920000 دج سنة 2011 إلى 353436000 دج سنة 2012، ماعدا إنخفاض في قيمة المخزونات والمنتوجات قيد التنفيذ، وفي سنة 2013 عرفت الأصول الجارية إرتفاع طفيف بنسبة 1,21% مقارنة بسنة 2012، وإنخفضت الأصول الجارية في سنة 2014 بنسبة 1,1% مقارنة بسنة 2013، بسبب إنخفاض قيمة الزبائن والمدينون الآخرون.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-12): نسبة الأصول الجارية من مجموع أصول المجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
18584475	18790834	18566400	16116940	مجموع الأصول الجارية
31587704	30099573	30021145	27277970	مجموع الأصول
%58,83	%62,43	%61,84	%59,08	نسبة الأصول الجارية من مجموع الأصول

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يتبين من الجدول رقم (4-12)، بأن الأصول الجارية تجاوزت نصف مجموع أصول المجمع خلال الفترة (2011-2014)، وهذا ما يشير إلى الأصول الجارية تفوق الأصول غير الجارية في هيكل أصول المجمع، وكانت أقل نسبة للأصول الجارية من مجموع الأصول 58,83% سنة 2014، فيما بلغت أعلى نسبة لها في سنة 2013، حيث مثلت ما يقارب 62,43% من مجموع الأصول الجارية ومقارنة مع باقي السنوات.

## 2- قرار توزيع الأرباح في المجمع

يتم التطرق للارباح الصافية المحققة، الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح، تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع.

### 2-1- الأرباح الصافية المحققة

تمثل الأرباح الصافية النتيجة الصافية المحققة من المجمع، وسيتم عرض النتيجة الصافية المحققة، الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح.

الجدول رقم (4-13): الأرباح الصافية المحققة من قبل المجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
1477751	2658147	1965160	2060480	النتيجة الصافية المحققة
%-44,41	%35,26	%-4,63	/	نسبة النمو
1077751	2258147	1565160	1710480	الأرباح المحتجزة
%-52,27	%44,27	%-8,49	/	نسبة النمو
400000	400000	400000	/	توزيعات الأرباح
%0	%0	%0	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

حسب الجدول رقم (4-13)، يتضح أن النتيجة الصافية التي حققها المجمع هي موجبة على مدى الفترة (2011-2014)، وقد إنخفضت قيمتها في سنة 2012 بنسبة 4,63% مقارنة بسنة 2013، ثم عرفت في سنة 2013 إرتفاعا بنسبة 35,26% مقارنة بسنة 2012، وهذا الإرتفاع من صالح المجمع حيث سيرفع من قدرته على التمويل الذاتي وإستغلال الفرص الإستثمارية المتاحة، ولكن في سنة 2014 إنخفضت بنسبة معتبرة 44,41% مقارنة بسنة 2013.

وبالنسبة للأرباح المحتجزة والتي تمثل الفرق بين النتيجة الصافية المحققة وتوزيعات الأرباح، فقد إنخفضت بنسبة 8,49% في سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وذلك لإنخفاض النتيجة الصافية المحققة في سنة 2012، أما في سنة 2013 فقد إرتفعت الأرباح المحتجزة لدى المجمع بنسبة معتبرة 44,27% مقارنة بسنة 2012، ويرجع هذا إلى إرتفاع قيمة النتيجة الصافية المحققة في سنة 2013، ثم إنخفضت قيمة الأرباح المحتجزة سنة 2014 بنسبة معتبرة 52,27% مقارنة بسنة 2013، وهذا بسبب إنخفاض النتيجة الصافية المحققة سنة 2014.

ويلجأ المجمع للأرباح المحتجزة بغرض تمويل إستثماراته ومشاريعه، من خلال عمليات التوسع وتسديد إلتزاماته.

وفيما يخص توزيعات الأرباح التي قام المجمع بتوزيعها على المساهمين، فهي ثابتة على طول الفترة (2011-2014)، وتعبر هذه التوزيعات عن الفرق بين النتيجة الصافية المحققة والأرباح المحتجزة، ويدل ثبات توزيعات الأرباح على أن المجمع قد إتبع سياسة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

توزيع مستقرة خلال الفترة (2011-2014) بالرغم من إنخفاض النتيجة الصافية المحققة  
خلال سنتي 2012 و2014.

## 2-2- الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح

يوضح الجدول الآتي نسبة كل من الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح من النتيجة  
الصافية المحققة.

الجدول رقم (4-14): نسبة الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح من النتيجة الصافية

### للمجمع (2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
1477751	2658147	1965160	2060480	النتيجة الصافية المحققة
1077751	2258147	1565160	1710480	الأرباح المحتجزة
%72,93	%84,95	%79,65	%83,01	نسبة الأرباح المحتجزة من النتيجة الصافية
400000	400000	400000	350000	توزيعات الأرباح
%27,07	%15,05	%20,35	%16,99	نسبة توزيعات من النتيجة الصافية

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من الجدول رقم (4-14)، يتبين أن الأرباح المحتجزة للمجمع تشكل أكثر من نصف  
النتيجة الصافية المحققة خلال الفترة (2011-2014)، وكانت أعلى نسبة لها سنة 2013  
حيث تجاوزت نسبة 84% من النتيجة الصافية المحققة، وهذا ما يؤكد على أن المجمع قد

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

أعطى أهمية كبيرة للأرباح المحتجزة، التي يعتمد عليها كمصدر التمويل الذاتي، على عكس توزيعات الأرباح التي مثلت نسب لم تتجاوز 30% من النتيجة الصافية المحققة على مدى الفترة (2011-2014)، وعليه فالمجمع يحتجز جزء كبير من النتيجة الصافية التي يحققها، ويمنح توزيعات للمساهمين تمثل نسبة قليلة مقارنة بالأرباح المحتجزة.

2-3- تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع

بما أن توزيعات الأرباح تمنح للمساهمين على الأسهم التي يمتلكونها، وبذلك سيتم الإشارة إلى تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع، وذلك بالمقارنة بين أسعار السهم عند الإغلاق من كل سنة مقارنة مع تغيرات توزيعات الأرباح التي قام المجمع بتوزيعها ضمن الجدول الموالي.

الجدول رقم (15-4): تغيرات الأسعار السوقية لسهم المجمع (2011-2014)

الوحدة: 1 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
560	450	620	715	الأسعار السوقية للسهم
%24,44	%-27,42	%-13,29	/	نسبة التغير

المصدر: موقع بورصة الجزائر. <http://www.sgbv.dz/ar/>

من خلال الجدول رقم (15-4)، يتضح أن أسعار الإغلاق السوقية للسهم عرفت إنخفاضا خلال سنة 2012 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2011 بنسبة 13,29%، وإنخفاضا بنسبة 27,42% سنة 2013 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2012، ثم إرتفع السعر السوقي لسهم المجمع بنسبة 24,44% سنة 2014 مقارنة بسعر الإغلاق لسنة 2013.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

المطلب الثالث: تقدير تكلفة التمويل وقيمة المجمع

تقدير تكلفة تمويل المجمع يكون بتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل التي ترتبط بتكلفة الأموال المملوكة وتكلفة الديون، أما قيمة المجمع فيتم تقديرها بعدة طرق، وهذا المطلب يتضمن تقدير تكلفة تمويل المجمع وتقدير قيمة المجمع.

أولاً: تكلفة تمويل المجمع

يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عبر عدة خطوات حيث ينبغي تقدير تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وتقدير تكلفة ديون المجمع.

1- تقدير تكلفة الأموال المملوكة للمجمع

يمكن تقدير تكلفة الأموال المملوكة للمجمع بطريقتين وهما: طريقة القيمة الدفترية وطريقة القيمة السوقية.

1-1- تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها الدفترية

تعطى تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها الدفترية بالعلاقة الآتية:

$$K_E = \frac{\text{قيمة التوزيعات}}{\text{قيمة الأموال المملوكة}}$$

الجدول رقم (4-16): تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها الدفترية

(2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان
400000	400000	400000	350000	قيمة التوزيعات
17590664	16748436	14746506	13795482	قيمة الأموال المملوكة الوحدة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

				1000 دج
2,27%	2,39%	2,71%	2,54%	تكلفة الأموال المملوكة

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

الجدول رقم (4-16)، يبين تكلفة الأموال المملوكة للمجمع (2011-2014) وفق طريقة القيمة الدفترية للأموال المملوكة، حيث اعتمدت هذه الطريقة على قيمة توزيعات الأرباح الكلية المخصصة للمساهمين في نهاية كل سنة، وعلى القيمة الدفترية للأموال المملوكة في الميزانيات المحاسبية للمجمع، وكانت قيم التكلفة الأموال المملوكة متقاربة، وارتفعت تكلفة الأموال المملوكة من 2,54% سنة 2011 إلى 2,71% سنة 2012، ويعود هذا الارتفاع إلى ارتفاع قيمة توزيعات الأرباح بنسبة 14,29% وهي نسبة أكبر من نسبة الارتفاع في قيمة الأموال المملوكة 6,89%، ثم إنخفضت إلى 2,39% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، بسبب ارتفاع قيمة الأموال المملوكة لسنة 2013 بنسبة 13,58% مقارنة بقيمة الأموال المملوكة لسنة 2012، كما إنخفضت تكلفة الأموال المملوكة لسنة 2014 إلى 2,27% مقارنة بسنة 2013، بالرغم من ثبات قيمة توزيعات الأرباح، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى ارتفاع قيمة الأموال المملوكة لسنة 2014 بنسبة 5,03% مقارنة بقيمة الأموال المملوكة لسنة 2013.

### 1-1- تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها السوقية

يمكن التعبير عن تكلفة الأموال المملوكة حسب قيمتها السوقية بالعلاقة التالية:

$$K_{EM} = \frac{\text{توزيعات السهم الواحد}}{\text{سعر السهم عند الإغلاق}} = \frac{DIV}{P}$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-17): تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها السوقية

(2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان
40	40	40	35	توزيعات السهم الواحد
560	450	620	715	سعر السهم عند الإغلاق
%7,14	%8,89	%6,45	%4,89	تكلفة الأموال المملوكة

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر.

يتضمن الجدول رقم (4-17) تكلفة الأموال المملوكة للمجمع خلال الفترة (2011-2014) حسب طريقة القيمة السوقية لهذه الأموال، وتم الاعتماد على توزيعات الأرباح للسهم الواحد وأسعار الإغلاق للسهم، فيما عرفت تكلفة الأموال المملوكة إرتفاعا من %4,89 سنة 2011 إلى %6,45 سنة 2012، بسبب إرتفاع توزيعات السهم الواحد بنسبة %14,28 سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، وإنخفاض سعر الاغلاق من 715 دج سنة 2011 إلى 620 دج سنة 2012، وبالرغم من ثبات توزيعات الأرباح للسهم الواحد لسنة 2013 مقارنة بسنة 2012، فقد إستمرت تكلفة الأموال المملوكة بالزيادة إلى %8,89 سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وذلك يرجع لإستمرار إنخفاض سعر السهم عند الاغلاق بالانخفاض من 620 دج سنة 2012 إلى 450 دج سنة 2013، ونظرا لإرتفاع سعر السهم عند الاغلاق من 450 دج سنة 2013 إلى 560 دج سنة 2014، هذا ما أدى إلى إنخفاض تكلفة الأموال المملوكة من %8,89 سنة 2013 إلى %7,14 سنة 2014.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

2- تقدير تكلفة ديون المجمع

يرمز لتكلفة الديون قبل استبعاد الوفورات الضريبية بالرمز  $K_d$  ويرمز لتكلفة الديون بعد استبعاد الوفورات الضريبية بالرمز  $K_{cd}$ .

الجدول رقم (4-18): تكلفة ديون المجمع (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
1,85%	4,42%	3,55%	3,5%		تكلفة الديون
1,39%	3,32%	2,66%	2,62%		تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يوضح الجدول رقم (4-18) تكلفة ديون المجمع بعد إستبعاد الوفورات الضريبية خلال الفترة (2011-2014)، حيث أن هذه التكلفة تميزت بالثبات عند 2,66% لسنة 2013 وهي تقريبا نفس تكلفة الديون لسنة 2012، في حين عرفت تكلفة الديون ارتفاعا من 2,66% سنة 2013 إلى 3,32% سنة 2013، وذلك بسبب إنخفاض قيمة الخصوم غير الجارية من 6341404296 دج سنة 2012 إلى 5008200602 دج سنة 2013، وفي سنة 2014 إنخفضت تكلفة ديون المجمع من 3,32% سنة 2013 إلى 1,39% سنة 2014، حيث إنخفضت المصاريف المالية من 221326017 دج سنة 2013 إلى 157011457 دج سنة 2014، وإرتفاع قيمة الخصوم غير الجارية من 5008200602 دج سنة 2013 إلى 8488726650 دج سنة 2014.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

3- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للمجمع

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالعلاقة الآتية:

$$wacc = K_e \frac{E}{E + D} + K_{cd} \frac{D}{E + D}$$

ويتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للمجمع بالقيم الدفترية للأموال المملوكة وبالقيم السوقية للأموال المملوكة.

3-1- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للمجمع بالقيم الدفترية للأموال المملوكة

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب القيم الدفترية للأموال المملوكة المتواجدة بميزانيات المجمع.

الجدول رقم (19-4): تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالقيم الدفترية

لأموال المملوكة

2014	2013	2012	2011	البيان
%67	%77	%70	%71	
%33	%23	%30	%29	
%2,27	%2,39	%2,71	%2,54	$K_E$
%1,39	%3,32	%2,66	%2,62	$K_{CD}$
%1,98	%2,6	%2,69	%2,57	

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

يبين الجدول رقم (4-19) التكلفة المتوسطة المرجحة بأوزان مصادر تمويل المجمع بالقيم الدفترية للأموال المملوكة على مدى الفترة (2011-2014)، وكانت قيم هذه التكلفة متقاربة فيما بينها، فقد إرتفعت إلى 2,69% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، ويعود ذلك لإرتفاع تكلفة الأموال المملوكة من 2,54% سنة 2011 إلى 2,71% سنة 2012، وزيادة طفيفة لتكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية حيث إرتفعت من 2,62% سنة 2011 إلى 2,66% سنة 2012، ثم إنخفضت التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل إلى 2,6% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، فالبرغم من إرتفاع تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية بنسبة أكبر من معدل الانخفاض في تكلفة الأموال المملوكة، إلا أن وزن الديون كان أقل من وزن الأموال المملوكة في الهيكل المالي للمجمع في سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وأيضاً في سنة 2014 استمرت التكلفة المرجحة للتمويل بالانخفاض من 2,6% سنة 2013 إلى 1,98% سنة 2014، وهذا الانخفاض سببه إنخفاض طفيف في تكلفة الأموال المملوكة بنسبة 5%، ومن جهة أخرى إنخفاض معتبر في تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية، حيث إنخفضت من 3,32% إلى 1,39%.

### 3-2- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل للمجمع بالقيم السوقية للأموال المملوكة

يتم أخذ القيم السوقية للأموال المملوكة بعين الإعتبار في هذا العنصر.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (20-4): تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالقيم السوقية

للأموال المملوكة

2014	2013	2012	2011	البيان
%67	%77	%70	%71	
%33	%23	%30	%29	
%7,14	%8,89	%6,45	%4,89	$K_E$
%1,39	%3,32	%2,66	%2,62	$K_{CD}$
%5,24	%7,61	%5,3	%4,23	

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من خلال الجدول رقم (20-4) تتضح قيم التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالقيم السوقية للأموال المملوكة للمجمع خلال الفترة (2011-2014)، فقد إرتفعت التكلفة المتوسطة المرجحة من %4,23 إلى سنة 2011 إلى %5,3 سنة 2012، ويتمثل سبب هذا الإرتفاع أساسا إرتفاع تكلفة الأموال المملوكة من %4,89 سنة 2011 إلى %6,45 سنة 2012، وتواصلت التكلفة بالإرتفاع إلى %7,61 سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، حيث إرتفعت كل من تكلفة الأموال المملوكة من %6,45 سنة 2012 إلى %8,89 سنة 2013، وإرتفعت تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية من %2,66 سنة 2012 إلى %3,32 سنة 2013، وعرفت التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل إنخفاضا سنة 2014

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

مقارنة بسنة 2013 إلى 5,24%، وذلك بإنخفاض كل من تكلفة الأموال المملوكة وتكلفة الديون لسنة 2014 مقارنة بسنة 2013.

ثانياً: تقدير قيمة المجمع

تختلف طرق تقدير قيمة المؤسسة، وسيتم تقدير قيمة المجمع وفق مدخل التدفقات النقدية.

1- تقدير قيمة المجمع وفق مدخل التدفقات النقدية

يمكن تقدير قيمة المجمع حسب مدخل التدفقات النقدية بطريقتين: طريقة رسمة الأرباح بمضاعف الربحية وطريقة رسمة توزيعات الأرباح.

1-1- طريقة رسمة الأرباح بمضاعف الربحية

يمثل مضاعف الربحية نسبة ربح السهم الواحد إلى سعره السوقي عند الإغلاق في كل سنة، ويعطى مضاعف الربحية (PER) وفق الصيغة الآتية:

$$PER = \frac{\text{السعر السوقي للسهم في نهاية السنة}}{\text{ربح السهم الواحد}}$$

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{الربح الصافي} \times \text{مضاعف الربحية}$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-21): قيمة المجمع حسب طريقة رسملة الأرباح بمضاعف الربحية

(2014-2011)

2014	2013	2012	2011	البيان
1477751000	2658147000	1965160000	2060480000	الربح الصافي
10000000	10000000	10000000	10000000	عدد الأسهم
147,7751	265,8147	196,516	206,048	ربح السهم الواحد
560	450	620	715	السعر السوقي للسهم
3,79	1,69	3,15	3,47	مضاعف الربحية (PER)
5600676290	4492268430	6190254000	7149865600	قيمة المجمع
%24,67	%-27,43	%-13,42	/	نسبة النمو

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع وموقع بورصة الجزائر.

من خلال الجدول رقم (4-21)، وحسب طريقة رسملة الأرباح بمضاعف الربحية فإن القيمة السوقية للمجمع مساوية كذلك لعدد الأسهم مضروبا في السعر السوقي للسهم، وقد إنخفضت القيمة السوقية للمجمع في سنة 2012 بنسبة 13,42 مقارنة بسنة 2011، ويرجع سبب الانخفاض إلى انخفاض مضاعف الربحية بسبب انخفاض الربح الصافي من 2060480000 دج سنة 2011 إلى 1965160000 دج سنة 2012، وكذلك إنخفاض السعر السوقي للسهم من 715 دج سنة 2011 إلى 620 دج سنة 2012، كما إنخفضت بنسبة 27,43% سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، حيث إنخفض مضاعف الربحية من 3,15 إلى 1,69 سنة 2013، بسبب إرتفاع الربح الصافي لسنة 2013 وإنخفاض السعر السوقي للسهم من 620 دج سنة 2012 إلى 450 دج سنة 2013، وفي سنة 2014

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

ارتفعت القيمة السوقية للمجمع بنسبة 24,67% مقارنة بسنة 2013، وهذا بسبب ارتفاع مضاعف الربحية من 1,69 إلى 3,79 بسبب انخفاض الربح الصافي، وارتفاع السعر السوقي للسهم من 450 دج سنة 2013 إلى 560 دج سنة 2014

1-2- تقدير قيمة المجمع برسملة توزيعات أرباحه

تعتمد هذه الطريقة على معامل الرسملة بالقيمة السوقية والقيمة الدفترية، والذي بدوره يحسب بعد إيجاد تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها السوقية وقيمتها الدفترية.

الجدول رقم (4-22): قيمة المجمع حسب طريقة رسملة توزيعات الأرباح

(2011-2014)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
400000	400000	400000	350000	قيمة التوزيعات
0	0,	0	0,	معامل الرسملة بالقيمة السوقية للأموال المملوكة
0,	0,	0,	0,	معامل الرسملة بالقيمة الدفترية للأموال المملوكة
5600000	4500000	6200000	7150000	القيمة السوقية للمجمع
17590664	16748436	14746506	13795482	القيمة الدفترية للمجمع

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يتبين من الجدول رقم (4-22)، أن القيمة السوقية للمجمع وفقا لطريقة رسملة توزيعات أرباح المجمع بمعامل الرسملة بالقيمة السوقية، مساوية لعدد الأسهم مضروبا في السعر السوقي لسهم المجمع، وعليه فالقيمة السوقية للمجمع تتحدد وفق تغيرات السعر السوقي للسهم، حيث إنخفضت في سنة 2012 من 7150000000 دج سنة 2011 إلى 6200000000 دج سنة 2012، بسبب انخفاض معامل الرسملة بالقيمة السوقية، ويعود ذلك إلى ارتفاع تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها السوقية، وإنخفاض السعر السوقي للسهم، ونفس التفسير فيما يتعلق بإنخفاض القيمة السوقية للمجمع سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وارتفعت القيمة السوقية للمجمع من 4500000000 دج سنة 2013 إلى

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

5600000000 دج سنة 2014، وسبب الإرتفاع هو إرتفاع السعر السوقي للسهم، وإرتفاع معامل الرسملة بالقيمة السوقية بسبب إنخفاض تكلفة الأموال المملوكة وفق قيمتها السوقية، اما القيمة الدفترية للمجمع وحسب طريقة معامل الرسملة بالقيمة الدفترية للأموال المملوكة، فهي مساوية للقيمة الدفترية للأموال المملوكة للمجمع، وعرفت القيمة الدفترية للمجمع إرتفاع مستمر على مدى الفترة (2011-2014)، حيث يرجع هذا الإرتفاع إلى الزيادة المستمرة في قيمة الأموال المملوكة خلال الفترة (2011-2014).

### المطلب الرابع: محددات القرارات المالية للمجمع

سيتم التطرق لبعض محددات القرارات المالية للمجمع، وذلك بالتعرض لبعض محددات قرار التمويل، مخاطر الأعمال كمحدد قرار الإستثمار ومعدلات النمو كمحدد لقرار توزيع الأرباح في المجمع.

#### 1-محددات قرار التمويل في المجمع

توجد عدة محددات لقرار التمويل وسيتم الإكتفاء بالتطرق للمردودية الإقتصادية والمردودية المالية، نسبة الرفع المالي والضريبة.

#### 1-1-المردودية ونسبة الرفع المالي

تتضمن المردودية كل من المردودية الإقتصادية والمالية أما نسبة الرفع المالي فتتعلق بمجموع ديون المجمع ومجموع الخصوم.

#### 1-1-1-المردودية الإقتصادية والمالية للمجمع

يتم حساب كل من المردودية الإقتصادية والمردودية المالية للمجمع وكذا أثر الرفع المالي، والجدول التالي يوضح المردودية الإقتصادية والمالية للمجمع وأثر الرفع المالي خلال الفترة 2011-2014.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-23): المردودية الاقتصادية والمالية للمجمع وأثر الرفع المالي

(2014-2011)

2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
%4,22	%7,89	%6,86	%7,77		المردودية الاقتصادية
%79	%80	%103	%98		نسبة الإستدانة
%6,46	%11,55	%11,22	%12,81		المردودية المالية
%2,83	%4,57	%4,23	%5,14		أثر الرفع المالي

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يبين الجدول رقم (4-23) المردودية الاقتصادية والمردودية المالية وكذلك أثر الرفع المالي للمجمع خلال الفترة (2014-2011)، فالنسبة للمردودية الاقتصادية فقد إنخفضت من %7,77 سنة 2011 إلى %6,86 سنة 2012، وذلك بسبب إنخفاض نتيجة العمليات وارتفاع مجموع الأصول لسنة 2012 مقارنة بسنة 2011، ثم إرتفعت المردودية الاقتصادية للمجمع في سنة 2013 إلى %7,89 مقارنة بسنة 2012، حيث إرتفعت نتيجة العمليات في سنة 2013 بنسبة %16,9 مقارنة بسنة 2012، وهي نسبة أكبر من نسبة الزيادة في مجموع الأصول سنة 2013 الذي إرتفع بنسبة %0,26 مقارنة بسنة 2012، وأدى إنخفاض كل من نتيجة العمليات والمصاريف المالية وارتفاع مجموع الأصول في سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، إلى أنخفاض معدل المردودية الاقتصادية من %7,89 سنة 2013 إلى %4,22 سنة 2014، حيث انخفضت نتيجة العمليات سنة 2014 بنسبة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

45,06% مقارنة بنتيجة العمليات سنة 2013، وإنخفاض المصاريف المالية سنة 2014  
بنسبة 29,06% مقارنة بسنة 2013.

أما المردودية المالية للمجمع فقد عرفت نفس التغيرات الي شهدتها معدلات  
سنة % سنة 2011 إلى 11,22% المردودية الاقتصادية، فقد انخفضت من 12,81  
حيث  $\left[ \frac{D}{E} \times (R_e - k_{cd}) \right]$  2012، بسبب انخفاض المردودية الاقتصادية وإنخفاض قيمة  
سنة 2012، وإرتفع % سنة 2011 إلى 4,33% انخفضت قيمة هذه الأخيرة من 5,047  
مقارنة بسنة 2012، ويعود ذلك إلى %معدل المردودية المالية سنة 2013 إلى 11,55  
سنة 2013، أما % سنة 2012 إلى 7,89% ارتفاع معدل المردودية الاقتصادية من 6,86  
سنة 2013 % في سنة 2014 فقد انخفضت المردودية المالية انخفاضا معتبرا من 11,55  
% سنة 2014، وذلك يرجع لانخفاض المردودية الاقتصادية بنسبة 46,51% إلى 6,46  
سنة % من  $K_{CD} - D/E (R_E)$  3,66 (سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، وانخفاض قيمة  
سنة 2014 % 2013 إلى 2,24

ويعبر أثر الرفع المالي عن الفرق بين معدل المردودية المالية وتكلفة الديون بعد  
إستبعاد الوفورات الضريبية، وعرف أثر الرفع المالي للمجمع خلال الفترة (2010-  
2014) تغيرات توافقت مع تغيرات معدلات المردودية المالية للمجمع، ونظرا لانخفاض  
معدل المردودية المالية بنسبة 12,41% سنة 2012 مقارنة بسنة 2011 وهي نسبة أكبر  
من نسبة الارتفاع في تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية، فقد انخفض أثر الرفع  
المالي من 5,14% سنة 2012 إلى 4,23% سنة 2013، ثم إرتفع سنة 2013 أثر المالي  
إلى 4,57% مقارنة بمعدل 4,23% سنة 2012، وهذا بسبب إرتفاع معدل المردودية  
المالية ومعدل تكلفة الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية سنة 2013 مقارنة بسنة  
2012، وانخفض أثر الرفع المالي سنة 2014 إلى 2,83% مقارنة بمعدل 4,57% سنة  
2014، حيث إنخفاض معدل المردودية المالية بنسبة 44,09% وكذلك انخفض معدل تكلفة  
الديون بعد إستبعاد الوفورات الضريبية بنسبة 58,13% سنة 2014 مقارنة بسنة 2013.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

1-1-2- نسبة الرفع المالي للمجمع

وتعطى نسبة الرفع المالي بالعلاقة الموالية:

$$\text{Ratio de levier financier} = \frac{\sum D}{\sum Passif}$$

ويوضح الجدول التالي نسبة الرفع المالي للمجمع خلال الفترة 2014-2011:

الجدول رقم (24-4): نسب الرفع المالي للمجمع خلال الفترة (2014-2011)

الوحدة: 1000 دج

2014	2013	2012	2011	البيان
13997039	13351136	15274639	13482487	مجموع الديون
31587704	30099573	30021145	27277970	مجموع الخصوم
%44,31	%44,36	%50,88	%49,43	نسبة الرفع المالي

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يلاحظ من خلال الجدول رقم (24-4) إرتفاع نسبة الرفع المالي للمجمع من 49,43% سنة 2011 إلى 50,88% سنة 2012، ويعود هذا الإرتفاع إلى إرتفاع مجموع الديون ومجموع الخصوم للمجمع من سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، ثم إنخفضت نسبة الرفع للمجمع من 50,88% سنة 2012 إلى 44,36% سنة 2013 بسبب إنخفاض مجموع الديون للمجمع سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، وبالنسبة لسنة 2014 فيمكن القول أن نسبة الرفع المالي ظلت تقريبا ثابتة مقارنة بنسبة الرفع المالي لسنة 2013، وذلك بسبب إرتفاع مجموع الديون بنسبة 4,84% سنة 2014 مقارنة بسنة 2013، وكذلك إرتفاع مجموع الخصوم بنسبة 4,94% سنة 2014 مقارنة بسنة 2013 وهي نسبة متقاربة من نسبة إرتفاع مجموع الديون.

