

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في علوم التسيير

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان

## أثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة

دراسة حالة مجمع صيدال في الفترة (2002 – 2017)

إشراف الأستاذ:

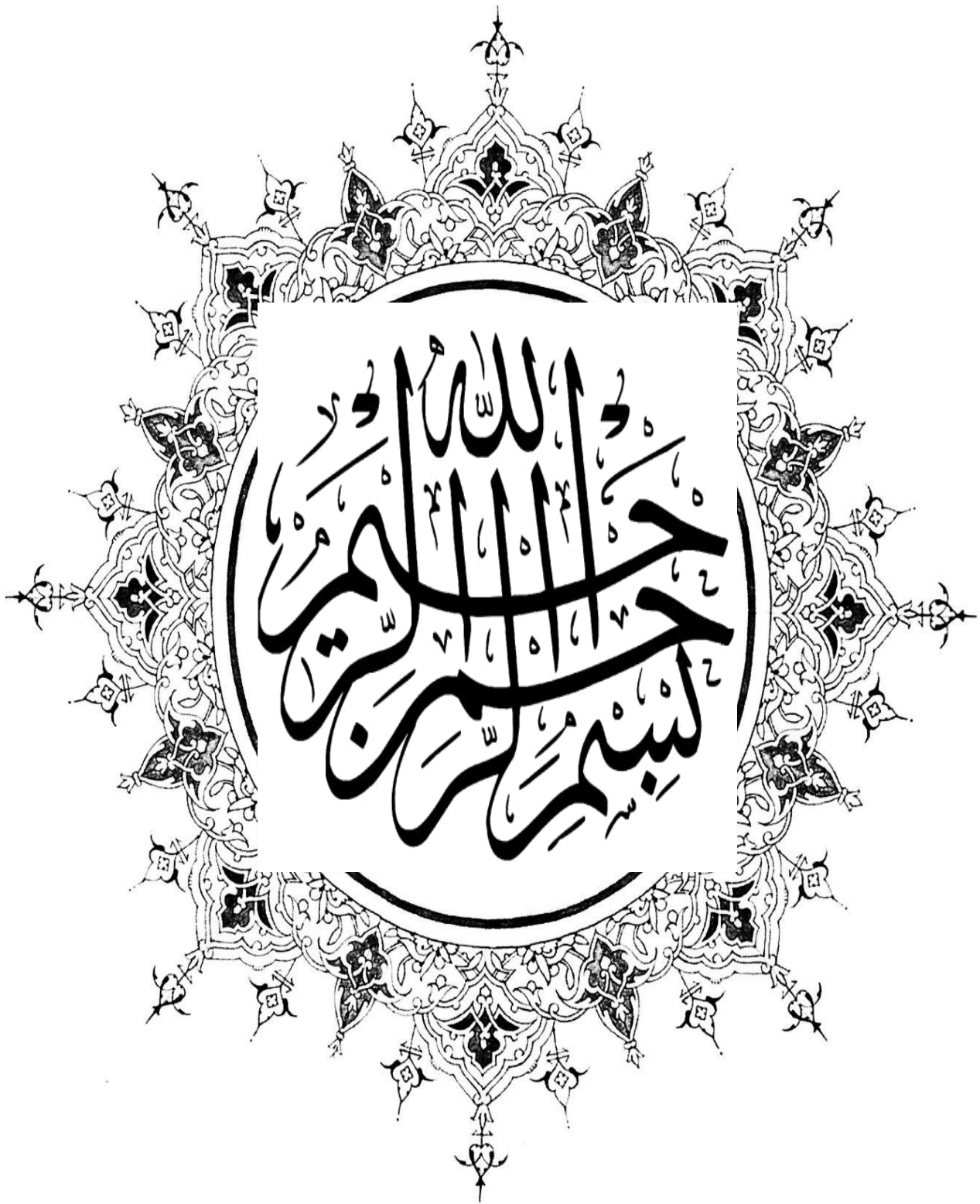
معياش نسرين.

إعداد الطلبة:

بوغازي عبد الوارث

طواهري إسلام

السنة الجامعية 2018-2019



# شكر وتقدير

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "من أوتي معروفا فليذكره فمن ذكره لا شكراً،

ومن كتمه فقد نكراه"

أولاً وقبل كل شيء لحمد الله عز وجل ونشكره الذي وفقنا

فهو أصل كل فضل ومصدر كل نعمة ميسر كل صعب

ثم إننا نتقدم بالشكر الخالص إلى أستاذتنا المؤطرة "معياش نسرين" لقبولها الإشراف

على هذا العمل ولسعة صدرها وصبرها وحسن توجيهاتها

كما نتقدم بالشكر إلى لجنة المناقشة التي شرفتنا بقبول مناقشة هذا العمل

شكر خاص إلى كافة الأساتذة الذين كان لهم الفضل في بلوغنا هذا المستوى

شكر خاص لكل من قدم لنا يد المساعدة في إنجاز هذا العمل

# إِهْدَاء

الحمد لله على نعمة الاسلام وكفى بها نعمة والصلاة والسلام على سيدنا محمد وعلى آله

وصحبه ومن تبعهم باحسان الى يوم الدين

أهدى شعلة جهدي إلى من علمني ان الحياة كفاح... أبي العزيز

إلى أعز ما املك في الوجود... نور حياتي.. امي الغالية.

أطال الله عمركما

إلى أخي: صدام... إلى أختي: إسراء سرين

إلى روح جدي الطاهرة -صالح- أسأل الله ان يتغمد بالرحمة والمغفرة

إلى من عمل معي بكد وبغية، إتمام هذا العمل إلى صديقتي الغالية، مجلة .

كما اهديها إلى رفيق دربي "طواهرى إسلام" الذي قاسمني عناء وجهد هذا العمل

## عبد الوارث

# إِهْدَاء

أهدى هذا العمل المتواضع إلى معلم البشرية وقدها محمد (ص)

وإلى نبع الحنان أمي العزيزة التي أحسنت تربيتي وساهمت في تعليمي

وإلى رمز الجهاد والفداء أبي الغالي وإلى اخواتي (عبد الرؤوف وهيثم)

كما أهدى هذا العمل إلى رفيق دربي "بوغازي عبد الوارث" الذي قاسمني عناء وجهد هذا العمل

وإلى أعز أصدقائي، حمزة، فريد، سيف الإسلام.

وكل من احبني وكل من دعا لي لهم جميعا مني أطيب المنى وأقننى لهم السعادة وإلى كل من ساعدني ووقف

معى لا تجاز هذا الموضوع من بعيد أو قريب

# إِسْلَامٌ

# فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
	الشكر والتقدير
	الإهداءات
I-IV	فهرس المحتويات
VI	فهرس الأشكال
VIII	فهرس الجداول
أ - هـ	مقدمة
<b>الفصل الأول: تكلفة رأس المال</b>	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: هيكل رأس المال
08	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال
08	1- تعريف هيكل رأس المال
09	2- محددات هيكل رأس المال
11	المطلب الثاني: عناصر هيكل رأس المال
11	1- أموال الملكية:
16	2- أموال الاستدانة:
20	المطلب الثالث: نظريات هيكل رأس المال
20	1- المداخل التي تؤيد وجهة النظر الخاصة بتأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المنشأة
23	2- المداخل التي ترفض تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المنشأة
29	المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وكيفية حسابها
29	المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال
29	1- تعريف تكلفة رأس المال
29	2- المصادر المحددة لتكلفة رأس المال
30	المطلب الثاني: أهمية تكلفة هيكل رأس المال
31	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال
31	1- العوامل الخاصة بكل عنصر:

31	2- العوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل التمويل
32	المبحث الثالث: تكلفة عناصر هيكل رأس المال وطريقة حسابها
32	المطلب الأول: تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية)
32	1- تكلفة الأرباح المحتجزة (cost of retained earnings)
34	2- تكلفة الأسهم العادية:
35	3- تكلفة الأسهم الممتازة:
36	المطلب الثاني: تكلفة الديون
36	1- تكلفة السندات:
37	2- تكلفة القروض طويلة الأجل:
37	المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لتركيبية هيكل رأس المال
39	خلاصة الفصل
الفصل الثاني مدخل لمفهوم القيمة والتقييم	
41	تمهيد
42	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة
42	المطلب الأول: مفهوم القيمة
42	المطلب الثاني: أنواع القيمة
44	المطلب الثالث: المداخل والمبادئ الأساسية لتحديد القيمة
44	1- مداخل تحديد القيمة:
45	2- المبادئ الأساسية لتحديد القيمة:
47	المبحث الثاني: التقييم وفق الطريقة المحاسبية
47	المطلب الأول: التشخيص المالي
47	1- ماهية التشخيص المالي
49	2- خطوات ومقاييس التشخيص المالي
50	المطلب الثاني: التحقق من ملكية عناصر الميزانية
52	المطلب الثالث: قياس عناصر الميزانية
52	1- قياس عناصر الأصول:
63	2- قياس عناصر خصوم الميزانية
67	المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة وفق المقاربة المالية



67	المطلب الأول: مقارنة الذمة المالية
67	1- طريقة الأصل الصافي المصحح:
68	2- طريقة القيمة الجوهرية:
68	3- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:
69	المطلب الثاني: مقارنة التدفقات
69	1- طريقة قيمة المردودية
69	2- طريقة نسبة السعر على العائد
70	3- طريقة قدرة التمويل الذاتي
70	المطلب الثالث: مقارنة الطرق المركبة
70	1- الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة (طريقة الممارسين)
71	2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة
74	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثالث دراسة حالة مجمع صيدال</b>	
<b>76</b>	<b>تمهيد</b>
<b>77</b>	<b>المبحث الأول: لمحة عن مجمع صيدال</b>
77	المطلب الأول: تقديم عام لمجمع صيدال
77	1- التعريف بمجمع صيدال
78	2- مهام وأهداف المجمع
79	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
85	المطلب الثالث: إنجازات مجمع صيدال
<b>87</b>	<b>المبحث الثاني: نموذج الانحدار الخطي البسيط</b>
87	المطلب الأول: تعريف نموذج الانحدار الخطي البسيط
88	المطلب الثاني: فروض (أو شروط) نموذج الانحدار الخطي البسيط
<b>92</b>	<b>المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة</b>
92	المطلب الأول: تقديم ووصف متغيرات الدراسة
95	المطلب الثاني: تقدير النموذج
96	المطلب الثالث: مناقشة النتائج
97	خلاصة الفصل

99	خاتمة
102	قائمة المصادر والمراجع



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل ورقمه
21	الشكل رقم (1): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)
23	الشكل رقم (2): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال (المدخل التقليدي)
24	الشكل رقم (3): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال (مدخل صافي ربح العمليات)
26	الشكل رقم (4): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب نموذج مودجلياني وميلر قبل الضريبة
28	الشكل رقم (5): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب نموذج مودجلياني وميلر بعد الضريبة
48	الشكل رقم (6): تحليل الوضعية الحالية والفعالية المالية للمؤسسة
84	الشكل رقم (7): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
94	الشكل رقم (8): منحني بياني يوضح تطور متغيرات الدراسة

قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول ورقمه
55	الجدول رقم (1) : المعدل الثابت لطريقة الإهتلاك المتناقص
93	جدول رقم (2): قيمة متغيرات الدراسة خلال الفترة 2017-2002
95	جدول رقم (3): نتائج البيانات الوصفية للدراسة
95	جدول رقم (4): نتائج تقدير النموذج

المقدمة العامة

تهدف الشركات الى تحقيق الربح، وتعظيم قيمتها، ويكون ذلك من خلال تحقيق المردودية أو السيولة، وذلك يقوم على رأس المال، فرأس المال هو قوام أي نشاط، والمؤشر القوي في استمراره ونجاحه، ومن الضروري مراجعة رأس المال وإعادة هيكلته ليؤدي بدوره إلى انتعاش النشاط الذي يقوم عليه من خلال توفير تمويل مناسب الذي من شأنه أن يعزز الأصول الثابتة ومتطلبات رأس المال العامل في الشركات، وتتعدد مصادر التمويل من التمويل بأسهم رأس المال، والتمويل عن طريق الاقتراض من البنوك أو غيرها.

وتعد قيمة المؤسسة من المفاهيم الصعبة والغير الواضحة لكون كل تخصص يحدد مفهومها من الزاوية التي ينظر إليها، كما يختلف تبعا لطبيعة وأهداف الدراسة، حيث قد يستعمل بصفة عامة أو بصفة دقيقة، ولها أشكال مختلفة مثل القيمة المحاسبية أو السوقية، العادلة.

ومن المواضيع التي كثيرا ما تأخذ حيزا كبيرا من تفكير ووقت المدراء الماليين هو البحث عن علاقة بين هيكل رأس المال والتي يقصد بها نسب المزج (خليط) التمويل المرغوب بين حقوق الملكية والديون وتأثير هذا المزج على قيمة المؤسسة ويعد هذا هدف الإدارة المالية المتمثل في تعظيم ثروة الملاك (أصحاب المشروع) والذي يأتي من خلال رفع القيمة السوقية للسهم، وبالتالي فإن هدف المدير المالي هو الملائمة بين العائد والمخاطرة للوصول الى أعظم قيمة سوقية للسهم في السوق .

#### إشكالية البحث:

واستنادا لما سبق تكمن إشكالية بحثنا في التساؤل التالي:

- ما هو أثر تكلفة رأس المال على القيمة المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة من 2002 إلى 2017؟

وبناء على هذه الإشكالية لا بد من طرح بعض التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بهيكل رأس مال المؤسسة؟ وهل هناك هيكل رأس مال أمثل للمؤسسة؟
- ما هو مفهوم قيمة المؤسسة وماهي مداخل تحديدها؟
- ما هي أهمية قياس تكلفة رأس المال والعوامل المحددة لها؟
- ما هو تفسير العلاقة بين هيكل رأس المال لمجمع صيدال وقيمتها خلال الفترة من 2002 إلى 2017 ؟





## الفرضيات:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

اختبار معامل الارتباط بين تكلفة رأس المال والقيمة المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002 إلى 2017 له دلالة احصائية واقتصادية.

اختبار معامل الارتباط بين تكلفة رأس المال والقيمة المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002 إلى 2017 ليس له دلالة احصائية واقتصادية.

## أهمية الدراسة:

إن عمل المؤسسة في ظل محيط تؤثر وتتأثر به يفرض عليها ضرورة استغلال كل الفرص المتاحة، فالمصادر التمويلية الداخلية منها والخارجية قد تخلق لدى المؤسسة أو تمنحها ميزة تمكنها من تعظيم قيمتها قدر المستطاع، وهذا في ظل تكلفة تمويل أقل مما يمكن وفي حدود نسبة خطر مقبولة، ما يحتم على المؤسسة ضرورة العمل على بناء هيكل رأس مال أمثل عن طريق المزج بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة.

## أهداف الدراسة:

من بين أهم النقاط التي تهدف الدراسة لمعالجتها، نذكر ما يلي:

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر؛
- استعراض أهم النظريات والنماذج التي تهتم باختيار هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة؛
- تحديد أهم العوامل والمحددات التي تتحكم في اختيار هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة؛
- معرفة مختلف طرق التقييم المستعملة لتقدير القيمة السوقية للمؤسسة؛

## مبررات اختيار الموضوع:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع، ونذكر منها:

- تخصص الدراسة الجامعية في مالية المؤسسة، وكذا الميل إلى مثل هذه المواضيع؛
- تنوع المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة خاصة في ظل التطور الكبير في المجال المالي، والرغبة في معرفة كيفية الاستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذه الفرص؛

- الاعتقاد الشخصي بأهمية موضوع سياسات تمويل المؤسسات نظرا لحدائته، كذلك للنقص الملاحظ في هذا المجال بالنسبة لحالة الجزائر؛

- القيمة العلمية والعملية لموضوع تكلفة رأس المال وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة؛

### منهجية البحث:

تستدعي طبيعة الموضوع استخدام العديد من المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة الفرضيات، فعند تناول الإطار النظري يكون المنهج المستعمل وصفيًا تحليليًا، لإبراز وشرح أهم مكونات الموضوع، منها المفاهيم الخاصة بهيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، ومن خلال تحليل أبعاده، عن طريق النتائج المتوصل إليها.

كما يتم أيضا الاعتماد على منهج دراسة حالة فيما يخص الجانب التطبيقي، وهذا من أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي، وإبراز مدى إسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في الجانب النظري، إذ يتم استعمال مختلف العلاقات والمعادلات والنسب لاحتساب وتقدير مختلف متغيرات الدراسة، وهذا بالاعتماد على البيانات التي تنشرها المؤسسات.

### حدود البحث:

تجرى الدراسة وفق حدود زمنية ومكانية تتمثل في:

- الحدود المكانية: تمت الدراسة في مجمع صيدال-الجزائر-.
- الحدود الزمانية: كانت الدراسة تشمل 16 سنة انطلاقا من 2002 إلى غاية 2017.

### الدراسات السابقة:

استفدنا في بحثنا هذا من عدة أعمال كانت قد سبقت بحثنا، نذكر منها:

1- بن حميدة عمار (2017) وهي مذكرة ماجستير بعنوان: "المزيج التمويلي وأثره في تعظيم قيمة المنشأة

دراسة حالة مؤسسة حضنه حليب بالمسيلة للفترة 2014-2017" وقد توصلت الدراسة إلى

2- مليكة زغيب: مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر 2005، تناولت المداخلة طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، وخلصت الدراسة إلى وجود وجهتي نظر: الأولى خاصة والتي مفادها أنه ليست هناك

علاقة بين (Modigliani and Miller) بالعالمين مودكلياني وميلر الهيكل المالي وبين كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، أما الثانية فهي ترى أن للهيكل المالي تأثير على كل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، من خلال تأثير كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

3- دراسة محمد بشوشة: تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم، حيث تبلورة إشكالية البحث حول كيفية / التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016 تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وخلص البحث إلى أن اعتماد سياسة تمويلية معينة سيؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما كان توجه السياسة التمويلية نحو تحقيق شروط الهيكل المالي الأمثل، كلما أدى إلى تحسين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة، أما في الحالة العكسية كلما كان التوجه نحو سياسة تبتعد عن شروط الهيكل الأمثل كلما أدى إلى الإخلال بوضع الهيكل المالي.

4- دراسة منير عباد 2003 الدراسة بعنوان: أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركة " دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية " هدفت الدراسة إلى بيان كيفية اتخاذ قرارات التمويل المتعلقة بميكل رأس المال وأثر ذلك برفع قيمتها السوقية أو بزيادة ربحيتها ولتحقيق أهداف الدراسة اختبر الباحث بالطرق الإحصائية العالقة بين ربحية الشركة وهيكل رأسمالها وتوصل إلى وجود عالقة عكسية ذات دالة إحصائية في هذا المجال.