1-2- الضريبة

لإبراز أثر الضريبة على قرار التمويل بالمجمع سيتم الإعتماد على المقياسين المذكورين في الفصل الأول من الأطروحة.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

1-2-1- الضريبة وفق مقياس Sorensen & Kim

يرتبط هذا المقياس بالضريبة على الأرباح ونتيجة العمليات للمجمع، والجدول التالي يوضح تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق المقياس المذكور:

الجدول رقم (4-25): تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق مقياس

(2014-2011) Sorensen & Kim

2014	2013	2012	2011	البيان
309812	500440	225135	431623	الضرائب المدفوعة على الأرباح T
1618736	2946399	2521790	2624059	نتيجة العمليات
%19	%17	%9	%16	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

يوضح الجدول رقم (4-25) مدى تأثير الضريبة على الأرباح على قرار التمويل

للمجمع وفق مقياس Sorensen & Kim على مدى الفترة (2014-2011)، الذي تضمن متغيرين وهما الضرائب المدفوعة على الأرباح ونتيجة العمليات، فكما سبق الإشارة في الفصل الثاني من الأطروحة، أنه في ظل وجود أرباح على الضريبة ينبغي على المؤسسة تعظيم حجم الديون من أجل الاستفادة القصوى من ميزات الضريبة، مما يشجع المؤسسة على زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي مع مراعاة مخاطر الافلاس، وهذا ما يشير إلى أهمية الضريبة على الأرباح في التأثير على قرار التمويل، وبالنسبة للمجمع فقد كانت نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة متقاربة خلال الفترة (2014-2011)، ما عدا سنة 2012 فقد انخفضت إلى 9% مقارنة بنسبة 16% سنة 2011،

حيث انخفضت قيمة الضرائب المدفوعة على الأرباح سنة 2012 بنسبة 47,84% مقارنة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

بسنة 2011، كما انخفضت نتيجة العمليات من 2624059 دج سنة 2011 إلى 2521790 دج سنة 2012.

### 1-2-2- الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels

يتعلق هذا المقياس بالميزات الضريبية التي ترتبط بقيمة الإهلاكات الإجمالية ومجموع الأصول ولا علاقة لها بالديون، والجدول التالي يوضح تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق المقياس المذكور:

الجدول رقم (4-26): تأثير الضريبة على قرار التمويل وفق مقياس

#### (2014-2011) Titman & Wessels

2014	2013	2012	2011	البيان
1130374	1431299	2144929	1488030	قيمة الإهلاكات الإجمالية
31587704	3099573	30021145	27277970	مجموع الأصول
%4	%5	%7	%5	أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

من خلال الجدول رقم (4-26)، تتبين أهمية الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالديون للمجمع خلال الفترة (2014-2011) وفق المقياس Titman & Wessels، حيث تم الاعتماد على قيمة الإهلاكات الإجمالية ومجموع الأصول، وتميزت النسب المعبرة عن أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون بالانخفاض على طول الفترة (2011-2014)، وهذا ما يدل على أن الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالإستدانة قليلة مقارنة بالميزات الضريبية التي لها علاقة بالإستدانة، حيث كانت نسب الميزات الضريبية التي لا

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

علاقة لها بالديون أقل من نسب الضريبة على الأرباح من نتيجة العمليات على مدى الفترة (2011-2014) وهذا ما يشير إلى أهمية وجود الضريبة في التأثير على قرار التمويل للمجمع، وعليه فالضريبة تعد محدد لقرار التمويل للمجمع.

2- مخاطر الأعمال كمحدد لقرار الإستثمار في المجمع

سيتم إعتبار مخاطر الأعمال كمحدد لقرار الإستثمار في المجمع، والجدول التالي يوضح يوضح قياس مخاطر الأعمال في المجمع:

الجدول رقم (27-4): قياس مخاطر الأعمال للمجمع (2011-2014)

الوحدة: بالنسبة للمبالغ 1 مليون دج

2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
1618	2946	2521	2624	/	نتيجة العمليات (الربح قبل الفائدة والضريبة)
2427	2427	2427	2427		المتوسط الحسابي لنتائج العمليات
(809)	519	94	197		الفروق بين قيم نتيجة العمليات ووسطها الحسابي
654481	269361	8836	38809		مربعات الفروق بين قيم نتيجة العمليات ووسطها الحسابي
971487	971487	971487	971487		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة العمليات ووسطها الحسابي
323829	323829	323829	323829	√	تباين نتيجة العمليات
569					الانحراف المعياري لنتيجة العمليات
35%	19%	23%	22%		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لكل سنة

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع.

الجدول رقم (27-4) يتضمن قياس لمخاطر الأعمال للمجمع خلال الفترة (2011-2014)، ويمكن ملاحظة أن نتائج العمليات المحققة للمجمع كانت إيجابية على طول الفترة (2011-2014)، وهذا مايدل على أن مخاطر الأعمال للمجمع ليست كبيرة خلال هذه الفترة، حيث تم التوصل وبعد مجموعة من الخطوات لقيمة الانحراف المعياري لنتيجة العمليات على مدى الفترة المدروسة، وكانت قيمته 569 مليون دينار جزائري، وفيما يخص نسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات للمجمع لكل سنة على مدى الفترة (2011-2014)، والتي تعكس وتعبّر عن مخاطر الأعمال للمجمع، فقد كانت مابين 19% و 23% خلال السنوات من 2011 إلى 2013، ثم ارتفعت إلى 35% سنة 2014، وهذا الارتفاع يعود لانخفاض نتيجة العمليات للمجمع سنة 2014 بنسبة 45,08% مقارنة بسنة 2013.

وتعد نسب الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لكل سنة للمجمع والتي تعكس مخاطر الأعمال خلال الفترة المدروسة مقبولة إلى حد ما لأن نتائج العمليات المحققة كانت إيجابية، ولكن الزيادة المعتبرة في نسبة الانحراف المعياري من نتيجة العمليات لسنة 2014 تشكل خطرا يهدد المجمع، حيث أن ارتفاع مخاطر الأعمال بسبب انخفاض نتيجة العمليات سيؤثر سلبا على ثقة المقرضين ويزيد من صعوبة الحصول على الديون اللازمة لتمويل إستثمارات المجمع، وهذا ماسيؤثر على قرار الاستثمار في المجمع.

### 3- معدلات النمو كمحدد لقرار توزيع الأرباح للمجمع

معدلات النمو في المؤسسة تعبر عن معدلات النمو في توزيعات الأرباح وتتعلق بالمرودية المالية للسهم والأرباح المحتجزة لدى المؤسسة.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-28): معدلات نمو المجمع (2011-2014)

2014	2013	2012	2011	البيان
8,4%	15,87%	13,33%	14,94%	المردودية المالية للسهم الواحد
72,93%	84,95%	79,65%	83,01%	نسبة إحتجاز الأرباح
6,13%	13,48%	10,62%	12,4%	معدل نمو المجمع

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع وموقع بورصة الجزائر.

يبين الجدول (4-28) معدلات نمو المجمع على مدى الفترة (2011-2014)،

ويلاحظ أن معدل نمو المجمع قد انخفض من 12,4% سنة 2011 إلى 10,62% سنة

2012، حيث انخفضت كل من المردودية المالية للسهم الواحد ونسبة احتجاز الأرباح سنة

2012 مقارنة بسنة 2011، كما أدت الزيادة في المردودية المالية للسهم الواحد ونسبة

احتجاز الأرباح سنة 2013 إلى ارتفاع معدل نمو المجمع إلى 13,48% سنة 2013

مقارنة بسنة 2012، وفي سنة 2014 انخفض معدل نمو المجمع بنسبة معتبرة بلغت

54,53% مقارنة بسنة 2013، وذلك بسبب انخفاض المردودية المالية للسهم الواحد من

15,87% سنة 2013 إلى 8,4% سنة 2014.

### المبحث الثالث: الدراسة القياسية لأثر القرارات المالية على السعر

#### السوقي للمجمع (1999-2014)

في هذا المبحث ثلاثة مطالب يتضمن المطلب الأول نماذج الانحدار البسيط، وتم

التطرق في المطلب الثاني لنماذج الانحدار المتعدد والمطلب الثالث خصص لتحليل نتائج

الدراسة، وسيتم العمل خلال هذا المبحث على إمكانية:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

- وجود علاقة بين متغير قرار التمويل والسعر السوقي لسهم المجمع؛
- وجود علاقة بين متغير قرار الإستثمار والسعر السوقي لسهم المجمع؛
- وجود علاقة بين متغير قرار توزيع الأرباح والسعر السوقي لسهم المجمع.

**المطلب الأول: إجراءات الدراسة**

يمكن توضيح كيفية إنجاز الدراسة القياسية ضمن بالتطرق اختيار محل الدراسة وفترة الدراسة، طريقة جمع البيانات والأدوات المستخدمة، تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها وطريقة الدراسة.

**1- اختيار المؤسسة محل الدراسة وفترة الدراسة**

تم اختيار المجمع الصناعي صيدال لإجراء الدراسة الميدانية، وذلك لتمييزه بعدة مميزات، حيث يعتبر المجمع:

- أحد أكبر المؤسسات الإقتصادية الجزائرية؛
- مؤسسة إنتاجية، وتعمل على تطوير وتسويق المنتجات؛
- مدرج ببورصة الجزائر وينشط فيها بإستمرار دون حصول توقف أسهمه عن التداول طيلة فترة الدراسة (1999-2014).

كما تم إختيار فترة الدراسة بدءاً من سنة 1999 إلى غاية سنة 2014 تماشياً مع مدى توفر المعلومات والبيانات المالية للمجمع.

**2- طريقة جمع البيانات والأدوات المستخدمة**

تم جمع البيانات المالية للدراسة بالإعتماد على الميزانيات السنوية المحاسبية للمجمع وبعض التقارير المالية السنوية له، وزيارة الموقع الإلكتروني للمجمع وموقع بورصة الجزائر عبر الأنترنت، وتجدر الإشارة إلى أنه تم معالجة البيانات المجمعة بالإعتماد على البرامج التالية: برنامج EXCEL 2010 وبرنامج Eviews 9.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

3- تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

تتمثل المتغيرات المستقلة لهذا المبحث في: (نسبة إجمالي الديون إلى الأموال المملوكة، نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى إجمالي الأصول، نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول، توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمجمع، الأرباح المحتجزة بالنسبة للسهم الواحد)، أما المتغير التابع فهو السعر السوقي لسهم المجمع.

وتم إختيار متغيرات الدراسة ضمن إطار النظريات المالية مع الإستعانة بالدراسات السابقة كمرجعية للإختيار.

الجدول رقم (29-4): متغيرات دراسة أثر القرارات المالية على السعر السوقي لسهم

المجمع

البيان	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>	Y
1999	0,51	0 ,48	0,52	36	36,18	765
2000	0,70	0 ,44	0,56	20	7,11	780
2001	0,79	0,40	0,6	40	2,02-	510
2002	1,03	0,96	0 ,04	9	9,73	430
2003	1,14	0,32	0,68	24	24,23	380
2004	1,21	0 ,33	0,67	20	25,62	345
2005	1,40	0,35	0,65	20	23,05	360
2006	1,33	0,33	0,67	23	31,75	440
2007	1,30	0,31	0,69	11	76,21	400
2008	1,39	0,30	0,7	35	97,86	380

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

385	252,5	35	0,68	0,32	1,08	2009
520	75,22	35	0,53	0,47	1,4	2010
715	171,05	35	0,59	0,41	0,98	2011
620	156,52	40	0,62	0,38	1,03	2012
450	225,81	40	0,62	0,38	0,8	2013
560	107,77	40	0,59	0,41	0,79	2014

المصدر: اعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية لمجمع صيدال، والموقع الالكتروني

لبورصة الجزائر: <http://www.sgbv.dz/ar/>

حيث أن:

Y: المتغير التابع وهو السعر السوقي لسهم المجمع؛

X<sub>1</sub>: المتغير المستقل الأول ويمثل نسبة إجمالي الديون إلى الأموال المملوكة

ويعبر عن قرار التمويل؛

$$X_1 = \frac{\sum DETTE}{CP}$$

X<sub>2</sub>: المتغير المستقل الثاني ويمثل نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى

إجمالي الأصول ويعبر عن قرار الإستثمار؛

$$X_2 = \frac{\sum ACTIFS NON COURANTS}{\sum ACTIFS}$$

: المتغير المستقل الثالث ويعبر عن نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى X<sub>3</sub>

إجمالي الأصول وهو تابع لقرار الإستثمار؛

$$X_3 = \frac{\sum ACTIFS COURANTS}{\sum ACTIFS}$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

$X_4$ : المتغير المستقل الرابع ويمثل توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمجمع

ويعبر عن قرار التوزيع؛

$X_5$ : المتغير المستقل الخامس ويعبر عن الأرباح المحتجزة بالنسبة للسهم

الواحد وهو تابع لقرار التوزيع.

$$\frac{\text{(النتيجة الصافية - توزيعات الأرباح)}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{الأرباح المحتجزة بالنسبة للسهم الواحد}$$

4- طريقة الدراسة

تم اتباع طريقة المربعات الصغرى في تشكيل نماذج الانحدار البسيط والمتعدد، وإختبارات المعنوية الجزئية والكلية للنماذج بتطبيق إختبار ستودنت وفيشر على التوالي، والاستعانة بالجداول الإحصائية لهما، وجدول داربين واتسون، ولإلمام بجوانب الدراسة وتوظيف المتغيرات بشكل أفضل تم تشكيل جميع النماذج الانحدار المحتملة كالآتي:

- نماذج الانحدار البسيط المقدر:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_3 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_5 + \varepsilon_i$$

- نماذج الانحدار المتعدد المقدر:

نماذج الانحدار المتعدد بأكثر من متغيرين

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_5 + \varepsilon_i$$

نماذج الانحدار المتعدد بمتغيرين

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_3 + \varepsilon_i$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_3 + \beta_3 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_3 + \beta_3 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_4 + \beta_3 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \beta_2 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \beta_2 X_4 + \beta_3 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_2 + \beta_2 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_3 + \beta_2 X_4 + \beta_3 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_3 + \beta_2 X_4 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_4 + \beta_4 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_3 + \beta_2 X_5 + \varepsilon_i$$

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_3 + \beta_3 X_4 + \beta_4 X_5 + \varepsilon_i$$

شملت نماذج الانحدار لهذه الدراسة نماذج الانحدار المتعدد بمتغيرين و نماذج الانحدار المتعدد بأكثر من متغيرين.

ولإختيار أفضل نموذج من هذه النماذج تمت المفاضلة باستخدام عدة معايير إحصائية، يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (30-4): معايير المفاضلة بين النماذج

معايير المفاضلة				
معلم	معلم	المعلمة الكلية (إختبار فيشر)	المعلمة الجزئية (إختبار ستيودنت)	قيمة معلم التحديد
Schwarz criterion	Akaike info			أكبر قيمة لمعلم التحديد
أقل قيمة للمعلم	أقل قيمة للمعلم			

المصدر: من إعداد الطالبة.

يتضمن الجدول معايير المفاضلة بين نماذج الدراسة في هذا المبحث والمبحث الذي يليه، وتتمثل المعايير المعتمدة في هذا المبحث في قيمة معلم التحديد  $R^2$ ، إختبار المعلمة

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجزئية T وإختبار المعنوية الكلية F ، حيث أفضل نموذج يكون يملك أكبر قيمة لمعامل التحديد وله معنوية إحصائية جزئية (لمعاملته معنوية إحصائية) وله معنوية إحصائية كلية.

أما في المبحث الثاني نظرا لتعدد النماذج المقبولة إحصائيا فقد تم الإعتماد على معايير أخرى للمفاضلة بينها إضافة إلى باقي المعايير المذكورة، وذلك بإدراج معيار Akaike info criterion ومعيار Schwarz criterion، حيث أحسن نموذج يكون له أقل قيمة لهذين المعيارين، وفي حالة وجود حالة خاصة عند المفاضلة يتم اللجوء لقيمة معامل التحديد المصحح Adjusted R-squared.

وينبغي الإشارة إلى أنه ما تم التطرق اليه في هذا المطلب ينطبق أيضا على المبحث الأخير من هذا الفصل ماعدا الإختلاف في طبيعة وعدد المتغيرات المستقلة التي ستعرض لاحقا في المبحث الأخير.

### المطلب الثاني: نماذج الانحدار البسيط

يتم التطرق في هذا تقدير نماذج الانحدار البسيط وهي خمسة نماذج تتمثل في: أثر قرار التمويل على السعر السوقي لسهم المجمع، أثر قرار الإستثمار على السعر السوقي للسهم ويتضمن نموذجين، أثر قرار توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم ويتضمن أيضا نموذجين.

وتعطى صيغة نموذج الإنحدار البسيط بشكل عام كالآتي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$$

حيث أن:

$Y_i$ : المتغير التابع؛

$\beta_0$ : معامل الإنحدار الثابت؛

$\beta_1$ : معامل الإنحدار الأول؛

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

$X_i$ : المتغير المستقل؛

$\varepsilon_i$ : الخطأ العشوائي للإنحدار.

1- علاقة قرار التمويل بالسعر السوقي لسهم المجمع

وهو نموذج إنحدار بسيط يضم متغير مستقل واحد ويعرض أثر قرار التمويل على السعر السوقي لسهم المجمع، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار النموذج:

الجدول رقم (31-4): علاقة قرار التمويل بالسعر السوقي للمجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/19/17 Time: 11:41				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	892.8646	109.0533	8.187414	0.0000
X1	-370.0139	100.1755	-3.693658	0.0024
R-squared	0.493545	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.457369	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	107.5756	Akaike info criterion		12.31073
Sum squared resid	162015.1	Schwarz criterion		12.40731
Log likelihood	-96.48586	Hannan-Quinn criter.		12.31568
F-statistic	13.64311	Durbin-Watson stat		1.460278
Prob(F-statistic)	0.002407			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 892,86 - 370,01X_1 + \varepsilon_i$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

1-1- إختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج

ويتم إختبار المعنوية الاحصائية لمعاملات الانحدار المقدره بواسطة إختبار ستيودنت t، ويمكن عرض فروض هذا الاختبار كالتالي:

$$) \beta_0 \text{ بالنسبة لـ } : (0 = \beta_0 : H_0 \quad 0 \neq \beta_0 : H_1$$

$$) \beta_1 \text{ بالنسبة لـ } : (0 = \beta_1 : H_0 \quad 0 \neq \beta_1 : H_1$$

وبالعودة للجدول رقم (31-4) كانت نتائج إختبار ستيودنت كالتالي:

- يتبين من الجدول أن قيمة الاحتمال Prob للمعامل الثابت  $\beta_0$  هي 0,0000 وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية 5%، وبذلك فإن المعامل الثابت  $\beta_0$  ذو دلالة ومعنوية إحصائية، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ؛
- بالنسبة للمعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  فإن قيمة الاحتمال هي 0,0024 وهي كذلك قيمة أقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه فإن المعامل الأول  $\beta_1$  لديه دلالة ومعنوية إحصائية، وبذلك ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ .

1-2- إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج

يتم إختبار المعنوية الكلية للنموذج عن طريق إختبار فيشر F، ويمكن عرض فروض هذا الاختبار كما يلي:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$H_1$ : يوجد معامل واحد على الأقل لا يساوي الصفر.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

من الجدول رقم (4-31) يتضح أن قيمة الاحتمال هي 0,002407 وهذه القيمة تختلف عن الصفر وأقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه فإن النموذج الأول له دلالة ومعنوية إحصائية كلية، وبذلك ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ . ومنه يمكن القول أن، هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل كمتغير مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

2- علاقة قرار الإستثمار بالسعر السوقي للسهم

يتم دراسة هذه العلاقة من خلال نموذجين يضمنان متغيرين لقرار الإستثمار وهما؛ نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى إجمالي الأصول ( $X_2$ ) ونسبة إجمالي الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول ( $X_3$ ).

– نموذج الإنحدار الأول يضم نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى إجمالي الأصول ( $X_2$ ) كمتغير مستقل، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار النموذج:

الجدول رقم (4-32): علاقة نسبة إجمالي الأصول غير الجارية إلى إجمالي الأصول بالسعر السوقي للمجمع

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	438.0568	107.5131	4.074451	0.0011
X2	156.7008	245.2363	0.638979	0.5332
R-squared	0.028337	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	-0.041067	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	149.0050	Akaike info criterion		12.96231
Sum squared resid	310834.9	Schwarz criterion		13.05888
Log likelihood	-101.6984	Hannan-Quinn criter.		12.96725
F-statistic	0.408294	Durbin-Watson stat		0.682882
Prob(F-statistic)	0.533152			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 438,06 + 156,7X_2 + \varepsilon_i$$

– نموذج الإنحدار الثاني يضم المتغير المستقل نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول ( $X_3$ ) كمتغير مستقل، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار النموذج:

الجدول رقم (4-33): علاقة نسبة إجمالي الأصول الجارية إلى إجمالي الأصول

بالسعر السوقي للمجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/11/17 Time: 18:15				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	594.7576	149.1109	3.988692	0.0013
X3	-156.7008	245.2363	-0.638979	0.5332
R-squared	0.028337	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	-0.041067	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	149.0050	Akaike info criterion		12.96231
Sum squared resid	310834.9	Schwarz criterion		13.05888
Log likelihood	-101.6984	Hannan-Quinn criter.		12.96725
F-statistic	0.408294	Durbin-Watson stat		0.682882
Prob(F-statistic)	0.533152			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 594,76 - 156,7X_3 + \varepsilon_i$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

من الجدولين، رقم (4-32) و (4-33) يتضح أن:

– النموذجين لهما نفس قيمة معامل التحديد  $R^2=2,83\%$  وتدل هذه القيمة على ضعف القدرة التفسيرية للنموذجين.

– إختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذجين: بإتباع نفس فروض إختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج الأول والثاني  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة

الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0011، 0,0013 على التوالي حيث أنها أقل

من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية

؛ $H_0$

✓ قيمة الاحتمال للمعامل الأول كانت نفسها في النموذجين الأول والثاني

0,5332 وهي أكبر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل فرضية

العدم وترفض الفرضية  $H_1$ .

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذجين: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ يتبين أن النموذجين الأول والثاني ككل ليس لهما معنوية إحصائية، لأن قيمة

إحتمال إحصائية فيشر كانت متساوية للنموذجين، وهي أكبر من قيمة مستوى

المعنوية 0,05، ومنه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية  $H_1$ .

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,533152 > 0,05$$

ومنه يمكن القول أنه، لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار الاستثمار كمتغير

مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

### 3- علاقة قرار توزيع الأرباح بالسعر السوقي للسهم

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

يضم قرار توزيع الأرباح متغيرين يتمثلان في؛ توزيعات الأرباح للسهم الواحد

للمجمع (X<sub>4</sub>) والأرباح المحتجزة بالنسبة للسهم الواحد (X<sub>5</sub>).

– نموذج الإنحدار الأول يضم توزيعات الأرباح للسهم الواحد للمجمع (X<sub>4</sub>) كمتغير مستقل، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار النموذج:

الجدول رقم (34-4): علاقة توزيعات الأرباح بالسعر السوقي لسهم المجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/11/17 Time: 19:23				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	371.9370	106.1994	3.502250	0.0035
X4	4.511896	3.456612	1.305294	0.2128
R-squared	0.108496	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.044817	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	142.7266	Akaike info criterion		12.87621
Sum squared resid	285192.2	Schwarz criterion		12.97278
Log likelihood	-101.0097	Hannan-Quinn criter.		12.88115
F-statistic	1.703793	Durbin-Watson stat		1.008051
Prob(F-statistic)	0.212838			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 371,94 + 4,51X_4 + \varepsilon_i$$

– نموذج الإنحدار الثاني يضم الأرباح المحتجزة للمجمع (X<sub>5</sub>) كمتغير مستقل، والجدول التالي يوضح نتائج اختبار النموذج:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-35): علاقة الأرباح المحتجزة بالسعر السوقي لسهم المجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/11/17 Time: 19:58				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	503.0056	55.06723	9.134390	0.0000
X5	-0.006135	0.486017	-0.012622	0.9901
R-squared	0.000011	Mean dependent var	502.5000	
Adjusted R-squared	-0.071416	S.D. dependent var	146.0365	
S.E. of regression	151.1613	Akaike info criterion	12.99104	
Sum squared resid	319896.4	Schwarz criterion	13.08761	
Log likelihood	-101.9283	Hannan-Quinn criter.	12.99599	
F-statistic	0.000159	Durbin-Watson stat	0.618392	
Prob(F-statistic)	0.990107			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 503,005 - 0,006X_5 + \varepsilon_i$$

من الجدولين، رقم (4-34) و (4-35) يتضح أن:

- قيمة معامل التحديد للنموذج الأول تساوي  $R^2 = 10,84\%$ ، قيمة معامل التحديد للنموذج الثاني تقارب الصفر، وتدل هذه القيم على ضعف القدرة التفسيرية للنموذجين.
- إختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذجين: بإتباع نفس فروض إختبار ستودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستودنت كما يلي:
- ✓ المعامل الثابت للنموذج الأول والثاني  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0035، 0,0000 على التوالي حيث أنها أقل

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

كانت 0,2128 بالنسبة للنموذج الأول  $H_1$  قيمة الاحتمال للمعامل الأول ✓  
و0,9901 بالنسبة للنموذج الثاني، وكلاهما أكبر من قيمة مستوى المعنوية  
 $H_1$ ، ومنه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية 0,05.

– اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذجين: بإتباع نفس فروض اختبار فيشر  
المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذجين الأول والثاني ككل ليس لهما معنوية إحصائية، لأن قيمة  
إحتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,2128 > 0,05 \text{ بالنسبة للنموذج الأول:}$$

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,9901 > 0,05 \text{ بالنسبة للنموذج الثاني:}$$

وهي أكبر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل فرضية العدم وترفض  
الفرضية  $H_1$ .

ومنه يمكن القول أنه، لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح  
كمتغير مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كممتغير تابع.

المطلب الثالث: نماذج الإنحدار المتعدد

تقسم نماذج الإنحدار المتعدد في هذا المطلب إلى؛ نماذج الإنحدار المتعدد بمتغيرين  
وهي تسعة نماذج تضم متغيرين مستقلين فقط من متغيرات الدراسة، ونماذج الإنحدار  
المتعدد بأكثر من متغيرين مستقلين وهي أيضا تسعة نماذج.

1- نماذج الإنحدار المتعدد بمتغيرين

توجد تسعة نماذج إنحدار متعدد تضم متغيرين مستقلين فقط ضمن هذه الدراسة،  
والجدول التالي يوضح نتائج اختبار هذه النماذج:

الجدول رقم (4-36): نتائج اختبار نماذج الإنحدار المتعدد بمتغيرين مستقلين

نماذج الإنحدار	قيم معاملات التحديد	إختبار ستيودنت	إختبار فيشر
$Y_i = 891,84 - 369,79X_1 + 1,85X_2 + \varepsilon_i$	%49,35	0,0001 0,0043 0,9923	0,012
$Y_i = 893,69 - 369,76X_1 - 1,85X_3 + \varepsilon_i$	%49,35	0,0000 0,0043	0,012

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

	0,9923		
0,011	0,0003 0,0071 0,6971	%49,95	$Y_i = 842,87 - 353,94X_1 + 1,85X_4 + \varepsilon_i$
0,011	0,0000 0,0034 0,8340	%49,53	$Y_i = 900,48 - 371,24X_1 - 0,076X_5 + \varepsilon_i$
0,240016	0,2477 0,2523 0,1222	%19,71	$Y = 208,25 + 294,57X_2 + 5,98X_4 + \varepsilon_i$
0,818549	0,0069 0,5348 0,8726	%3,03	$Y = 426,19 + 168,61X_2 + 0,08X_5 + \varepsilon_i$
0,240016	0,0055 0,2523 0,1222	%19,71	
0,818549	0,002 0,5348 0,8726	%3,03	
0,336439	0,0062 0,1475 0,4166	%15,43	

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

من الجدول رقم (4-36) يتضح أن النماذج الأربعة الأولى كانت فيها قيم معاملات التحديد  $R^2$  متقاربة وتراوحت ما بين 49,35% و 49,95%، وبالنسبة لإختبار ستيفودنت فقد كانت قيم الاحتمالات للمعاملات الثابتة ( $\beta_0$ ) والمعاملات الأولى ( $\beta_1$ ) للنماذج الأربعة أقل من قيمة مستوى المعنوية الإحصائية، وبذلك فهذه المعاملات لها دلالة إحصائية، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ ، بعكس المعاملات الثانية ( $\beta_2$ ) للنماذج الأربعة

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

حيث كانت قيم احتمالاتها أكبر من قيمة مستوى المعنوية الإحصائية، أي أن هذه المعاملات ليس لها دلالة إحصائية، وبذلك تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية  $H_1$ .  
وفيما يخص إختبار فيشر فالنماذج الأربعة الأولى تملك دلالة إحصائية كلية لأن قيم احتمالات إحصائية فيشر (F-Statistic) أقل من قيمة مستوى المعنوية الإحصائية، وعليه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

وقيم معاملات التحديد لباقي النماذج كانت متساوية بين النموذج الخامس والنموذج السابع وبلغت 19,71%، وكذلك متساوية بين النموذج السادس والنموذج الثامن وكانت 3,03%، وتشير هذه المساواة أن النماذج التي تساوت قيم معاملات التحديد الخاصة بها لها نفس القدرة التفسيرية، وبملاحظة هذه القيم فالقدرة التفسيرية لهذه النماذج ضعيفة جداً، أما النموذج التاسع فقدرته التفسيرية كذلك كانت ضعيفة جداً.

وجميع معاملات النموذج الخامس ليس لها دلالة إحصائية لكون أن قيم احتمالات إختبار ستيودنت أكبر من قيمة مسنوى المعنوية الإحصائية، فتقبل فرضية العدم وترفض الفرضية  $H_1$ .

وباقى النماذج من النموذج السادس حتى للنموذج التاسع كذلك كل معاملاتهما لم تكن لها دلالة إحصائية، ومنه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية  $H_1$ ، ماعدا المعاملات الثابتة ( $\beta_0$ ) لهذه النماذج فلها دلالة إحصائية لأن قيم احتمالات إختبار ستيودنت كانت أقل من قيمة مستوى المعنوية الإحصائية.

وحسب إختبار فيشر فإن كل النماذج من النموذج الخامس حتى النموذج التاسع ليس لها دلالة إحصائية لأن (F-Statistic) أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية، فتقبل بذلك فرضية العدم وترفض الفرضية  $H_1$ .

بعد هذا التحليل يتبين أنه لا يوجد نموذج إنحدار متعدد بمتغيرين من النماذج المعروضة في هذا العنصر له دلالة إحصائية حسب إختبار ستيودنت وإختبار فيشر معاً.

### 2- نماذج الإنحدار المتعدد بأكثر من متغيرين

يتم التمييز بين نماذج الإنحدار المتعدد بثلاثة متغيرات مستقلة ونماذج بأربعة متغيرات مستقلة، والجدول التالي يوضح نتائج إختبار هذه النماذج:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-37): نتائج اختبار نماذج الإنحدار المتعدد بثلاثة وأربعة متغيرات

إختبار فيشر	إختبار ستيودنت	قيم معاملات التحديد	نماذج الإنحدار
0,034	0,0096 0,0191 0,8342 0,6703	%50,14	
0,036	0,0002 0,0006 0,9578 0,8354	%49,54	
0,034	0,0005 0,0191 0,8342 0,6703	%50,14	
0,036	0,0001 0,0006 0,9578 0,8354	%49,54	
0,03	0,0006 0,0121 0,5584 0,6203	%51,01	
0,35404	0,2624 0,2999 0,1035 0,4901	%22,97	
0,35404	0,0102 0,2999 0,1035 0,4901	%22,97	Y
0,074	0,0148 0,0285 0,8574 0,5584 0,6418	%51,16	$Y = 784,56 - 333,5X_1 + 42,16X_2 + 2,44X_4 - 0,22X_5 + \varepsilon_i$
0,074	0,0012 0,0285 0,8574 0,5584 0,6418	%51,16	

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

يلاحظ من الجدول رقم (4-37) أن معظم نماذج الإنحدار لها معاملات تحديد متساوية، كالنموذج الأول والثالث  $R^2=50,14\%$ ، والنموذج الثاني والرابع

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

$R^2=49,54\%$ ، والنموذج السادس والسابع  $R^2=22,97\%$ ، والنموذج الثامن والتاسع  $R^2=51,16\%$ .

والنماذج التي تساوت فيها قيمة معامل التحديد لها نفس القدرة التفسيرية، وحسب إختبار ستيودنت بالنسبة للنماذج (الأول، الثاني، الثالث، الرابع والخامس) فإن المعامل  $(\beta_0)$   $(\beta_1)$ ، لهما دلالة إحصائية بعكس باقي المعاملات  $(\beta_2)$  و  $(\beta_3)$  التي ليس لها دلالة إحصائية، وللنماذج دلالة إحصائية كلية.

أما جميع معاملات النموذج السادس ليس لها دلالة إحصائية، وبالنسبة للنموذج السابع فجميع معاملاته ليس لها دلالة إحصائية ماعدا المعامل الثابت، والنموذجين ليس لهما دلالة إحصائية كلية.

والنموذجين الثامن والتاسع للمعامل  $(\beta_0)$   $(\beta_1)$  فقط دلالة إحصائية، والنموذجين ليس لهما دلالة إحصائية كلية.

وبالنسبة للمعاملات التي لها دلالة إحصائية فإنه يتم قبول الفرضية  $\beta_1$  ورفض فرضية العدم، أما المعاملات التي ليس لها دلالة إحصائية فيتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية  $H_1$ .

وبعد هذا التحليل يتضح أنه لا يوجد نموذج إنحدار متعدد من بين النماذج المعروضة له دلالة إحصائية جزئية وكلية في آن واحد حسب إختبار ستيودنت وإختبار فيشر معا.

#### المطلب الرابع: تحليل نتائج الدراسة

بناءً على ما سبق من هذا المبحث، سيتم ضمن هذا المطلب تحليل نتائج الدراسة من وجهتين رئيسيتين، تُعنى الوجهة الأولى بتحليل نتائج نموذج قرار التمويل باعتباره النموذج الوحيد الذي كان ذو دلالة إحصائية، أما الثانية فتُعنى بتحليل نتائج كافة القرارات المالية من الناحية الاقتصادية.

#### 1- تحليل نتائج نموذج قرار التمويل

يمكن تحليل نتائج نموذج قرار التمويل كعنصر مستقل، في النواحي التالية:

##### 1-1- من الناحية الإحصائية

حسب الجدول رقم (4-31) سالف الذكر، فإن نتائج إختبار النموذج من الناحية الإحصائية كانت وفقاً لما يلي:

##### 1-1-1- معامل التحديد

كانت قيمة معامل التحديد للنموذج  $R^2=49,35\%$  فإن القدرة التفسيرية لهذا النموذج مقبولة إلى حد ما، وتوضح كذلك هذه القيمة أن المتغير المستقل يفسر التغيرات التي تطرأ

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

على المتغير التابع بنسبة %49,35، أما %50,65 من تغيرات المتغير التابع تفسرها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج ويعبر عنها بالخطأ العشوائي  $\varepsilon_i$ .

### 2-1-1- المعنوية الإحصائية الجزئية

وتتعلق باختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات النموذج  $\beta_0$ ،  $\beta_1$  كل على حدى، حيث بينت نتائج اختبار ستودنت في المطلب الأول من هذا المبحث والخاصة بنموذج الإنحدار البسيط قرار التمويل والسعر السوقي للسهم أن معاملات النموذج لها معنوية إحصائية.

### 3-1-1- المعنوية الإحصائية الكلية

حيث يتم فيها اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج ككل، وأشارت نتائج اختبار فيشر الموجودة في المطلب الأول من هذا المبحث والخاصة بنموذج الإنحدار البسيط قرار التمويل والسعر السوقي للسهم إلى أن للنموذج معنوية إحصائية كلية.

### 2-1- من الناحية القياسية

يتم تحليل الإنحدار الخاص بالنموذج من خلال عدة اختبارات، هي؛ اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي، اختبار إستقلالية البواقي، اختبار تجانس التباين واختبار إستقرار النموذج.

### 1-2-1- اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج

يهدف اختبار التوزيع الطبيعي إلى الكشف عن إمكانية توزيع دالتي الارتباط الذاتي البسيطة والجزئية للبواقي وفق التوزيع الطبيعي، وينبني تحليل الإنحدار على أن البواقي موزعة توزيعاً طبيعياً عند كل النقاط للمتغير المستقل، وهذا يعني أنها تتغير من سالب لموجب حول قيمة الصفر بشكل توزيع طبيعي وبحيث يكون مجموعها صفراً.

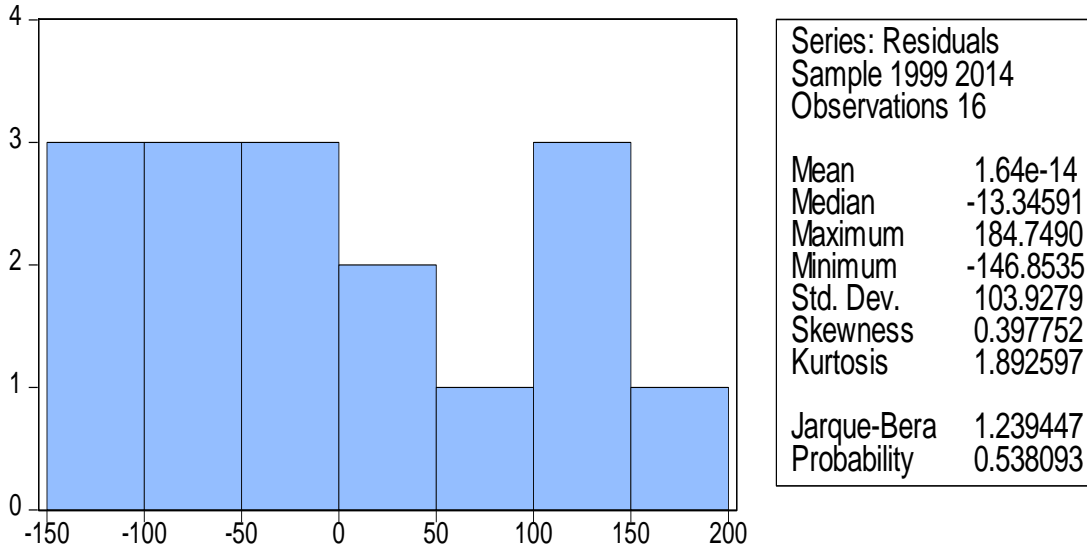
ويعد اختبار Jarque-Bera من أشهر وأهم اختبارات مدى توزيع البواقي طبيعياً،

حيث يعتمد على معاملي التناظر Skewness والتقلطح Kurtosis.

والشكل البياني التالي، يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الشكل رقم (4-1): نتائج إختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

يلاحظ من الشكل رقم (4-1) أن إختبار Jarque-Bera يشير إلى أن الأخطاء العشوائية أي بواقي النموذج موزعة توزيعًا طبيعيًا في النموذج محل التقدير. وذلك لأن القيمة الاحتمالية Probability Value كانت أكبر من القيمة المعنوية 0,05 وبذلك فبواقي النموذج تتبع التوزيع الطبيعي.

### 2-2-1- إختبار إستقلالية البواقي

حيث أنه من بين إفتراضات تقدير معالم نموذج الانحدار هو إستقلال القيمة المقدرة للبواقي في فترة زمنية معينة عن القيمة المقدرة للبواقي في فترة زمنية سابقة لها، وحسب إختبار داربين واتسون يتم إستخراج قيمة الحدين  $d_1$  و  $d_2$  من جدول واتسون كالآتي:

$K=1$ : عدد المتغيرات المستقلة

$n=16$ : عدد المشاهدات

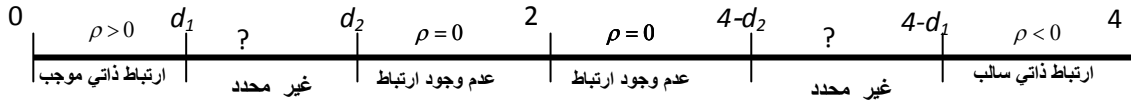
$d_1=1,10$

$d_2=1,37$

من الجدول رقم (4-31) كانت قيمة إحصائية واتسون:  $DW= 1,46$  وبمطابقة هذه القيم مع مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson، الموضحة في الشكل التالي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الشكل رقم (2-4): مناطق القبول والرفض لاختبار Durbin-Watson



Source : Régis Bourbonnais, *économétrie- cours et exercices corrigés-* Dunod, Paris, 9<sup>e</sup> édition, 2015, p-p : 129-130.

بالاعتماد على الشكل يمكن أن تُستخرج نتيجة اختبار DW كالتالي:

- لا يوجد ارتباط؛  $H_0$  تقبل الفرضية  $d_2 < DW < 4 - d_2$
- (يوجد ارتباط)؛  $H_1$  تقبل الفرضية  $0 < DW < d_1$
- (يوجد ارتباط)؛  $H_1$  تقبل الفرضية  $4 - d_1 < DW < 4$
- تكون نتيجة الاختبار غير  $d_1 < DW < d_2$  أو  $4 - d_2 < DW < 4 - d_1$  محددة، ومن ثم يجب إضافة بيانات أكثر.

لأن:  $d_2 < DW < 4 - d_2$  تقع في المجال:  $DW = 1,46$  نلاحظ أن:

$$1,37 < DW < 4 - 1,37 \text{ ومنه } 1,37 < 1,46 < 2,63$$

ومنه تقبل  $H_0$  بمعنى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي، أي أن البواقي مستقلة.

1-2-3-إختبار تجانس التباين

اقترح White عام 1980 اختبار تجانس التباين وهو اختبار يعتمد على العلاقة بين مربعات البواقي وجميع المتغيرات المستقلة وكذا مربعاتها، ويوضح الجدول التالي نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (4-38): نتائج إختبار تجانس التباين لنموذج الدراسة

White Heteroskedasticity Test

Heteroskedasticity Test: White			
F-statistic	1.371406	Prob. F(2,13)	0.2881
Obs*R-squared	2.787622	Prob. Chi-Square(2)	0.2481
Scaled explained SS	0.952522	Prob. Chi-Square(2)	0.6211

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال الجدول رقم (4-38) فإنه حسب إختبار تجانس التباين للنموذج نجد:

$$\text{ProbabilityF - statistic} = 0,2881 > \%5$$

$$\text{ProbabilityObs * R - squared} = 0,2481 > \%5$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

وبذلك فجميع القيم الإحتمالية لهذا الاختبار كانت أكبر من القيمة المعنوية 0,05، وهذا مايدل على تجانس تباين بواقي النموذج.

1-2-4-إختبار إستقرارية معاملات النموذج

يدرس هذا الاختبار مدى استقرار النموذج في كامل الفترة الزمنية، وفي هذا الاختبار يتم إختيار السنة من السلسلة الزمنية للدراسة التي تكون فيها قيمة المتغير التابع (السعر السوقي لسهم المجمع) مرتفعة بنسبة أعلى مقارنة مع قيمة هذا المتغير عبر باقي السنوات، والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار:

الجدول رقم (4-39): نتائج إختبار إستقرارية معاملات النموذج

Chow Breakpoint Test

Chow Breakpoint Test: 2011			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1999 2014			
F-statistic	3.097444	Prob. F(2,12)	0.0823
Log likelihood ratio	6.659745	Prob. Chi-Square(2)	0.0358
Wald Statistic	6.194889	Prob. Chi-Square(2)	0.0452

المصدر: مخرجات برنامج 9 Eviews

من الجدول رقم (4-39) يتبين أن، القيمة الإحتمالية لإختبار استقرار المعاملات

هي:

$$\text{ProbabilityF – statistic} = 0,0823 > \%5$$

وبذلك يمكن الحكم على معاملات النموذج بأنها مستقرة.

خلاصة ما سبق، من تحليلٍ لنتائج اختبار النموذج من الناحية القياسية أن:

- بواقي النموذج موزعة توزيعاً طبيعياً؛
- بواقي النموذج مستقلة بمعنى عدم وجود الارتباط الذاتي ؛
- تجانس تباين بواقي النموذج ؛
- عدم وجود تعدد خطي؛
- معاملات النموذج مستقرة.

وبذلك يمكن القول حسب نتائج تحليل الانحدار أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية والقياسية.

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

### 2- تحليل نتائج كافة القرارات المالية من الناحية الإقتصادية

من الناحية الاقتصادية، يتبين أن قرار التمويل يستطيع تفسير تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع بنسبة 49,35%، كما توضح الإشارة السالبة للمعامل الأول  $\beta_1$  وجود علاقة عكسية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال المملوكة والسعر السوقي، حيث كلما زادت هذه النسبة انخفض السعر السوقي والعكس صحيح.

غير أنه، وفي إطار النظرية المالية فإن هذه النتائج تختلف مع المدخل الأول لموديجلياني وميلر في غياب الضرائب حيث توصل إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل إنعكاس لقرارات الاستثمار وتتعلق بفعالية هذه القرارات من حيث التوزيع بين إستثمارات ثابتة وإستثمارات متداولة ولا تتعلق بكيفية تمويل الإستثمارات أي ليس لها علاقة بقرارات التمويل، أما نتائج هذه الدراسة بينت أنه لا توجد علاقة بين قرار الإستثمار للمجمع وتغيرات سعر السوقي لأسهمه وفي المقابل توجد علاقة بين قرار التمويل وسعر السوقي لسهم المجمع.

وبالنسبة لقرار توزيع الأرباح فحسب هذه الدراسة فإنه لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي لسهم المجمع، وأيضاً لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة والسعر السوقي للسهم، وهذا ما يتفق مع (نظرية الفائض، نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديجلياني وميلر 1963، نموذج 1989 VAN HORN) حيث تضمنت نظرية الفائض أن القيام بإجراء التوزيعات من عدمه لا أثر له على قيمة المؤسسة السوقية، كما رأى كل من موديجلياني وميلر عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ومن ثم لا يمكن أن يكون لقرار التوزيع تأثير على القيمة السوقية للسهم، واتفق فان هورن من خلال نموده مع نظرية موديجلياني وميلر أن قرار توزيع الأرباح لا يمكن أن يكون من ضمن المتغيرات التي تحدد القيمة السوقية للمؤسسة.

ومن جهة أخرى تختلف نتائج دراسة علاقة قرار التوزيع بسعر سهم المجمع مع (نموذج والتر، نظرية عصفور في اليد، نظرية التفضيل الضريبي)، لكون أن نموذج والتر قائم على أنه يمكن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال اعتماد سياسة لتوزيع الأرباح. ونظرية عصفور في اليد التي أيدت قيام المؤسسة برفع التوزيعات لتعظيم القيمة السوقية للسهم، أما نظرية التفضيل الضريبي فهي دعت إلى إحتجاز أقصى ما يمكن من الأرباح لرفع قيمة السهم.

### المبحث الرابع: علاقة محددات القرارات المالية بالسعر السوقي لسهم المجمع

بعد عرض وتحليل علاقة القرارات المالية بالسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال، سيتم خلال هذا المبحث التطرق علاقة بعض محددات القرارات المالية وعلاقتها بالسعر السوقي لسهم المجمع، من خلال ثلاثة مطالب، المطلب الأول تم التطرق فيه لنماذج الإنحدار بمنعير مستقل واحد، والتعرض في المطلب الثاني لعرض نماذج الإنحدار المتعدد وخصص المطلب الثالث لمناقشة وتحليل النتائج.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

المطلب الأول: نماذج الإنحدار بمتغير مستقل واحد

وفقا لما تم التطرق إليه في الجانب النظري للدراسة، فإن هناك العديد من محددات القرارات المالية، منها ما هو متعلق بقرار مالي واحد ومنها ما هو متعلق بأكثر من قرار مالي، وفيما يلي سيتم التطرق إلى أهم محددات القرارات المالية ودراسة علاقتها بالسعر السوقي لسهم مجمع صيدال محل الدراسة.

1- التعريف بمحددات القرارات المالية المشكلة لمتغيرات الدراسة

يمكن استعراض أهم محددات القرارات المالية التي يمكن أن تعبر عن المتغيرات المستقلة لدراسة العلاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع في الجدول الآتي:

الجدول رقم (4-40): متغيرات الدراسة لتحديد علاقة محددات القرارات المالية على السعر السوقي لسهم المجمع

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة
:Y السعر السوقي لسهم المجمع	$X_1$ : نسبة الرفع المالي للمجمع $\text{atio de levier financier} = \frac{\sum D}{\sum \text{Passif}}$
	$X_2$ : المردودية الاقتصادية للمجمع $r_{ec} = \frac{RE(1-T)}{\sum \text{Actif}}$
	$X_3$ : المردودية المالية للمجمع $r_f = \frac{RNet}{CP}$
	$X_4$ : الضريبة وفق مقياس: Sorensen & Kim $\frac{T}{EBIT}$
	$X_5$ : الضريبة وفق مقياس: Titman & Wessels $\frac{Amort}{\sum \text{Actif}}$
	$X_6$ : مخاطر أعمال المجمع $\frac{\sqrt{V(X)}}{RE_n}$
	$X_7$ : معدلات نمو المجمع $g = K_C (b)$
	$X_8$ : تكلفة ديون المجمع $K_{cd} = K_d(1 - T)$
	$X_9$ : التكلفة المت. المر. للتم $WACC = K_e \frac{E}{(E+D)} + K_d(1 - T) \frac{D}{(E+D)}$

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الجانب النظري للدراسة.

حسب الجدول رقم (4-40) توجد تسعة متغيرات مستقلة تعبر عن محددات القرارات المالية للمجمع، تتمثل في كل من: نسبة الرفع المالي للمجمع، المردودية الاقتصادية والمالية للمجمع، الضريبة وفق مقياس Kim & Sorensen والضريبة وفق مقياس Wessels &

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

Titman ، مخاطر الأعمال، معدلات النمو، تكلفة الديون وتكلفة التمويل المرحجة.

ويوضح الجدول التالي البيانات الإحصائية لهذه المتغيرات خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (4-41): البيانات الإحصائية للمجمع حسب متغيرات الدراسة

البيان	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>	X <sub>6</sub>	X <sub>7</sub>	X <sub>8</sub>	X <sub>9</sub>	Y
1999	0,3161	0,0687	0,0805	0,27	0,03	0,13	0,074	0,0455	0,0468	765
2000	0,4013	0,0461	0,0478	0,27	0,03	0,18	0,0265	0,0443	0,035	780
2001	0,4289	0,0591	0,0671	0,26	0,04	0,14	0,0253	0,049	0,0705	510
2002	0,499	0,0534	(0,022)	0,2	0,04	0,15	0,018	0,1074	0,0425	430
2003	0,4963	0,0726	0,0567	0,23	0,03	0,19	0,0444	0,0864	0,0697	380
2004	0,5293	0,091	0,0771	0,16	0,03	0,14	0,0452	0,1025	0,0718	345
2005	0,5664	0,0548	0,0506	0,21	0,03	0,22	0,040	0,0578	0,0563	360
2006	0,55	0,0755	0,0936	0,16	0,04	0,17	0,0538	0,0619	0,0552	440
2007	0,5327	0,0808	0,109	0,18	0,04	0,66	0,1241	0,0591	0,037	400
2008	0,5402	0,0957	0,1171	0,19	0,04	0,45	0,1348	0,0803	0,089	380
2009	0,4557	0,1254	0,1644	0,16	0,05	0,27	0,258	0,0893	0,0906	385
2010	0,5828	0,0507	0,0902	0,25	0,07	0,65	0,0638	0,0225	0,0485	520
2011	0,4943	0,0777	0,1281	0,16	0,05	0,22	0,124	0,0262	0,0423	715
2012	0,5088	0,0686	0,1122	0,09	0,07	0,23	0,1062	0,0266	0,053	620
2013	0,4436	0,0789	0,1155	0,17	0,05	0,19	0,1348	0,0332	0,0761	450
2014	0,4431	0,0422	0,0646	0,19	0,04	0,35	0,0613	0,0139	0,0524	560

المصدر: إعداد الطالبة بالإعتماد على الميزانيات المحاسبية للمجمع والموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر

نظرا لكثرة عدد النماذج التي تدرس علاقة محددات القرارات المالية مع القيمة السوقية لسهم المجمع الصناعي صيدال والتي يساوي عددها 184 نموذجا، سيتم الاكتفاء بسرد النماذج المقبولة إحصائيا دون سواها خلال هذا المبحث.