أما الفرضية الثانية التي اختبرها فكانت حول قيمة الشركة وهيكل رأسمالها وتوصل الباحث إلى وجود عالقة طردية ذات دالة إحصائية بين المتغيرين.

#### الدراسات الأجنبية:

دراسة Gordan 2001 الدراسة بعنوان: أثر تركيبة رأس المال على قيمة الشركة حيث تم فحص كيفية تأثير المطلوبات للغير لشركات الهندسة في بريطانيا على قيمة هذه الشركات حيث وجد أن تقسيم أموال الشركة إلى أسهم بالديون، توزيعات الأرباح ورأس المال يضيف 10% إلى قيمة الشركة، وكذلك أن حوالي ثلث التأثير على قيمة الشركة نابع من الوفر الضريبي.

#### صعوبات البحث:

لا يخلو أي بحث علمي من الصعوبات، ومن أهم الصعوبات التي واجهتنا ما يلي:

- قلة المراجع المتعلقة بميكل رأس المال خاصة باللغة العربية.



- صعوبات في مجال الحصول على بعض المعلومات خاصة المالية منها للمؤسسة محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات، وعدم التصريح بها حتى لغرض استخدامها في بحوث علمية.

- قلة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر حال دون تمكننا من ربط الجانب النظري بالجانب الميداني، ذلك أن بعض المعادلات تتطلب أن تكون المؤسسة مسعرة في البورصة لكي يمكن قياس قيمتها السوقية.

## هيكل البحث:

من أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال ثلاث فصول وهذا بعد مقدمة عامة تعطي نظرة سريعة حول موضوع البحث، فالفصلين الأول والثاني تكون نظرية (تخص الجانب النظري)، أما الفصل الثالث فيتناول الجانب التطبيقي وبعدها خاتمة تلخص ما تم التعرض له في الموضوع، ويمكن توضيح الخطة فيما يلي:

الفصل الأول: تم تناول تكلفة هيكل رأس المال، وذلك من خلال إبراز مكونات هيكل رأس المال وتكلفتها، وقد تم معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث أساسية، إذ تناول المبحث الأول عموميات حول هيكل رأس المال وعناصره ونظرياته، في حين تم في المبحث الثاني التركيز على تكلفة رأس المال وأهميتها، بينما خصصنا المبحث الثالث لعرض طرق حساب تكلفة عناصر هيكل رأس المال.

الفصل الثاني: يكون التركيز فيه على قيمة المؤسسة وطرق حسابها، وقد قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية، ففي المبحث الأول تم توضيح مفهوم قيمة المؤسسة وأنواعها، أما في المبحث الثاني فقد تم معالجة عملية التقييم المحاسبي، في حين ركز المبحث الثالث على التقييم وفق مختلف المقاربات المالية.

الفصل الثالث: فيما يخص هذا الفصل حاولنا فيه إسقاط الدراسة النظرية على مجمع صيدال، حيث تم فيه التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، إضافة إلى دراسة وتحليل الوضعية المالية للمجمع للوصول إلى أثر تكلفة هيكل رأس ماله على قيمته.



الفصل الأول

تكلفة رأس المال

**تمهيد**

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من المواضيع الأكثر صعوبة، والتي يجب التعامل معها بدقة أكبر، فالمؤسسة تكون أمام عدة اقتراحات استثمارية للمفاضلة بينها، وهنا تكمن أهمية تكلفة رأس المال كأحد العوامل المساعدة في المفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية ومصادر التمويل.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث معنونة كما يلي:

المبحث الأول: هيكل رأس المال

المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وكيفية حسابها

المبحث الثالث: تكلفة عناصر هيكل رأس المال وطريقة حسابها

## المبحث الأول: هيكل رأس المال

من الملاحظ أن قضية هيكل رأس المال قد استأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية، لما لها من أهمية بالغة في التأثير على المؤسسة، فبناء هيكل رأس المال المناسب من بين التحديات التي تواجه المؤسسة. وستعرض من خلل هذا المبحث إلى:

- مفهوم هيكل رأس المال

- عناصر هيكل رأس المال

- نظريات هيكل رأس المال

## المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال

## 1- تعريف هيكل رأس المال

من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية هو تحديد المزيج المناسب من الديون والملكية أي تحديد هيكل التمويل لدى الشركة، حيث أن مواضيع تحديد هيكل التمويل (ديون، حقوق الملكية) ومدى ارتباط هيكل التمويل بالقيمة السوقية للشركة تعتبر من المواضيع الأكثر جدلا وتعقيدا لدى المهتمين في مجال الإدارة المالية، ولا يزال هناك خلاف لدى المنظرين في الفكر المالي حيث توجد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للشركة وبمطالعة أكثر من مؤلف في ميدان الإدارة المالية وفي فترات زمنية مختلفة نجد التعاريف التالية:

" هيكل رأس المال هو ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في قروض طويلة الأجل وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت"<sup>1</sup>

" هيكل رأس المال للمنشأة يعتبر جزءا من هيكلها المالي"<sup>2</sup>

"يقصد بهيكل رأس المال مختلف مكونات التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وكذا حقوق الملكية، ويتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل أي مجموع الخصوم وحقوق الملكية"

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه: "ذلك الجزء الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتمثل في القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة"<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق

المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2016، ص32.

محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص295. <sup>2</sup>

<sup>3</sup> العارضي جليل كاظم مدلول، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص376-

" هيكل رأس المال هو تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثمة فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والاحتياطيات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم مثل الأسهم العادية والممتازة، السندات والارباح المحتجزة"<sup>1</sup>.

ويلاحظ أن هناك شبه إجماع بين الكتاب في الإدارة المالية على اختلاف سنوات تأليف كتبهم بأن هيكل رأس المال يمثل التمويل طويل الأجل والذي يتمثل في بندين من الشق الأيسر لأي ميزانية وهما الخصوم طويلة الأجل -سواء كانت قروض مباشرة و/أو تمويل بسندات -، وكذلك حقوق المساهمين والتي تشمل رأس المال (الأسهم القائمة) والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة إن وجدت وأي بنود أخرى مثل علاوة الإصدار وما إلى ذلك من البنود التي تعتبر من حقوق الملكية .

## 2- محددات هيكل رأس المال

وضحت العديد من الدراسات أن هناك مجموعة من المحددات أو العوامل التي تؤثر في اختيار هيكل رأس مال الشركة وتعددت ضمن وجهات مختلفة للباحثين، ويمكن ادراج أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال بشكل أكثر توسعا وأكثر شمولية وتشمل الآتي<sup>2</sup>:

### 2-1- الملموسية

أسفرت بعض الدراسات بصورة عامة ارتباط الملموسية ارتباطا إيجابيا مع الرفع المالي، ويمكن أن تستخدم الموجودات الملموسة كضمانات عند الاقتراض الخارجي، ووجود جزء كبير من الموجودات الملموسة تساعد الشركة على الاقتراض والحصول على القروض المصرفية بسعر فائدة أقل وتساعد على تقليل المخاطر بالنسبة للمقرض الذي يعاني من كلفة الوكالة للدين.

ويمكن تأمين الديون من خلال الضمانات الإضافية الخاصة بالموجودات الملموسة وكذلك تعطي فرصة للمنشأة في استبدال الموجودات الملموسة وتقليلها بسبب وجود الديون المضمونة، وبالنسبة للمنشآت التي تمتلك موجودات غير ملموسة بصورة كبيرة وتكاليف رأس المال تكون عالية ستكون أكثر صعوبة مقارنة بالمنشآت ذات الموجودات الملموسة. يجب على المنشآت تحديد الموجودات الملموسة وتقييمها وكذلك تحديد القيمة الدفترية للممتلكات والأجهزة والمعدات وتحديد الصافي من الموجودات الملموسة من إجمالي الموجودات.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص71.

<sup>2</sup> صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد21، العراق، 2015، ص67-68.



**2-2- معدل الضريبة الفعلي**

تعد فوائد القروض من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثارا إيجابية على قيمة الشركة.

**2-3- حجم الشركة**

من المتفق عليه عموما ارتباط الحجم بصورة إيجابية مع الرفع المالي، وقد يكون حجم الشركة مرتبط عكسيا في احتمالية الإفلاس، الشركات الكبيرة عادة ما تكون أكثر تنوعا وأكثر استقرارا بصدد التدفق النقدي، وذلك فإن احتمالية الإفلاس في الشركات الكبيرة هو أقل نسبة من الشركات الصغيرة.

وعلاوة على ذلك تشير الدراسات إلى أن الشركات الكبيرة تميل إلى إصدار الدين طويلة الأجل بينما الشركات الصغيرة تميل إلى الدين قصير الأجل في تمويل مشاريعهم، وبسبب ميزة وفورات الحجم والقدرة التفاوضية مع الدائنين فإن الشركات الكبيرة تتحمل كلفة أقل في إصدار الديون والأسهم مقارنة مع الشركات الصغيرة.

**2-4- فرص النمو**

إن الشركات ذات النمو السريع يمكنها أن تعتمد بشكل أكبر على رأس المال الخارجي، حيث تكون التكاليف الخاصة ببيع الأسهم العادية أكبر من تلك المتعلقة بالحصول على القروض، والذي يشجعهم في الاعتماد أكثر على ذلك.

وفي نفس الوقت، فإن الشركات ذات النمو السريع ستكون لديها القدرة على مواجهة احتمالية حالة عدم التأكد، والتي قد تقلل من توجهات تلك الشركات في استعمال المديونية الداخلية.

**2-5- الربحية**

التوقعات النظرية لا تعطي استنتاجات متسقة للعلاقة بين الربحية والرفع المالي وهناك من يقول بأن الشركات الأكثر ربحية لديها احتياجات أكبر لحماية الدخل من الضريبة وعليها أن تقترض بصورة أكبر من الشركات الأقل ربحية، أما وجهة نظر أخرى تقول أن هناك علاقة عكسية بين الربحية ومستوى الديون، وتفترض تفضيل الشركات التمويل الداخلي عن الخارجي، وهذا التفضيل يقود الشركات إلى استخدام الأرباح المحتجزة كصندوق للاستثمار والانتقال إلى الأموال الخارجية فقط عند عدم كفاية الأرباح المحتجزة.

## 2-6- تقلب الأرباح

درجة التقلب أو مخاطرة الأعمال تزيد من احتمالية التعثر المالي، ومن المتوقع أن يرتبط عكسياً مع الرفع المالي وقد استخدمت عدة أساليب لقياس التقلب ضمن الدراسات التجريبية مثل الانحراف المعياري للعائد على المبيعات، والانحراف المعياري للنسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي.

### المطلب الثاني: عناصر هيكل رأس المال

وتتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل وهي التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل، ولتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة وتقسّم إلى قسمين:

أ- أموال الملكية

ب- أموال الاستدانة

#### 1-1- أموال الملكية:

تعتبر أموال الملكية أهم مصادر التمويل التي تلعب دوراً هاماً في تنمية المؤسسة وتطويرها من حيث أنه يضمن زيادة الأصول الاقتصادية دون اللجوء إلى الاقتراض للحصول على الموارد المالية لاقتنائها وبالتالي تحمل أعباء مالية مباشرة كالفوائد ودفع أقساط الديون، وتمثل أهم مصادر أموال الملكية في:

الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة.

#### 1-1-1- الأسهم العادية:

#### 1-1-1- تعريف الأسهم العادية:

هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي إنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع (أرباح ثابتة) سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها.<sup>1</sup>

#### 1-1-1- خصائص الأسهم العادية:

تمتاز الأسهم العادية بما يلي:<sup>2</sup>

- إنها أموال ملكية.
- لا يوجد لها موعد استحقاق، بل تنتهي مع تصفية الشركة.
- يحصل حاملها على حقوقه من الربح ويتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته فيها.

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط01، عمان، الأردن، 2007، ص201.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجديدة، مصر، 2002، ص151.

كذلك من بين حقوق حملة الأسهم العادية: حق التصويت، بيه الأسهم التي يملكونها في سوق الأسهم، حق الاطلاع على دفاتر حسابات الشركة، حق الأولوية في الاكتاب، حق حضور اجتماعات الجمعية العمومية، حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

### 1-1-3 مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم:

#### 1-1-3-1 مزايا إصدار الأسهم العادية:<sup>1</sup>

- سهولة بيع وشراء الأسهم.
- لا تشكل الأسهم العادية التزاما ماليا يتوجب عليها تخصيص أقساط إطفاء كما هو الحال بالنسبة للسندات، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق.
- لا تلتزم بتوزيع أرباح سنوية على المساهمين إذا كانت هناك حاجة ضرورية لاحتجازها، أو إذا ما حققت خسارة في سنة من السنوات.
- تستطيع أن تحصل على علاوة إصدار (الضمنية)، وهي القيمة الزائدة عن القيمة إذا أصدرت أسهم جديدة. فلو كانت الشركة الصناعية الوطنية ناجحة تماما فإن بإمكانها إصدار أسهم جديدة قيمتها الاسمية دينار واحد وبيعها في السوق بدينار ونصف، وهكذا تحقق أرباحا إضافية دون أن تتحمل تكلفة تذكر.

#### 1-1-3-2 عيوب إصدار الأسهم العادية:

- الى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها:<sup>2</sup>
- أ- احتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.
- ب- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك الى سببين رئيسيين:

- العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة.
- إن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية.

#### 1-2-2-1 الأسهم الممتازة:

#### 1-2-2-1 تعريف الأسهم الممتازة:

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية و السندات، وتظهر الطبيعة المهجنة للسهم الممتاز عندما نحاول تصنيفه بالنسبة للسندات و الأسهم العادية، ومثلها

<sup>1</sup> علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص178-179.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث للنشر، ط5، مصر، 2005، ص539.

مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تشبه أيضا دفعات الفائدة، من حيث أنها ثابتة ويتعين دفعها قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم ولكن إذا لم تتحقق المؤسسة أرباحا لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية أي انه للسهم الممتاز نسبة معينة من الأرباح. لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في مجلس الإدارة إلا أنهم يتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم إذا ما تعرضت المؤسسة للانحيار وتصفية مجوداتها.

من ناحية أخرى تشبه الأسهم لممتازة الأسهم العادية من حيث أنها تعتبر سندا للملكية له قيمة إسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة، وتتماثل كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لكل منها -بخلاف فوائد السندات- من التكاليف الواجبة الخصم وصولا لوعاء الضريبة على الدخل، كما أن عدم سداد التوزيعات المقررة لكل من حملة الأسهم العادية وحملة الأسهم الممتازة لا يترتب عليه إفلاس الشركة بخلاف الحال في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق الدائنين وحملة السندات.

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض المؤسسات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة أرباح<sup>1</sup>.

### 1-2-2 خصائص الأسهم الممتازة:

وتتميز تلك الأسهم عن الأسهم العادية والسندات بعدد من التفصيلات والخصائص على النحو التالي<sup>2</sup>:

- قابلية الأسهم الممتازة للتحويل إلى أسهم عادية: حيث قد تنص شروط إصدار تلك الأسهم على حق أصحابها في مبادلتها بأسهم أخرى عادية تصدرها المؤسسة بناء على معدل تحويل معين أو سعر معين.
- قابلية الأسهم الممتازة للسداد: حيث يكون للمؤسسة الحق في أن تسدد قيمة السهم ورده إلى المساهمين على أساس سعر يتم تحديده بصورة مسبقة على أساس القيمة الاسمية أو سعر الإصدار الأصلي أو بقيمة تزيد عن ذلك بمقدار علاوة رد.
- الأسهم مجمعة الأرباح: يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل أو تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المحققة وغير المدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح.

<sup>1</sup> ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها "الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 40-41.

<sup>2</sup> زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009، ص 32.

**1-2-3 مزايا الأسهم الممتازة:**

- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت في مجلس الإدارة، وله حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم.
- ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، هذا ما يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها.
- بسندات إذا انخفضت معدلات الفائدة في السوق المالية.
- إن زيادة حجم الأسهم ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات و القروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحددة من الربح، و أن توقفها عن الدفع لا يؤدي بها إلى الإفلاس.

**1-2-4 عيوب الأسهم الممتازة:**

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجز توزيعها وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أي توزيعات<sup>1</sup>.

**1-3-3 الأرباح المحتجزة:****1-3-1 تعريف الأرباح المحتجزة:**

يقصد بالأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الإيرادات الحالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم العادية (المساهمين) وإنما يحتفظ به ليعاد استثماره من طرف المؤسسة، يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة هي أموال مجانية، لكن هذا الاعتقاد خاطئ ولا محل له من الصحة، لأن احتجاز الأرباح من طرف المؤسسة بهدف إعادة استثمارها لا يتم إلا بموافقة المساهمين، وموافقتهم تمنح على أساس اقتصادي رشيد مبني على مفهوم الفرصة البديلة، حيث كان بإمكان هؤلاء المساهمين المطالبة بتوزيع هذه الأرباح واستثمارها خارج المؤسسة، إلا أنهم فضلوا منحها للمؤسسة من أجل استثمارها، منحت هذه الموافقة في مقابل انتظار عائد نتيجة لاحتجاز هذه الأرباح، على الأقل يعادل أو يفوق العائد الذي كان يمكن لهم تحقيقه لو تم توزيع هذه الأرباح.<sup>2</sup>

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة

<sup>1</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 18.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 306.

المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة. وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لزيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).<sup>1</sup>

### 1-3-2 عناصر الأرباح المحتجزة:<sup>2</sup>

#### 1-3-2-1 الاحتياطي القانوني:

وهو الحد الأدنى من الاحتياجات الذي لا بد للشركة من تكوينه ، ويجوز للشركة التوقف عن تجنب متى بلغ رصيد ذلك الاحتياطي نصف رأس المال المدفوع وإذا قل عن ذلك فيجب أن تبدأ الشركة في عملية التجنيب من جديد و تستخدم ذلك الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال ، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين ، ويعتبر ذلك الاحتياطي في حكم رأس المال من حيث كونه ضمانا لدائني الشركة ومن ثم فإنه لا يجوز للشركة التصرف أو توزيعه على المساهمين إلا طبقا لما ورد في القانون.

#### 1-3-2-2 الاحتياطي النظامي:

ويتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، ولا تستطيع الشركة العدول عن هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي بغير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة.

#### 1-3-2-3 الاحتياطات الأخرى:

وهي الاحتياطات التي تحقق للمؤسسة دوام ازدهارها وتكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان.

#### 1-3-2-4 الأرباح المرحلة أو المستعادة:

إذا تبقى مبلغ بعد عمل توزيعات الأرباح السنوية، قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية، ويستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات محتملة في الأرباح للأعوام القادمة.

#### 1-3-3 مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة:<sup>3</sup>

#### 1-3-3-1 مزايا الأرباح المحتجزة:

<sup>1</sup>أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم

الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص19.

<sup>2</sup>سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص56-57.

<sup>3</sup>علي عباس، مرجع سابق، ص182.

- تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة مع غيرها.
- لا تحتاج لرهن موجوداتها.
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابياً على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

### 1-3-2 عيوب الأرباح المحتجزة:

- استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والاكثار من حجز النتيجة عدة سنوات لرفعه.
- قد يتعذر على شركات المساهمة المتدئة الاستفادة من هذا المصدر.
- يتطلب أحياناً من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

### 2- أموال الاستدانة:

تلجأ المؤسسة إلى مصادر التمويل بالافتراض في حالة ما لم تكتفي بمصادر التمويل بالملكية وتمثل أموال الاستدانة التي يتم الحصول عليها من خارج الشركة أو المنشأة في القروض والسندات والائتمان التجاري والمصرفي والتمويل بالاستئجار، وتعرض فيما يلي بالتفصيل للمصادر التمويلية المختلفة حيث نتناول خصائص ومزايا كل منها.

#### 2-1-1-1-2- السندات:

#### 2-1-1-2- تعريف السندات:

السند هو اتفاق تعهدي مكتوب وممهور بختم الطرف الذي صورته أو أنشأه. وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية ودفع المبلغ المتفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد أو مقرر. والسندات طويلة الأجل هي مصدر من من المصادر المالية طويلة الأجل التي تحصل عليها منظمات الأعمال.<sup>1</sup>

#### 2-1-2- أنواع السندات:

هناك أنواع مختلفة من السندات التي تصدرها الشركات، لعل أكثرها أهمية هو ما سنتطرق إليه، وهي:

#### 2-1-2-1-2- سندات الرهن:

وتسمى كذلك بالسندات المضمونة (Secured Bonds) هذا النوع من السندات يكون مدعوماً بموجودات ثابتة تقدمها الشركة كضمان لحملة السندات تلتزم بموجبها بدفع القيمة الاسمية بالإضافة للفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها أو في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية، أي تلجأ إلى بيع موجوداتها المرهونة للوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين (حملة السندات). ومن الضمانات الأخرى في بعض الدول هي كفالة الحكومة للسندات التي تصدرها الشركات العامة والمساهمة وخاصة تلك التي تساهم فيها الحكومة.

وتقسم سندات الرهن إلى نوعين:

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 113.

- سند الرهن من الدرجة الأولى.

- سند الرهن من الدرجة الثانية.

والفرق بين النوعين، هو أن الشركة لا تستطيع في حالة إصدارها سندات من الدرجة الأولى إصدار سندات أخرى، أو الاقتراض برهن نفس الموجودات، وفي حالة كون السندات من الدرجة الثانية فإنه يمكنها إصدار سندات أخرى أو الاقتراض برهن نفس الموجودات.<sup>1</sup>

### 2-1-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى، خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة، وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم وعليه نفس واجباتهم، وتتم عملية التمويل وفقا لشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. وهكذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة لركود طويل نسبيا، والتحول إلى مساهم و الحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية.<sup>2</sup>

### 2-1-3- السندات المضمونة بأصول الشركة:

قد تصدر منشآت الأعمال سندات بضمان بعض الأصول، كالأراضي أو المباني أو الآلات أو حتى أوراق مالية أخرى. وحينئذ يكون لحاملها الأولوية في استرداد مستحقاته من الأصل المرهون، وبالتالي لا يحق للشركة المعنية التصرف في تلك الأصول بالبيع أو التنازل. وعليه فإن هذا النوع من حملة السندات، عادة ما يكون محميا صراحة في وثيقة أو اتفاق الإصدار، حيث قد يشترط على الشركة عدم رهن الأصول المرهونة لدى حملة السندات الأولى مرة أخرى. وإذا ما قامت الشركة بإصدار آخر بضمان نفس الأصول، فإن حقوق حملة هذه السندات الجديدة تأتي في المرتبة الثانية، بمعنى أنه لا يحق لحملة السندات الجديدة الحصول على أي شيء إلا إذا تحصل حملة السندات القديمة على حقوقهم كاملة.

### 2-1-4- السندات الغير مضمونة:

على العكس من السندات السابق شرحها، فإن السندات غير المضمونة تمثل دينا عاديا غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة. وعليه فإن عقد الإصدار عادة ما يتضمن صراحة عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر بحملة هذا النوع من السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى، أو عدم إبرام عقود استئانة أخرى، مما يشجع المستثمرين على اقتناء هذا النوع من السندات.

### 2-1-5- السندات الحكومية:

تلجأ الحكومات في بعض الحالات إلى إصدار صكوك مديونية متمثلة في السندات وما يماثلها بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، أو لتمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس

<sup>1</sup> علي عباس، مرجع سابق، ص 272-273.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص 66.



والمستشفيات أو بهدف مواجهة التضخم. أما بالنسبة إلى مدة هذه السندات فهي عادة ما تكون طويلة جدا حيث تصل إلى 30 أو 40 سنة. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومة المركزية، إذ قد يمارس نفس الحق أيضا بواسطة الحكومات المحلية.<sup>1</sup>

## 2-2-2-6- سندات الدخل:

لا يحصل هذا النوع من السندات على عائد إلا إذا حققت المنشأة أرباحا تسمح بدفع الفائدة المستحقة على السندات. وبالتالي فإن التوقف عن سداد فائدة هذا النوع من السندات لا يؤدي إلى إفلاس المنشأة ولذا فإن هذا النوع من السندات يعتبر مرغوبا من وجهة نظر المنشأة ولكنه شديد الخطورة بالنسبة لحامل السند.

## 2-1-2-7- السندات ذات العائد المتغير:

يفترض أن عائد السند هو عبارة عن نسبة ثابتة لا تتغير طوال فترة القرض إلا في ظل السندات ذات العائد المتغير التي تسمح بارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة على السند مع تغير معدلات العائد في السوق، ولقد انتشر استخدام هذا النوع من السندات في أمريكا في أوائل السبعينات لتشجيع المستثمرين و تدعيم قدرتهم على مواجهة ظروف التضخم.<sup>2</sup>

## 2-1-2-8- السندات القابلة للاستدعاء:

وهي السندات التي يحق للشركة التي أصدرتها سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها وفي الوقت الذي تختاره، وتلجأ إلى استدعاء هذا النوع من السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة على السند، ومثال على ذلك إذا أصدرت سندا قابلا للاستدعاء بسعر فائدة 10%، وانخفضت أسعار الفائدة في السوق المالي إلى 8% فقد ترى أن من المناسب استدعاء بعض أو كل سنداتها ودفع قيمتها الاسمية لمالكيها نقدا. وهدف الشركة من هذا الإجراء هو الحصول على دين بتكلفة أقل، أو إصدار سندات بديلة بسعر فائدة أقل.

## 2-1-3- مزايا وعيوب السندات:

### 2-1-3-1- مزايا السندات:

### 2-1-3-1-1- من وجهة نظر حملة السندات:

- عموما يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة.

- يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت.

ومن عيوب الاستثمار في بعض السندات هو أن الدخل الذي يحصل عليه حاملها يتأثر بعوامل التضخم في السوق ويتسبب في تأكلها من الآخر.

### 2-1-3-2- من وجهة نظر الشركة التي أصدرت السندات:

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 70-74.

<sup>2</sup> نihal فريد مصطفى وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 258.

- أن الفوائد التي تدفعها لحاملي السندات تخصم من الضرائب التي تدفعها للحكومة، باعتبارها نفقات تتحملها الشركة.

- تستطيع التصرف بحرية طالما أن حملة السندات لا يحق لهم التدخل في شؤونها.

- غالباً ما تكون كلفة السند أقل كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى.

## 2-1-3-2- عيوب السندات:

- تخصص الشركة سنوياً مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها، وبالتالي فهي تشكل عبئاً عليها.

- تحد التشريعات القانونية من الاستفادة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبالغ التي يمكن اقتراضها بهذه الطريقة.

- بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل، فقد تواجه الشركة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس و التصفية.<sup>1</sup>

## 2-2- القروض المصرفية طويلة الأجل:

### 2-2-1 تعريف القروض المصرفية طويلة الأجل:

وهي التي تزيد مدتها عن خمسة سنوات، والتي بغرض تمويل مشروعات الإسكان والمشروعات العقارية واستصلاح الأراضي وبناء المصانع، وشراء الآلات، وعادة تخصص في منح هذا النوع من القروض البنوك المتخصصة التي سبق الإشارة إليها.<sup>2</sup>

### 2-2-2 خصائص القروض المصرفية:

خصائص القروض طويلة الأجل: تتميز القروض طويلة الأجل بالعديد من الخصائص من أهمها:<sup>3</sup>

-مدة القرض تتراوح بين 7 سنوات و 20 سنة؛

-توجه لتمويل أنواع خاصة من الاستثمارات (العقارات، الأراضي، المباني) ؛

-تفرض طبيعة القروض الممنوحة (المبالغ الضخمة والمدة الطويلة) تبنيه من قبل مؤسسات متخصصة (تقوم بتعبئة الأموال اللازمة باعتماد على مصادر ادخارية طويلة الأجل، قد لا تقوى البنوك التجارية على جمعها)؛

-المخاطر العالية المصاحبة لهذا النوع من التمويل وهذا نظراً لطبيعة هذه القروض، مما يدفع بالمؤسسات المقرضة إلى طلب ضمانات للتخفيف من حدة المخاطر؛

-يتم تسديد القروض إما عن طريق دفعات سنوية ثابتة أو أقساط قرض ثابتة، أو عن طريق دفعة واحدة وذلك

<sup>1</sup>علي عباس، مرجع سابق، ص 274-275.

<sup>2</sup>محمد سعيد أنور سلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 406.

<sup>3</sup>عبد الكريم بوحاد، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 14-15.

وفق تواريخ متفق عليها، وكذا من خلال تكوين مبالغ لسداد المستحقات لدى مؤسسات مالية أخرى.

## 2-2-3 مزايا و عيوب التمويل عن طريق القروض المصرفية<sup>1</sup>:

### 2-2-3-1- مزايا التمويل عن طريق القروض المصرفية:

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام للجمهور.

- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام للجمهور.

### 2-2-3-2- عيوب التمويل عن طريق القروض المصرفية:

- أن سداد هذه القروض بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لاهتلاكها يعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي المستمر.

- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذه القيود.

- هذا النوع من القروض يتطلب ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة المقترضة، هذا ما يدفع المؤسسة المقترضة إلى إجراء دراسات دقيقة عن الوضعية المالية للمؤسسة وقد تكون هذه الدراسة ذات تكاليف عالية، لذا فإن المقرض يضع حدا للمقرض المقدم لغرض تغطية هذه التكلفة.

## المطلب الثالث: نظريات هيكل رأس المال

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، إذ يقصد بأمثلية الهيكل المالي مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

### 1- المداخل التي تؤيد وجهة النظر الخاصة بتأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المنشأة:

إن أصحاب هذا الرأي يعتقدوا بل يحاولوا إثبات وجود هيكل مثالي لرأس المال يؤدي إلى تخفيض الكلفة للأموال وبالتالي تعظيم قيمة المنشأة. وهناك مدخلين يؤيدوا هذا الاتجاه.

### 1-1- مدخل صافي الربح Net income:

ويعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضا الاقتراض ثابت لا يتغير وليس له أي علاقة بهيكل رأس المال. وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في

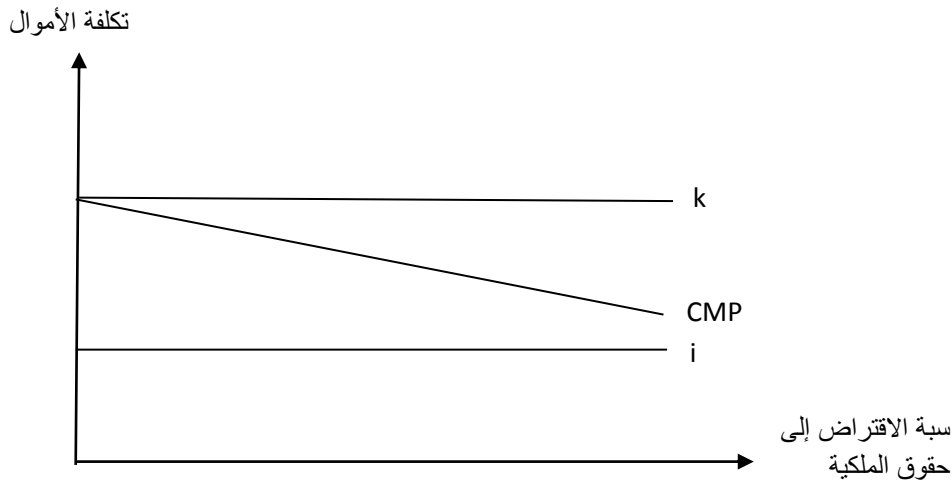
<sup>1</sup> صبودة إناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 47-48.

هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال المستخدمة عن طريق القروض أو الملكية. وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المنشأة<sup>1</sup>.

غير أن هذا المدخل يعاني من نقطة ضعف أساسية هو افتراض ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الملكية بغض النظر عن التغير في نسبة الاقتراض إلى الملكية وهذا الافتراض بعيدا كل البعد عن الواقع العملي. فافتراض ثبات تكلفة الاقتراض يعني أن المنشأة يمكنها أن تعتمد على القروض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب على ذلك زيادة المخاطر التي تتعرض لها المنشأة وأيضا دون أن يطالب المقرضين زيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة. أيضا افتراض ثبات معدل العائد المطلوب للملاك يعني أن المساهمين لا يبالون بالخطر المالي الذي تله المنشأة نتيجة التوسع في الاقتراض وهذا التصرف لكل من المساهمين و المقرضين نجده بعيدا عن الواقع ومن هنا ظهر مدخل آخر يطلق عليه المدخل التقليدي وهو يتبع نفس فكرة مدخل صافي الربح فيما يتعلق بوجود هيكل مثالي لرأس مال الشركة<sup>2</sup>.

ويمكن تصوير العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال بيانيا عند مستويات مختلفة من نسبة الاقتراض لتحديد أثرها على تكلفة الأموال، وأيضا على قيمة المنشأة كالاتي:

### الشكل رقم (1): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص183.

والشكل رقم (1) يوضح أن تكلفة الأموال الكلية (CMP) تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الملكية، وتظل هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها حتى تتقارب مع تكلفة أموال الاقتراض وحيث

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص463.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص467.

أن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المنشأة، فإن الهيكل المثالي لرأس مال الشركة طبقاً لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة<sup>1</sup>.

## 1-2-المدخل التقليدي Traditional Approach:

من بين المدخل التي حاولت تفسير تأثير هيكل رأس المال على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة، وهذا من خلال تركيزها على الاستعمال الرشيد للأموال المقترضة في هيكل رأس المال للمؤسسة، فالتوفيق بين الأموال المقترضة والمملوكة يعمل على تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية.

ففي ظل غياب كل من الضرائب وتكاليف الوكالة والإفلاس، فإن هذا المنظور يقر بوجود هيكل مالي أمثل، جراء الاعتماد على المصادر التمويلية ذات التكلفة المنخفضة (القروض) في ظل مستويات معقولة من الاقتراض (مستوى أمثل)، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الكلية عند أدنى مستوياتها، وبالضرورة تحقق القيمة السوقية للمؤسسة أقصى حد لها<sup>2</sup>.

وتبعاً لهذا المدخل فإن تغيرات تكلفة رأس المال (قيمة المؤسسة) نسبة للتغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال، يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل أساسية وهي<sup>3</sup>:

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

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

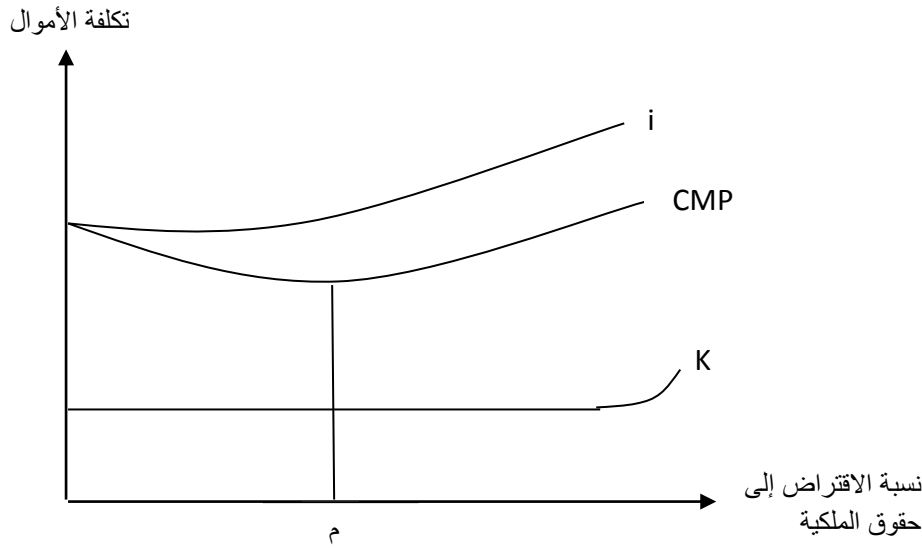
- وخلال مرحلة ثالثة، وبتزايد الاقتراض المعتمد من قبل المؤسسة في هيكل رأس مالها بما يفوق الحدود المعقولة، فإن المزايا الاقتراضية تفقد أهميتها، نظراً لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك (تكلفة الأسهم) تفوق هذه المزايا، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على القيمة السوقية للمؤسسة. والشكل التالي يوضح ذلك:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 466-467.

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص 78.

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الجديدة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 355-358.

الشكل رقم (2): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال (المدخل التقليدي)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص187.

ومن الشكل رقم (2) يتضح بأن نسبة الاقتراض المثالية هي عند النقطة (م) وهي التي تصل عندها قيمة المنشأة على أقصاها وتصل تكلفة الأموال الى حدها الأدنى.

مازال هذا المدخل يعتقد بوجود هيكل مثالي لرأس المال وذلك من خلال الحصول على خليط متميز من أموال الاقتراض والملكية فهو اذن يؤيد فكرة مدخل صافي الربح غير أن تعديل الافتراضات التي يقوم عليها ساعد في أن يقترب هذا المدخل لحد ما من الواقع العملي<sup>1</sup>.