2- نماذج الانحدار البسيط المقبولة إحصائيا

بعد إختبار النماذج الإحصائية البسيطة التي تعبر عن العلاقة بين محددات القرارات المالية كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع، باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews 9 تبين أن هناك ثلاثة نماذج بسيطة مقبولة إحصائيا من أصل 9 نماذج، وهي:

1-2- نموذج نسبة الرفع المالي للمجمع كمتغير مستقل

كانت نتائج اختبار نموذج علاقة نسبة الرفع المالي بالسعر السوقي لسهم المجمع وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999 - 2014)

الجدول رقم (4-42): علاقة نسبة الرفع المالي بالسعر السوقي لسهم المجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/21/17 Time: 18:50				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1147.936	216.0875	5.312367	0.0001
X1	-1325.926	439.7756	-3.015006	0.0093
R-squared	0.393684	Mean dependent var	502.5000	
Adjusted R-squared	0.350376	S.D. dependent var	146.0365	
S.E. of regression	117.7044	Akaike info criterion	12.49070	
Sum squared resid	193960.5	Schwarz criterion	12.58727	
Log likelihood	-97.92559	Hannan-Quinn criter.	12.49564	
F-statistic	9.090263	Durbin-Watson stat	1.436499	
Prob(F-statistic)	0.009272			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 1147,94 - 1325,93X_1 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-42) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة

به تساوي 0,0001، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك

تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة به

كانت 0,0093، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض

فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

– اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:

✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة احتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,0092 < 0,05$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي كمتغير مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

2-2- نموذج تكلفة ديون المجمع كمتغير مستقل

كانت نتائج اختبار نموذج علاقة تكلفة ديون المجمع بالسعر السوقي لسهم المجمع وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-43): علاقة تكلفة الديون بالسعر السوقي لسهم المجمع

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 07/21/17 Time: 18:59				
Sample: 1999 2014				
Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	678.7582	65.67829	10.33459	0.0000
X8	-3113.071	1036.659	-3.002986	0.0095
R-squared	0.391778	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.348334	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	117.8892	Akaike info criterion		12.49384
Sum squared resid	194570.1	Schwarz criterion		12.59041
Log likelihood	-97.95069	Hannan-Quinn criter.		12.49878
F-statistic	9.017928	Durbin-Watson stat		1.030130
Prob(F-statistic)	0.009495			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 678,76 - 3113,07X_8 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-43) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014-1999)

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0095، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,0094 < 0,05$$

وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة ديون المجمع كمتغير مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

2-3- نموذج التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغير مستقل

كانت نتائج اختبار نموذج علاقة التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي لسهم المجمع وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-44): علاقة التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للمجمع

Dependent Variable: Y Method: Least Squares Date: 07/21/17 Time: 19:06 Sample: 1999 2014 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	786.0402	111.1077	7.074580	0.0000
X9	-4843.219	1823.404	-2.656142	0.0188
R-squared	0.335078	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.287583	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	123.2618	Akaike info criterion		12.58297
Sum squared resid	212708.7	Schwarz criterion		12.67954
Log likelihood	-98.66374	Hannan-Quinn criter.		12.58791
F-statistic	7.055090	Durbin-Watson stat		0.855294
Prob(F-statistic)	0.018802			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 786,04 - 4843,22X_9 + \varepsilon_i$$

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

من الجدول رقم (4-44) يتضح أن:

- اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛
- ✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0188، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .
- اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,0188 < 0,05$$

وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغير مستقل والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

### المطلب الثاني: نماذج الانحدار المتعدد المقبولة إحصائيا.

تعددت نماذج الانحدار المتعدد المقبولة إحصائيا للتعبير عن العلاقة بين محددات القرارات المالية كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي لسهم المجمع كمتغير تابع، من حيث عدد المتغيرات إلى، نماذج إحصائية بمتغيرين، نماذج إحصائية بثلاثة متغيرات، ونماذج إحصائية بأربعة متغيرات، وفيما يلي عرض مختصر لإختبار هذه النماذج:

### 1- نماذج الانحدار المتعدد بمتغيرين مستقلين

بعد الاختبار الإحصائي باستخدام برنامج 9 Eviews، تبين أن هناك نموذجين مقبولين إحصائيا من أصل 36 نمودجا، يتمثل هاذين النموذجين في:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

1-1- نموذج نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون كمتغيرين مستقلين

كانت نتائج اختبار نموذج علاقة نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون كمتغيرين مستقلين بالسعر السوقي لسهم المجمع كمتغير تابع، وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-45): علاقة نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون بالسعر السوقي لسهم المجمع

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1193.867	168.3718	7.090660	0.0000
X1	-1115.894	347.6758	-3.209583	0.0068
X8	-2616.990	818.2720	-3.198191	0.0070
R-squared	0.660670	Mean dependent var	502.5000	
Adjusted R-squared	0.608465	S.D. dependent var	146.0365	
S.E. of regression	91.37909	Akaike info criterion	12.03527	
Sum squared resid	108551.8	Schwarz criterion	12.18013	
Log likelihood	-93.28217	Hannan-Quinn criter.	12.04269	
F-statistic	12.65537	Durbin-Watson stat	1.850910	
Prob(F-statistic)	0.000889			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 1193,87 - 1115,89X_1 - 2616,99X_8 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-45) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة

به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك

تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة به

كانت 0,0068، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض

فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0070، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,0008 < 0,05$$

وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الديون كمتغيرين مستقلين والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

2-1- نموذج نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل كمتغيرين مستقلين

يبين الجدول أدناه نتائج اختبار نموذج علاقة نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل كمتغيرين مستقلين بالسعر السوقي لسهم المجمع كمتغير تابع:

الجدول رقم (4-46): علاقة نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل بالسعر

السوقي لسهم المجمع

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1368.864	175.8602	7.783821	0.0000
X1	-1241.466	333.3724	-3.723962	0.0026
X9	-4475.998	1319.914	-3.391130	0.0048
R-squared	0.678278	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.628782	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	88.97660	Akaike info criterion		11.98198
Sum squared resid	102918.8	Schwarz criterion		12.12684
Log likelihood	-92.85588	Hannan-Quinn criter.		11.98940
F-statistic	13.70378	Durbin-Watson stat		1.434619
Prob(F-statistic)	0.000629			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 1368,86 - 1241,47X_1 - 4475,99X_9 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-46) يتضح أن:

– إختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0026، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0048، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت:

$$\text{Prob}(F - \text{Statistic}) = 0,0006 < 0,05$$

وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي والتكلفة المرجحة للتمويل كمتغيرين مستقلين والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

## 2- نماذج الإنحدار المتعدد بثلاثة متغيرات مستقلة

توجد ثلاثة نماذج إنحدار متعدد بثلاثة متغيرات مستقلة مقبولة إحصائيا من أصل 83 نموذج، وتتمثل هذه النماذج في؛ النموذج الأول يضم نسبة الرفع المالي، المرودودية الإقتصادية للمجمع والمرودودية المالية للمجمع، والنموذج الثاني الذي يتضمن نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل،

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

أما النموذج الثالث فيتكون من نسبة الرفع المالي، تكلفة ديون المجمع والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل.

1-2- نموذج الإنحدار المتعدد الأول

يضم هذا النموذج نسبة الرفع المالي، المرودودية الاقتصادية للمجمع والمرودودية المالية للمجمع كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي للسهم كمتغير تابع، وقد كانت نتائج اختبار النموذج وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-47): علاقة نسبة الرفع المالي، المرودودية الاقتصادية والمالية بالسعر السوقي للسهم

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1322.744	179.8739	7.353726	0.0000
X1	-1245.624	341.9215	-3.643011	0.0034
X2	-5351.451	1590.553	-3.364522	0.0056
X3	1985.005	792.5798	2.504486	0.0277
R-squared	0.688261	Mean dependent var	502.5000	
Adjusted R-squared	0.610327	S.D. dependent var	146.0365	
S.E. of regression	91.16159	Akaike info criterion	12.07546	
Sum squared resid	99725.22	Schwarz criterion	12.26861	
Log likelihood	-92.60370	Hannan-Quinn criter.	12.08535	
F-statistic	8.831258	Durbin-Watson stat	1.828656	
Prob(F-statistic)	0.002303			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 1322,74 - 1245,62X_1 - 5351,45X_2 + 1985,005X_3 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-47) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الاحتمال الخاصة

به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك

تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به

كانت 0,0034، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض

فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة

به كانت 0,0056، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل

الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_3$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة

به كانت 0,0277، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل

الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر

المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر

كانت 0,0023 وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل

الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي،

المردودية الاقتصادية والمردودية المالية كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لسعر سهم

المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

## 2-2- نموذج الإنحدار المتعدد الثاني

يتضمن النموذج نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels

والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي للسهم كمتغير تابع،

وقد كانت نتائج إختبار النموذج وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-48): علاقة نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman &

Wessels والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للسهم

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1311.716	154.8268	8.472148	0.0000
X1	-1456.270	304.5185	-4.782206	0.0004
X5	3714.354	1625.511	2.285037	0.0413
X9	-4410.224	1147.149	-3.844510	0.0023
R-squared	0.775822	Mean dependent var	502.5000	
Adjusted R-squared	0.719777	S.D. dependent var	146.0365	
S.E. of regression	77.30601	Akaike info criterion	11.74574	
Sum squared resid	71714.64	Schwarz criterion	11.93889	
Log likelihood	-89.96591	Hannan-Quinn criter.	11.75563	
F-statistic	13.84294	Durbin-Watson stat	2.359847	
Prob(F-statistic)	0.000335			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 1311,72 - 1456,27X_1 + 3714,35X_5 - 4410,22X_9 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-48) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض اختبار ستودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج اختبار ستودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0004، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0413، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_3$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0023، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

– إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت 0,0003 وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

3-2- نموذج الإنحدار المتعدد الثالث

يضم النموذج نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون للمجمع والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي للسهم كمتغير تابع، وقد كانت نتائج إختبار النموذج وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-49): علاقة نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل بالسعر السوقي للسهم

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1343.112	147.4716	9.107593	0.0000
X1	-1115.137	283.2271	-3.937255	0.0020
X8	-1851.513	722.1818	-2.563777	0.0248
X9	-3295.881	1196.369	-2.754902	0.0174
R-squared	0.792135	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.740169	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	74.44010	Akaike info criterion		11.67018
Sum squared resid	66495.95	Schwarz criterion		11.86333
Log likelihood	-89.36148	Hannan-Quinn criter.		11.68008
F-statistic	15.24328	Durbin-Watson stat		1.834416
Prob(F-statistic)	0.000214			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

$$Y_i = 1343,11 - 1115,14X_1 - 1851,51X_8 - 3295,88X_9 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-49) يتضح أن:

– اختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0000، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛

✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0020، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0248، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_3$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0174، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

– اختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:

✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت 0,0002 وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون للمجمع والتكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

### 3- نماذج الإنحدار المتعدد بأربعة متغيرات مستقلة

يوجد نموذج إنحدار متعدد واحد بأربعة متغيرات مستقلة مقبول إحصائيا من أصل 56 نموذج، وتتمثل هذه المتغيرات في؛ المردودية المالية للمجمع، الضريبة وفق مقياس: Sorensen & Kim، مخاطر أعمال المجمع، التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، وقد كانت نتائج إختبار النموذج وفقا لما هو مبين في الجدول التالي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

الجدول رقم (4-50): علاقة المردودية المالية، الضريبة وفق

مقياس: Sorensen Kim &، مخاطر الأعمال، التكلفة المرجحة للتمويل على السعر  
السوقي للسهم

Dependent Variable: Y Method: Least Squares Date: 07/21/17 Time: 20:02 Sample: 1999 2014 Included observations: 16				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	591.4380	156.9143	3.769178	0.0031
X3	2452.063	747.2852	3.281294	0.0073
X4	1253.073	543.3318	2.306276	0.0416
X6	-440.3421	153.5730	-2.867314	0.0153
X9	-7233.392	1573.673	-4.596503	0.0008
R-squared	0.712315	Mean dependent var		502.5000
Adjusted R-squared	0.607703	S.D. dependent var		146.0365
S.E. of regression	91.46798	Akaike info criterion		12.12016
Sum squared resid	92030.30	Schwarz criterion		12.36160
Log likelihood	-91.96129	Hannan-Quinn criter.		12.13252
F-statistic	6.809080	Durbin-Watson stat		1.450404
Prob(F-statistic)	0.005198			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومنه يكون النموذج من الشكل:

$$Y_i = 591,43 + 2452,063X_3 + 1253,073X_4 - 440,34X_6 - 7233,39X_9 + \varepsilon_i$$

من الجدول رقم (4-50) يتضح أن:

- إختبار المعنوية الإحصائية الجزئية للنموذج: بإتباع نفس فروض إختبار ستيودنت المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:
- ✓ المعامل الثابت للنموذج  $\beta_0$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به تساوي 0,0031، حيث أنها أقل من قيمة مستوى المعنوية 0,05، وبذلك تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض الفرضية  $H_0$ ؛
- ✓ المعامل الأول للنموذج  $\beta_1$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0073، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$ .
- ✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_2$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0416، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

✓ المعامل الثاني للنموذج  $\beta_3$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0153، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية  $H_1$  وترفض فرضية العدم.

✓ المعامل الرابع للنموذج  $\beta_4$  له معنوية إحصائية لأن قيمة الإحتمال الخاصة به كانت 0,0008، وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية  $H_1$

– **إختبار المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج:** بإتباع نفس فروض إختبار فيشر المذكورة سابقا، كانت نتائج إختبار ستيودنت كما يلي:  
✓ يتبين أن النموذج ككل له معنوية إحصائية، لأن قيمة إحتمال إحصائية فيشر كانت 0,0051 وهي أصغر من قيمة مستوى المعنوية 0,05، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_1$  وترفض فرضية العدم  $H_0$ .

ومنه يمكن القول أنه، توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين؛ المردودية المالية للمجمع، الضريبة وفق مقياس: Sorensen & Kim، مخاطر أعمال المجمع، التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية لسعر سهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع.

**المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج**

بعد عرض النماذج المقدرة المقبولة إحصائيا والخاصة بدراسة علاقة محددات القرارات المالية بالسعر السوقي للسهم، ستنتم المفاضلة بين تلك النماذج بالإعتماد على قيمة معامل التحديد، ومعيار Akaike ومعيار Schwarz.

**1- المفاضلة بين النماذج**

يوضح الجدول التالي قيم معامل التحديد، معيار Akaike ومعيار Schwarz، للنماذج المقبولة إحصائيا للتعبير عن العلاقة بين محددات القرارات المالية كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي لسهم مجمع صيدال مرتبة حسب الوارد أولا في الدراسة:

**الجدول رقم (4-51): معايير التقييم بين النماذج**

النماذج	R <sup>2</sup>	Akaike info criterion	Schwarz criterion
1	0.393684	12.49070	12.58727
2	0.391778	12.49384	12.59041
3	0.335078	12.58297	12.67954
4	0.660670	12.03527	12.18013
5	0.678278	11.98198	12.12684

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(2014 - 1999)

12.26861	12.07546	0.688261	6
11.93889	11.74574	0.775822	7
11.86333	11.67018	0.792135	8
12.36160	12.12016	0.712315	9

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الجداول السابقة

من خلال الجدول رقم (4-51)، يتبين أنه ومن خلال المقارنة بين النماذج حسب قيمة معامل التحديد ومعيار Akaike ومعيار Schwarz، أن أفضل نموذج هو النموذج رقم 8 الذي يضم ثلاثة متغيرات مستقلة (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل)، وهذا لأنه يسجل أكبر قيمة لمعامل التحديد 79,21% وأقل قيمة لمعيار Akaike و Schwarz.

## 2- التحليل الإحصائي والاقتصادي

تم تسجيل تسعة نماذج المقبولة إحصائياً منها؛ ثلاثة نماذج إنحدار بسيطة وستة نماذج إنحدار متعددة، وتمثلت المتغيرات المستقلة الموجودة ضمن النماذج المقبولة في: (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels، الضريبة وفق مقياس: Sorensen & Kim، مخاطر الأعمال)، كما كانت ثلاثة نماذج لها معاملات تحديد كبيرة أي لها قدرة تفسيرية جيدة 71,23%، 77,58%، 79,21% على التوالي، نموذج (المردودية المالية، الضريبة وفق مقياس: Sorensen & Kim، مخاطر الأعمال، التكلفة المرجحة للتمويل)، نموذج (نسبة الرفع المالي، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels والتكلفة المرجحة للتمويل)، نموذج (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل).

وحسب إشارة المعاملات فإنه يمكن القول أن:

– هناك علاقة عكسية بين (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل، المردودية الاقتصادية مخاطر الأعمال) والسعر السوقي لسهم المجمع، حيث زيادة مقدار الديون إلى إجمالي الخصوم سيؤثر سلباً على السعر السوقي للسهم وهذا ما يتناقض مع المدخل المصحح لموديجلياني وميلر والذي توصل إلى أنه يمكن للمؤسسة تحقيق الهيكل المالي الأمثل وذلك بالاعتماد على أكبر قدر

## دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (1999-2014)

ممكن من الديون لتعظيم قيمتها، بمعنى حسب هذا المدخل زيادة الديون ستؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة السوقية. ومن المتفق عليه أن زيادة تكلفة الديون سينتج عنه ارتفاع التكلفة المرجحة للتمويل مما ينعكس سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نتائج الدراسة.

بالنسبة للمردودية الإقتصادية فهذه العلاقة العكسية يمكن تفسيرها بأن السعر السوقي لسهم المجمع له علاقة عكسية مع عناصر دورة الاستغلال والأصول الإقتصادية للمجمع.

أما مخاطر الأعمال فزيادة التقلب والتذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمجمع والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الإستثمار سيؤثر سلبا على السعر السوقي لسهم المجمع.

– يمكن تفسير العلاقة الطردية بين الضريبة وفق المقياس الأول (الذي يتعلق بالميزات الضريبية التي لها علاقة بالديون) والسعر السوقي لسهم المجمع، على أنه كلما زادت نسبة الضريبة المدفوعة على الأرباح من الربح قبل الفائدة والضريبة سيساهم ذلك في تحقيق الوفورات الضريبية التي ستخفض من التكلفة المرجحة للتمويل وسترفع من القيمة السوقية للمؤسسة وهذا ما يتوافق مع النظريات المالية، وبما أن هذه الضريبة متعلقة بالديون فإن تجاوز الديون لنسبة معينة سيلغي الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية المحققة.

كما أن الضريبة وفق المقياس الثاني (الذي يخص الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالديون) لها علاقة طردية بالسعر السوقي لسهم المجمع، وعليه فالضريبة سواء تعلقت بالديون أو لا فهي تؤثر إيجابيا على السعر السوقي لسهم المجمع خلال فترة الدراسة. وعليه يتضح أن معظم محددات القرارات المالية لها علاقة بالسعر السوقي لسهم المجمع خلال فترة الدراسة، وسيتم تقييم أفضل نموذج من الناحية القياسية والذي ضم (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون التكلفة المرجحة للتمويل).

### 3- تقييم أفضل نموذج من الناحية القياسية

بعد المفاضلة تم إستخراج أنسب نموذج لدراسة العلاقة بين محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع، وسيتم تقييمه من الناحية القياسية.

$$Y_i = 1343,11 - 1115,14X_1 - 1851,51X_8 - 3295,88X_9 + \varepsilon_i$$

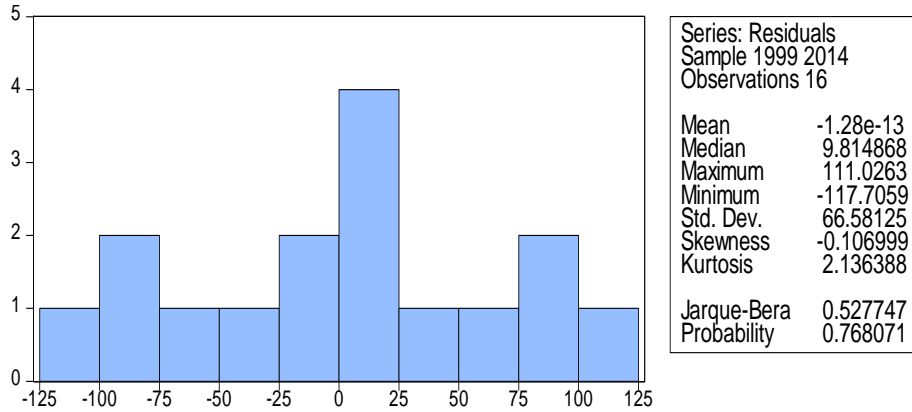
ويتضمن إختبار النموذج من الناحية القياسية النقاط التالية:

### 3-1- إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يوضح الشكل التالي نتائج إختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الشكل رقم (3-4): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

يوضح الشكل رقم (3-4) أن البواقي تتبع Jarque-Bera بالاعتماد على إختبار التوزيع الطبيعي لأن:

$$\text{Prob} = 0,768071 > 0,05$$

### 2-3- إختبار الارتباط الذاتي

من جدول داربين واتسون، نجد أن:

$K=3$ : عدد المتغيرات المستقلة

$n=16$ : عدد المشاهدات

$d_1=0,86$  و  $d_2=1,73$

ومن الجدول رقم (4-49) كانت قيمة إحصائية واتسون للنموذج:  $DW=1,83$

وبعد مطابقة هذه القيم مع مناطق القبول والرفض لدرابين واتسون يتضح أن:

$$d_2 < DW < 4 - d_2$$

$$1,73 < DW = 1,83 < 4 - 1,73$$

$$1,73 < DW = 1,83 < 2,27$$

وتبين نتائج إختبار واتسون أنه لا يوجد إرتباط بين البواقي ومنه فهي بواقي مستقلة.

### 2-3- إختبار تجانس التباين

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تجانس التباين:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-52): نتائج إختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.010021	Prob. F(1,13)	0.9218	
Obs*R-squared	0.011553	Prob. Chi-Square(1)	0.9144	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 12/05/16 Time: 19:33				
Sample (adjusted): 2000 2014				
Included observations: 15 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4314.070	1638.596	2.632784	0.0207
RESID^2(-1)	0.027775	0.277459	0.100103	0.9218
R-squared	0.000770	Mean dependent var	4422.013	
Adjusted R-squared	-0.076094	S.D. dependent var	4606.402	
S.E. of regression	4778.448	Akaike info criterion	19.90519	
Sum squared resid	2.97E+08	Schwarz criterion	19.99959	
Log likelihood	-147.2889	Hannan-Quinn criter.	19.90418	
F-statistic	0.010021	Durbin-Watson stat	1.863923	
Prob(F-statistic)	0.921790			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

وكانت نتائج إختبار ARCH:

$$\text{Prob F} = 0,9218 > 0,05$$

$$\text{ProbChi-Square}(1) = 0,9144 > 0,05$$

من هذه النتائج يتبين وجود تجانس تباين البواقي.

#### 4-2- إختبار التعدد الخطي

ويعتمد هذا الإختبار على قيم معامل تضخم التباين، والجدول التالي يبين نتائج إختبار التعدد الخطي:

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-53): نتائج إختبار التعدد الخطي

Variance Inflation Factors			
Date: 12/05/16 Time: 19:20			
Sample: 1999 2014			
Included observations: 16			
Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
X1	80217.59	55.92070	1.037000
X8	521546.5	6.044653	1.217182
X9	1431300.	15.34473	1.180343
C	21747.88	62.79469	NA

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

ومن الجدول رقم (4-53) يتبين أن قيم العمود Centred VIF أقل من 5 ومنه يمكن الحكم أنه لا يوجد تعدد خطي.

5-2- إختبار إستقرار النموذج

يتم دراسة إستقرار النموذج عند سنة 2004 حيث بلغ السعر السوقي للسهم حده الأدنى، وعند سنة 2011 بلغ السعر السوقي حده الأقصى بعد سنة 1999.

الجدول رقم (4-54): نتائج إختبار نقطة الانعطاف لسنة 2004

Chow Breakpoint Test: 2004			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1999 2014			
F-statistic	0.640435	Prob. F(4,8)	0.6485
Log likelihood ratio	4.444746	Prob. Chi-Square(4)	0.3491
Wald Statistic	2.561742	Prob. Chi-Square(4)	0.6336

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

تبين نتائج إختبار نقطة الانعطاف عند سنة 2004 أن:

$$ProbF = 0,6485 > 0,05$$

ومنه أن النموذج مستقر إلى غاية سنة 2004 بمعنى أن هذه السنة لا تمثل نقطة إنعطاف.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

الجدول رقم (4-55): نتائج إختبار نقطة الانعطاف لسنة 2011

Chow Breakpoint Test: 2011			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1999 2014			
F-statistic	2.642318	Prob. F(4,8)	0.1129
Log likelihood ratio	13.47307	Prob. Chi-Square(4)	0.0092
Wald Statistic	10.56927	Prob. Chi-Square(4)	0.0319

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.

وتوضح نتائج إختبار نقطة الانعطاف عند سنة 2011 أن:

$$\text{Prob}F = 0,1129 > 0,05$$

وعليه يمكن الحكم أن النموذج مستقر إلى غاية سنة 2011، ومنه فسنة 2011 ليست نقطة إنعطاف.

خلاصة ما سبق أن النموذج الذي تم إختياره والذي يحمل الشكل:

$$Y_i = 1343,11 - 1115,14X_1 - 1851,51X_8 - 3295,88X_9 + \varepsilon_i$$

مقبول من الناحية الإحصائية والقياسية لتفسير العلاقة بين محددات القرارات المالية كمتغيرات مستقلة والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع بنسبة تفوق 79%.

دراسة قياسية لأثر القرارات المالية على القيمة السوقية لمجمع صيدال  
(1999-2014)

### خلاصة

يستخلص من الفصل التطبيقي وحسب فترة الدراسة أن نماذج القرارات المالية تبين عدم وجود أثر لهذه القرارات على السعر السوقي لسهم المجمع، ماعدا نموذج قرار التمويل الذي كانت له دلالة إحصائية حسب إختبار ستبوندنت وإختبار فيشر معا، وبذلك يمكن لقرار التمويل أن يكون ضمن المتغيرات التي تفسر تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع.

أما نماذج قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح لم يكن لها دلالة إحصائية، مما يدل على أن متغيرات هذه النماذج لا تدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي للسهم.

وفيما يخص محددات القرارات المالية للمجمع فقد تم إستخراج عدة نماذج مقبولة إحصائياً، تضمنت هذه النماذج معظم المتغيرات التي تعبر عن هذه المحددات، وعليه يمكن القول أن محددات القرارات المالية للمجمع يمكن أن تدخل في تفسير تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع.

واختلفت نماذج المحددات فيما بينها من حيث قيمة معامل التحديد أي في القدرة التفسيرية لها، وتم إختيار أنسب نموذج لدراسة العلاقة بين هذه المحددات والسعر السوقي للسهم حيث يمكن لهذا النموذج أن يفسر 79,21% من تغيرات السعر السوقي لسهم المجمع.

خاتمة عامة

## خاتمة عامة

تم من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية التي تدور بشكل عام حول علاقة تأثير القرارات المالية بقيمة المؤسسة السوقية، وبشكل خاص حول علاقة (القرارات المالية، محدداتها) بالقيمة السوقية للمجمع الصناعي صيدال الجزائري (1999-2014).