**2- المداخل التي ترفض تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المنشأة:**

يستند أصحاب هذا الرأي المعارض على افتراض مؤداه أن تكلفة الأموال وقيمة المنشأة كلاهما مستقل وليس له علاقة بمدى تأثير هيكل رأس المال، وهذا يعني أن تكلفة الأموال الكلية أو المرجحة ستظل ثابتة رغم الاختلافات

**2-1-مدخل صافي ربح العمليات<sup>2</sup>:**

على عكس مدخل صافي الربح وأيضا المدخل التقليدي يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المنشأة. وذلك رغم أنه يفترض أيضا أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع نسبة الاقتراض بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض. ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية. ومن ناحية أخرى فإن زيادة

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص471.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سابق، ص437-438.

تكلفة الملكية يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً. ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة.

وإذا سلمنا بهذا الافتراض، فإن القيمة الكلية للمنشأة يمكن الحصول عليها بخصم صافي ربح العمليات بمعدل ثابت وهو تكلفة الأموال الكلية ثم بطرح قيمة الاقتراض من القيمة الكلية للمنشأة يمكننا الحصول على قيمة أموال الملكية. وإذا افترضنا أن تكلفة أموال الملكية غير معلومة، ومتوفرة لدينا المعلومات السابقة فإنه يمكن حساب تكلفتها باستخدام المعادلة التالية:

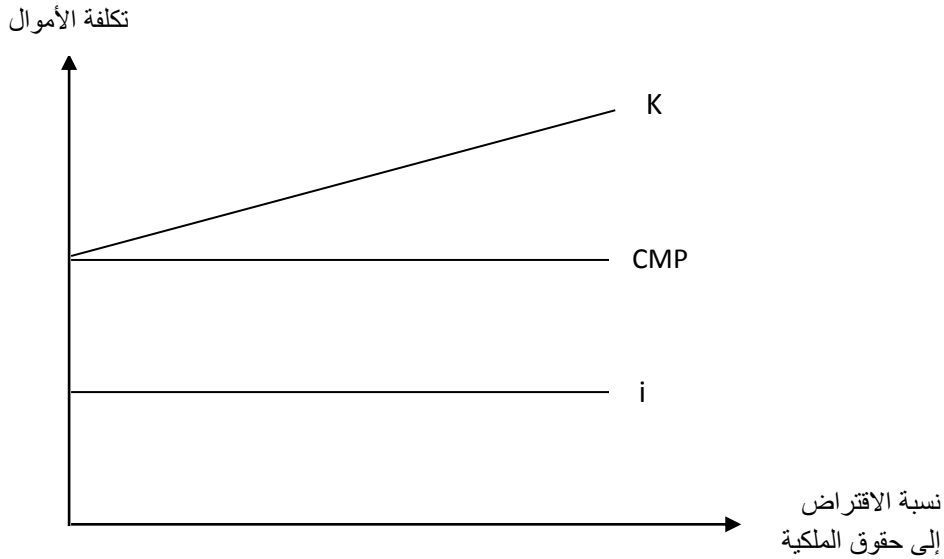
$$\text{تكلفة أموال الملكية} = \text{ت/س}$$

حيث "ت" تمثل صافي ربح العمليات بعد الفوائد، "س" القيمة السوقية للأسهم.

إن هذا الافتراض لا يقى قبولاً من بعض الكتاب ومن أشهر الدراسات التي حاولت إثبات أن تكلفة الأموال لا تتغير مع نسبة الاقتراض دراسات مودجلياني وميلر غلوهما أصحاب المدخل المؤيد لمدخل صافي ربح العمليات.

ويمكن توضيح العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب هذا المدخل في الشكل التالي:

الشكل رقم (3): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال (مدخل صافي ربح العمليات)



المصدر: حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص 522.

وواضح من الشكل رقم (3) أن كل من تكلفة الاقتراض والتكلفة المتوسطة الكلية للأموال ثابتة بينما نجد أن تكلفة أموال الملكية يتزايد بزيادة نسبة الاقتراض<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص 474.

## 2-2- نموذج مودجلياني وميلر قبل الضرائب:

يعد مودجلياني وميلر Modigliani-Miller رائدا الإدارة المالية الحديثة، فقد قدما هذان الباحثان في عام 1958 تحليلا متميزا استبعدا فيه وجود ما يسمى هيكل رأس المال المثالي، إذ يعتقدان أن مكونات هيكل رأس المال ليس لها تأثير على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمنشأة، وهو ما يتفق وما تم التوصل إليه عند مناقشة مدخل صافي الربح.

والجدير بالذكر أن تحليل مودجلياني وميلر يستند إلى الافتراضات التي سبق ذكرها، بالإضافة إلى مجموعة أخرى من الافتراضات نوجزها فيما يلي:

- 1- أن المستثمر يستطيع شراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغرت كميتها، وبدون تكلفة للمعاملات.
- 2- يمكن للمستثمر أن يقترض بنفس الشروط التي تقتض بها المنشأة.
- 3- يمكن للمستثمر أن يحصل على كافة المعلومات عن السوق، وبدون تكلفة.
- 4- المستثمر رشيد.
- 5- يمكن تصنيف المنشآت على أساس درجة المخاطر التي ينطوي، بحيث كل منشأة داخل المجموعة الواحدة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

في ضوء تلك الافتراضات، يرى مودجلياني وميلر أن قيمة المنشأة تتوقف على العائد المتحقق من استثماراتها بالإضافة إلى المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد بعبارة أخرى تتوقف قيمة المنشأة على قيمة استثماراتها بغض النظر عن المزيج التمويلي المستخدم في تمويل تلك الاستثمارات.

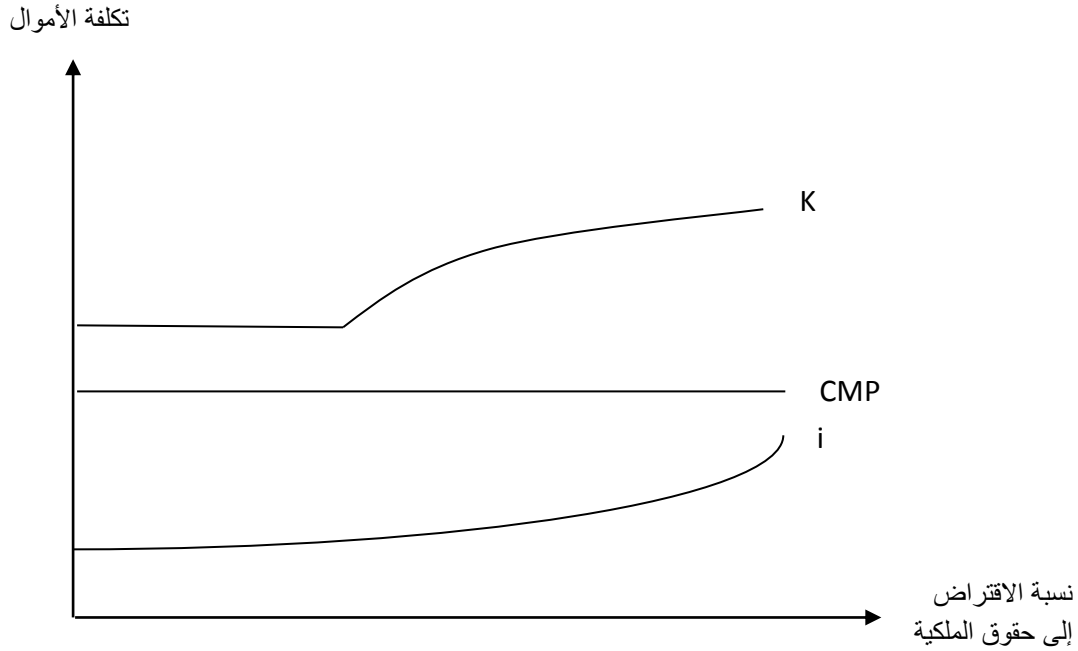
وفقا لتحليل مودجلياني وميلر إذا فرض وكان هناك منشأتين متماثلتين تماما فيما عدا هيكل رأس المال، حيث تعتمد الأولى على حقوق الملكية فقط بينما الثانية تعتمد على خليط من أموال الملكية وأموال الاقتراض، وأن المنشأتان تنتميان لنفس شريحة المخاطر، ومن ثم فإن القيمة السوقية للمنشأة الأولى لا بد وأن تتساوى مع القيمة السوقية للمنشأة الثانية، لكن ماذا يحدث إذا ما ارتفعت القيمة السوقية لإحدى المنشأتين؟ يشير مودجلياني وميلر إلى أن هذا الوضع لن يستمر، حيث سيعود الوضع مرة أخرى إلى حالة التوازن، أي تتساوى القيمة السوقية للمنشأتين والسبب في ذلك يرجع إلى ما يسمى بعملية المراجعة Arbitrage<sup>1</sup>.

ويمكن توضيح العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب هذا النموذج كالتالي:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 390-



الشكل رقم (4): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب نموذج مودجلياني وميلر قبل الضريبة



المصدر: محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص 176.

### 2-3- نموذج مودجلياني وميلر بعد الضريبة:

تناولنا وجهة نظر كل من modigliani و miller في عالم لا توجد فيه ضرائب الأرباح، أما الآن فنعرض بوجهة نظرهما في شأن تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة ولكن في ظل وجود الضرائب على الأرباح، ففي مقال لهما في سنة 1963 حولاً استدراك الانتقادات التي وجهت لنموذجهما خاصة تلك المتعلقة بتجاهلها للضريبة على ربح المؤسسة و الضريبة على دخل المستثمر الشخصي.

في مقالتهما الثانية المشار إليها أعاداً صياغة نموذجهما السابق مع الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات و فقط في اقتصاد تكون فيه المصاريف المالية التي تدفعها المؤسسات قابلة للتخفيض الضريبي ومكافآت رأس المال غير خاضعة للضريبة، أما النتيجة التي توصلوا إليها فكانت كالتالي، الأخذ في الاعتبار الضريبة على أرباح الشركات يقود إلى تفضيل الاستدانة مقارنة بالأموال الخاصة فمن بين الميزات التي تتيحها الاستدانة تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية.

ومن هذا المنطق لا يرفض modigliani و miller الادعاء بأنه في حالة وجود ضريبة على الأرباح، فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أن هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط.

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

فقابلية تخفيض المصاريف المالية من الوعاء الضريبي على الشركات، تمثل في واقع الأمر مساعدة من قبل الدولة المؤسسة ومن أجل أن تستطيع هذه الأخيرة الاستفادة منها يكفي أن تكون خاضعة للضريبة على الربح ومحققة له.

فإذا كانت المؤسسة تستعمل الاستدانة بشكل دائم، فإنها تستفيد من وفورات ضريبية يجب أن تلحقها بقيمة أصولها الاقتصادية، وفي هذه الحالة الربح بعد الضريبة يصبح  $x(1-T)$ ، فعندها تكون هناك ضريبة على الأرباح، فإن القيمة الاقتصادية لمؤسسة مستدينة يساوي إلى القيمة الاقتصادية لمؤسسة غير مستدينة زائد القيمة الحالية للوفورات الضريبية المرتبطة بالاستدانة<sup>1</sup>.

ويمكن توضيح كل ذلك بعلاقة رياضية من خلال المعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$Ve = Vn + T.D$$

بحيث أن:

Ve: القيمة السوقية للمؤسسة.

Vn: القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

T.D: القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

ومن هذه المعادلة يمكن القول بأن المنهج الذي يستند عليه موديجلياني وميلر للتأكد من هذه الوضعية لا تخرج عن كونها اختلال ظرفي في سوق رأس المال، وأن آلية المراجعة كفيلا بالإعادة إلى الوضعية الأصلية، ونظرا لوجود تفاوت في كل من قيمة المؤسسة المستدانة والمؤسسة الغير مستدانة في سوق رأس المال الخاص وفي مردوديتها المالية.

وبالتالي فإن الاختلاف في تكلفة رأس المال وتديني هذه الأخيرة فإنه يمكن من وضع حد أدنى لحجم الديون<sup>3</sup>.

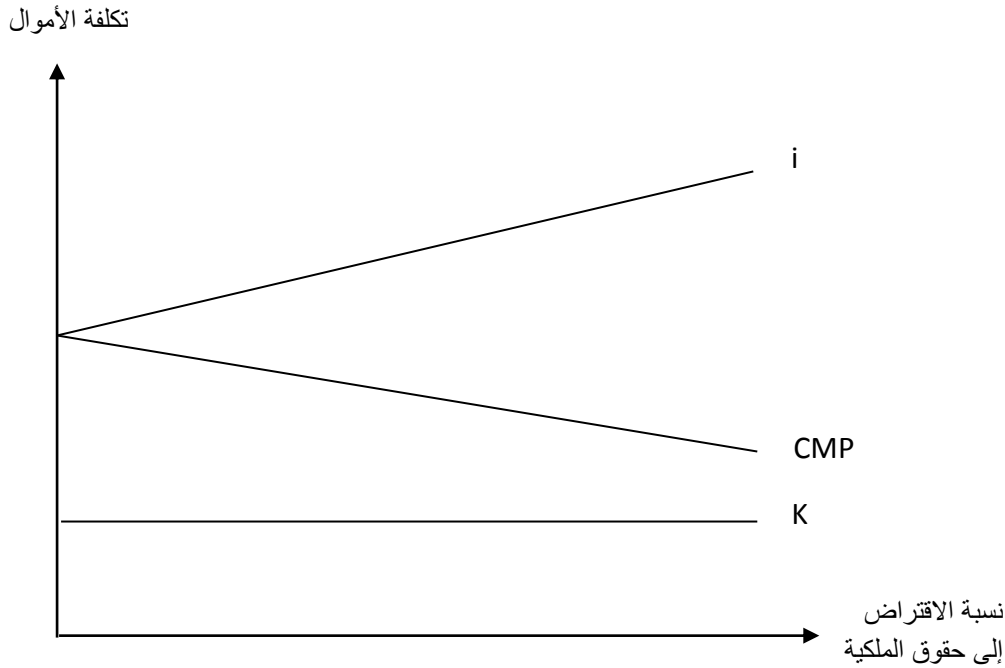
والشكل التالي يظهر العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال وفق هذا النموذج:

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 2011، ص406-407.

<sup>2</sup> P.Vernimmen, Finance D'entreprise, 5eme Edition, Dalloz, Paris, France, 2002, p74.

<sup>3</sup> خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000، ص251.

الشكل رقم (5): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال حسب نموذج مودجلياني وميلر بعد الضريبة



المصدر: عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص 482.

يتضح من الشكل رقم (5) أن تكلفة الكلية للأموال تنخفض مع نسبة الاقتراض وهنا نجد أن هذا المدخل تقارب مع فكرة المدخل التقليدي طالما ينطوي ولو ضمناً على وجود هيكل مثالي لرأس المال يساعد على تخفيض التكلفة وبالتالي زيادة قيمة المنشأة.<sup>1</sup>

## 2-4- المدخل التقليدي في ظل وجود الضرائب<sup>2</sup>:

هذا المدخل في ظل عدم وجود الضرائب يفترض أن التكلفة المتوسطة أو الكلية للأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة يطلق عليها النسبة المثالية للاقتراض ومن بعدها تبدأ تكلفة الأموال تزداد بزيادة هذه النسبة.

إن ادخال عنصر الضرائب لا يترتب عليه تغيير النتائج الأساسية المستخلصة في ظل عدم وجود الضرائب، فما زال يوجد أيضاً هيكل مثالي لرأس المال يتحدد عند النقطة التي تصل فيها التكلفة الكلية إلى حدها الأدنى وأيضاً تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها.

إن الاختلاف الذي يمكن أن نجده في حالة وجود الضرائب مقارنة بالحالة الأولى عدم وجود الضرائب هي أن قيمة المنشأة في ظل الضرائب ستكون أقل منها في ظل عدم وجود الضرائب.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 487.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سابق، ص 482.

## المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وكيفية حسابها

تعتبر تقدير تكلفة الأموال أهمية وذلك لأنها من أهم العمليات هذا من جهة، كما أنها تتوقف على نوعية الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال.

وستعرض خلال هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- مفهوم هيكل رأس المال
- أهمية تكلفة هيكل رأس المال
- العوامل المؤثرة في تكلفة هيكل رأس المال
- المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال**
- 1- تعريف تكلفة رأس المال**

عرفها سولومون أنها: أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس حسن استخدام الأموال، وكذلك تمثل معدل خصم المشروعات الاستثمارية<sup>1</sup>.

وهي أيضا المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر، فهي عبارة عن معدل المردودية الواجب تحقيقه من خلال تطبيق السياسة المالية التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية<sup>2</sup>.

تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى الواجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة دون تغيير، لأن تحقيق عائد على الاستثمار يقل عن معدل تكلفة رأس المال، يتسبب في أثر سلبي على الوضعية المالية لأصحاب المشروع مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، بينما تحقيق عائد على الاستثمار يزيد عن تكلفة رأس المال يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للمؤسسة مع ارتفاع قيمتها السوقية<sup>3</sup>.

ويمكن وضع تعريف شامل وواضح لتكلفة التمويل:

"الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المنشأة للاستثمارات الجديدة، أو هي الحد الأدنى للعائد الذي يجب أن تحققه المنشأة على موجوداتها لكي ترضي جميع المستثمرين فيها أو هي معدل العائد المطلوب على الاستثمارات والذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمنشأة بدون تغيير".

## 2- المصادر المحددة لتكلفة رأس المال:

سيتم التركيز على بعض المصادر المحددة لتكلفة رأس المال ومن ثم جمعهم مع بعضهم البعض لتحديد الوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وسيتم التركيز هنا على مصادر التمويل طويلة الأجل المتوفرة لشركات الأعمال،

<sup>1</sup> محمد إبراهيم علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص279.

<sup>2</sup> H. Bieman et autres, La Preparation des Financiers dans l'entreprise, Dunod, 2eme Edition, France, 1972, p168.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص166.

وذلك لأن هذه المصادر تعتبر مصدر دائم للتمويل في هذه الشركات، إن مصادر التمويل طويلة الأجل تدعم بشكل كبير الاستثمارات الرأسمالية للشركة.

هناك أربع مصادر رئيسية للتمويل طويل الأجل (الاقتراض من البنوك، إصدار السندات)، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، ومن المعروف بأنه ليس من الضروري لكل شركة أن تستخدم جميع هذه المصادر، ولكن من المتوقع لكل شركة أن تستخدم بعض من هذه المصادر في هيكلها التمويلي.

إن التكلفة المحددة لكل مصدر من هذه المصادر هي تكلفته بعد الضريبة عند الحصول على التمويل وليس التكلفة التاريخية لهذا الدين كما هو مبين في دفاتر الشركة المحاسبية، إن الأساليب المستخدمة لقياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل مبينة في الصفحات التالية، ومع أن هذه الأساليب تحاول حساب تكلفة كل مصدر بشكل دقيق، فإن نتيجة هذه الحسابات هي حسابات تقريبية بسبب العديد من الافتراضات والعوامل التي تؤثر على هذه الحسابات.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: أهمية تكلفة هيكل رأس المال

وفق ما تم عرضه سابقاً من أن كلفة رأس المال تمثل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية إلا أنه يمكن إجمالاً ما يمكن أن تحققه الإدارة المالية من أهمية عند حسابها لكلفة الأموال لكل عنصر أو عند حساب المعدل الموزون لكلفة أموال الشركة ككل. وفيما يلي حصر موجز لهذه الأهمية<sup>2</sup>:

- 1- إن حساب كلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية الكلفة، حيث يقتضي المنطلق المالي، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، أن يختار المصدر الذي يحمل الشركة أقل كلفة ممكنة.
- 2- تستخدم كلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال، فإذا كانت لدينا عدة مقترحات استثمارية ولنفرض أنها (أ،ب)، الأول يمكن تمويله عن طريق قرض مصرفي كلفته 6% ومن المحتمل أن يدر عائداً سنوياً مقداره 10%، والثاني يمكن تمويله عن طرح سندات للاكتتاب العام تصل كلفتها السنوية 5% في حين أنها تدر عائداً متوقعاً قدره 6%، فمن الأفضل هنا تنفيذ المقترح الأول لأنه يعطي نتيجة أفضل .
- 3- يفيد حساب كلفة الأموال في المفاضلة بين المقترحات الاستثمارية ذاتها وتحديد مدلولاتها، إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين أقيام الشركة في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية.
- 4- إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات Bonds Refunding وسياسة رأس المال العامل، يستخدم حساباً دقيقاً لكلفة الأموال.

<sup>1</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2010، ص234.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2008، ص495.

5- إن تعظيم القيمة السوقية للشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون كلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض كلفة الأموال فإن المنطلق يتطلب حسابها.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

ويمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال، عوامل خاصة بكل عنصر وعوامل مرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل رأس المال أي تحديد مصادر التمويل طويلة الأجل المناسبة لاحتياجاتها الاستثمارية.

#### 1- العوامل الخاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أنهم لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أنه لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح (إذا ما تقرر توزيعها) أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس، وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون.

ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفه، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفه، بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق<sup>1</sup>.

#### 2- العوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل التمويل:

أما فيما يتعلق بالعوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل التمويل فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضا نسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المنشأة مثلا الاعتماد على الاقتراض والأسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط فكل هذا قد يؤثر بالتالي على تكلفة رأس المال<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 86.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1996، ص 358.

### المبحث الثالث: تكلفة عناصر هيكل رأس المال وطريقة حسابها

كما ذكرنا من قبل أن الشركة غالباً ما تلجأ إلى أكثر من مصدر للحصول على الأموال، وأن لكل مصدر كلفة مختلفة، فمنها ما يحمل كلفة متغيرة، ومنها ما يحمل كلفة ثابتة، وأخرى لا تكون كلفتها معروفة على وجه الدقة.

وكبداية، يلزمنا لحساب كلفة رأس المال أن نقوم أولاً بحساب كلفة الأموال الإضافية التي تم حجزها من العمليات، ومن ثم الانتقال إلى حساب الكلفة الإجمالية لتكوين رأس المال.

#### المطلب الأول: تكلفة الأموال الخاصة (حقوق الملكية)

#### 1- تكلفة الأرباح المحتجزة (cost of retained earnings):

هي تكلفة تمثل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عن التمويل الممتلك الذي تحصل عليه المنشأة عن طريق احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم العادية كمقسوم أرباح. إن السبب الذي يجب علينا أخذه بعين الاعتبار في تحديد كلفة رأس المال المرتبط بالأرباح المحتجزة هو مبدأ كلفة الفرصة (opportunity cost principle) والأرباح بعد الضريبة هي تعود قانوناً لحملة الأسهم العادية للمنشأة. حملة السندات يتم تعويضهم بالفوائد التي تدفع لهم بشكل دوري. وحملة الأسهم الممتازة يتم تعويضهم عن طريق المقسوم الممتاز الدوري، أما بالنسبة للأرباح المتبقية بعد دفع الفوائد ومقسوم الأسهم الممتازة تعود إلى حملة الأسهم العادية، وهذه الأرباح هي بمثابة التعويض لحملة الأسهم العادية عن استخدام أموالهم المستثمرة في المنشأة.

ويمكن للإدارة أن تقوم بدفع تلك الأرباح على شكل مقسوم أرباح أو احتجازها وإعادة استثمارها في النشاط. فإن قررت الإدارة احتجاز الأرباح، ففي هذه الحالة لا بد من كلفة الفرصة - حيث يمكن للمالكين استلام هذه الأرباح كمقسوم أرباح واستثمار هذه النقود في أسهم أخرى، في سندات، في العقار، أو في أي شيء آخر، عليه فإن على إدارة المنشأة أن تحقق عوائد عن الأرباح المحتجزة بما لا يقل عن أعلى عائد يمكن للمالكين ذاتهم تحقيقه من الاستثمارات البديلة ذات المخاطر المقارنة.

ففي الوقت الذي تعد فيه كل من المديونية و الأسهم الممتازة التزامات تعاقدية وان من السهل تحديد كلفتها، إلا انه ليس من السهولة تحديد كلفة الأرباح المحتجزة، وبالرغم من ذلك فإنه يمكن لنا استخدام بعض المبادئ التي تسهل تقديرها<sup>1</sup>.

ويتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة باستعمال عدة طرق نذكر منها<sup>2</sup>:

#### 1-1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) *The Capital Asset Pricing Model*:

ولتحديد تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذا النموذج، يجب إتباع الخطوات التالية:

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، ط5، 2014، ص416.

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص35-36.

- تحديد معدل العائد الخالي من الخطر « rf » وهذا باتخاذ سعر الفائدة على السندات الحكومية أو أذونات الخزينة أساسا لمعدل العائد الخالي من الخطر، باعتبار الخطر المرتبطة بهذه الأصول منخفض جدا؛
  - تقدير قيمة معامل بيتا لسهم المؤسسة، وتكون قيمة هذا المعامل كمؤشر للمخاطر المصاحبة للسهم؛
  - تقدير معدل العائد المتوقع على مستوى السوق « rm » أو معدل العائد المتوسط على الأسهم في السوق؛
- وأخيرا تعويض المتغيرات السابقة في معادلة النموذج وهذا لتقدير معدل العائد المطلوب على سعر السهم للمؤسسة، كما يلي:

$$re = rf + B(rm - rf)$$

فنموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعطي تقديرات دقيقة لمعدل العائد المطلوب على السهم، وبالتالي تكلفة الأموال المرتبطة بالأرباح المحتجزة، إلا أن هذا الأسلوب يعرف نوعا من الصعوبة في تطبيقه وهذا راجع لصعوبة تقدير معامل بيتا، وأيضا صعوبة تقدير علاوة الخطر على مستوى السوق، إضافة إلى كيفية اختيار أساس تحديد معامل العائد الخالي من الخطر.

### 1-2- أسلوب التوزيعات (DVM): The Dividend Valuation Model

تكون الغاية من احتجاز الأرباح هو إعادة استثمارها وتحقيق عائد يكون مرضي للمستثمر بحيث يكون أعلى من العائد على الفرص البديلة، ومن خلال نموذج التدفقات النقدية المخصومة الذي سبق الإشارة إليه، يتم إيجاد تكلفة الأرباح المحتجزة.

- فرض ثبات الأرباح الموزعة: فمن خلال افتراض ثبات الأرباح الموزعة، فإنه يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة باستعمال العلاقة الموالية:

$$re = D / P_0$$

ويمكن ملاحظة أنها تمثل تكلفة الأسهم العادية في حالة ثبات توزيعات الأرباح.

- فرض نمو الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة: وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين حالتين وهما:

حالة عدم وجود ضرائب: ويتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة حساب تكلفة الأسهم العادية، بالعلاقة:

$$re = D/P + g$$

في حالة وجود ضرائب وعمولات: تقدر تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$re = (D/P + g) (1 - T_x) (1 - t)$$

حيث t تمثل نسبة عمولات.

ولكن من الملاحظ أن هذا الأسلوب يمكن أن يواجه بعض الصعوبات، خاصة فيما يتعلق بتحديد قيمة التوزيعات المتوقعة، وأيضا تحديد معدل النمو المتوقع لهذه التوزيعات سنويا.

فالأرباح المحتجزة تتميز بالصعوبة البالغة في تحديد تكلفتها، على عكس الديون والأسهم الممتازة اللذان يتصفان بالسهولة النسبية في تقدير تكلفتها وذلك لكونها ترتيبات تعاقدية يتم الاتفاق مسبقا بشأنها، ويمكن كذلك القول أن الأرباح المحتجزة تخص حامل السهم العادية، لذا فتكلفتها تعد تكلفة ضمنية تساوي تكلفة



التمويل بالأسهم العادية، وذلك لأنها تعتبر جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع، والبديل المتاح أمام المؤسسة غير احتجازها هو دفع توزيعات نقدية للمساهمين.

ولكن لا تكون تكلفة الأرباح المحتجزة مساوية تماما لتكلفة التمويل بالأسهم العادية وإنما أقل منها على العموم، وهذا راجع إلى<sup>1</sup>:

- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل بينما الأرباح المحتجزة فلا تخضع لهذه الضريبة؛
- عملية إعادة استثمار العوائد التي يتحصل عليها المساهمين بأنفسهم تخضع لعمولة الوسطاء، وهذا عن طريق دفع

عمولة للوسطاء لشراء أوراق مالية، لكن تمويل المؤسسة عن طريق الأرباح المحتجزة لا تخسر عمولة الوسطاء.

## 2- تكلفة الأسهم العادية:

يطلق على هذا النوع التمويل عن طريق حقوق الملكية ذات المصدر الخارجي تميزا له عن التمويل الذاتي أو الداخلي المتمثل في الأرباح التي تقرر المنشأة احتجازها بدلا من توزيعها على الملاك.

وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة) ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.

ولحساب أو قياس هذا المعدل يقتضي الأمر تقييم سعر السهم أو التعرف على القيمة السوقية للسهم ثم استنباط معدل العائد المطلوب، ومن المعروف أن السعر الذي يتم به بيع هذه الأسهم يتحدد بمدى توقعات المستثمرين الخاصة بأرباح المنشأة في المستقبل الذي يتوقف عليها أيضا التنبؤ بحجم التوزيعات المتوقعة، ومن ثم يمكن اعتبار القيمة السوقية للسهم على أنها تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهم في المستقبل<sup>2</sup>.

وهناك عدة نماذج يمكن استخدامها لحساب كلفة التمويل بالأسهم العادية نذكر منها<sup>3</sup>:

## 2-1- نموذج نمو مقسوم الأرباح The Dividend Growth model :

يدعى النموذج الأول بنموذج كوردن (Cordon) لحساب كلفة التمويل الممتلك التي تتكون في ضوء هذا النموذج من جزئين: أولهما هو مقسوم النقدي مقسوما على القيمة السوقية للسهم، والثاني هو معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح الناجم عن استثمار الأموال المملوكة، وتعبير المعادلة أدناه عن نموذج كوردن لحساب كلفة التمويل الممتلك:

$$Ke = (D0/P0) + g$$

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 323.

<sup>2</sup> نبال فريد مصطفى وآخرون، مرجع سابق، ص 305.

<sup>3</sup> محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سابق، ص 283-286.

حيث أن:

Ke تكلفة التمويل الممتلك

D0 المقسوم النقدي لأرباح

P0 السعر السائد للسهم في السوق

g معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح

الطريقة السهلة والتقليدية لتقدير تكلفة التمويل الممتلك بالأسهم العادية هي استخدام نمو المقسوم مع تكييف هذا النموذج ليتضمن كلف الإصدار للتمويل الجديد، تحت الافتراض بأن مقسوم الشركة سوف ينمو بنسبة ثابتة (g) وعليه فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية تكتب كما يلي:

$$Ke = D1/P0(1-F) + g$$

حيث أن:

F: نسبة تكلفة الإصدار للأسهم الجديد

## 2-2- نموذج معدل العائد الخالي من المخاطرة Risk Free Rate Model:

أما النموذج الثاني لحساب تكلفة التمويل الممتلك فيتكون من العائد الذي يمكن للمستثمر تحقيقه لو استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطرة، وهذا ما يعادل العائد المتوقع على السندات التي تصدرها الدولة، ويدعى معدل العائد الخالي من المخاطرة، مضافا إليه علاوة المخاطرة Risk Premium، ويعاب على هذا النموذج أنه هو بالرغم من توكيده على ضرورة معالجة المخاطرة في حساب تكلفة التمويل الممتلك إلا أنه لم يبين ماهية صيغة المعالجة للمخاطرة.

## 3- تكلفة الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بالنسبة لطبيعتها بين الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية. فالأسهم الممتازة تتشابه مع القروض حيث يحصل أصحابها على عائد ثابت هو (قيمة الكوبون) والذي يدفع بصفة دورية ويتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم غير أنه يختلف عن القرض في أن عدم دفع هذا العائد بصفة دورية لا يؤدي إلى إفلاس الشركة. وعلى الرغم من أن هذا العائد لا يمثل التزاما ثابتا بعكس الحال بالنسبة لفائدة القرض إلا أن الشركة لا تفضل إصدار هذا النوع من الأسهم إلا إذا كانت لديها القدرة على دفع هذه الكوبونات وهذا يتطلب تحديد العلاقة بين الكوبون السنوي - أي التوزيعات السنوية - وبين الصافي المتحصل من إصدار وبيع هذه الأسهم<sup>1</sup>.

وتكون معادلة تكلفة الأسهم الممتازة كالتالي<sup>2</sup>:

$$R^1 = bi/(fi - si)*100\%$$

<sup>1</sup> نihal فريد مصطفى، مرجع سابق، ص303.

<sup>2</sup> صبيدة إيناس، مرجع سابق، ص46.

Bi : الأرباح المتوقع توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد

fi : قيمة إصدار السهم الممتاز

si : مصاريف الإصدار للسهم الواحد

المطلب الثاني: تكلفة الديون

### 1- تكلفة السندات:

تتحمل الجهات المصدرة للسندات العديد من عناصر الكلفة للحصول على التمويل من خلال المصدر التمويلي هذا، والتي من أهمها ما يلي<sup>1</sup>:

- مصاريف الإصدار والتي تتصل بالاستشارات والقيام بالدراسات الخاصة بالسندات كمصدر تمويلي ومقارنته بمصادر التمويل الأخرى البديلة، وكذلك الحصول على الموافقات الخاصة بالإصدار، وطباعته، والإعلان عنه، وما إلى ذلك.

- مصاريف وعمولات البيع والتي تدفعها الجهات التي تقوم بتصريف الإصدار وبيعه، وعادة تتقاضاها المؤسسات الوسيطة وبازات البنوك، والشركات والمؤسسات المالية والوسطاء، الذين يقومون بذلك.

- الرسوم التي تتطلبها عملية رهن الأصول الخاصة بالجهة المصدرة للسندات إذا ارتبطت عملية إصدار السندات القيام بمثل هذا الرهن في الحالات التي تتضمن ذلك.

- مصاريف أخرى ترتبط بذلك، وتمثل عادة بالفرق بين القيمة الاسمية للسندات، والمبالغ التي يتم استحصالها من هذه السندات، مقسوما على عدد السندات.

- الفائدة الاسمية التي تحملها السندات وهي تحسب على أساس نسبة مئوية سنويا تتحمل دفعها الجهة المصدرة للسندات وبشكل دوري كل ثلاث أشهر أو ستة أشهر أو سنة مثلا لحملة السندات وهذه تعتبر أهم بنود تكلفة المصدر التمويلي هذا، أي السندات.

ويمكن توضيح تكلفة تمويل السندات وعائدها، والتي تتحملها الجهة المصدرة للسندات (الشركة مثلا) من خلال حالتين لحساب تكلفة السندات وهي<sup>2</sup>:

1- إذا كان السند يباع في السوق بعلاوة فتكون تكلفته كالتالي:

$$R_i = I - Z / N / (P + M) / 2$$

I: الفائدة السنوية المدفوعة.

N: عدد السنوات في الاستحقاق.

M: القيمة الاسمية للسند.

<sup>1</sup> فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص 270-271.

<sup>2</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 41-42.

P: القيمة السوقية للسند.

Z: قيمة العلاوة.

2- إذا كان السند يباع في السوق بخخص، فتكون التكلفة كالتالي:

$$K_i = I + D / N / (P + M) / 2$$

D: معدل الخصم.

وإن استخدامنا لتكلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمؤسسة التي تسعى إلى تعظيمها، تعتمد بشكل على التدفقات النقدية بعد الضريبة. وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلفة الدين.

## 2- تكلفة القروض طويلة الأجل:

كلفة التمويل طويل الأجل هي بمثابة معدل الفائدة لهذه القروض، وتحسب كلفة التمويل المقترض طويل الأجل إما على أساس قبل الضريبة (Before-Tax Cost of Debt) وفي هذه الحالة تكون كلفة التمويل طويل الأجل هي كلفة التمويل المقترض طويل الأجل قبل الضريبة، أو على أساس بعد الضريبة، عندما يراد التوصل إلى معدل الفائدة الحقيقي للاقتراض طويل الأجل فلا بد من استبعاد أثر الضريبة، وتعرف الكلفة في هذه الحالة بكلفة التمويل المقترض بعد الضريبة (After-Tax Cost of Debt).

أي:

$$K_d = \text{كلفة التمويل المقترض طويل الأجل قبل الضريبة}$$

$$K_d(1-T) = \text{كلفة التمويل المقترض بعد الضريبة}$$

وفي الحالة الثانية تصبح كلفة التمويل المقترض طويل الأجل معدلة لإغراض الضريبة أي استبعاد أثر الوفورات الضريبية، نظراً لأن التشريعات الضريبية تعد الفائدة على القروض من الأعباء واجبة الخصم من الوعاء الضريبي، وبهذا تمثل كلفة حقيقية للمنشأة المقترضة<sup>1</sup>.

وتحسب تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل كالتالي<sup>2</sup>:

$$K_d = I / E$$

حيث:

I: الفائدة السنوية.

E: المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف.

## المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لتركيب هيكل رأس المال

تضع كل مؤسسة تصوراً لهيكلها الأمثل، حيث تحدد المزيج الأمثل من عناصر الاقتراض والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة والأسهم العادية التي تشكل هيكل رأس مالها بشكل يهدف لتعظيم قيمة أسهم المؤسسة.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 291-292.

<sup>2</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق، ص 42.