حيث تتضمن القرارات المالية ثلاثة أنواع مرتبطة ببعضها البعض ( قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح)، وللقرارات المالية جملة من المحددات (العوامل) التي تؤثر عليها ينبغي أخذها بعين الاعتبار قبل اتخاذ هذه القرارات.

وتوجد مجموعة من النظريات والمداخل قام من خلالها المفكرون بدراسة مدى أثر قرار التمويل (الهيكل المالي) على قيمة المؤسسة، فهناك تيار يؤيد وجود أثر لقرار التمويل (الهيكل المالي) على القيمة السوقية للمؤسسة (مدخل صافي الربح، المدخل التقليدي) من خلال وجود هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، والتيار المعارض يقر بعدم وجود أثر لقرار التمويل (الهيكل المالي) على القيمة السوقية للمؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات ومدخل مودigliاني وميلر) وعدم وجود هيكل مالي أمثل، وفيما يخص مدخل (M&M) ففي عام 1958م قدما تحليلا في ظل عدم وجود ضرائب وبالاعتماد على فكرة المراجعة حيث اعتبرا أنها ترتبط بقرار الاستثمار للمؤسسة وليس بقرارات التمويل، وفي عام 1963م حاول مودigliاني وميلر دراسة العلاقة السابقة في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، واستخلصا أنه ينبغي على المؤسسة الاعتماد على الديون بأكثر قدر ممكن لكون أن الوفورات الضريبية المحققة ستزيد من قيمتها السوقية، غير أن ميلر عام 1977م رأى أنه في حالة خضوع كل من أرباح المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب فإن القيمة السوقية للمؤسسة في حالة التوازن تكون مستقلة تماما عن قرار التمويل بسبب أن الضرائب الشخصية ستلغي أثر الوفورات الضريبية المحققة للمؤسسة.

كما ظهرت عدة نظريات معاصرة كنظرية التوازن التي دعت إلى ضرورة الموازنة بين تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة والوفورات الضريبية المحققة لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، أما نظرية ترتيب مصادر التمويل فقد دعت إلى ضرورة اختيار المؤسسة بين مصادر التمويل وفقا للهرم التمويلي، واعتمدت كل من نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة على فكرة عدم وجود تماثل في المعلومات بين المسيرين والمستثمرين.

ولم تقتصر الدراسات المالية على دراسة مدى تأثير قرار التمويل ( الهيكل المالي) على القيمة السوقية للمؤسسة، بل اهتمت كذلك بدراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة.

وبالنسبة للتيار المعارض فهو يتضمن أساسا نظرية عدم ملائمة التوزيعات لمودigliاني وميلر في حالة التأكد التام ونموذجها في حالة عدم التأكد ونظرية الفائض، وقام على افتراض عدم وجود أية علاقة بين مقدار التوزيعات وبين القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أكد ( Modigliani & Miller ) أن هذه الأخيرة تتوقف على درجة كفاءة قرار الاستثمار، وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة، أما التيار المؤيد الذي ضم معظم النظريات كنموذج والتر ونظرية عصفور في اليد، حيث بينا أن هناك تأثير لقرار التوزيع على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي ظل وجود الضرائب وتكاليف الصفقات ظهرت نظرية التفضيل الضريبي وذلك عن طريق التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على المكاسب الرأسمالية، أما وجود تكاليف الإصدار والمعاملات سيؤثر على إتجاه قرار توزيع الأرباح وهذا الأخير سيؤثر بدوره على القيمة السوقية للمؤسسة، وبرزت نظريات حديثة في نفس السياق كنظرية العميل، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة ونظرية التزود بالتوزيعات.

وعليه فقد ركزت هذه النظريات والمداخل على دراسة العلاقة بين قرار التمويل (الهيكل المالي)، قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، أما قرار الاستثمار فقد تمت الإشارة إليه فقط من قبل مودigliاني وميلر، ومنه فالفرضية الأولى صحيحة.

### اختبار فرضيات الدراسة

من خلال ما سبق من هذه الدراسة، يمكن الحكم على الفرضيات التي تم بناؤها، بفرضها أو تأكيد صحتها، كما يلي:

- **تأكيد صحة الفرضية الأولى:** والتي مفادها " تنقسم القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية إلى ثلاثة أصناف لكلٍ منها محدداتها، كما توجد محددات مشتركة بين قرارين ماليين أو أكثر"، حيث تبين من خلال الدراسة النظرية أن هناك ثلاثة أنواع من القرارات المالية، وأن هناك محددات لكل قرار كما توجد محددات مشتركة بين القرارات المالية؛
- **تأكيد صحة الفرضية الثانية:** والتي مفادها " تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار التمويل ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت في وجود أثر لقرار التمويل أو عدم وجود هذا الأثر على قيمة المؤسسة السوقية "

حيث تبين من خلال الفصل الثاني، أن هناك العديد من النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار التمويل ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، ومن هذه المداخل من يرى أن لقرار التمويل ومحدداته أثر على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ومنها من يرى عكس ذلك؛

– **نفي صحة الفرضية الثالثة:** والتي مفادها "تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار الاستثمار ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت في إشارة علاقة التأثير بين الايجابي والسلبى" حيث تبين من خلال الجانب النظري للدراسة أن هناك قلة قليلة من المداخل التي تطرقت إلى قرار الاستثمار؛

– **تأكيد صحة الفرضية الرابعة:** والتي مفادها "تعددت النظريات والمداخل التي درست علاقة قرار توزيع الأرباح ومحدداته بالقيمة السوقية للمؤسسة، واختلفت واختلفت في وجود علاقة بين قرار التوزيع وقيمة المؤسسة السوقية وعدم وجود هذه العلاقة " حيث تبين من خلال الفصل الثالث أن هناك العديد من المداخل والنظريات التقليدية والحديثة التي حاولت دراسة علاقة وتأثير قرار توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، ومن الباحثين من يرى أن توزيع الأرباح يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ومنهم من يرى عكس ذلك؛

– **الفرضية الخامسة:** والتي مفادها "هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القرارات المالية ومحدداتها بالقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري"، هذه الفرضية تم تقسيمها إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية، وقد كانت نتائج اختبارها كما يلي:

✓ **تأكيد صحة الفرضية الفرعية الأولى:** والتي مفادها "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري" حيث تبين من خلال الدراسة التطبيقية في الفصل الرابع أن النموذج الإحصائي الدال على العلاقة بين قرار التمويل كمتغير مستقل والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع مقبول من الناحية الإحصائية والقياسية؛

✓ **نفي صحة الفرضية الفرعية الثانية:** والتي مفادها "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار الاستثمار والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري" حيث تبين من خلال الدراسة التطبيقية في الفصل الرابع أن النموذج الإحصائي الدال على العلاقة بين قرار الاستثمار كمتغير مستقل والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع غير مقبول من الناحية الإحصائية؛

✓ **نفي صحة الفرضية الفرعية الثالثة:** والتي مفادها "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري"

حيث تبين من خلال الدراسة التطبيقية في الفصل الرابع أن النموذج الإحصائي الدال على العلاقة بين قرار توزيع الأرباح كمتغير مستقل وسعر سهم المجمع الصناعي صيدال في السوق كمتغير تابع غير مقبول من الناحية الإحصائية؛

✓ **تأكيد صحة الفرضية الفرعية الرابعة:** والتي مفادها "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات القرارات المالية والقيمة السوقية لمجمع صيدال الجزائري" حيث تبين من خلال الدراسة التطبيقية في الفصل الرابع أن هناك 9 نماذج إحصائية مقبولة من أصل 184 نموذج إحصائي، وقد تم اختيار أفضل نموذج إحصائي دال على العلاقة بين محددات القرارات المالية كمتغير مستقل والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال كمتغير تابع، كما أن هذا النموذج تجاوزت قدرته التفسيرية 79%.

### نتائج الدراسة

تم التوصل إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة بين قرار التمويل الممثل بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال المملوكة والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال خلال فترة الدراسة، وهي علاقة عكسية، وعدم وجود علاقة بين متغيرات قرار الاستثمار والسعر السوقي لسهم المجمع، وهذه النتائج تختلف مع المدخل الأول لموديغلياني وميلر في غياب الضرائب حيث توصل إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل انعكاس لقرارات الاستثمار وتتعلق بفعالية هذه القرارات من حيث التوزيع بين استثمارات ثابتة واستثمارات متداولة ولا تتعلق بكيفية تمويل الاستثمارات أي ليس لها علاقة بقرارات التمويل؛
- بالنسبة لقرار توزيع الأرباح فإنه لا توجد علاقة بين توزيعات الأرباح والسعر السوقي لسهم المجمع، وأيضا لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة والسعر السوقي للسهم، وتتوافق هذه النتائج مع (نظرية الفائض، نظرية عدم ملائمة التوزيعات لموديغلياني وميلر 1963، نموذج VAN HORN 1989) حيث تضمنت نظرية الفائض أن القيام بإجراء التوزيعات من عدمه لا أثر له على قيمة المؤسسة السوقية، كما رأى كل من موديغلياني وميلر عدم وجود علاقة بين

سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، واتفق فان هورن من خلال نموذجه مع نظرية مودigliاني وميلر أن قرار توزيع الأرباح لا يمكن أن يكون من ضمن المتغيرات التي تحدد القيمة السوقية للمؤسسة.

ومن جهة أخرى تختلف هذه النتائج مع (نموذج والتر، نظرية عصفور في اليد، نظرية التفضيل الضريبي)، حيث أن حسب وجهة نظر والتر يمكن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال اعتماد سياسة لتوزيع الأرباح، ونظرية عصفور في اليد التي أيدت قيام المؤسسة برفع التوزيعات لتعظيم القيمة السوقية للسهم، أما نظرية التفضيل الضريبي فهي دعت إلى احتجاز أقصى ما يمكن من الأرباح لرفع قيمة السهم.

وعلى الرغم من اختلاف البيئة التي ينشط فيها المجمع عن بيئة المؤسسات المدروسة في بعض الدراسات السابقة، فهذه النتائج تتوافق مع دراسة محمد رزقي حيث توصل حسب معيار خلق القيمة إلى أن الهيكل المالي يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة والتي بدورها تؤثر على قيمة هذه الأخيرة، وسياسة توزيع الأرباح لا تأثير لها على المؤسسة .

ومن جهة تتوافق النتائج مع دراسة علي بن الضب فيما يخص أن متغير الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة، ومن جهة أخرى لا تتوافق معها بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح.

وبينت أهم نتائج الدراسة السابقة الأجنبية الثانية أن قرار الاستثمار يؤثر على قيمة المؤسسة، وهذا ما يتناقض مع نتائج هذه الدراسة، ومن ناحية أخرى يتفق معها من حيث أن هيكل رأس المال يؤثر على قيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

كما ركزت هذه الدراسة في الجانب التطبيقي على تحليل العلاقة بين بعض محددات القرارات المالية والسعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال الجزائري، ووجدت عدة نماذج مقبولة إحصائياً ضمت نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل،

المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، الضريبة وفق مقياس Titman & Wessels، الضريبة وفق مقياس Sorensen & Kim، مخاطر الأعمال.

وكان أفضل نموذج من بين تلك النماذج يتضمن نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل، حيث اتضح من خلال إشارة المعاملات وجود علاقة عكسية بين (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون، التكلفة المرجحة للتمويل) والسعر السوقي لسهم المجمع، وتفسر هذه العلاقة بأن زيادة مقدار الديون إلى إجمالي الخصوم سيؤثر سلباً على السعر السوقي للسهم، وهذا ما يتناقض مع المدخل المصحح لموديغلياني وميلر والذي توصل إلى أنه يمكن للمؤسسة تحقيق الهيكل المالي الأمثل وذلك بالاعتماد على أكبر قدر ممكن من الديون لتعظيم قيمتها، بمعنى حسب هذا المدخل زيادة الديون ستؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة السوقية.

ومن المتفق عليه أن زيادة تكلفة الديون سينتج عنه ارتفاع التكلفة المرجحة للتمويل مما ينعكس سلباً على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يتوافق مع نتائج الدراسة.

وتبين وجود علاقة طردية بين الضريبة وفق المقياس الأول (الذي يتعلق بالميزات الضريبية التي لها علاقة بالديون) والسعر السوقي لسهم المجمع، ويمكن تفسير هذه العلاقة الطردية على أنه كلما زادت نسبة الضريبة المدفوعة على الأرباح من الربح قبل الفائدة والضريبة سيساهم ذلك في تحقيق الوفورات الضريبية التي ستخفض من التكلفة المرجحة للتمويل وسترفع من القيمة السوقية للمؤسسة وهذا ما يتوافق مع النظريات المالية، وبما أن هذه الضريبة متعلقة بالديون فإن تجاوز الديون لنسبة معينة سيلغي الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية المحققة.

كما أن الضريبة وفق المقياس الثاني (الذي يخص الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالديون) لها علاقة طردية بالسعر السوقي لسهم المجمع، وعليه فالضريبة سواء تعلقت بالديون أو لا فهي تؤثر إيجابياً على السعر السوقي لسهم المجمع خلال فترة الدراسة.

ونظراً لأن النماذج المقبولة تضمنت جميع المتغيرات المستقلة التي تعبر عن محددات القرارات المالية في هذه الدراسة ماعدا معدلات النمو، وكانت القدرة التفسيرية جيدة لمعظم النماذج لذا يمكن القول أن معظم محددات القرارات المالية لها علاقة بالسعر

السوقي لسهم المجمع خلال فترة الدراسة، حيث تبين من خلال النتائج أن معظم محددات القرارات المالية يمكنها التأثير على السعر السوقي لسهم المجمع، وتفسر التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع بنسبة 79,21% من قبل (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة المرجحة للتمويل) التي اعتبرت كمحددات للقرارات المالية ضمن هذه الدراسة.

### توصيات الدراسة

بناء على نتائج الدراسة، يمكن تقديم التوصيات التالية:

- بعدما تبين أن قرار التمويل هو القرار المالي الوحيد الذي يمكن له أن يؤثر على السعر السوقي لسهم المجمع، لذلك ينبغي على المجمع دراسة مصادر التمويل بدقة والعمل على تنويعها أكثر مع مراعاة عامل المخاطرة المالية للديون، إضافة إلى الرفع من كفاءة هذا القرار عن طريق التوظيف الأمثل لمختلف الموارد التمويلية؛
- رغم أهمية العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وقيمة المؤسسة السوقية في النظريات المالية إلا أن نتائج هذه الدراسة توصلت لعدم وجود علاقة بين قرار التوزيع والسعر السوقي لسهم المجمع، يمكن أن يعود ذلك لتذبذب الأرباح الموزعة وقتها خلال فترة معينة من فترة الدراسة، لذا يتوجب الاهتمام أكثر بقرار التوزيع في المجمع؛
- استنادا لنتائج الدراسة فإنه ينبغي الأخذ بعين الاعتبار مختلف محددات القرارات المالية للمجمع أي مختلف العوامل المؤثرة على هذه القرارات نظرا لوجود علاقة بينها وبين السعر السوقي لسهم المجمع خلال فترة الدراسة، والتركيز خاصة على تكلفة الديون، نسبة الرفع المالي التكلفة المرجحة للتمويل، الضريبة مع مراعاة مخاطر الأعمال.

### آفاق الدراسة

إن هذه الدراسة، تتيح المجال للبحث في ذات الموضوع من جوانب مختلفة، خاصة من حيث:

- دراسة هذا الموضوع ولكن باختيار عينة من المؤسسات الاقتصادية تنشط في بورصة أكثر كفاءة من بورصة الجزائر؛
- إجراء دراسة متخصصة في بعض محددات القرارات المالية فقط وأثرها على الأسعار السوقية لأسهم عينة من المؤسسات المدرجة بالبورصة؛
- إجراء دراسة حول العلاقة بين أداء المؤسسة وقيمتها السوقية.

# قائمة المراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1- الكتب

1. أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة: (الاتصالات/ المعلومات/ القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 2004.
2. أحمد عثمان طلحة، إدارة المؤسسات العاملة في الدول النامية/منظور استراتيجي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008 .
3. أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة: (الاتصالات / المعلومات / القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ، 2008.
4. أحمد محمد المصري، التخطيط والمراقبة الإدارية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
5. أيمن الشنطي وعامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005.
6. أيمن الشنطي وآخرون، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
7. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية -الأسس العلمية والتطبيقية- دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
8. أشواق بن قدورة، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الرأية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013 .
9. الزين منصور، تشجيع الاستثمار وأثره على التنمية الاقتصادية، دار الرأية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
10. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية- الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن.

11. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي-الإدارة المالية- الجزء الثاني، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011.
12. بن ابراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
13. جلال ابراهيم العبد، أساسيات الاستثمار-الاوراق المالية والبورصات- دار الكتاب الحديث، مصر، 2009.
14. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة-مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية- دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
15. جليل كاظم مدلول العارضي وأرشد عبد الامير جاسم الشمري، إستراتيجيات الإدارة المالية: ( إستراتيجيات الاندماج/ إستراتيجيات الشركة القابضة/ قرار الإستثمار الإستراتيجي/ الهدف الإستراتيجي للإدارة المالية)، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
16. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006.
17. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
18. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2010.
19. هوارى معراج وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التاكيد والازمة المالية ، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ، 2012.
20. حسين حريم، مبادئ الإدارة الحديثة: (النظريات/ العمليات الادارية/ وظائف المنظمة) ، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006.
21. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2001.

22. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الاوراق المالية، مكتبة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2001.
23. حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن ، ط2، 2008.
24. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011.
25. حامد العربي الحضييري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000 .
26. طارق عبد العال حماد، الموازنات التقديرية- نظرة متكاملة- الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2006.
27. طلال عبد الحسن الكسار، المحاسبة المتقدمة للاستثمار في الأسهم والسندات وتطبيقها للمعايير المحاسبية الحديثة والقابضة والتابعة، مكتبة المجتمع العربي الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
28. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
29. طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2008.
30. طارق عبد العال حماد، التقييم- تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة- الدار الجامعية، مصر، 2002.
31. طارق عبد العال حماد، التقييم - تحديد قيمة المنشأة وإعادة هيكلة الشركات- الدر الجامعية، مصر، 2008.
32. طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
33. ماجد عبد المهدي المساعدة وآخرون، مبادئ علم الادارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2013.

34. محمد قاسم القريوتي، مبادئ الإدارة - النظريات والعمليات والوظائف-دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط4، 2009.
35. معن محمود عياصرة ومروان محمد بني أحمد، القيادة والرقابة والاتصال الإداري، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
36. محمد حسنين العجمي، الاتجاهات الحديثة في القيادة الإدارية والتنمية البشرية، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
37. محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
38. محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2007.
39. محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008.
40. موسى مطر وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: (أسس/ مفاهيم / تطبيقات) ، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2006.
41. محمد عبد الخالق، الإدارة المالية والمصرفية، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
42. محمد طنيب ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
43. محمود أحمد فياض، مبادئ الإدارة -وظائف المنظمة- دار صفاء للنشر والتوزيع، الأذن، ط1، 2010.
44. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
45. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 2003.

46. مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
47. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011.
48. محمد مطر، إدارة الاستثمارات- الاطار النظري و التطبيقات العلمية- دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2004.
49. محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
50. مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
51. محمد إبراهيم عبد الرحيم، دراسات الجدوى وتقييم أصول المشروعات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007.
52. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، 2003.
53. نبيل ذنون الصائغ، الادارة- مبادئ وأساسيات- عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011.
54. نعيم ابراهيم الظاهر، الادارة الحديثة- نظريات ومفاهيم- عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011.
55. نزيه كباره، المبادئ الأساسية في ادارة الاعمال، شركة المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان ، ط1، 2010.
56. ناظم محمد نوري الشمري ومحمد موسى الشروف، مدخل في علم الاقتصاد، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
57. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي- مدخل في التحليل واتخاذ القرارات- مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006.

58. سيد سالم عرفة، ادارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
59. سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
60. سليمان أبو صباح، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2009.
61. علي عباس، أساسيات علم الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط4، 2009.
62. سيد صابر تغلب، نظم ودعم اتخاذ القرارات الادارية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2011.
63. عبد الباري درة ومحفوظ أحمد جودة، الاساسيات في الادارة المعاصرة - منحي نظامي- دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2012.
64. علي خلف حجاجه، اتخاذ القرارات الادارية، دار قنديل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
65. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
66. عبد الغفار حنفي، أساسيات الادارة المالية: ( دراسات الجدوى / تحليل مالي / هيكل راس المال/ سياسات توزيع الارباح)، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003.
67. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الادارة المالية، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، الأردن، ط1، 2007.
68. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2004.
69. عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري، الادارة المالية: (أطر نظرية / حالات عملية)، دار وائل للنشر، الأردن، ط1، 2003.

70. عبد العزيز النجار، أساسيات الادارة المالية: (دراسات الجدوى/ مصادر التمويل/ التخطيط المالي/ التحليل المالي/ الأسهم والسندات المالية/ تحليل الربحية الاسلامية)، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
71. علي لطفي، الاستثمارات العربية ومستقبل التعاون الاقتصادي العربي، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2009.
72. عبد الله عبدالكريم عبد الله، ضمانات الاستثمار في الدول العربية - دراسة قانونية مقارنة لأهم التشريعات العربية والمعاهدات الدولية مع الاشارة الى منظمة التجارة العالمية ودورها في هذا المجال- دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
73. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الادارة المالية- النظرية والتطبيق- دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008.
74. عاطف جابر طه عبد الرحيم، دراسات الجدوى- التأصيل العلمي والتطبيق العملي- الدار الجامعية، مصر ، 2003.
75. عبد الغفار حنفي، الادارة المالية- مدخل اتخاذ القرارات- مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية ، 2007.
76. عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري، الادارة المالية - أطر نظرية وحالات عملية- دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2007.
77. عبد السلام محمود أبوقحف، مقدمة في الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية ، ط3، 2009.
78. فتحي أحمد زياب عواد، إدارة الاعمال الحديثة بين النظرية والتطبيق، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
79. فليح حسن خلف، اقتصاديات الاعمال، عالم الكتب للنشر والتوزيع، الأردن ، ط1، 2009.
80. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الادارة المالية: (إطار نظري ومحتوى علمي: التمويل / الاستثمار / التخطيط والتحليل المالي) ، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.

81. فارس ناصيف الشبيري وغسان سالم الطالب، مبادئ المالية (2)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
82. فليح حسن خلف، أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
83. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الاوراق المالية - فنون الاستثمار في البورصة - الدار الجامعية، مصر، 2009.
84. صلاح عبد القادر النعيمي، الإدارة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2008.
85. شقيري نوري محمد ابراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2008.
86. خالد أحمد فرحان المشهداني ورائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مبادئ الاقتصاد، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2013.
87. ضياء مجيد الموسوي، أسس علم الاقتصاد: (مذاهب/ أنظمة/ نظريات اقتصادية/ أسواق)، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ط2، 2013.
88. ضرار العتيبي ونضال الحواري، إدارة المشروعات الانمائية- دراسة وتقرير الجدوى- دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة العربية، 2007.
- 2- المذكرات والأطروحات**
89. هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
90. حواس صلاح، التوجه نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2007.
91. ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية،

فرع الاقتصاد المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة،  
2011/2010،

**92.** محمد عصمت بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخوصصة - دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2016/2015.

**93.** محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2010/2009،

**94.** سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2009.

**95.** سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية- أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2015/2014.

**96.** عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة -دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم- مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011.

**97.** علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة ورقلة، 2009/2008.

### 3- المجلات والمقالات

98. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2010.
99. إلياس خضير الحمدوني وفائز هليل سريح الصبيحي، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم – دراسة عينة من الشركات الأردنية المساهمة - مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد: 4، العدد: 8، 2012.
100. بلقيس عبد الوهاب النعيمي، صناعة القرار التربوي، مجلة الدراسات التربوية، العدد: 10، 2010.
101. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة- دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات - مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد: 10، 2012.
102. دعاء فوزي شبيطة وفايز سليم حداد، تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم – دراسة تطبيقية على بورصة الأردن- دراسات العلوم الإدارية، الأردن، المجلد: 37، العدد: 01، 2010.
103. هشام طلعت عبد الحكيم وأنوار مصطفى حسن، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم - نموذج جوردن- مجلة الادارة والاقتصاد، العدد: 81، 2010.
104. هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد: 05، 2007.
105. هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد: 17، 2008.
106. هشام طلعت عبد الحكيم حسن وأنوار مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم – نموذج جوردن- دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العدد: 81، 2010.
107. زينب بن التركي، الأساليب الكمية في صناعة القرار – أسلوب شجرة القرار أنموذجاً-مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، العدد: 6، 2009.

107. حسنين كاظم عوجه وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية – دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية-الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، العدد: 29.
108. مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة – دراسة حالة مجمع صيدال- مجلة أبحاث إقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد: 12، 2012.
109. مؤيد محمد علي الفضل ونوال حربي راضي، العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وقيمة الشركة في ظل نظرية الوكالة- دراسة حالة في الأردن- مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، المجلد: 12، العدد: 04، 2010.
110. مهدي شرقي، مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة – حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري- المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمحاسبية، الجزائر، العدد: 01، 2015.
111. مفيد الظاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، فلسطين، العدد: 23، 2011.
112. نعيمة عدي ، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات – دراسة نقدية تحليلية-مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد: 07، جامعة غرداية، العدد: 02، 2014.
113. عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد: 06، 2008.
114. عبد المجيد تيمائي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار إستخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز الجامعي غرداية، العدد: 13، 2011.
115. عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول أمثلية هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010/2009.

**116.** عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي- الاسهامات النظرية الأساسية- مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006.

**117.** عبد القادر بريش وبدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013.

**118.** علي بن الضب وحليمة بلقاسم، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق رأس المال – دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية (2011-2014)- أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد: 18، ديسمبر 2015.

**119.** فضل الحباشنة وآخرون، العوامل المؤثرة على سعر السهم السوقي في بورصة عمان (1984-2011)، دراسات العلوم الإدارية، جامعة الأردن، المجلد: 42، العدد: 02، 2015.

#### 4- المؤتمرات والملتقيات

**120.** بالمقدم مصطفى وآخرون، التمويل عن طريق الايجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الرابع حول الريادة والابداع: (استراتيجيات الاعمال في مواجهة تحديات العولمة)، جامعة الجزائر، 15- 16/03/2005.

**121.** هواري سويسي وكماسي محمد الأمين، إشكالية تقييم المؤسسات، مداخلة ضمن الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات، جامعة سكيكدة، 2005/09.

**122.** هواري سويسي وعبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الدولي حول: (الأداء المتميز للمنظمات والحكومات)، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، جامعة ورقلة، 9/8 مارس 2005.

**123.** سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى العلمي الدولي: ( الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 21/20 أكتوبر 2009.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

1- الكتب

124. L. Gitman & M. Joehnk, Investissement et marchés financiers, 9<sup>ème</sup> Ed. Pearson, France, 2005.
125. M. Bellalah, Gestion de portefeuille, Ed. pearson, 2004.
126. Richard Brealy et les autres, Principes de gestion financière, pearson Education, France, 8<sup>ème</sup> édition, 2006 .
127. Régis Bourbonnais, économétrie- cours et exercices corrigés- Dunod, Paris, 9<sup>ème</sup> édition, 2015.