التكلفة المتوسطة المرجحة هي المتوسط المرجح لتكاليف مكونات هيكل رأس مال المؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط مكونات هيكل رأس المال وفقاً لأوزانها النسبية قياساً لحجم الهيكل ذاته، فكل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال<sup>1</sup>.  
وتستخدم التكلفة المتوسطة المرجحة لغرضين أساسيين هما<sup>2</sup>:

- 1- تقييم أداء المؤسسة: عن طريق المقارنة بين التكاليف المتوسطة المرجحة ومعدل المردودية لفترات زمنية سابقة.
- 2- وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة: عن طريق التركيز على الحصول على مختلف مصادر التمويل كأدنى تكلفة ممكنة.

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالعلاقة التالية:

$$CMP = T.VCP / (vd + vcp) + i.vd / (vd + vcp)$$

بحيث:

CMP : التكلفة المتوسطة المرجحة وهي عبارة عن تكلفة التمويل.

VCP : قيمة الأموال الخاصة.

VD : قيمة الديون.

T : تكلفة الأموال الخاصة.

i : تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

والمشكل الذي يصادفنا أثناء حساب تكلفة الأموال التي يمكن من خلالها اختيار المزيج التمويلي الذي تحدد على أساس تكلفة الأموال، فنجد الخليط الفعلي والذي يقوم على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان الفعلية، ونجد أيضاً مدخل الأوزان المستهدفة، وهو يقوم على تقدير تكلفة الأموال على ضوء الأوزان المستهدفة للعناصر داخل الهيكل المالي، وأيضاً نجد المدخل الحدي والذي تحسب تكلفة الأموال فيه على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> عاظم وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص15.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص573.

<sup>3</sup> نظيرة قلادي، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة سكيكدة، 2011، ص40.

## خلاصة الفصل الأول

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية هيكل رأس المال الذي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل طويلة الأجل سواء مملوكة أو مقترضة، وبيننا أسباب الاختلاف في مكونات هيكل رأس المال بين المؤسسات، والمتمثلة إما في عوامل خاصة بكل عنصر أو عوامل مرتبطة بقرار المنشأة، كذلك تطرقنا إلى مكونات هيكل رأس المال وكيفية حساب تكلفة كل عنصر وتم التوصل إلى أن تكلفة رأس المال هي المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل المكونة له.

وقد تبينة الآراء والمدخل حول تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، ولكن في الأخير اتفقوا على وجود هيكل رأس مال يمكن المؤسسة من تحسين قيمتها، فبعد أن صحح مدجلياني وميلر نظريتهما، وأقرا بأن المؤسسة التي تستعمل الرفع تكون قيمتها أفضل من المؤسسة التي لا تعتمد على القروض وهذا بفضل الوفورات الضريبية المحققة، إضافة إلى ما جاء به ميلر من الضريبة على الدخل الشخصي، وكانت هناك نظريات أخرى تقوم على دعائم مغايرة تماما، لكن تتفق معها في النتيجة.

وتلعب التكلفة هنا دورا رئيسيا في تحديد مجموعة المصادر التي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها كما سبق التطرق إليه، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا بد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن، مما يسمح لها بتعظيم عوائدها وكذا قيمتها السوقية، لذلك خصصنا الفصل القادم كليا لدراسة قيمة المؤسسة وكيفية حسابها.

## الفصل الثاني

مدخل لمفهوم القيمة والتقييم

**تمهيد**

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمراريته.

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية: من أسهم عادية وممتازة؛ سندات وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل وحدة واحدة باستخدام مجموعة من الطرق سيتم التطرق إليها في هذا الفصل.

وسيعالج هذا الفصل قيمة المؤسسة من خلال ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة

المبحث الثاني: التقييم وفق الطريقة المحاسبية

المبحث الثالث: قياس عناصر قائمة الميزانية



### المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول القيمة

مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده، وهذا ما سنتطرق له في هذا المبحث إضافة لأنواعها والمدخل والمبادئ الأساسية لتحديدها.

#### المطلب الأول: مفهوم القيمة

تعبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية، والحسابات (IVSC) الأصل، وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية المرتبطة بما كما يلي: " مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محاييد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة"<sup>1</sup>.

من بين مفاهيم القيمة نجد المفاهيم التي تنظر للقيمة باعتبارها نوعية الشيء التي تعكس الحاجة لاستعماله (القيمة الاستعمالية)، كما تعكس العلاقة والطلب عليه (القيمة التبادلية)، والتكاليف الضرورية للحصول عليه (القيمة المضافة)<sup>2</sup>.

مما سبق يمكن القول أن تحديد القيمة لأصل هو عملية تقييم المنافع الاقتصادية المتوقعة لاستخدامه، مع مراعاة التكاليف (أو الموارد) الضرورية للحصول عليه، والظروف الاقتصادية التي تؤثر عليه، وتتمثل عملية استخدام الأصل في استعماله في نشاطات المؤسسة أو التصرف فيه بالبيع أو تأجيله للغير.

#### المطلب الثاني: أنواع القيمة

تكتسي القيمة ثلاث مفاهيم أساسية وهي:

- قيمة التبادل " Exchange "
- قيمة الاستعمال " Usage "
- القيمة المقدرة " Estimé "

**1- قيمة التبادل " Echange "**: وهي القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة، وه وما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع والمشتري.

**2- قيمة الاستعمال " valeur d'usage "**: وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج، ولو كان المنتج قديماً وعدم قيمة التبادل ؛ وهو النموذج الأكثر شيوعاً<sup>1</sup> وتحتوي على :

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص28.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، تقييم الشركات المرشحة للتخصيص والتقليد في البورصة: الطرق المستعملة وتطبيقاتها، مجلة المال والأعمال، العدد23، الكويت، 2005، ص122.

**2-1-1- قيمة السوق "valeur vénale":** تتمثل في سعر البيع لسلمة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب.

**2-2- القيمة الجديدة "valeur à neuf":** وتعتمد على معرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب إنفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد مماثل للأصل محل التقييم.<sup>2</sup>

**2-3- قيمة الحيازة "valeur d' acquisition":** وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي.<sup>3</sup>

**2-4- قيمة الاستغلال "valeur d' utilisation":** يتم من خلال تحديد تكاليف اقتناء استثمار يضاهاي الاستثمار محل التقييم، من حيث الخصائص التقنية.

**3- القيمة المقدرة "Estimé":** وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما أو تقديم خدمة ما، بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك وتحتوي على:

**3-1- قيمة التصفية "Valeur de liquidation":** هي نتاج التقييم المتدني لأصول المؤسسة، وترتكز على معيارين: أحدهما تفاوضي والذي يعني الانخفاض التدريجي لأصول المؤسسة مع استمرار عملية التصفية، أما المعيار الثاني فهو تشاؤمي، ويتميز بتوقف النشاط، ويقيم الأصل في هذه الحالة بثمن منخفض.

**3-2- القيمة المصفاة "Valeur liquidative":** نظرا للضغوط المالية التي قد تواجهها المؤسسة في النشاط الاستغلالي، فقد تتبنى خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجية لمواجهة الصعاب، وفي هذه الحالة تتنازل عن المؤسسة عن الأصل بأقل خسارة ممكنة في حين إذا حققت إيرادات إيجابية، مقارنة مع قيمة الإهلاكات المتبقية، فالصفقة تكون مربحة للمؤسسة ويدرج الفارق في إيرادات خارج الاستغلال. ويكمن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في: أن الأسلوب الأول تكون المؤسسة في حالة تصفية أو إفلاس أو ما شابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف، نظرا لاستمرار النشاط بشكل عادي لكن يتخلله بعض الصعاب.<sup>4</sup>

وبالإضافة لما سبق توجد قيم أخرى تتخذها المؤسسة وهي:

**- قيمة التأمين:** ويتم تحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسة التأمين والزبون لتغطية مخاطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين.

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية دراسة حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 131-132.

<sup>2</sup> هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 38-39.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق ذكره، ص 17.

<sup>4</sup> عبد الغني دادن، نفس المرجع نفس الصفحة.

1 - **قيمة الاستثمارية:** وهي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية المتأتية من حيازة أصل معين لمشتري ما ( مستثمر )

- **قيمة النفاية أو القيمة المتبقية:** وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع أصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عدم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجها من الخدمة؛ وهي تختلف عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عدم الفائدة لأي شخص وفي أي غرض<sup>2</sup>.

- **القيمة السوقية:** القيمة التي تحدد للسهم في السوق وفق قوى العرض والطلب، وعرفت بأنها، السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية، والتي تتسم بالتقلب من وقت لآخر، وتحدد القيمة السوقية للسهم في ضوء الظروف الاقتصادية العامة وأداء الشركة المتوقع<sup>3</sup>.

أما التعريف المتعارف عليه بوجه عام للقيمة السوقية هو:

"المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه"<sup>4</sup>.

### المطلب الثالث: المداخل والمبادئ الأساسية لتحديد القيمة

وفي هذا المطلب سوف نتطرق إلى المداخل والمبادئ الأساسية لتحديد القيمة.

#### 1- مداخل تحديد القيمة:

كما ذكرنا سابقا هناك العديد من المفاهيم للقيمة، وكل مفهوم يلاءم ظروف معينة، لذلك هناك العديد من المداخل لتحديد القيمة وكل مدخل يمكن أن يعطينا قيمة مختلفة عن المداخل الأخرى، وهناك ثلاث مداخل رئيسية يتضمن كل مدخل العديد من البدائل.

**1-1- مدخل التكلفة في تحديد القيمة:** يقوم هذا المدخل على مقارنة قيمة الأصل بتكلفة استبداله، فقيمة أي أصل يجب أن تساوي تكلفة أصل آخر له نفس الخصائص مع مراعاة فارق التقادم، ويستخدم هذا المدخل بشكل واسع في عمليات تقييم الأصول المادية الثابتة<sup>5</sup>، والمشكل بالنسبة لهذا المدخل هو وجود العديد من المفاهيم لتكلفة الاستبدال (تكلفة استبدال الأصول المستخدمة، تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة، تكلفة

<sup>1</sup> هوارى سويسى، مرجع سابق، ص 20 .

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 20 .

<sup>3</sup> إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم

الاقتصادية، العدد 17، السودان، 2006، ص 7.

<sup>4</sup> طارق عبد العال، نفس المرجع، ص 13 .

<sup>5</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 161.

الأصول الجديدة)، فكل مفهوم لتكلفة الاستبدال يعطينا قيمة لأصل تختلف عن القيمة المحصل عليها وفق المفاهيم الأخرى.

**1-2- مدخل السوق في تحديد القيمة:** يقوم هذا المدخل على مقارنة الأصل موضوع التقييم بالأصول المماثلة له في السوق مع إجراء التعديلات المناسبة<sup>1</sup>، وهناك مفهوم آخر لهذا المدخل وهو تقدير القيمة التي تحصيلها من التصرف في الأصل بالبيع حالياً، أي تقدير صافي القيمة البيعية، ويعتبر هذا المدخل سهلاً نوعاً ما لكن يتطلب سوق نشطاً للأصل والأصول المماثلة له ومعلومات مفصلة عن مختلف الأصول.

**1-2- مدخل الدخل في تحديد القيمة:** يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المنتظرة منه مدخل السوق في تحديد القيمة، أي أن قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلاً، ويرتكز هذا المدخل على أداء الأصل، أي قدرته على ذر الأرباح في المستقبل، سواء منفرداً أو بالتضافر مع باقي الأصول المادية والمعنوية، ويتميز هذا المدخل عن سابقه باعتماده على المستقبل، لكن هناك صعوبات في تطبيقه لأنه يتطلب تقدير المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، تقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن استخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم تأكد المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الاقتصادية (الربح التشغيلي أو الصافي، التدفقات النقدية... الخ) والعديد من المفاهيم لمعدل الخصم (تكلفة الاقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال).

وتعتبر الطرق المرتكزة على هذا المدخل الأكثر قبولا وتوافقاً مع المنطق المالي، الذي يعرف الأصل من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل<sup>2</sup>.

## 2- المبادئ الأساسية لتحديد القيمة:

تحدد القيمة الاقتصادية لأي أصل من خلال أربع مبادئ اقتصادية أساسية لا يمكن تجاهلها، ويمكن إن يتم مراعاتها دون تخطيط مسبق لذلك، وتمثل هذه المبادئ في<sup>3</sup>:

**1-2- مبدأ وجود بدائل:** فالشخص يملك العديد من البدائل المتاحة أمامه، غير إن درجة الرغبة والإشباع تختلف بين هذه البدائل، وبعبارة أخرى ليس هناك طرف مجبر على الشراء من طرف بعينه، أو مجبر على البيع لطرف محدد، فأى طرف له حرية الاختيار والمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.

**2-2- مبدأ الاستبدال:** معنى ذلك إن الشخص العاقل لا يدفع مقابل أصل معين، ما يزيد عن ذلك المبلغ الذي يساوي تكلفه استبداله بأصل آخر يماثله ويقوم بالوظيفة نفسها، أي له الخصائص نفسها.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 163.

<sup>2</sup> بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص 46.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص 161.

- 2-3- مبدأ الإحلال:** أي أن قيمة الأصل تتحدد من خلال التكلفة التي سوف تدفع مقابل أصل مرغوب بنفس الدرجة، والفرق بين هذا المبدأ وسابقه أن مبدأ الاستبدال يتطلب أن تكون الأصول متماثلة وتؤدي نفس الوظيفة، إما مبدأ الإحلال فلا يتطلب ذلك بل للمشتري نفس الرغبة في الحصول على الأصلين.
- 2-4- مبدأ المنافع المستقبلية:** تتحدد قيمة الأصل من خلال المنافع أو الخدمات الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من استخدامه أو السيطرة عليه، ويتطلب تطبيق هذا المبدأ العديد من الافتراضات بشأن المستقبل.

**المبحث الثاني: التقييم وفق الطريقة المحاسبية**

تعتمد هذه الطريقة على استخدام الميزانية في التقدير، ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتماداً على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات لأكثر دقة، وذلك بعد القيام بالتشخيص المالي للمؤسسة والتأكد من ملكية عناصر الميزانية.

في هذا المبحث الذي سنتناول فيه ما يلي:

- التشخيص المالي
  - التحقق من ملكية عناصر الميزانية
  - قياس عناصر أصول الميزانية
- المطلب الأول: التشخيص المالي**

سيتم في هذا المطلب عرض ماهية التشخيص المالي وخطواته ومقاييسه.

**1- ماهية التشخيص المالي**

سنتطرق في هذا الفرع إلى مفهوم وأهمية وأهداف التشخيص المالي كما يلي:

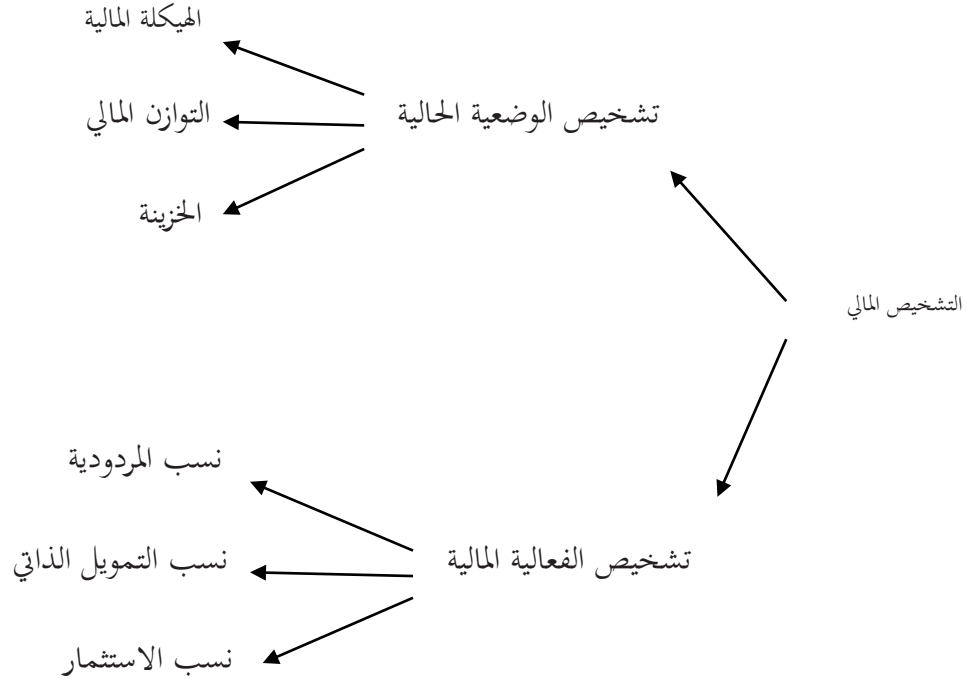
**1-1- مفهوم التشخيص المالي**

يعتبر التشخيص المالي أحد الآليات المستعملة في التسيير، فهو يساعد المؤسسة في التعرف على الاختلالات التي تعاني منها، ومن خلاله يتم التعرف على الوضعية المالية للمؤسسة.

يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة وذلك باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات المالية وذلك من أجل استخراج نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية<sup>1</sup>. ونستطيع تعريفه حسب المخطط التالي:

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سابق، ص42.

## الشكل رقم (6): تحليل الوضعية الحالية والفعالية المالية للمؤسسة



J C Mathe , **Diagnostique et dynamique de l'entreprise**, édition Contables, Paris, 1991, p67

المصدر:

## 1-2- أهمية التشخيص المالي

تكمن أهمية التشخيص المالي في تقييم الأداء وتهيئة المناخ الملائم لترشيد القرارات المالية، فهو يعتبر أداة مهمة للتنبؤ بالفشل أو العسر المالي لذلك فهو منهج لتعزيز القدرة التنبؤية، بحيث تتجلى أهمية التشخيص المالي أكثر في النتائج المتوصل إليها من خلال تطبيق هذه التقنية، ويمكن إبراز هذه الأهمية في النقاط التالية<sup>1</sup>:

1. تحديد مدى تحقيق المؤسسة للتوازنات المالية المطلوبة.
2. تحديد المركز المالي ودرجة الاستقلالية للمؤسسة بالنسبة لغير الممولين.
3. تحديد مدى تطور أو تحسن الوضعية المالية ومدى إمكانية تسديد الديون.
4. تحديد نسبة الكفاءة في استعمال الموارد المالية للمؤسسة اعتمادا على مفهوم المردودية.

<sup>1</sup> خمقاني بدر الزمان، الملتقى الوطني حول: التشخيص المالي للمؤسسات الاقتصادية، مداخلة حول: مدى مساهمة النظام المحاسبي المالي في تفعيل أدوات التشخيص المالي للمؤسسة، سوق أهراس، يومي: 22 و 23 ماي 2012، ص 4.

**1-3-أهداف التشخيص المالي**

يهدف التشخيص المالي في إطار عملية مرتبة وممنهجة إلى<sup>1</sup>:

- تشخيص دقيق لممتلكات المؤسسة انطلاقاً من الميزانية ومدى فعالية التسيير عبر جدول حسابات النتائج.
- فهم السلوك الاقتصادي والمالي للمؤسسة ومحاولة توقع مدى نمو الهياكل المالية عبر الزمن.
- تقييم الموقف الاستراتيجي للمؤسسة من خلال تحديده لنقاط القوة والضعف في بيئة المؤسسة الداخلية وتقييمه للفرص والتهديدات في البيئة الخارجية للمؤسسة.
- يساعد إدارة المؤسسة على رسم أهدافها وسياساتها التشغيلية ومنه يضمن لها الدقة في إعداد الخطط السنوية اللازمة.

ومنه نلاحظ أن التشخيص المالي يعتبر من الدعائم الرئيسية للمسيرين الماليين داخل المؤسسة للقيام بمختلف الإجراءات في المجال المالي ويعتبر كقاعدة ضرورية على أساسها يتم اتخاذ قرارات العديد من المتعاملين مع المؤسسة خصوصاً من تمهم وضعية المؤسسة.

**2- خطوات ومقاييس التشخيص المالي**

سنترك في هذا الفرع إلى خطوات وطرق التشخيص المالي كما يلي:

**1-2- خطوات التشخيص المالي**

تعني خطوات التشخيص المالي تلك المراحل العملية المتبعة في عملية التشخيص حيث تختلف هذه الخطوات من مؤسسة لأخرى ومن محلل لآخر وذلك حسب الهدف من عملية التشخيص، وبصفة عامة تتلخص الخطوات الرئيسية لمنهجية التشخيص في النقاط التالية:<sup>2</sup>

- تحديد الهدف من التشخيص (السياسة والقرارات المراد اتخاذها).

- الفترة الزمنية المعينة بالدراسة.

- اختيار زمن المقارنة أو الطريقة المناسبة للتشخيص.

- جمع المعلومات المالية والإضافية الخاصة بمحيط المؤسسة.

<sup>1</sup> خميسي شبيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010، ص 47-48.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي ويوسف لقرشي، مرجع سابق، ص 4-5.



- إجراء الحسابات اللازمة واستعمال النسب ووضع المؤشرات في الجداول.
- التحليل ومقارنة النتائج بالمعايير المعتمدة.
- التشخيص الشامل وهو عبارة عن تحديد نقاط القوة ومواطن الضعف ووضع ملخص في حدود جودة المعلومات المتاحة ووضع التوصيات.
- القيام برسم السياسات واتخاذ القرارات المناسبة.

## 2-2- مقاييس التشخيص المالي

إن للتشخيص المالي أربعة مقاييس وهي:

- **المردودية:** تمثل رهان بقاء المؤسسة، ولهذا يجب تقدير المستوى والتطور لكل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.
  - **القدرة على الوفاء:** وهي قدرة المؤسسة على تسديد ديونها، في أقرب وقت وعادة ما تقيم بعدة مؤشرات مثل نسبة القيم القابلة للتحقيق والجاهزة بالنسبة للديون قصيرة الأجل، والتي تسمح بتقدير السيولة الحالية أو الأموال الدائمة مطروحا منها الأصول الثابتة (رأس المال العام الصافي) والذي يعطي أكثر هيكلية على الوفاء ويسمح بالأخذ بعين الاعتبار الخصائص المرتبطة بعملية النشاط.
  - **الاستدانة:** ويسمح هذا المقياس بتقييم الاستقلالية المالية للمؤسسة.
  - **المرونة:** هي مدى قدرة المؤسسة على تحرير وتعبئة الموارد المالية ومدى اتساع المديونية والحفاظ على السيولة النقدية، وذلك لمواجهة التهديدات والأخطار غير المحتملة.
- إن هذه المؤشرات الأربعة غير مستقلة عن بعضها البعض، فالمردودية مرتبطة بالاستدانة وزيادة الاستدانة تؤثر أو تنقص من المرونة المالية<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: التحقق من ملكية عناصر الميزانية<sup>2</sup>

يقوم المراجع بالتحقق من صحة عناصر حسابات الميزانية بشرطها الأصول والخصوم كما يلي:

#### - التحقق من الشبكات

يتأكد المراجع من ملكية المؤسسة للأصول الثابتة المسجلة في دفاتر وسجلات المؤسسة والتي هي ظاهرة في القوائم المالية من خلال فواتير الشراء، أو عقود تثبت ملكية الأصل موضوع المراجعة.

<sup>1</sup> بوشويشة رقية، الملئقي الوطني حول: التشخيص المالي للمؤسسات الاقتصادية، مداخلة حول: التشخيص المالي في المؤسسة الاقتصادية، سوق أهراس، يومي 22 و23 ماي 2012، ص14.

<sup>2</sup> عمر ديلمي، أثر المراجعة الخارجية على مصداقية المعلومة المحاسبية بالمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص محاسبة، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008-2009، ص4.

**- التحقق من المخزونات**

تعتبر عناصر المخزون داخل المؤسسة ملك لها حتى يثبت العكس، ولذلك فعلى المراجع أن يتأكد من ملكية المؤسسة للعناصر، انطلاقاً من مراجعة العمليات المختلفة والمتعلقة بالمخزون، كما يجب أن يتأكد من ملكية المؤسسة للعناصر المخزنة خارجها.

**- التحقق من الحقوق والديون**

إن الحقوق والديون المسجلة في سجلات ودفاتر المؤسسة يجب أن تتعلق بها، فلا يصح تسجيل أي شيء لا يكون المؤسسة طرف فيها.

**- التحقق من رؤوس الأموال**

إن تفكير المستثمرين بالنشاط والاستثمار في قطاع معين يؤدي لا محالة إلى إنشاء مؤسسة بشكل قانوني معروف وبمعقد تأسيسي يضمن حقوق كل الأطراف المساهمة فيها، ففي هذا الإطار يقدم المساهمون أموالهم وتقسّم إلى أسهم تكون حصة كل واحد منهم بقدر مساهمته ويحدد في ظلها عدد أسهمه، لذا يجب على المراجع التحقق من أسهم الشركاء وعددها ومن تقييمها بشكل سليم وتسجيلها بما يتوافق مع المبادئ المحاسبية، وكذا تتبع تداول أسهم المؤسسة في السوق المالية والتأكد من التوزيع السليم للأرباح والخسائر الناتجة عن الدورة موضوع المراجعة وكذا تخصيص الاحتياطات بما يتفق مع قرارات مجلس الإدارة والقانون المعمول به، ومما سبق يمكن سن أحكام عامة للتحقق من رؤوس الأموال على النحو التالي:

- التأكد من العقد الابتدائي والقانون المنظم للمؤسسة موضوع المراجعة لمعرفة رأس المال وأنواع الأسهم (ممتازة، العادية) وحقوق المساهمين من ناحية الربح ورد رأس المال.
- الاطلاع على قرارات مجلس الإدارة والجمعية العامة بخصوص تخصيص وزيادة أو خفض رأس المال وتعديل حقوق المساهمين.
- يفحص المكتتبون في الأسهم ويطلع على جميع المستندات المؤيدة للاكتتاب والتخصيص والسداد الكلي لهم
- يتحقق من أن المساهمين قد سددوا ما عليهم اتجاه المؤسسة.
- فحص سجل المساهمين والبيانات الواردة فيه من حيث عدد وقيم وشهادات الأسهم وكل ما يرتبط بالمساهمين.
- في حالة عدم سداد رأس المال بالكامل يجب أن يظهر ذلك في القوائم المالية الختامية للمؤسسة.

**المطلب الثالث: قياس عناصر الميزانية**

يتم قياس الأصول كما يلي:

**1- قياس عناصر الأصول:****1-1- قياس الأصول المعنوية****1-1-1- القياس الأولي للأصول المعنوية**

وفق النظام المحاسبي المالي تدرج الأصول المعنوية (غير الملموسة) في الحسابات بتكلفتها المنسوبة إليها مباشرة والمتضمنة تكاليف الاقتناء والرسوم المدفوعة غير المسترجعة والأعباء المباشرة الأخرى، وبالإضافة إلى حيازة الأصل عن طريق الشراء يمكن اقتناء الأصل بطرق أخرى وهي<sup>1</sup>:

- الاقتناء كجزء من اندماج الأعمال (المؤسسات): يسجل فارق الاقتناء إيجابيا كان أو سلبيا الناتج عن تجميع مؤسسات في إطار عملية الاقتناء أو انصهار أو اندماج، ويحدد فارق الاندماج الأولي لدى دخول مؤسسة ما في محيط الإدماج بالفرق بين تكلفة اقتناء السندات كما تظهر في الأصل التابع للمؤسسة المالكة لهذه السندات والحصة غير المعاد تقييمها لرؤوس الأموال الخاصة التابعة لهذه المؤسسة والتي تعود إلى الشركة المالكة (المؤسسة) بما في ذلك حصة نتيجة السنة المالية المكتسبة عند تاريخ دخول المؤسسة في محيط الإدماج.

- الاقتناء بموجب إعانة حكومية؛

- الاقتناء بالمبادلة مع أصول أخرى؛

- الإنجاز الداخلي: وتتضمن تكلفة المواد، تكلفة العتاد، اليد العاملة، وأعباء الإنتاج الأخرى.

**1-1-1-1- نفقات البحث والتطوير**

تعرف نفقات البحث وللتطوير الناجمة عن طور التنمية لأي مشروع داخلي تقوم به المؤسسة أصلا معنويا إذا توفرت الشروط التالية<sup>2</sup>:

- إذا كانت النفقات ذات صلة بعمليات نوعية مستقبلية تنطوي على حظوظ كبيرة لتحقيق مردودية شاملة؛

<sup>1</sup> بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق SCF والمعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، ج 2، ط 1، ص 425.

<sup>2</sup> زين عبد المالك، القياس والإفصاح عن عناصر القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012-2013، ص 62.

- إذا كانت المؤسسة تنوي وتمتلك القدرة التقنية والمالية لإتمام العمليات المرتبطة بنفقات التنمية أو استعمالها أو بيعها.

- يمكن قياس هذه النفقات بصورة صادقة.

أما نفقات البحث أو النفقات الناجمة عن تطور البحث في مشروع داخلي فإن أعبائه تدرج في الحسابات عندما تكون مستحقة، ولا يتم إدراجها كأصل معنوي.

### 1-1-1-2- إهلاك الأصول المعنوية

نميز نوعين من الأصول المعنوية<sup>1</sup>:

- أصول المعنوية محددة المدة النفعية، حيث تهلك حسب وتيرة الاستفادة من منافعها الاقتصادية طيلة العمر الإنتاجي، مثلا الرخص تحدد مدة الاستفادة منها بموجب العقد.

- أصول معنوية غير محددة الاستفادة من منافعها الاقتصادية، كالشهرة مثلا، حيث لا يجب أن تهلك.

### 1-1-1-2- القياس اللاحق للأصول المعنوية

وفق النظام المحاسبي المالي بعد التسجيل الأولي للأصول المعنوية، يجب أن تسجل هذه الأصول بالقيمة الحقيقية في تاريخ إعادة التقييم ناقص الاهتلاكات المتراكمة وخسائر القيمة المتراكمة، ويرخص لهذه المعالجة إلا إذا كانت القيمة الحقيقية للأصل المعنوي يمكن تحديدها بالاستناد إلى سوق نشطة.

### 1-1-2-1- الخسارة في قيمة الأصول المعنوية

يجب على كل مؤسسة مقارنة قيمة الأصول المعنوية بين القيمة القابلة للتحصيل والقيمة المحاسبية الصافية بعد الإستهلاكات في نهاية كل دورة، وإذا كلن هناك نقص في قيمة الأصل يجب إثبات الخسارة في القيمة.

### 1-1-2-2- تقييم الأصول المعنوية عند خروجها من المؤسسة

يجب أن يحذف الأصل غير الملموس (المعنوي) من الميزانية عند خروجه أو عندما لا ينتظر منه مزايا اقتصادية مستقبلية من استخدامه، أو خروجه، فالأرباح والخسائر المتحصل عليها من وضع الأصل خارج الخدمة أو خروجه تحدد بالفرق بين إيرادات الخروج الصافية المقدرة والقيمة المحاسبية الصافية للأصل، ويجب أن تسجل في الإيرادات والأعباء التشغيلية في حساب النتيجة.

<sup>1</sup> بن ربيع حنيفة، مرجع سابق، ص330.

**1-2-1- قياس الأصول العينية****1-2-1-1- القياس الأولي للأصول العينية**

تحتل الأصول العينية مكانة كبيرة في ميزانية المؤسسات، حيث تخضع هذه الأصول إلى التقييم منذ لحظة دخولها إلى المؤسسة، ولذلك فإن النظام المحاسبي المالي اعتمد عدة طرق لتسجيل الأصول ضمن الميزانية، حيث تحدد قيمة الأصول وتسجل محاسبيا بـ:

- تكلفة الشراء، إذا كان الأصل مشتري، ويدخل في هذه التكلفة كل من ثمن الشراء والمصارف الملحقة ( الرسوم الجمركية، الرسوم غير القابلة للاسترجاع، المصاريف الأخرى مثل النقل الشحن والتركيب )، مع استبعاد التنزيلات والتخفيضات؛

- إذا كان تسديد قيمة الأصل عن فترات فإن قيمة الأقساط سوف تحين، وكذلك الأمر إذا كان هناك مصاريف تتعلق بتحويل أو تفكيك أو تجديد أحد قيم الأصول العينية؛

- تكلفة الإنتاج إذا كان الأصل منتج من طرف المؤسسة نفسها، أي تكلفة الاستهلاكات من المواد والخدمات والعمليات الأخرى المرتبة بالإنتاج، سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

النفقات المستقبلية المتعلقة بالأصول الثابتة الموجودة يجب أن تدرج في المحاسبة من ناحيتين:

- إذا أصبح مستوى أداء الأصل أحسن تسجل ضمن التكاليف؛

- إذا زادت القيمة المحاسبية لهذه الأصول، فالنفقات تسجل ضمن الأصول الثابتة.

والتحسينات التي تقضي إلى تحقيق زيادة في المنافع الاقتصادية المستقبلية هي على سبيل المثال:

- تعديل وحد الإنتاج الذي يسمح بتمديد مدة منفعتها أو زيادة قدرتها الإنتاجية؛
- تحسين قطع الآلات الذي يسمح بالحصول على تحسين جوهري لنوعية الإنتاج أو إنتاجية الوحدة؛
- تبني أساليب إنتاجية جديدة تسمح بتخفيض جوهري لتكاليف العملية<sup>1</sup>.

**1-2-2-1- إهلاك الأصول العينية**

حدد النظام المحاسبي المالي أربعة طرق لإهلاك الأصول وهي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> زين عبد المالك، مرجع سابق، ص 62-64.

**1-2-2-1- طريقة القسط الثابت**

ويتم احتساب الإهلاك وفقا لهذه الطريقة على أساس زمني، فهي تحمل السنة المالية مبالغ متساوية من تكلفة الأصل على مدار عمره الإنتاجي، ومن مميزات هذه الطريقة سهولة الاستخدام وملاءمتها لاحتساب الإهلاك عندما يتعرض الأصل للتقادم خلال حياته الإنتاجية، ويحسب الإهلاك وفقا للمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{قسط الإهلاك السنوي} = (\text{التكلفة} - \text{القيمة المتبقية}) / \text{العمر الإنتاجي للأصل}.$$

**1-2-2-2- طريقة الإهلاك المتناقص**

تعتمد هذه الطريقة على تطبيق نسبة مئوية ثابتة على قيمة متناقصة (القيمة القابلة للإهلاك)، وتمثل القيمة القابلة للإهلاك للسنة الأولى تكلفة الحيازة أو الإنتاج، أما في السنوات الموالية فهي تمثل القيمة الباقية من خلال طرح إهلاك السنة المالية الماضية من القيمة القابلة للإهلاك الخاص بها، وهذا مع كل سنوات عمر الأصل، وتفاديا أن يكون مبلغ القسط الأخير أكبر من الأقساط السابقة تقسم القيمة المسجلة الباقية على عدد السنوات الباقية من العمر المفيد للأصل، وذلك عندما يصبح القسط السنوي المتناقص اقل من القسط الثابت للسنوات المتبقية.

وتحدد النسبة المئوية الثابتة من خلال ضرب معدل الإهلاك الثابت للأصل في المعامل الضريبي، ويرتبط المعامل الضريبي بالعمر المفيد للأصل كما هو موضح في الجدول التالي:

**الجدول رقم (1): المعدل الثابت لطريقة الإهلاك المتناقص**

المعامل (النسبة المئوية الثابتة)	المعدل السنوي الثابت	المعامل الضريبي	السنوات
$T=1.5 * t$	T	1.5	3 أو 4 سنوات
$T=2 * t$	T	2	5 أو 6 سنوات
$T=2.5 * t$	T	2.5	أكثر من 6 سنوات

**المصدر:** من إعداد الطالب بالاعتماد على المادة، 174 قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة 2015.

<sup>1</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، المتضمن تحديد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية ومدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، الصادرة في 25/03/2009، العدد 19، الفقرة 121-7.

<sup>2</sup> حيدر محمد علي بني عطا، مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، دار الحامد، عمان الأردن، ط1، 2007، ص215.

**1-2-3- طريقة الإهلاك عن طريق عدد وحدات الإنتاج**

هناك بعض الأصول يرتبط تناقص واستنفاد منافعها بعدد وحدات النشاط أو وحدات الإنتاج، فاستهلاك منافع الأصل ليست تابعة للزمن، وإنما تابع لكيفية الاستخدام، وتمثل عدد وحدات النشاط أو الإنتاج في عدد الكميات المنتجة، ساعات العمل، عدد الكيلومترات المقطوعة... ويتمثل معدل الإهلاك وفق هذه الطريقة حاصل قسمة القيمة القابلة للإهلاك على عدد وحدات النشاط.

معدل الإهلاك = القيمة القابلة للإهلاك / عدد وحدات النشاط.

ويحسب قسط الإهلاك السنوي كما يلي:

قسط الإهلاك للسنة ن = عدد وحدات النشاط للسنة ن X معدل الإهلاك

**1-2-2-4- طريقة الإهلاك المتزايد Softy**

يتم حساب قسط الإهلاك في المؤسسة التي تستخدم هذه الطريقة، بجمع سنوات العمر الإنتاجية المقدرة للأصل، واستخراج قيمة الأصل المعدة للإهلاك والتي تمثل تكلفة الأصل مطروحا منها القيمة المتبقية، وبعدها يحسب قسط الإهلاك السنوي كما يلي :

$$\text{قسط الإهلاك السنوي} = \text{أساس الإهلاك} \times \frac{N}{n}$$

n: تمثل عدد السنوات الباقية من عمر الأصل في بداية السنة.