2- المذكرات والأطروحات

128. Pascale Delfine, Notion de rentabilité financière et logique de choix dans les services publics : le cas des choix d'investissement dans quatre services publics municipaux, Thèse présentée pour obtenir le grade de : Docteur du Conservatoire National des Arts et Métiers, École doctorale Arts et Métiers ED 415, Sciences de gestion, France, soutenue le : 24 mars 2011, p: 27, pdf.

3- المقالات

129. Bart M . Lambrecht & Stewart C.Myers , A lintner model of dividends and managerial rents, 10 May 2010, pdf.
130. El Malloki & Fekkak, Analyse financière, 2014, pdf.
131. Franco Modigliani & Merton H .Miller , The cost of capital, coporation finance and the theory of investment , The american economic review, Volume : 48, N : 03, June 1958 ,pdf.
132. Franco Modigliani & Merton H. Miller, Corporate income taxes and the cost of capital - A correction -,The american economic review, Vol : 53 , No : 3, Jun 1963 ,Pdf.
133. Fisher Black, Taxes and capital market equilibrium , WORKING PAPER NO. 21A, April 23. 1971, pdf.
134. Merton. Miller, Debt and taxes, The journal of finance, Vol: 32, No: 2, May 1977, Pdf.
135. Milton Harris & Artur. Raviv, The theory of capital structure, Journal of Finance, vol :46,No :01, Mar1991, pdf.
136. Malcolm Baker et Jeferey Wurgler , A Catering Theory of Dividends, THE journal of finance ,Vol. LIX, No. 3 , June 2004 , pdf.

137. Oliver E. Williamson, Corporate finance and corporate governance, The journal of finance, American finance association ,Vol:43, No:03, Jul 1988, Pdf.
138. O. Monday Matthew and others, Effect of Dividend Payment on the Market Price of Shares: A Study of Quoted Firms in Nigeria, IOSR Journal of Economics and Finance, .Volume 5, Issue 4, Sep- Oct. 2014, pdf.
139. P. Fernández, Company valuation methods :(the most common errors in valuation), Spain, 2007.
140. ROBERT H. LITZENBERGER & KRISHNA RAMASWAMY, The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects , THE JOURNAL OF FINANCE , VOL. XXXVII, NO. 2 , MAY 1982, pdf.
141. Riad Lamyaa & Touili Karima , Dividend policy and taxation: A review , International Journal of Economics, Commerce and Management , United Kingdom, Vol. V, Issue 3, March 2017, pdf.
142. S. Ross, The determinanation of financial structure- the incentive signalling approach -, The bell journal of economics, Vol 08, 1977,pdf.
143. Stewart C. Myers, The capital structur puzzel, The journal of finance, American finance association , Vol:39, No: 03, Jul 1984 , Pdf.

ثالثا: المواقع الإلكترونية

144. <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/historique>
145. <https://www.saidalgroup.dz>
146. <http://www.sgbv.dz/ar/>
147. [https://www.google.dz/?gws\\_rd=cr,ssl&ei=mQlgWMj2JsTZU9OlV7AM#safe=active&q=dspace.univouargla.dz%2Fjspui%2Fbitstream%2F123456789%2F...%2Filyess\\_benssassi](https://www.google.dz/?gws_rd=cr,ssl&ei=mQlgWMj2JsTZU9OlV7AM#safe=active&q=dspace.univouargla.dz%2Fjspui%2Fbitstream%2F123456789%2F...%2Filyess_benssassi). Pdf/
148. [http:// www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/](http://www.iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03/)
149. [https://www.pcma.ps/Rsearches/Res\\_Dev\\_Docs/Treasury%20stocks.pdf](https://www.pcma.ps/Rsearches/Res_Dev_Docs/Treasury%20stocks.pdf)
150. <http://www.tahasoft.com/library/112>.
151. <http://www.google.dz/url?url=http://www.sharqacademy.com/index.php/downloads/category/5-admin-lib%3Fdownload%3D77>

## ملحق رقم (01): المردودية وأثر الرفع المالي للمجمع (1999-2014)

العلاقة				البيان
2002	2001	2000	1999	المردودية الاقتصادية
%5,34	%5,91	%4,61	%6,87	
%103	%79	%92	%51	نسبة الاستدانة
%0,22)	%6,71	%4,78	%8,05	المردودية المالية
(% 5,4)	%1,01	%0,18	%2,32	أثر الرافعة المالية
العلاقة				البيان
2006	2005	2004	2003	المردودية الاقتصادية
%7,55	%5,48	%9,1	%7,26	
%133	%140	%121	%114	نسبة الاستدانة
%9,36	%5,06	%7,71	%5,67	المردودية المالية
%1,36	(%0,3)	(%1,15)	(%1,39)	أثر الرافعة المالية
العلاقة				البيان
2010	2009	2008	2007	المردودية الاقتصادية
%5,07	%12,54	%9,57	%8,08	
%140	%108	%139	%130	نسبة الاستدانة
%9,02	%16,44	11,71%	%10,9	المردودية المالية
%2,82	%3,61	%1,54	%2,17	أثر الرافعة المالية
العلاقة				البيان
2014	2013	2012	2011	المردودية الاقتصادية
%4,22	%7,89	%6,86	%7,77	
%79	%80	%103	%98	نسبة الاستدانة
%6,46	11,55%	%11,22	%12,81	المردودية المالية
%2,83	%4,57	%4,23	%5,14	أثر الرافعة المالية

## ملحق رقم (02): ضريبة المجمع (1999-2014) وفق مقياس Kim &amp; Sorensen

2002	2001	2000	1999	البيان
171874	233643	192585	272123	الضرائب المدفوعة على الأرباح T
850074	905074	713754	1023630	الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT
%20	%26	%27	%27	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة
2006	2005	2004	2003	البيان
227683	230893	274484	303821	الضرائب المدفوعة على الأرباح T
1443365	1119964	1691340	1300354	الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT
%16	%21	%16	%23	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة
2010	2009	2008	2007	البيان
410899	640560	456683	291609	الضرائب المدفوعة على الأرباح T
1649967	3891601	2382156	1617800	الربح قبل الفائدة والضريبة EBIT
%25	%16	%19	%18	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة
2014	2013	2012	2011	البيان
309812	500440	225135	431623	الضرائب المدفوعة على الأرباح T
1618736	2946399	2521790	2624059	نتيجة العمليات
%19	%17	%9	%16	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الربح قبل الفائدة والضريبة

## ملحق رقم (03): ضريبة المجمع (1999-2014) وفق مقياس Titman &amp; Wessels

2002	2001	2000	1999	البيان
402666	417050	352792	350486	قيمة الاهتلاكات الاجمالية
11146940	10718580	10835187	10434283	مجموع الأصول
%4	%4	%3	%3	أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون
2006	2005	2004	2003	البيان
537190	440018	385913	350412	قيمة الاهتلاكات الاجمالية
14343001	14305451	13003781	12543769	مجموع الأصول
%4	%3	%3	%3	أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون
2010	2009	2008	2007	البيان
1962879	1170510	761734	584486	قيمة الاهتلاكات الاجمالية
28251187	23266427	18674201	15014596	مجموع الأصول
%7	%5	%4	%4	أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون
2014	2013	2012	2011	البيان
1130374	1431299	2144929	1488030	قيمة الاهتلاكات الاجمالية
31587704	3099573	30021145	27277970	مجموع الأصول
%4	%5	%7	%5	أهمية الميزات الضريبية التي لا علاقة لها بالديون

## ملحق رقم (04): مخاطر أعمال المجمع (1999-2014)

الوحدة: 1 مليون

2002	2001	2000	1999	العلاقة	البيان
850	905	713	1023	/	نتيجة الاستغلال (الربح قبل الفائدة والضريبة)
873	873	873	873		المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال
(23)	32	(160)	150		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
529	1024	25600	22500		مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
49653	49653	49653	49653		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
16551	16551	16551	16551		تباين نتيجة الاستغلال
129					الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال

15%	14%	18%	13%		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة
2006	2005	2004	2003	العلاقة	البيان
1443	1119	1691	1300	/	نتيجة الاستغلال (الربح قبل الفائدة والضريبة)
1388	1388	1388	1388		المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال
55	(269)	303	(88)		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
3025	72361	91809	7744		مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
174939	174939	174939	174939		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
58313	58313	58313	58313		تباين نتيجة الاستغلال
241					الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال
%17	%22	%14	19%		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة
2010	2009	2008	2007	العلاقة	البيان
1649	3891	2382	1617	/	نتيجة الاستغلال (الربح قبل الفائدة والضريبة)
2385	2385	2385	2385		المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال
(736)	1506	(3)	(768)		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
541696	2268036	9	589824		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
3399565	3399565	3399565	3399565		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
1133188	1133188	1133188	1133188		تباين نتيجة الاستغلال
1065					الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال
%65	%27	%45	66%		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة
2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
1618	2946	2521	2624	/	نتيجة الاستغلال (الربح قبل الفائدة والضريبة)
2427	2427	2427	2427		المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال

(809)	519	94	197		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
654481	269361	8836	38809		مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
971487	971487	971487	971487		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
323829	323829	323829	323829		تباين نتيجة الاستغلال
569					الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال
%35	%19	%23	%22		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة
2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
1618	2946	2521	2624	/	نتيجة الاستغلال (الربح قبل الفائدة والضريبة)
2427	2427	2427	2427		المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال
(809)	519	94	197		الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
654481	269361	8836	38809		مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
971487	971487	971487	971487		مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
323829	323829	323829	323829		تباين نتيجة الاستغلال
569					الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال
35%	19%	23%	22%		نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة

## ملحق قم (05): معدلات نمو المجمع (2014-1999)

2002	2001	2000	1999	البيان
%3,47	%11,27	%10,85	%16,41	المردودية المالية للسهم الواحد
%51,96	%38,54	%61,34	%65,82	نسبة احتجاز الأرباح
1,8%	%4,34	%6,65	%10,8	معدل نمو المؤسسة
2006	2005	2004	2003	البيان
%9,27	%7,46	%8,05	%8,84	المردودية المالية للسهم الواحد
%58	%53,55	%56,16	%50,24	نسبة احتجاز الأرباح
%5,38	%4	%4,52	%4,44	معدل نمو المؤسسة
2010	2009	2008	2007	البيان
%9,35	%29,37	%18,3	%14,2	المردودية المالية للسهم الواحد
%68,24	%87,83	%73,66	%87,39	نسبة احتجاز الأرباح
%6,38	%25,8	%13,48	%12,41	معدل نمو المؤسسة
2014	2013	2012	2011	البيان
%8,4	%15,87	%13,33	%14,94	المردودية المالية للسهم الواحد
%72,93	%84,95	%79,65	%83,01	نسبة احتجاز الأرباح
%6,13	%13,48	%10,62	12,4%	معدل نمو المؤسسة

## ملحق قم (06): تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها الدفترية (2014-1999)

2002	2001	2000	1999	البيان
90000	400000	200000	360000	قيمة التوزيعات
5396898	5776105	4769012	6417687	قيمة الأموال المملوكة
%1,67	%6,92	%4,19	%5,61	تكلفة الأموال المملوكة
2006	2005	2004	2003	البيان
230000	200000	200000	240000	قيمة التوزيعات
5906738	5771991	5665062	5455505	قيمة الأموال المملوكة
%3,89	%3,46	%3,53	%4,4	تكلفة الأموال المملوكة
2010	2009	2008	2007	البيان
350000	350000	350000	110000	قيمة التوزيعات
11785525	9789871	7257107	6143335	قيمة الأموال المملوكة
%2,97	%3,57	%4,82	%1,79	تكلفة الأموال المملوكة
2014	2013	2012	2011	البيان
400000	400000	400000	350000	قيمة التوزيعات
17590664	16748436	14746506	13795482	قيمة الأموال المملوكة
%2,27	%2,39	%2,71	%2,54	تكلفة الأموال المملوكة

## ملحق قم (07): تكلفة الأموال المملوكة للمجمع وفق قيمتها السوقية (1999-2014)

2002	2001	2000	1999	البيان
9	40	20	36	توزيعات السهم الواحد
430	510	780	765	سعر السهم عند الإغلاق
%2,09	%7,84	%2,56	%4,7	تكلفة الأموال المملوكة
2006	2005	2004	2003	البيان
23	20	20	24	توزيعات السهم الواحد
440	360	345	380	سعر السهم عند الإغلاق
%5,22	%5,55	%5,8	%6,31	تكلفة الأموال المملوكة
2010	2009	2008	2007	البيان
35	35	35	11	توزيعات السهم الواحد
520	385	380	400	سعر السهم عند الإغلاق
%6,73	%9,09	9,21%	%2,75	تكلفة الأموال المملوكة
2014	2013	2012	2011	البيان
40	40	40	35	توزيعات السهم الواحد
560	450	620	715	سعر السهم عند الإغلاق
%7,14	%8,89	%6,45	%4,89	تكلفة الأموال المملوكة

## ملحق رقم (08) : تكلفة ديون المجمع (1999-2014)

2002	2001	2000	1999	العلاقة	البيان
0,1535	0,07	0,0633	0,06536		تكلفة الديون
0,10745	0,049	0,04431	0,0455		تكلفة الديون بعد استبعاد الوفورات الضريبية
2006	2005	2004	2003	العلاقة	البيان
0,0825	0,0826	0,1464	0,1235		تكلفة الديون
0,061875	0,05782	0,10248	0,08645		تكلفة الديون بعد استبعاد الوفورات الضريبية
2010	2009	2008	2007	العلاقة	البيان
0,03	0,1191	0,1071	0,0788		تكلفة الديون
0,0225	0,089325	0,080325	0,0591		تكلفة الديون بعد استبعاد الوفورات الضريبية
2014	2013	2012	2011	العلاقة	البيان
0,0185	0,0442	0,035	0,035		تكلفة الديون
0,013875	0,03315	0,02625	0,02625		تكلفة الديون بعد استبعاد الوفورات الضريبية

## ملحق رقم (09): تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع بالقيم الدفترية للأموال المملوكة

## (2014-1999)

2002	2001	2000	1999	البيان
%75	%73	%75	%84	$\frac{E}{E+D}$
%25	%27	%25	%16	
%1,67	%6,92	%4,19	%5,61	$K_E$
%10,74	%4,9	%6,33	%4,55	$K_{CD}$
%3,94	%6,37	%4,73	%5,44	
2006	2005	2004	2003	البيان
%69	%65	%69	%72	$\frac{E}{E+D}$
%31	%35	%31	%28	
%3,89	%3,46	%3,53	%4,4	$K_E$

%6,19	%5,78	%10,25	%8,65	K <sub>CD</sub>
%4,6	%4,27	%5,61	%5,59	
2010	2009	2008	2007	البيان
%58	%80	%74	%70	$\frac{E}{E+D}$
%42	%20	%26	%30	
%2,97	%3,57	%4,82	%1,79	K <sub>E</sub>
%2,25	%8,93	%8,03	%5,91	K <sub>CD</sub>
%2,67	%4,64	%5,65	%3,03	
2014	2013	2012	2011	البيان
%67	%77	%70	%71	$\frac{E}{E+D}$
%33	%23	%30	%29	
%2,27	%2,39	%2,71	%2,54	K <sub>E</sub>
%1,39	%3,32	%2,63	%2,62	K <sub>CD</sub>
%1,98	%2,6	%2,69	%2,57	

ملحق رقم (10): تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للمجمع بالقيم السوقية للأموال المملوكة

(2014-1999)

2002	2001	2000	1999	البيان
%75	%73	%75	%84	$\frac{E}{E+D}$
%25	%27	%25	%16	
%2,09	%7,84	%2,56	%4,7	K <sub>E</sub>
%10,74	%4,9	%6,33	%4,55	K <sub>CD</sub>
%4,25	%7,05	%3,5	%4,68	
2006	2005	2004	2003	البيان
%69	%65	%69	%72	$\frac{E}{E+D}$
%31	%35	%31	%28	
%5,22	%5,55	%5,8	%6,31	K <sub>E</sub>
%6,19	%5,78	%10,25	%8,65	K <sub>CD</sub>
%5,52	%5,63	%7,18	%6,97	
2010	2009	2008	2007	البيان
%58	%80	%74	%70	$\frac{E}{E+D}$

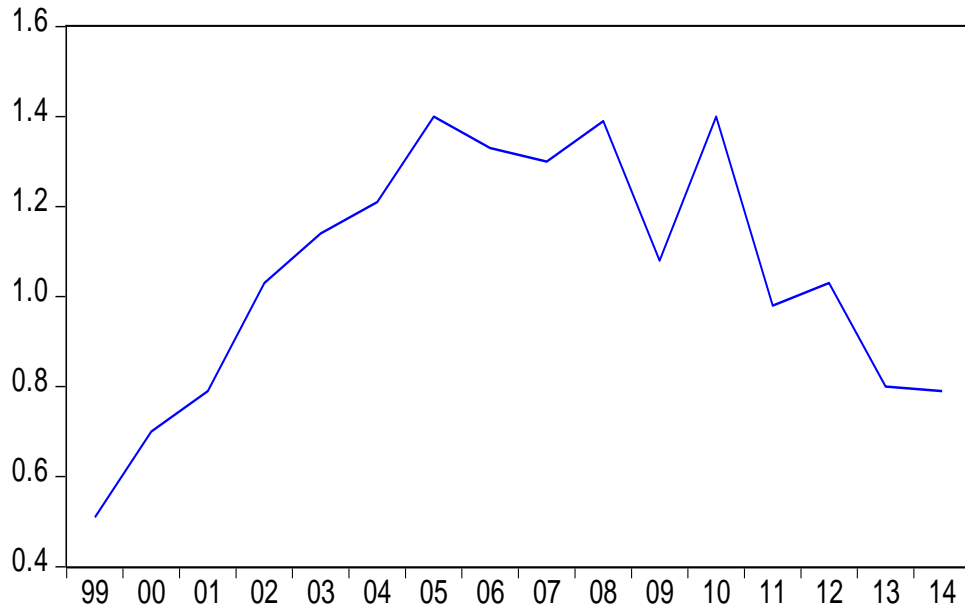
%42	%20	%26	%30	
%6,73	%9,09	9,21%	%2,75	$K_E$
%2,25	%8,93	%8,03	%5,91	$K_{CD}$
%4,85	%9,06	%8,9	%3,7	
2014	2013	2012	2011	البيان
%67	%77	%70	%71	$\frac{E}{E+D}$
%33	%23	%30	%29	
%7,14	%8,89	%6,45	%4,89	$K_E$
%1,39	%3,32	%2,63	%2,62	$K_{CD}$
%5,24	%7,61	%5,3	%4,23	

ملحق رقم (11): تغيرات السعر السوقي لسهم مجمع صيدال (2014-1999)

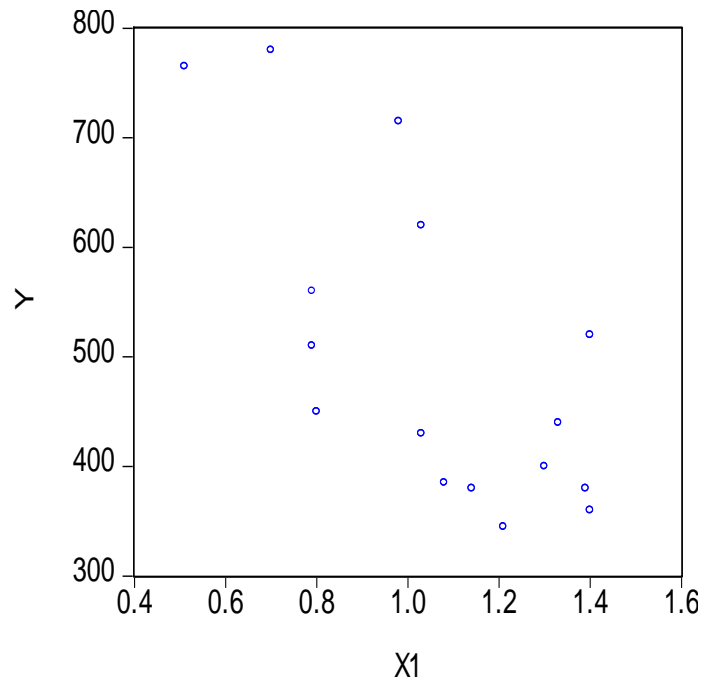


## ملحق رقم (12): منحنى قرار التمويل (1999-2014)

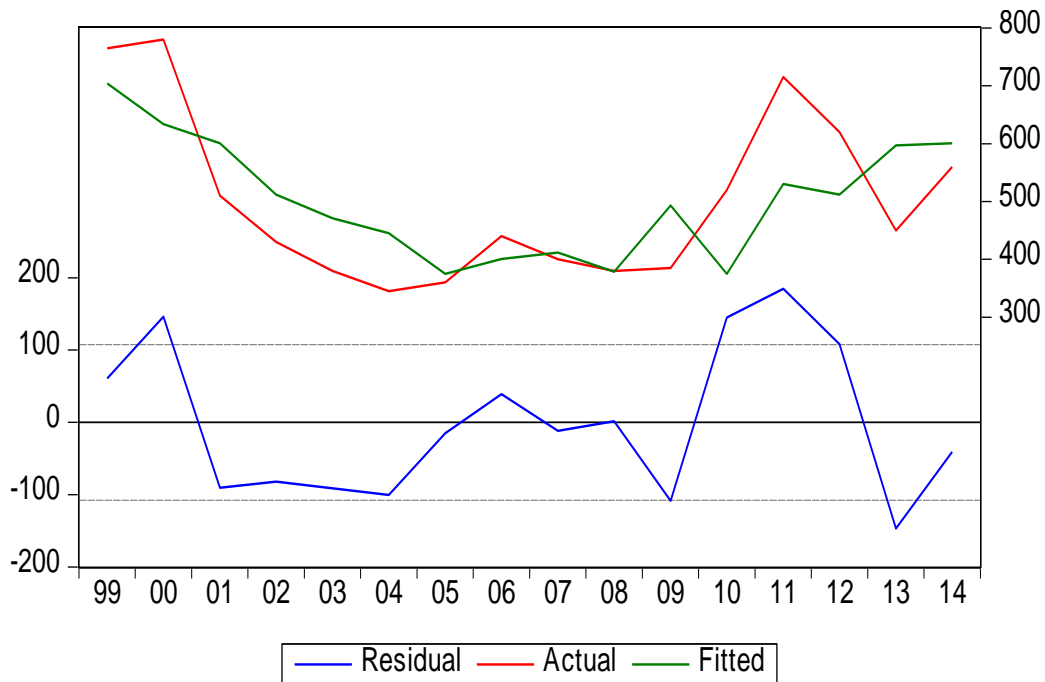
X1



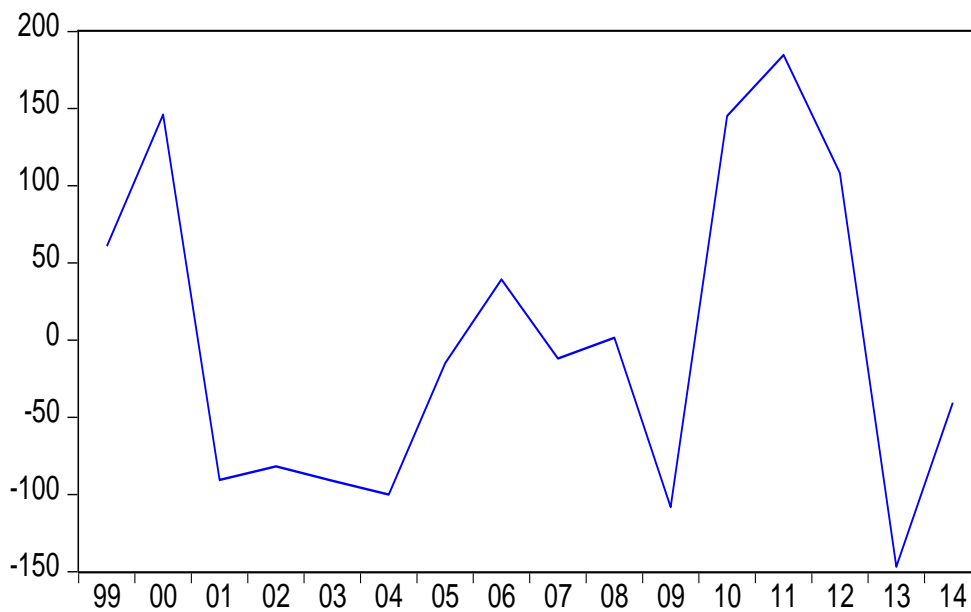
## ملحق رقم (13): لوحة الانتشار لنموذج قرار التمويل (1999-2014)



ملحق رقم (14): بواقى نموذج قرار التمويل (1999-2014)

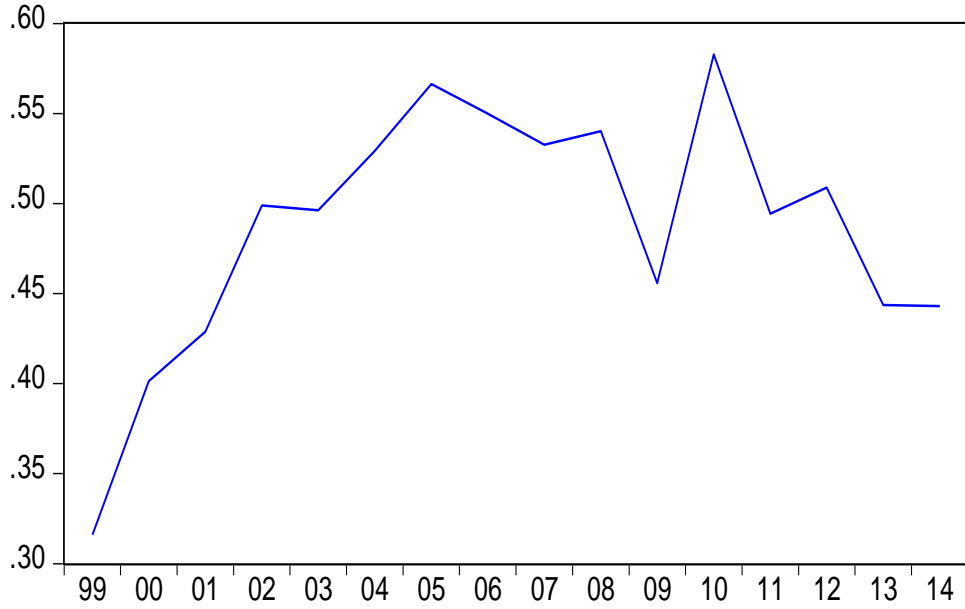


RESID01



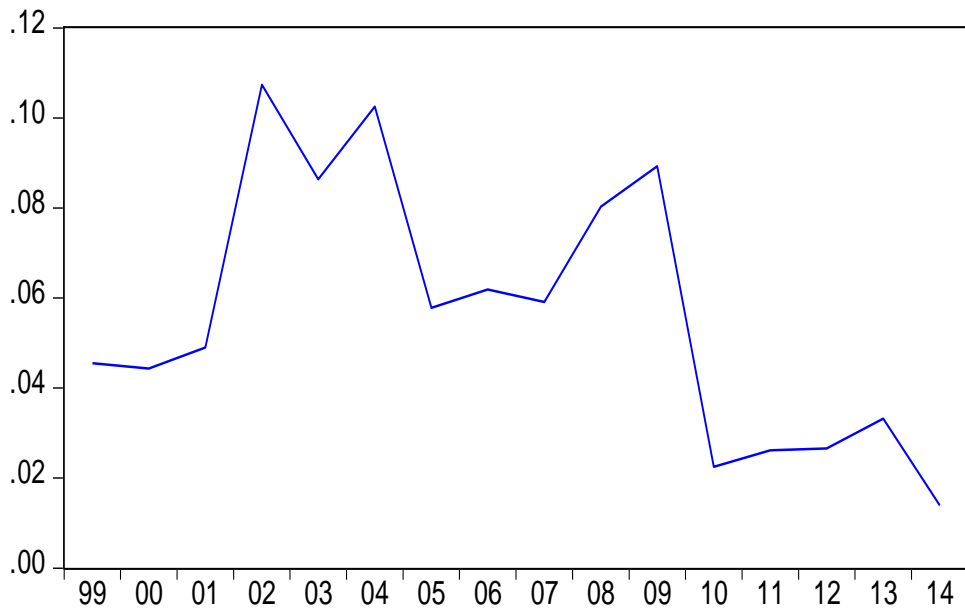
## ملحق رقم (15): منحني نسبة الرفع المالي للمجمع (1999-2014)

X1



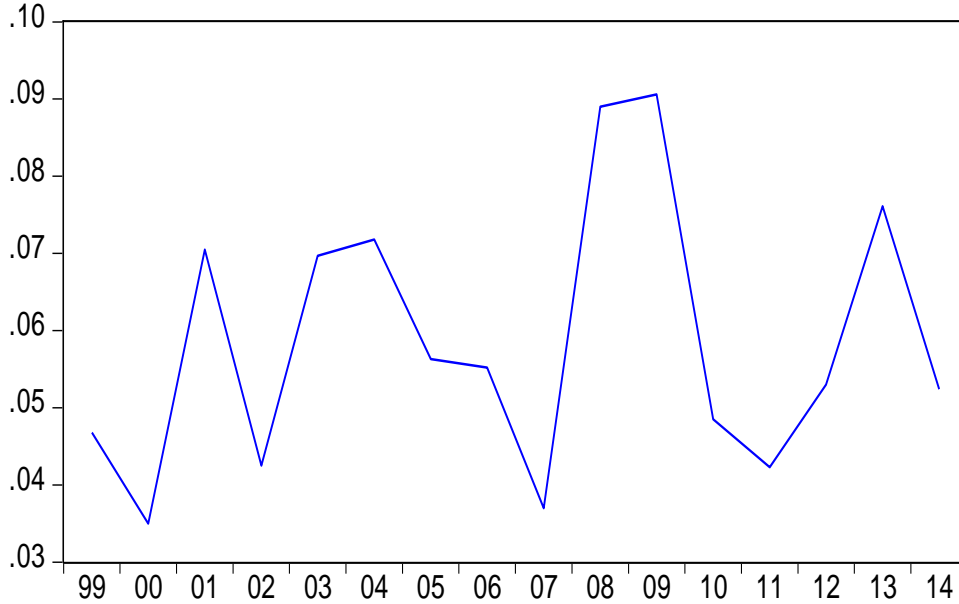
## ملحق رقم (16): منحني تكلفة ديون المجمع (1999-2014)

X8

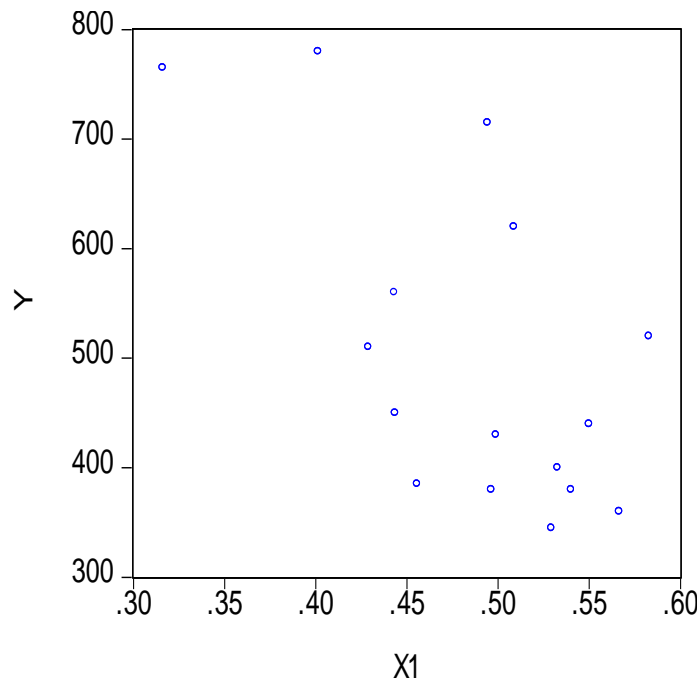


## ملحق رقم (17): منحى التكلفة المرجحة للمجمع (1999-2014)

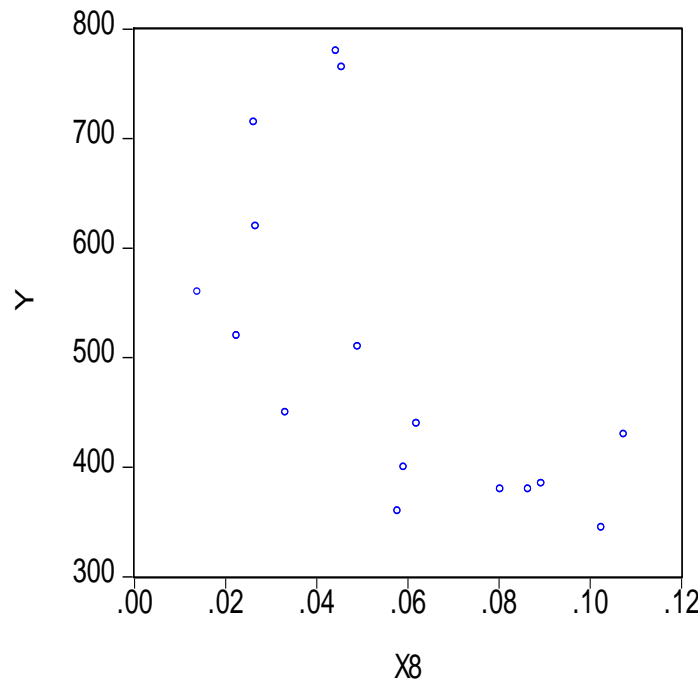
X9



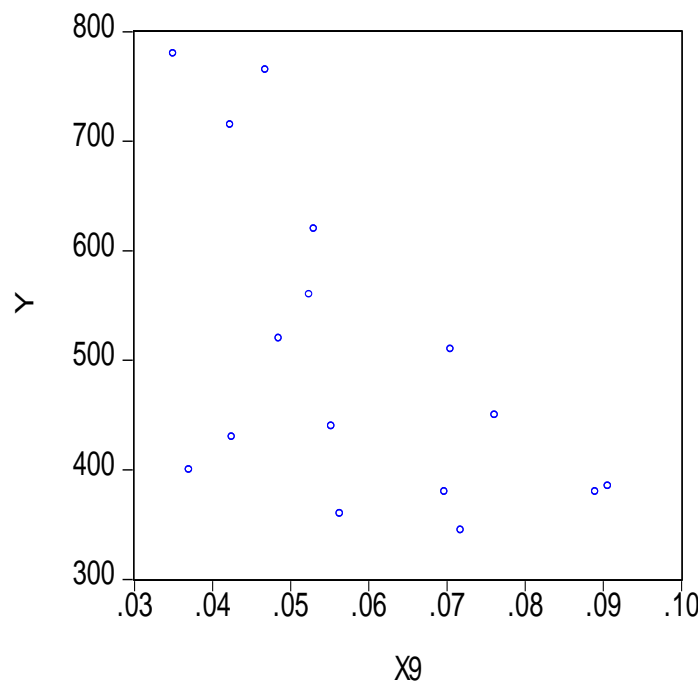
## ملحق رقم (18): لوحة الانتشار بين نسبة الرفع المالي للمجمع والسعر السوقي لسهم المجمع (1999-2014)



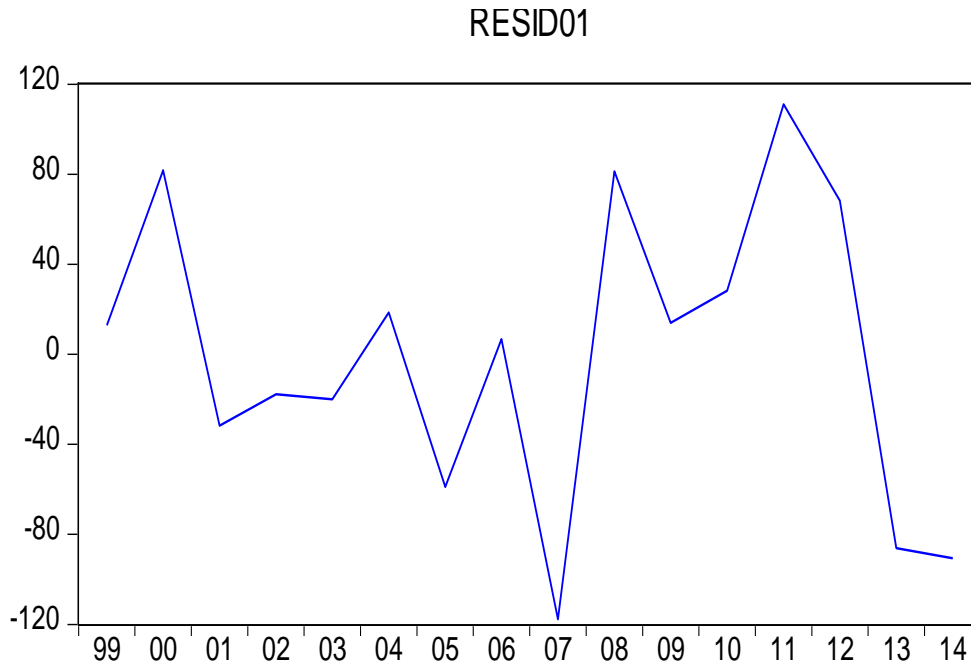
ملحق رقم (19): لوحة الانتشار بين تكلفة ديون المجمع والسعر السوقي لسهم المجمع  
(2014-1999)



ملحق رقم (20): لوحة الانتشار بين التكلفة المرجحة والسعر السوقي لسهم المجمع  
(2014-1999)



ملحق رقم (21): سلسلة بواقى نموذج (نسبة الرفع المالي، تكلفة الديون والتكلفة  
المرجحة) والسعر السوقي لسهم المجمع (1999-2014)



## ملحق رقم (22): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2002

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 432 618 098,91		211 249 283,48	1 643 867 382,39
14	Subventions reçues	104 089 178,03			104 089 178,03
15	Ecart de réévaluation	1 060 796 239,23			1 060 796 239,23
18	R.I.A	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 391,92			85 006 391,92
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>6 585 649 654,06</b>			<b>5 396 898 937,54</b>
52	Dettes d'investissement	1 853 941 668,34	6 351 350,38		1 847 590 317,96
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94	1 816 019 044,24		745 298 433,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 461,85	10 679 702 991,39		919 358 470,46
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,61	89 906 766,24		630 222 434,37
57	Avances commerciales	13 059 124,29			13 059 124,29
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de l'actif	97 303 018,46	61 510 839,40		35 792 179,06
	<b>DETTES</b>	<b>18 216 192 917,28</b>			<b>5 562 701 925,63</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>439 003 036,27</b>	<b>261 537 984,29</b>	<b>9 874 185,65</b>	<b>187 339 237,63</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>25 240 845 607,61</b>			<b>11 146 940 100,80</b>

## ملحق رقم (23): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2002

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENT	
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS
20	Frais préliminaires	60 554 857,39	26 525 160,35	34 029 697,04			60 554 857,39	26 525 160,35
21	Valeurs incorporelles	92 773 587,94	77 513 412,51	15 260 175,43			92 773 587,94	77 513 412,51
22	Terrains	215 667 418,86		215 667 418,86			215 667 418,86	0,00
24	Equipements de production	14 989 808 639,17	11 500 564 927,51	3 489 243 711,66			14 989 808 639,17	11 500 564 927,51
25	Equipements sociaux	39 423 503,98	28 635 569,97	10 787 934,01			39 423 503,98	28 635 569,97
28	Investissements en cours	39 675 907,01		39 675 907,01			39 675 907,01	0,00
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>15 437 903 914,35</b>	<b>11 633 239 070,34</b>	<b>3 804 664 844,01</b>			<b>15 437 903 914,35</b>	<b>11 633 239 070,34</b>
30	Marchandises	471 915 533,13	369 709,56	471 545 823,57		469 699 823,57	2 215 709,56	
31	Matières et fournitures	1 839 812 422,70	145 801 164,08	1 694 011 258,62			1 839 812 422,70	145 801 164,08
33	Produits semi finis	53 098 911,87	3 160 910,78	49 938 001,09			53 098 911,87	3 160 910,78
34	Produits et travaux en cours	2 770 286,14		2 770 286,14			2 770 286,14	
35	Produits finis	682 357 117,71	33 108 915,51	649 248 202,20	469 699 823,57	50 288 700,81	1 101 768 240,47	33 478 625,07
36	Déchets et rebuts	1 433 817,10	1 433 817,10	0,00			1 433 817,10	1 433 817,10
37	Stocks à l'extérieur	94 333 929,19		94 333 929,19			94 333 929,19	0,00
	<b>STOCKS</b>	<b>3 145 722 017,84</b>	<b>183 874 517,03</b>	<b>2 961 847 500,81</b>			<b>3 095 433 317,03</b>	<b>183 874 517,03</b>
42	Créances d'investissement	2 449 314 060,91	119 870 692,19	2 329 443 368,72		1 400 000 000,00	1 049 314 060,91	119 870 692,19
43	Créances de stocks	94 704 225,41		94 704 225,41			94 704 225,41	0,00
44	Créances sur ass et stes app	10 523 499 193,81	9 874 185,65	10 513 625 008,16	9 874 185,65	10 376 329 501,54	147 169 692,27	
45	Avances pour compte	284 058 770,34		284 058 770,34		60 365 234,61	223 693 535,73	0,00
46	Avances d'exploitation	156 713 453,45		156 713 453,45	22 349,90		156 735 803,35	0,00
47	Créances sur clients	4 777 183 519,96	165 334 687,44	4 611 848 832,52		2 245 818 605,40	2 531 364 914,56	165 334 687,44
48	Disponibilités	480 005 004,40	40 000 000,00	440 005 004,40	29 000 000,00		509 005 004,40	40 000 000,00
40	Comptes débiteurs du passif	43 934 599,79		43 934 599,79			43 934 599,79	0,00
	<b>CREANCES</b>	<b>18 809 412 828,07</b>	<b>335 079 565,28</b>	<b>18 474 333 262,79</b>			<b>4 755 921 836,42</b>	<b>325 205 379,63</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>							
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>37 393 038 760,26</b>	<b>12 152 193 152,65</b>	<b>25 240 845 607,61</b>			<b>23 289 259 067,80</b>	<b>12 142 318 967,00</b>

## ملحق رقم (24): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2002

SAIDAL SPA  
DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		4 569 539 156,05	4 553 791 608,96			15 747 547,09
80	Marchandises consommées	4 317 940 743,55			4 308 463 061,05	9 477 682,50	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>251 598 412,50</b>				<b>6 269 864,59</b>
71	Production vendue		5 484 303 491,43		192 363 435,98		5 676 666 927,41
72	Production stockée	122 974 388,11		20 107,44		122 974 388,11	
73	P.E.P.E.M		91 220,00				91 220,00
74	Prestations fournies		198 546 871,58	70 153 301,85			128 393 569,73
75	Transfert de charges de production		72 286 818,85				72 286 818,85
81	Matières et fourts consommées	2 682 026 698,78			54 450 784,14	2 627 575 914,64	
82	Services	444 617 696,89			148 704 762,48	295 912 934,41	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>2 757 208 030,58</b>				<b>2 637 225 055,98</b>
77	Produits divers		226 053 270,29	211 249 283,48			14 803 986,81
78	Transfert de charges d'exploitation		59 001 904,64				59 001 904,64
83	Frais de personnel	1 429 416 244,18				1 429 416 244,18	
84	Impôts et taxes	181 945 398,28				181 945 398,28	
85	Frais financiers	283 680 504,00				283 680 504,00	
86	Frais divers	75 963 004,93			29 034 961,23	46 928 043,70	
88	Dot aux amortissements	402 666 656,82				402 666 656,82	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>668 591 357,30</b>				<b>566 394 100,45</b>
79	Produits hors exploitation		1 300 956 346,65	109 051 986,63			1 191 904 360,02
80	Charges hors exploitation	1 358 670 039,69			9 874 185,65	1 348 795 854,04	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>57 713 693,04</b>				<b>156 891 494,02</b>	
	Résultat brut de l'exercice		610 877 704,26				409 502 606,43
	Marge sur stocks P.F						50 288 700,81
	Impôts sur le bénéfice	171 874 667,99				171 874 667,99	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>439 003 036,27</b>				<b>187 339 237,63</b>

## ملحق رقم (25): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2003

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78			59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78
21	Valeurs incorporelles	93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94			93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94
22	Terrains	342 937 618,86		342 937 618,86			342 937 618,86	0,00	342 937 618,86
24	Equipements de production	15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58			15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58
25	Equipements sociaux	34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53			34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53
28	Investissements en cours	61 693 917,09		61 693 917,09			61 693 917,09	0,00	61 693 917,09
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>15 879 898 493,81</b>	<b>11 928 172 455,03</b>	<b>3 951 726 038,78</b>			<b>15 879 898 493,81</b>	<b>11 928 172 455,03</b>	<b>3 951 726 038,78</b>
30	Marchandises	644 039 044,30		644 039 044,30		626 946 944,27	17 092 100,03	0,00	17 092 100,03
31	Matières et fournitures	1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35			1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35
33	Produits semi finis	73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30			73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30
35	Produits finis	759 845 250,84	31 133 111,99	728 712 138,85	626 946 944,27	55 230 871,95	1 331 561 323,16	31 133 111,99	1 300 428 211,17
36	Déchets et rebuts	0,00		0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	33 047 547,29		33 047 547,29			33 047 547,29	0,00	33 047 547,29
	<b>STOCKS</b>	<b>3 277 740 096,27</b>	<b>135 886 658,18</b>	<b>3 141 853 438,09</b>			<b>3 222 509 224,32</b>	<b>135 886 658,18</b>	<b>3 086 622 566,14</b>
42	Créances d'investissement	2 467 283 588,58	140 565 452,19	2 326 718 136,39		1 400 000 000,00	1 067 283 588,58	140 565 452,19	926 718 136,39
43	Créances de stocks	114 766 846,14		114 766 846,14			114 766 846,14	0,00	114 766 846,14
44	Créances sur ass et stes app	9 314 847 522,30		9 314 847 522,30		9 234 136 899,09	80 711 623,21	0,00	80 711 623,21
45	Avances pour compte	272 533 466,45		272 533 466,45			272 533 466,45	0,00	272 533 466,45
46	Avances d'exploitation	177 800 377,24		177 800 377,24			177 800 377,24	0,00	177 800 377,24
47	Créances sur clients	5 981 755 628,55	208 971 801,32	5 772 783 827,23		3 293 871 306,61	2 687 884 321,94	208 971 801,32	2 478 912 520,62
48	Disponibilités	1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75			1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75
40	Comptes débiteurs du passif	36 980 962,98		36 980 962,98			36 980 962,98	0,00	36 980 962,98
	<b>CREANCES</b>	<b>19 462 986 390,85</b>	<b>409 789 531,41</b>	<b>19 053 196 859,48</b>			<b>5 534 979 185,19</b>	<b>409 789 531,41</b>	<b>5 125 189 653,78</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>38 620 624 980,97</b>	<b>12 473 848 644,62</b>	<b>26 146 776 336,35</b>			<b>24 637 386 903,32</b>	<b>12 473 848 644,62</b>	<b>12 163 538 258,70</b>

## ملحق رقم (26): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2003

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 643 422 136,36		165 668 850,46	1 809 090 986,82
14	Subventions reçues	83 498 925,02			83 498 925,02
15	Ecart de réévaluation	966 557 107,18			966 557 107,18
18	R.I.A	-159 331 149,54		159 331 149,54	0,00
19	Provisions pour perte et charges	96 358 146,23			96 358 146,23
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>6 530 505 165,25</b>			<b>5 455 505 165,25</b>
52	Dettes d'investissement	2 186 899 948,47	16 667 539,69		2 170 232 408,78
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 665 266 301,54		817 175 963,70
54	Détention pour compte	36 605 329,74			36 605 329,74
55	Dettes sur ass et stes app	10 878 894 003,91	9 905 680 582,47		973 213 421,44
56	Dettes d'exploitation	875 962 571,93	100 739 637,43		775 222 934,50
57	Avances commerciales	75 529 155,28			75 529 155,28
58	Dettes financières	2 207 440 541,19	839 653 144,57		1 367 787 396,62
50	Comptes créditeurs de l'actif	9 975 586,39			9 975 586,39
	<b>DETTES</b>	<b>18 753 749 402,15</b>			<b>6 225 742 136,45</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>862 521 768,95</b>			<b>862 521 768,95</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>26 146 776 336,35</b>			<b>12 543 769 130,65</b>

## ملحق رقم (27): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2003

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 212 597 875,67	5 167 265 965,56			45 331 910,11
80	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 761 244 960,15	34 632 726,02	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>416 720 189,50</b>				<b>10 699 184,09</b>
71	Production vendue		5 770 572 211,53		167 757 439,29		5 958 329 650,82
72	Production stockée		118 773 335,56		151 380 235,66		270 153 571,24
73	P.E.P.E.M						0,00
74	Prestations fournies		179 432 904,48	53 582 750,79			125 850 153,69
75	Transfert de charges de production		35 572 199,87				35 572 199,87
61	Matières et fourts consommées	2 822 306 876,05			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,59			134 374 822,03	310 978 873,56	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>3 253 410 269,32</b>				<b>3 339 164 434,95</b>
77	Produits divers		335 537 213,45	325 000 000,00			10 537 213,45
78	Transfert de charges d'exploitation		29 025 629,39				29 025 629,39
63	Frais de personnel	1 498 086 234,95				1 498 086 234,95	
64	Impôts et taxes	193 206 693,44				193 206 693,44	
65	Frais financiers	267 953 160,40				267 953 160,40	
66	Frais divers	36 666 649,58				36 666 649,58	
68	Dot aux amortissements	350 412 693,38				350 412 693,38	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 271 647 680,41</b>				<b>1 032 401 846,04</b>
79	Produits hors exploitation		551 024 629,63	85 754 165,63			465 270 464,00
80	Charges hors exploitation	656 328 558,50				656 328 558,50	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>105 303 928,87</b>				<b>191 058 094,50</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 166 343 751,54				841 343 751,54
	Marge sur stocks P.F						-55 230 871,95
	Impôts sur le bénéfice	303 821 982,59				303 821 982,59	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>862 521 768,95</b>				<b>482 290 897,00</b>

## ملحق رقم (28): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2004

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21			59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21
21	Valeurs incorporelles	94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39			94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39
22	Terrains	359 829 780,00		359 829 780,00			359 829 780,00	0,00	359 829 780,00
24	Equipements de production	15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74			15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74
25	Equipements sociaux	36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26			36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26
28	Investissements en cours	541 679 692,74		541 679 692,74			541 679 692,74	0,00	541 679 692,74
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>16 650 285 715,61</b>	<b>12 319 074 944,27</b>	<b>4 331 210 771,34</b>			<b>16 650 285 715,61</b>	<b>12 319 074 944,27</b>	<b>4 331 210 771,34</b>
30	Marchandises	605 640 171,19		605 640 171,19		569 243 821,96	36 396 349,23	0,00	36 396 349,23
31	Matières et fournitures	1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75			1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75
33	Produits semi finis	57 003 967,48		57 003 967,48			57 003 967,48	0,00	57 003 967,48
35	Produits finis	1 480 302 467,68	26 295 879,20	1 454 006 588,48	569 243 821,96	51 749 438,36	1 997 796 651,28	26 295 879,20	1 971 500 972,08
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	140 751 685,42		140 751 685,42			140 751 685,42	0,00	140 751 685,42
	<b>STOCKS</b>	<b>4 205 100 017,90</b>	<b>190 642 081,58</b>	<b>4 014 457 936,32</b>			<b>4 153 350 579,54</b>	<b>190 642 081,58</b>	<b>3 962 708 497,96</b>
42	Créances d'investissement	3 216 565 586,05	67 189 411,59	3 149 376 174,46		1 977 500 000,00	1 239 065 586,05	67 189 411,59	1 171 876 174,46
43	Créances de stocks	41 133 024,94		41 133 024,94			41 133 024,94	0,00	41 133 024,94
44	Créances sur ass et stes app	6 355 044 761,58		6 355 044 761,58		6 274 333 138,71	80 711 622,87	0,00	80 711 622,87
45	Avances pour compte	363 184 818,03		363 184 818,03		14 963 195,71	348 221 622,32	0,00	348 221 622,32
46	Avances d'exploitation	132 300 832,19		132 300 832,19			132 300 832,19	0,00	132 300 832,19
47	Créances sur clients	9 942 661 511,15	519 216 722,92	9 423 444 788,23		7 029 531 900,36	2 913 129 610,79	519 216 722,92	2 393 912 887,87
48	Disponibilités	611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77			611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77
40	Comptes débiteurs du passif	6 758 949,06		6 758 949,06			6 758 949,06	0,00	6 758 949,06
	<b>CREANCES</b>	<b>20 663 190 656,71</b>	<b>663 000 616,45</b>	<b>20 006 190 040,26</b>			<b>5 372 862 421,93</b>	<b>663 000 616,45</b>	<b>4 709 861 805,48</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>41 524 576 390,22</b>	<b>13 172 717 642,30</b>	<b>28 351 858 747,92</b>			<b>26 176 498 717,08</b>	<b>13 172 717 642,30</b>	<b>13 003 781 074,78</b>

## ملحق رقم (29): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2004

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 684 427 699,62		407 839 530,35	2 092 267 229,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	874 877 161,81			874 877 161,81
18	R.I.A	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,46			137 117 075,46
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>6 892 562 698,94</b>			<b>5 665 062 698,94</b>
52	Dettes d'investissement	2 600 456 107,08	5 306 711,45		2 595 149 395,63
53	Dettes de stocks	2 681 552 814,82	2 007 513 873,73		674 038 941,09
54	Détention pour compte	60 286 934,71			60 286 934,71
55	Dettes sur ass et stes app	11 774 163 897,75	10 680 618 847,31		1 093 545 050,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 850,55		822 413 051,18
57	Avances commerciales	66 499 201,61			66 499 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,40	624 176 951,74		1 550 801 290,66
50	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,79			19 753 053,79
	<b>DETTES</b>	<b>20 201 315 153,89</b>			<b>6 882 486 919,11</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 257 980 895,09</b>	<b>801 749 438,36</b>		<b>456 231 456,73</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>28 351 858 747,92</b>			<b>13 003 781 074,78</b>

## ملحق رقم (30): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2004

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 707 329 134,26	5 652 083 187,20			55 245 947,06
80	Marchandises consommées	5 236 932 384,78			5 192 554 924,49	44 377 460,29	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>470 396 749,48</b>				<b>10 868 486,77</b>
71	Production vendue		5 893 970 077,87		516 972 740,88		6 410 942 818,75
72	Production stockée		704 964 665,36	104 526 499,59		0,00	600 438 165,77
73	P.E.P.E.M		0,00				0,00
74	Prestations fournies		155 562 464,44	43 129 671,87			112 432 792,57
75	Transfert de charges de production		41 519 040,50				41 519 040,50
81	Matières et fourts consommées	2 869 215 882,79			39 420 212,87	2 829 795 669,92	
82	Services	418 164 718,66			50 791 480,42	367 373 238,24	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>3 979 032 396,20</b>				<b>3 979 032 396,20</b>
77	Produits divers		764 769 855,52	750 000 000,00			14 769 855,52
78	Transfert de charges d'exploitation		109 800 470,33				109 800 470,33
83	Frais de personnel	1 801 487 320,76				1 801 487 320,76	
84	Impôts et taxes	194 302 572,88				194 302 572,88	
85	Frais financiers	379 887 812,48				379 887 812,48	
86	Frais divers	30 557 606,50				30 557 606,50	
88	Dot aux amortissements	385 913 421,45				385 913 421,45	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 061 453 987,98</b>				<b>1 311 453 987,98</b>
79	Produits hors exploitation		567 400 536,89				567 400 536,89
89	Charges hors exploitation	1 096 389 621,73				1 096 389 621,73	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>528 989 084,84</b>				<b>528 989 084,84</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 532 464 903,14				782 464 903,14
	Marge sur stocks P,F						-51 749 438,36
	Impôts sur le bénéfice	274 484 008,05				274 484 008,05	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 257 980 895,09</b>				<b>456 231 456,73</b>

## ملحق رقم (31): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2005

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de produits	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cours	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 619 195 517,02</b>	<b>12 643 831 859,22</b>	<b>4 975 363 657,80</b>			<b>17 619 195 517,02</b>	<b>12 643 831 859,22</b>	<b>4 975 363 657,80</b>
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	<b>STOCKS</b>	<b>4 017 257 579,20</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 824 402 743,47</b>			<b>3 951 105 706,84</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 758 250 871,11</b>
42	Créances d'investissement	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et st	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs divers	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	<b>CREANCES</b>	<b>20 319 790 384,67</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>19 575 492 904,29</b>			<b>6 316 134 742,39</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>5 571 837 262,01</b>
	<b>RESULTAT ( PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>41 956 243 480,89</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>27 886 435 966,25</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>14 305 451 790,92</b>

## ملحق رقم (32): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2005

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et	44 893 326,36			44 893 326,36
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 249 491 416,64</b>			<b>5 771 991 416,64</b>
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	<b>DETTES</b>	<b>20 129 060 815,82</b>			<b>8 102 905 173,54</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE)</b>	<b>996 707 073,10</b>	<b>566 151 872,36</b>		<b>430 555 200,74</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>14 305 451 790,92</b>

## ملحق رقم (33): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2005

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consomm	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et four cons	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,86
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissement	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitati	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EX	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

## ملحق رقم (34): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2006

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 866 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 866 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>			<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	<b>STOCKS</b>	<b>4 583 071 171,30</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 371 713 078,46</b>			<b>4 518 561 479,06</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 307 203 386,22</b>
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	<b>CREANCES</b>	<b>21 453 695 712,26</b>	<b>895 638 318,34</b>	<b>20 558 057 393,92</b>			<b>6 164 913 058,48</b>	<b>895 638 318,34</b>	<b>5 269 274 740,14</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>43 998 233 977,46</b>	<b>14 301 940 560,01</b>	<b>29 696 293 417,45</b>			<b>28 644 941 631,44</b>	<b>14 301 940 560,01</b>	<b>14 343 001 071,43</b>

## ملحق رقم (35): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2006

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 324 238 853,10</b>			<b>5 906 738 853,10</b>
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 969,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	<b>DETTES</b>	<b>21 200 061 039,55</b>			<b>7 888 778 385,77</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 171 993 524,80</b>	<b>624 509 692,24</b>		<b>547 483 832,56</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>29 696 293 417,45</b>			<b>14 343 001 071,43</b>

## ملحق رقم (36): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2006

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
80	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>497 723 514,98</b>				<b>23 215 100,34</b>
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
81	Matières et four consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
82	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 287 962 698,18</b>				<b>4 279 436 814,42</b>
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
83	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
84	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
85	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
86	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
88	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 788 191 386,77</b>				<b>1 219 685 503,01</b>
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
89	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>388 513 991,78</b>				<b>379 988 108,02</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 509 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 171 993 524,80</b>				<b>547 483 832,56</b>

## ملحق رقم (37): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2007

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

## BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>18 496 562 460,42</b>	<b>13 900 638 429,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>			<b>18 496 562 460,42</b>	<b>13 900 638 429,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					0,00
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	<b>STOCKS</b>	<b>4 864 600 090,35</b>	<b>249 033 902,46</b>	<b>4 615 566 187,89</b>			<b>4 785 757 055,55</b>	<b>249 033 902,46</b>	<b>4 536 723 153,09</b>
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	<b>CREANCES</b>	<b>23 700 072 972,99</b>	<b>874 353 178,13</b>	<b>22 825 719 794,86</b>			<b>6 756 302 797,82</b>	<b>874 353 178,13</b>	<b>5 881 949 619,69</b>
	<b>RESULTAT (PERTE)</b>			0,00					
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>47 061 235 523,76</b>	<b>15 024 025 509,82</b>	<b>32 037 210 013,94</b>			<b>30 038 622 313,79</b>	<b>15 024 025 509,82</b>	<b>15 014 596 803,97</b>

## ملحق رقم (38): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2007

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

## BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>8 438 835 023,73</b>			<b>6 143 335 023,73</b>
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 058,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	<b>DETTES</b>	<b>22 365 382 184,54</b>			<b>7 999 112 009,37</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 232 992 805,67</b>	<b>360 843 034,80</b>		<b>872 149 770,87</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>32 037 210 013,94</b>			<b>15 014 596 803,97</b>

## ملحق رقم (39): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2007

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
80	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
80	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>552 243 913,07</b>				<b>41 912 098,77</b>
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
81	Matières et four consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
82	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 911 606 449,56</b>				<b>4 871 616 362,56</b>
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
83	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
84	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
85	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
86	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
88	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 733 983 681,18</b>				<b>1 411 983 594,18</b>
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
80	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>209 381 301,27</b>				<b>169 391 214,27</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 232 992 805,67</b>				<b>872 149 770,87</b>

## ملحق رقم (40): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2008

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

## BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<b>INVESTISSEMENTS</b>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 798,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 838 825 922,84	14 601 584 086,58	4 037 041 836,26
25	Equipements sociaux	38 992 053,82	24 557 348,94	14 434 704,88
28	Investissements en cours	505 707 228,64		505 707 228,64
	TOTAL	20 842 214 243,24	14 978 261 719,28	5 863 952 523,96
	<b>STOCKS</b>			
30	Marchandises	17 087 385,82	249 112,90	16 838 272,92
31	Matières et fournitures	2 288 852 532,08	221 602 891,93	2 067 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,48	120 848 076,43
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 838,41	222 044 968,24	3 348 094 870,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 488,51	94 174,81	582 858 313,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<b>CREANCES</b>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,84	4 532 473,19	66 688 551,65
44	Créances sur ass. et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	391 188 010,92	144 203 868,50	246 984 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 825 649 593,39	837 188 214,58	4 988 461 378,81
48	Disponibilités	1 451 519 421,48	113 249 004,58	1 338 270 416,90
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 838,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT ( PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

## ملحق رقم (41): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2008

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

## BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	<b>FONDS PROPRES</b>		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 404,76	
13	Réserves	3 942 774 950,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A.	79 476 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	<b>TOTAL I</b>	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	<b>DETTES</b>		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et sites app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,09	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	<b>TOTAL II</b>	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	<b>TOTAL PASSIF</b>	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

## ملحق رقم (42): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال سنة 2008

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

## BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
80	Marchandises consommées	292 559 166,58	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>13 240 349,14</b>
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,98
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fouris consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	718 794 629,72	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>6 902 126 583,42</b>
77	Produits divers		18 289 087,02
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 659,48	
68	Dotations aux amortissements	781 734 123,02	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 108 769 705,89</b>
79	Produits hors exploitation		1 082 300 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>301 162 896,28</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part résultat consolidé		5 889 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	458 683 478,97	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 328 601 109,78</b>

## ملحق رقم (43): أصول المجمع الصناعي صيدال سنة 2009

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe  
& Participations minoritaires3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 560 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>28 672 862 738,86</b>	<b>18 480 129 105,26</b>	<b>10 212 823 831,71</b>	<b>8 487 888 134,44</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 593 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 696 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 746 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>17 484 018 307,08</b>	<b>2 466 848 878,08</b>	<b>15 038 384 330,87</b>	<b>14 878 884 888,70</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 188 888 043,88</b>	<b>18 916 778 081,31</b>	<b>28 251 187 962,88</b>	<b>23 178 884 104,14</b>

## ملحق رقم (44): خصوم المجمع الصناعي صيدال سنة 2009

**3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe  
& Participations minoritaires****3.2: Passif du Bilan :**

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
<b>TOTAL I</b>	<b>11 786 626 448,06</b>	<b>11 281 304 778,60</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 620 604 681,47</b>	<b>3 118 848 903,88</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 846 167 833,18</b>	<b>8 798 630 423,78</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>28 261 187 862,88</b>	<b>28 178 884 104,14</b>

## ملحق رقم (45): جدول حسابات نتائج المجموع الصناعي صيدال سنة 2009

**3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe  
& Participations minoritaires**a. : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 571 468 990,04</b>	<b>14 238 618 319,94</b>
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 887 117 856,78</b>	<b>-6 148 237 783,05</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>6 684 351 133,28</b>	<b>8 090 378 638,89</b>
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 936 871 349,48</b>	<b>4 696 764 682,47</b>
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,05
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Réprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 649 967 183,17</b>	<b>2 821 861 748,37</b>
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-130 355 224,37</b>	<b>573 684 371,06</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 519 611 958,80</b>	<b>3 465 868 120,43</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires		
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>13 707 165 700,65</b>	<b>17 111 601 537,85</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-12 598 453 029,32</b>	<b>-14 238 149 247,00</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 102 191 923,00</b>	<b>2 871 813 551,05</b>

## ملحق رقم (46): خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و2011

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 408 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>28 431 227 493,85</b>	<b>16 970 196 813,16</b>	<b>11 161 030 680,69</b>	<b>13 212 823 631,77</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et encours	6 096 256 090,37	645 997 748,48	6 250 256 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	481 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 568 989,19
	Trésorerie	5 943 752 084,18	124 143 824,78	5 819 608 259,40	3 251 114 197,22
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>18 958 496 436,39</b>	<b>2 841 556 249,35</b>	<b>16 116 940 187,04</b>	<b>15 038 364 330,95</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 089 723 930,23</b>	<b>19 811 753 062,50</b>	<b>27 277 970 867,73</b>	<b>28 251 187 962,68</b>

## ملحق رقم (47): خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و2011

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Écarts de reevaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 100 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	<b>TOTAL I</b>	<b>13 796 482 642,61</b>	<b>11 785 525 448,08</b>
	<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>5 741 800 974,06</b>	<b>8 620 504 681,46</b>
	<b>PASSIFS COURANTS</b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 188 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 740 687 351,05</b>	<b>7 845 157 833,19</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>27 277 970 067,73</b>	<b>28 251 187 962,88</b>

## ملحق رقم (48): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2010 و2011

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 285,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 689 519 435,74</b>	<b>11 571 468 990,05</b>
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 604 780 753,76</b>	<b>-5 887 092 418,17</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 084 738 681,98</b>	<b>5 684 376 571,88</b>
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,02
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 458 879 998,13</b>	<b>1 935 696 788,10</b>
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 624 059 985,42</b>	<b>1 649 967 193,17</b>
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-98 857 903,84</b>	<b>-130 356 224,38</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 625 202 081,58</b>	<b>1 519 611 968,80</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>13 776 767 416,26</b>	<b>13 707 165 700,65</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 679 016 474,41</b>	<b>-12 598 453 029,33</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 097 750 941,85</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Éléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00
	Éléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-90,06	0,00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-90,06</b>	
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 097 750 951,79</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 060 480 315,80</b>	<b>1 102 191 923,00</b>

## ملحق رقم (49): أصول المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012



GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE: 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 818 901 781,88</b>	<b>18 184 168 318,74</b>	<b>11 464 746 444,83</b>	<b>11 181 090 880,88</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actifs courants				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 097 304 341,48</b>	<b>3 630 904 281,88</b>	<b>18 688 400 048,83</b>	<b>18 118 940 187,04</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>61 718 208 103,16</b>	<b>21 896 080 808,68</b>	<b>30 021 146 484,64</b>	<b>27 277 970 887,73</b>

## ملحق رقم (50): خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012



GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE: 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	<b>TOTAL I</b>	<b>14 746 506 012,32</b>	<b>13 795 482 542,61</b>
	<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>6 341 404 296,71</b>	<b>5 741 800 974,06</b>
	<b>PASSIFS COURANTS</b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 933 235 185,51</b>	<b>7 740 687 351,05</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>30 021 145 494,54</b>	<b>27 277 970 867,73</b>

## ملحق رقم (51): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنة 2012



GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE: 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>14 124 680 917,11</b>	<b>12 689 519 435,74</b>
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>	<b>-5 604 780 753,76</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>7 963 460 024,32</b>	<b>7 084 738 681,98</b>
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 926 215 364,31</b>	<b>3 458 879 998,13</b>
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de val	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 521 790 318,71</b>	<b>2 624 059 985,42</b>
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-124 338 803,55</b>	<b>-98 857 903,84</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>2 397 451 515,15</b>	<b>2 525 202 081,58</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>15 264 646 326,18</b>	<b>13 776 767 416,26</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-13 267 975 918,89</b>	<b>-11 679 016 474,41</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 996 670 407,30</b>	<b>2 097 750 941,85</b>
	Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-3 985 277,20	-90,06
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-3 985 277,20</b>	<b>-90,06</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 992 685 130,10</b>	<b>2 097 750 851,79</b>
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 965 160 951,44</b>	<b>2 060 480 315,80</b>

## ملحق رقم (52): أصول المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و2014



## بيان للمساهمين بالحصيلة الموحدة للسنة المالية 2014

الميزانية المجمعة لفروع المجمع و مساهمة الأقلية للفترة الممتدة  
من 01/01/2014 إلى غاية 31/12/2014 - الأصول - مؤسسة مجمع صيدال - ش ذ أ

تعيين	مبالغ خام	اهتلاكات/مؤنات	مبالغ صافية	31/12/2013
أصول مثبنة (غير جارية)				
فارق الاقتناء (GOOD WILL)	58.268.550,00	0,00	58.268.550,00	58.268.550,00
الثبتات المعنوية	201.799.344,60	189.768.823,00	12.030.521,60	13.511.340,46
الثبتات المبنية	0,00	0,00	0,00	0,00
أراضي	4.514.492.953,87	0,00	4.514.492.953,87	4.525.499.753,87
مباني	7.032.781.737,47	5.269.783.914,71	1.762.997.822,76	1.909.285.170,47
الثبتات المبنية الأخرى	15.300.746.959,15	13.696.697.490,28	1.604.049.468,87	2.003.175.109,47
الثبتات في شكل استباز	87.528.246,00	1.266.904,74	86.261.341,26	10.346.779,38
الثبتات الجارية إنجازها	2.502.907.388,68	0,00	2.502.907.388,68	470.133.457,73
الثبتات المالية	0,00	0,00	0,00	0,00
السندات المخزونة للمعاملات المؤسسات الشريكة	1.846.291.841,31	0,00	1.846.291.841,31	1.776.264.816,78
مساهبات أخرى وحسابات دائنة مرتبطة	102.167.575,00	53.136.586,28	49.030.988,72	75.281.129,79
سندات أخرى مثبنة	0,00	0,00	0,00	0,00
قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	103.321.318,61	0,00	103.321.318,61	109.092.099,30
خزائن مؤجلة على الأصول	463.577.177,79	0,00	463.577.177,79	357.881.232,62
<b>مجموع الأصول غير الجارية</b>	<b>32.213.883.092,48</b>	<b>19.210.653.719,01</b>	<b>13.003.229.373,47</b>	<b>11.308.739.239,87</b>
أصول جارية	0,00	0,00	0,00	0,00
المخزونات والمخرجات قيد التنفيذ	7.103.810.877,97	1.496.894.537,00	5.606.916.340,97	5.534.355.055,31
حسابات دائنة واستثمارات مماثلة	0,00	0,00	0,00	0,00
زبائن	5.136.249.341,15	1.687.454.939,36	3.448.794.401,79	3.830.960.856,37
مدينون آخرون	1.036.790.150,80	0,00	1.036.790.150,80	1.865.186.534,90
خزائن	601.389.838,47	345.347.828,24	256.042.010,23	115.898.709,75
أصول جارية أخرى	18.795.412,47	0,00	18.795.412,47	12.500.000,00
قيم جاهزة وما يعادلها	0,00	0,00	0,00	0,00
توظيفات وأصول مالية أخرى جارية	3.018.559.989,19	0,00	3.018.559.989,19	2.018.559.989,19
الخزينة	5.281.852.295,08	83.275.568,07	5.198.576.727,01	5.413.372.987,30
<b>مجموع الأصول الجارية</b>	<b>22.197.447.905,13</b>	<b>3.612.972.872,67</b>	<b>18.584.475.032,46</b>	<b>18.790.834.132,82</b>
<b>مجموع عام للأصول</b>	<b>54.411.330.997,61</b>	<b>22.823.626.591,68</b>	<b>31.587.704.405,93</b>	<b>30.099.573.372,69</b>

## ملحق رقم (53): خصوم المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و2014

الميزانية المجمعة لفروع المجمع و مساهمة الأقلية للفترة الممتدة من 01/01/2014 إلى غاية 31/12/2014 - حسابات النتائج - مؤسسة مجمع صيدال - ش ذ ا

2013/12/31	2014/12/31	تعيين
		رؤوس الأموال الخاصة
2.500.000.000.00	2.500.000.000.00	رأس مال صافى
	0.00	رأس المال غير المطلوب
9.421.690.281.31	11.282.665.927.33	عقارات واحتفاظات/ ( احتفاظات مجمعة )
435.055.761.63	218.627.945.68	فارق إعادة التقييم
556.004.893.04	778.627.191.02	فارق المعادلة
2.658.147.326.76	1.477.751.553.22	نتيجة صافية
319.181.089.57	371.301.688.91	رؤوس الأموال الخاصة الأخرى- ترحيل من جديد
858.376.750.19	961.690.080.29	الفراد ذات الأقلية
<b>16.748.436.102.49</b>	<b>17.590.664.386.45</b>	<b>مجموع (I)</b>
		خصوم غير جارية
2.911.046.961.36	3.383.163.695.36	قروض وديون مالية
252.388.287.15	267.823.005.95	ضرائب (موجلة ومرسود لها)
493.645.268.24	3.456.705.764.33	ديون أخرى غير جارية
1.351.120.085.82	1.381.034.485.26	مؤنات ومقترحات مصيرية سبقا
<b>5.008.200.602.57</b>	<b>8.488.726.650.90</b>	<b>مجموع الخصوم غير الجارية (II)</b>
	0.00	خصوم جارية
1.227.878.706.58	1.460.434.895.94	الموردون والخصائض الملحقة
564.464.142.35	363.939.782.75	ضرائب
5.818.577.282.18	3.065.762.788.63	ديون أخرى
732.016.536.52	628.175.601.26	حزيلة الخصوم
<b>8.342.936.667.63</b>	<b>5.508.313.068.58</b>	<b>مجموع الخصوم الجارية (III)</b>
<b>30.099.573.372.69</b>	<b>31.587.704.405.83</b>	<b>مجموع عام للخصوم</b>

## ملحق رقم (54): جدول حسابات نتائج المجمع الصناعي صيدال لسنتي 2013 و2014



### الجمعية العامة العادية للمجمع الصناعي صيدال

عام ألفين وخمسة عشر وفي العاشر من شهر جوان على الساعة العاشرة صباحاً اجتمع مساهمو الشركة ذات الأسمه المسماة بالمجمع الصناعي صيدال، برأساً قدره: 2.500.000.000 دينار، في جمعية عامة عليية علوية، في فندق الأوراسي، وذلك باستدعاء من مجلس الإدارة عن طريق إعلان في الصفحة مزوج في 13 ماي 2015.

#### اللائحة الأولى: فحوص الحسابات الاجتماعية للشركة الأم

الجمعية العامة العادية لمساهمي المؤسسة العمومية الاقتصادية للمجمع الصناعي صيدال، ش.ذ.أ، بعد إطلاعها على تقارير مجلس إدارة الشركة ومحافظي الحسابات وكذا الترشحات للتكديلة المعروضة شعبياً والمتعلقة بالفحص.

- تصادق على تقرير مجلس الإدارة الخاص بالسنة المالية 2014؛
- تصادق على الحسابات الاجتماعية للسنة المالية 2014، بمجموع ميزانية صافي في الأصول/الخسوم قدره: 28.863.818.266,13 دج، ونتيجة ربح سنافية قدرها 1.385.942.685,96 دج؛
- تترتب أمة المتصرفين الإداريين عن وكلائهم بالسنة المالية 2014؛
- تؤكّد مجلس الإدارة كسند للتكامل بالتوصيات الصادرة عن محافظي الحسابات بالسنة المالية 2014، تمت المصادقة على هذه اللائحة بإجماع الأعضاء الحاضرين والمصوتين.

#### اللائحة الثانية: تخصيص نتائج السنة المالية 2014 للشركة الأم

الجمعية العامة العادية لمساهمي المؤسسة العمومية الاقتصادية للمجمع الصناعي صيدال، ش.ذ.أ، تقرر تخصيص نتيجة الربح الصافية للفترة بـ: 1.385.942.685,96 دج، على النحو الآتي:

- أرباح أسهم: 400.000.000,00 دج
- مكافآت (3 مرات قيمة بدل الحضور): 3.180.000,00 دج
- مشاركة للعمال: 198.660.000,00 دج
- احتياطات اختيارية: 784.102.685,96 دج

تمت المصادقة على هذه اللائحة بإجماع الأعضاء الحاضرين والمصوتين.

#### اللائحة الثالثة: نتيجة الميزانية المجمعة الخاصة بـ «مجمع صيدال»

الجمعية العامة العادية لمساهمي المؤسسة العمومية الاقتصادية للمجمع الصناعي صيدال، ش.ذ.أ، بعد الإطلاع على تقارير مجلس الإدارة ومحافظي الحسابات وكذا الترشحات للتكديلة المعروضة شعبياً المتعلقة بالفحص.

تصادق على الحسابات الاجتماعية المجمعة للسنة المالية 2014، بمجموع في الأصول/الخسوم الميزانية قدره 31.587.704.405,93 دج، ونتيجة ربح سنافية قدرها 1.477.751.553,22 دج.

تمت المصادقة على هذه اللائحة بإجماع الأعضاء الحاضرين والمصوتين.

#### اللائحة الرابعة: تحرير الجزء المتغير من أجزء الإطار المسير الرئيسي

#### اللائحة الخامسة: تحرير الجزء المتغير من أجزء الإطار المسيرة

#### اللائحة السادسة: بدائل الحضور

#### اللائحة السابعة: أجزء محافظ الحسابات

#### اللائحة الثامنة: حدد الجلسات المسبوح بها الخاصة بمجلس الإدارة.

#### اللائحة التاسعة: إجراءات قانونية وتنظيمية

رئيس مجلس الإدارة  
يومدين درقاوي

تقرير مجلس الإدارة متوفر في مقر المجمع صيدال

### الميزانية المجمعة لفروع المجمع ومساهمة الأقلية للفترة الممتدة من 01/01/2014 إلى غاية 31/12/2014 - حسابات للتنتج - مؤسسة - مجمع صيدال - ش.ذ.أ

تعيين	مبلغ الفترة (N)	مبلغ الفترة (N-1)	ملاحظة
رسم الأرباح	9.789.025.905,91	11.461.847.581,90	
غير مأخوذات والمأخوذات المسددة أو قيد تنفيذ	47.596.284,29	782.030.567,10	
الأرباح المحتجزة			
إعدادات الإهلاك			
I نتائج السنة المالية	9.836.622.190,20	12.243.878.149,00	
المشتريات المتأجلة	3.017.970.382,54	3.558.475.280,95	
التزامات الشرحية و التسهيلات الأخرى	815.279.470,31	740.255.738,42	
II التسهيلات لسنة المالية	3.833.249.827,85	4.286.731.000,37	
III قيمة مخففة لتأجيل (I + II)	6.003.372.382,35	7.947.147.148,63	
أمام المساهمين	3.222.190.202,24	3.848.442.866,21	
الضرائب والرسوم والمقرضات المسددة	205.064.473,74	211.018.083,50	
IV فئس الاستغلال الخام	2.576.168.688,37	3.887.686.198,92	
المشتريات المسجلة الأخرى	85.434.104,80	123.256.224,16	
الأداء المسجلة الأخرى	204.467.978,10	135.200.827,62	
التخصصات للإهلاكات والمؤخرات وخسائر القيمة	1.130.374.262,15	1.431.299.339,58	
الإسقاطات عن خسائر القيمة والمؤخرات	292.035.551,31	501.967.026,14	
V نتيجة اختيارية	1.818.736.152,23	2.346.399.282,02	
مشتريات مالية	106.709.251,37	73.629.153,44	
أمام مالية	157.011.457,30	221.328.017,88	
VI نتيجة مالية	50.302.205,93	147.696.864,44	
VII نتيجة عملية في التغييرية (VI + V)	1.588.433.946,30	2.798.702.417,58	
خسائر وأرباح على الناتج المالية	309.812.391,00	500.440.495,49	
خسائر مؤخرات/مؤخرات على الناتج المالية	90.261.226,37	4.862.574,50	
مجموع مشتريات التسهيلات المالية	10.320.801.147,68	12.942.720.352,74	
مجموع أداء التسهيلات المالية	8.971.918.366,01	10.649.121.205,15	
VIII نتيجة مساهمة للتسهيلات المالية	1.348.882.781,67	2.293.599.547,59	
مؤخرات غير مالية - مؤخرات (غير أرباح)			
مؤخرات غير مالية - أرباح (غير أرباح)			
IX نتيجة غير مالية		21.476,75	
X نتيجة ضد السنة المالية	1.348.882.781,67	2.293.577.870,84	
قيمة الأرباح	14.689.721,26	70.792.332,18	
حصة الشركات المؤسسة موضع معاملة في الناتج المساهمة	114.182.050,29	293.777.123,74	
XI نتيجة صفها لسنة المالية	1.477.751.553,22	2.858.147.326,76	