N: تمثل مجموع عدد سنوات العمر الإنتاجي للأصل.

ويرجع اختيار طريقة الإهلاك إلى طبيعة الأصل المعني، حيث يجب على المؤسسة إتباع أسلوب منطقي يراعى فيه التناقص في قدرة الأصل الإنتاجية.

كما ذكرنا سابقا، يتم تحديد مخطط إهلاك الأصل عند دخوله للمؤسسة وبداية تشغيله، ومن المحتمل أن تكون هذه المدة غير مناسبة، لذلك يجب ندرس دوريا المدة النفعية للأصل، كذلك القيمة المتبقية، حيث يجب تعديل مخطط الإهلاك إذا كان هناك تغيير، أما بالنسبة للأصول المفككة يجب فيتم إعداد جدول إهلاك لكل عنصر من التجهيزات القابلة للتفكيك، كل على حدا حتى ولو تم الاقتناء معا.

**1-2-3- القياس اللاحق للأصول العينية**

بعد الاعتراف والقياس المبدئي للأصل العيني يسمح النظام المحاسبي المالي بطريقتين للإعادة التقييم وهي<sup>1</sup>:

**1-2-3-1- نموذج التكلفة**

بموجب هذا الأسلوب يتم التسجيل عند إعداد القوائم المالية بالتكلفة مطروحا منها مجمع الإهلاك المتراكم ومجمع خسائر انخفاض القيمة للأصل.

**1-2-3-2- نموذج إعادة التقييم**

أما بموجب هذا الأسلوب فيتم التسجيل بالقيمة العادلة مطروحا منها الإهلاك المتراكم وخسائر انخفاض القيمة، ويتم إعادة التقييم بانتظام بحيث لا يختلف المبلغ المسجل في تاريخ الميزانية بشكل كبير عن قيمته العادلة.

**1-2-3-2-1- الخسارة في قيمة الأصول**

يجب على كل مؤسسة في نهاية كل سنة مالية أن تخضع أصولها إلى فحص للقيمة، وهذا لضمان عدم تسجيل الأصول بأقل من قيمتها القابلة للتحصيل، وذلك بإجراء العمليات التالية<sup>2</sup>:

**1-2-3-2-1- أدلة على خسارة القيمة**

عند قفل الحسابات، يجب على المؤسسة تقدير فيما إذا كان هناك دليل يبين أن الأصل قد فقد قيمته، ومن بين هذه الأدلة انخفاض في القيمة السوقية خلال الدورة بشكل معتبر، التدهور أو الاختلاف غير المتوقع في المخطط الابتدائي، التغير في البيئة التكنولوجية وغيرها.

**1-2-3-2-1- اختبار الخسارة في القيمة**

ويتمثل في المقارنة بين القيمة المحاسبية الصافية بعد الإهلاكات مع قيمته الحالية (القيمة القابلة للاسترداد)، فإذا كانت هذه الأخيرة أقل من القيمة المحاسبية الصافية تشرع المؤسسة في تثبيت الخسارة في القيمة. كما يجب في نهاية كل سنة مراجعة تدني القيمة المسجلة مسبقا، فتدني القيمة ليس نهائيا، إذ يمكن رفعه، تخفيضه أو إلغائه، وهذا في حالة كون القيمة القابلة للاسترداد (التحصيل) أكبر من القيمة المحاسبية وهذا الاسترجاع أو الإلغاء بشرط ألا يكون يتعدى مبلغ الاسترجاع مبلغ التدني المسجل سابقا حتى لا تتعدى قيمة التكلفة التاريخية المسجلة في الميزانية.

<sup>1</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 121-29.

<sup>2</sup> هوام جمعة، المحاسبية المعمقة وفق لنظام المحاسبي المالي والمعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 59.



**1-2-4- تقييم الأصول العينية عند خروجها من ذمة المؤسسة**

قد تستغني (تتنازل) المؤسسة عن أصول مادية بسبب من الأسباب، كعدم كفايته الإنتاجية، أو لتقادمها أو بسبب تغير طرق الإنتاج أو النشاط، ويتم الاستغناء عن الأصول إما بالبيع سواء في نهاية عمرها الإنتاجي أو قبل نهاية عمرها الإنتاجي، وقد يترتب عن عملية البيع أرباح أو خسائر يجب تسجيلها في حساب النتيجة، أو التنازل عن الأصول عن طريق الاستبدال، وتخرج الأصول بالقيمة المحاسبية الصافية من ذمة المؤسسة<sup>1</sup>.

**1-3-3- حالات خاصة لقياس الأصول المعنوية والعينية**

عالج النظام المحاسبي المالي من خلال ما جاء في القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، بعض الحالات التي لها خصوصية في القياس والإدراج ومسك الحسابات، فبين الإجراءات المحاسبية الخاصة بتسجيل الأصول المكتسبة بالعملة الصعبة، معالجة الأراضي والمباني التي تشكل أصولا متميزة، تقييم الأصول البيولوجية وغيرها.

**1-3-3-1- الأصول المكتسبة بالعملات الأجنبية**

تسجل الأصول المكتسبة بالعملة الصعبة في الميزانية بالعملة الوطنية وتحويل على أساس سعر الصرف المعمول يوم إتمام العملية، ويتحفظ بهذه القيمة لغاية تاريخ إهلاكها أو التنازل عليها<sup>2</sup>.

**1-3-3-2- شراء الأراضي والمباني معا**

تشكل الأراضي والمباني أصولا متميزة وتعالج كلا على حدا في المحاسبة حتى ولو تم اقتناءها معا، فالبناءات هي أصول قابلة للإهلاك، بينما الأراضي على العموم هي أصول غير قابلة للإهلاك<sup>3</sup>.

**1-3-3-3- الأصول البيولوجية**

يتم قياس الأصل البيولوجي لدى إدراجه في الحسابات للمرة الأولى وفي تاريخ كل إقفال للحسابات بقيمته الحقيقية مطروحا منها المصاريف المقدرة في نقطة البيع، وإذا تعذر قياس قيمة الأصل بصورة صادقة يقيم هذا الأصل بتكلفته منقوصا منها جميع الإهلاكات وخسائر القيمة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> بن ربيع حنيفة، مرجع سابق، ص 293.

<sup>2</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 137-1.

<sup>3</sup> نفس المرجع، الفقرة 121-9.

<sup>4</sup> نفس المرجع، الفقرة 121-19.

**1-3-4- العقارات الموظفة**

يشكل أي عقار ملكا عقاريا إذا كان غير موجه إلى:

- الاستعمال في إنتاج أو تقديم سلع أو خدمات أو أغراض إدارية؛
- البيع في إطار النشاط العادي.

وتدرج العقارات الموظفة في الحسابات الأولية باعتبارها أصولا عينية ب:

- طريقة الكلفة: بالتكلفة بعد طرح مجموع الإهلاكات ومجموع خسائر القيمة.

- طريقة القيمة الحقيقية: وذلك على أساس قيمتها الحقيقية تطبق المؤسسة الطريقة التي اختارتها على جميع العقارات الموظفة إلى حين خروجها من الأصول، أو إلى حين تغيير استعمال العقار، وإذا تعذر تحديد القيمة الحقيقية بمصادقية، فإن هذا العقار يدرج في الحسابات على أساس طريقة التكلفة.

**1-3-5- الضرائب المؤجلة**

الضريبة المؤجلة هي عبارة عن مبلغ ضريبة عن الأرباح قابلة للدفع، ضرائب مؤجلة خصوم، أو قابل للتحويل، ضرائب مؤجلة أصول، خلال سنوات مالية مستقبلية، تسجل في الميزانية وفي حساب النتائج، وهي تنتج عن:

- فارق زمني بين الإثبات المحاسبي لإيراد أو عبئ ما وأخذه واحتسابه في النتيجة لسنة مالية لاحقة في مستقبل منظور.

- عجز جبائي أو قروض ضريبية قابلة للتأجيل إذا كانت نسبتها إلى أرباح جبائية أو ضرائب مستقبلية محتملة في مستقبل منظور (متوقع).

- تعديلات أو عمليات حذف، ومعالجة معادة تمت في إطار إعداد قوائم مالية مدججة، وعند إقفال سنة مالية ما، يفصل ما بين الضرائب المؤجلة كخصم، والديون الضريبية الجارية، وتحدد أو تراجع الضرائب المؤجلة على أساس التنظيم الجبائي المعمول به في تاريخ الإقفال أو المنتظرة من السنة المالية التي ينجز خلالها، أو يسوى الخصم الجبائي دون حساب التحسين<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> زين عبد المالك، مرجع سابق، 68-70.

**1-3-6- عقود الإيجار**

عقد الإيجار هو عبارة عن اتفاق يمنح المؤجر بموجبه للمستأجر حق استعمال أصل ما لفترة زمنية معينة متفق عليها، بمقابل دفعة أو دفعات معينة، وتميز من الناحية المحاسبية نوعين من عقود الإيجار<sup>1</sup>:

**1-3-6-1- عقد الإيجار التشغيلي (البسيط)**

وهو ذلك العقد الذي يمنح بموجبه المؤجر إلى المستأجر الحق في استخدام أصل معين ولفترة زمنية محددة، مع احتفاظ المؤجر بملكية الأصل وما ينطوي على ذلك من مخاطر مقابل دفعات الإيجار.

**1-3-6-2- عقد الإيجار التمويلي**

هو عقد إيجار تترتب عليه عملية تحويل شبه كلي للمخاطر والمنافع المرتبطة بملكية الأصل إلى المستأجر، ومن المخاطر التي ستحول إلى المستأجر التقادم التقني، تقلبات أسعار السوق، انخفاض في الطاقة الإنتاجية، أما المنافع فتتضمن حقوق التنازل عن الأصل، إيرادات استخدام الأصل، بالإضافة إلى هذا فإنه ليس من الضروري تحويل الملكية في نهاية العقد.

**1-4- قياس الأصول المالية غير الجارية**

بخصوص قياس الأصول المالية الثابتة فإنها تتم على مرحلتين<sup>2</sup>:

**1-4-1- القياس الأولي للأصول المالية**

حيث تقاس عند تاريخ الدخول إلى أصول المؤسسة بالقيمة الحقيقية بمقابل معين، بما في ذلك مصاريف الوسطاء والرسوم غير مسترجعة ومصاريف البنك، وتستبعد منها بعض الأعباء مثل الفوائد المتوقع استلامها والمستحقة قبل اكتسابها.

**1-4-2- القياس اللاحق**

يختلف هذا التقييم حسب نوع الأصل المالي في هذه المرحلة حيث تميز أربعة أشكال هي:

- بالنسبة للسندات المساهمة والحقوق المرتبطة فإنها تقيم بالقيمة السوقية مثلها مثل الأصول المالية القابلة للبيع؛
- بالنسبة للسندات المسعرة في السوق المالي تقيم بمتوسط القيمة السوقية للشهر الأخير من السنة؛
- بالنسبة للسندات غير المتداولة في السوق المالي، فإنّ تقييمها يكون بالقيمة التفاوضية المحتملة انطلاقاً من تقنيات تقييم مقبولة؛
- بالنسبة للتوظيفات المالية والقروض الأخرى، تقيم بالتكلفة المهلكة.

<sup>1</sup> بن ربيع حنيفة، مرجع سابق، ص310.

<sup>2</sup> زين عبد المالك، مرجع سابق، ص72-74.

**1-5- قياس المخزونات**

تعد المخزونات من العناصر الأكثر تداولاً في المؤسسات الصناعية والتجارية، لذا فهي تحظى باهتمام غالبة المؤسسات وتصنف المخزونات ضمن الأصول المتداولة غير النقدية، ولقد تضمن النظام المحاسبي المالي تعريف المخزونات وأساليب القياس المستعملة في تحديد التكلفة، والعمليات اللاحقة للمخزونات.

**1-5-1- القياس المحاسبي للمخزون**

تقيم المخزونات في العادة مرتين، مرة عند إدخالها إلى المخازن، ومرة عند جردها في نهاية الدورة.

**1-5-1-1- القياس الأولي (عند الإدخال)**

تقيم المخزونات عند الدخول بالتكلفة المستحقة من أجل إيصالها إلى أماكن التخزين وتمثل هذه التكاليف في:

**تكلفة المخزون = تكلفة الحصول عليه + تكلفة تحويلية + تكاليف أخرى ناتجة عن حالة المخزون ومكان تواجده.**

**تكلفة الشراء:** وتشمل ثمن الشراء وجميع المصاريف الملحقة بالشراء (مصاريف النقل، حقوق الجمارك، الشحن، رسوم غير قابلة للاسترجاع) مع طرح كل أنواع التخفيضات بما في ذلك الخصم.

**تكلفة الإنتاج (الإنجاز):** وتشمل كل التكاليف المرتبطة بعملية تحويل المواد الأولية إلى منتجات، بالإضافة إلى كل المصاريف الضرورية لإيصال المخزون إلى أماكن التخزين.

**1-5-1-2- تكلفة المخرجات**

إن تدفق المخزون في الفترات اللاحقة بعد الحصول على المخزون يطلق عليه التدفق المادي للمخزون، أي خروجه من المخازن، سواء للتحويل أو للبيع، ويتطلب هذا تتبع تكلفة الوحدات المخرجة بهدف تحديد تكلفة المبيعات وتكلفة المخزون في آخر المدة- حالة الجرد الدوري- بما يخدم قياس النتيجة، وقد اعتمد النظام المحاسبي المالي طريقتين لقياس تكلفة مخرجات المخزونات، طريقة الوارد أولاً الصادر أولاً FIFO وطريقة المتوسط المرجح CUMP لتكلفة الشراء والإنتاج.

**1-5-1-2-1- تقدير تكلفة المخزون:**

في بعض الحالات تستخدم بعض الأساليب لتقدير تكلفة المخزون كأسلوب التكلفة المعيارية أو أسلوب سعر التجزئة لسهولة استخدامها، وذلك إذا كان استخدامها يسمح بالحصول على نتائج قريبة من التكلفة الحقيقية.

## أسلوب التكاليف المعيارية

ويعتمد على تحديد مسبق للتكاليف بناء على تقديرات لمستلزمات الإنتاج والتي يتم مراجعتها بصفة دائمة ومنتظمة حسب الظروف السائدة.<sup>1</sup>

## أسلوب سعر التجزئة

تستخدم هذه الطريقة عادة في محلات التجزئة لقياس تكلفة المخزون الذي يتكون من أصناف كثيرة، سريعة الدوران وذات هوامش ربح متساوية، وفي حالة ما إذا كان أي تقسيم على أساس التكاليف تنجر عنه قيود بالغة الإفراط، وغير قابلة للإنجاز، فإنّ الأصول في شكل المخزونات (من غير التموينات) يتم تقييمها بتطبيق تخفيض يناسب هامش الربح الذي تطبقه المؤسسة في كل فئة عن الأصول على سعر البيع عند حلول تاريخ إقفال السنة المالية.

وعندما لا يمكن تحديد تكلفة الشراء أو الإنتاج بتطبيق القواعد العامة، فإنّ النظام المحاسبي المالي يتيح استخدام تكلفة شراء أو إنتاج مخزونات مماثلة، تثبت أو تقدر في أقرب تاريخ لشراء أو إنتاج المخزونات المذكورة.<sup>2</sup>

## 1-5-2- متابعة المخزون

تتوقف عملية متابعة المخزون وفق النظام المحاسبي المالي من خلال طريقتين، إمّا حسب طريقة الجرد المادي المتناوب والتي من خلالها يتم متابعة المخزون بناء على نتائج الجرد المادي لعناصر المخزون التي تتم على الأقل مرة في السنة، أمّا طريقة الجرد الدائم والتي من خلالها يتم متابعة حركة المخزونات بالموازاة مع عمليات نقل الملكية، وبالتالي يصبح بإمكان المؤسسة تحديد قيمة رصيد عناصر المخزون في أي لحظة.<sup>3</sup>

## 1-5-3- تدني قيمة المخزون

عملاً بمبدأ الحيطة والحذر، فإنّ المخزونات تقيم بأقل قيمة بين تكلفتها وقيمة القابلة للتحويل، والقيمة القابلة للتحويل الصافية هي سعر البيع المقدر بعد طرح تكاليف إتمام البيع والتسويق، وتسجيل أي خسارة في قيمة المخزونات كأعباء في حساب النتيجة عند ما تكون تكلفة المخزون أكبر من القيمة القابلة للتحويل الصافية.<sup>4</sup>

## 1-5-4- الحالة الخاصة بالمنتجات الزراعية

تدرج المنتجات الزراعية عند تسجيلها الأولي وفي نهاية كل دورة بقيمتها العادلة مطروحا منها التكاليف

<sup>1</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 123-2.

<sup>2</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 123-4.

<sup>3</sup> زين عبد المالك، مرجع سابق، ص 75.

<sup>4</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 123-5.

المقدرة لعملية البيع، وتسجل أي خسارة أو ربح ناتجة عن تغيرات القيمة العادلة مطروحا منها التكاليف التقديرية لعملية البيع في النتيجة الصافية للسنة المالية التي حصلت فيها<sup>1</sup>.

### 1-6-1- قياس المدينون والموجودات المالية وما يعادلها

تتكون الأصول الجارية الأخرى من النقدية والأصول الأخرى المتوقع تحويلها إلى نقدية خلال دورة النشاط العادية للمؤسسة ومن أهمها ما يلي<sup>2</sup>:

#### 1-6-1-1- الزبائن والحسابات الملحقة

ويقيد في هذا الحساب المبالغ المستحقة على الزبائن مقابل الخدمات التي تؤدي لهم أو البضاعة المباعة لهم بأجل، ويظهر هذا الحساب عندما يتم تسليم البضاعة أو الخدمة إلى العملاء قبل أن يتم تحصيل قيمة البضاعة أو الخدمة، ويضم هذا الحساب كذلك الزبائن المشكوك فيهم وأوراق القبض، التخفيضات والتسبيقات المحصلة من الغير.

#### 1-6-2- الأعباء المقيدة سلفا

وهي المبالغ التي قامت المؤسسة بسدادها مقابل الحصول على خدمات في المستقبل القريب.

#### 1-6-3- المدينون الآخرون

وهي أي حسابات مدينة بخلاف الحسابين المذكورين أعلاه، وتكون مستحقة خلال سنة من تاريخ الميزانية أو خلال دورة نشاط أيهما أقل.

#### 1-6-4- الاستثمارات المالية المتداولة

قد تقوم المؤسسة باستثمار الأرصدة النقدية الزائدة عن احتياجاتها الحالية في أوراق مالية متداولة بالسوق.

#### 1-6-5- النقدية في الصندوق والبنوك

وهي تمثل أموالا حاضرة، يتم قبولها كوسيلة من وسائل السداد وتشمل النقدية، العملات، الشيكات، الودائع تحت الطلب في البنوك، كما تشمل أيضا عناصر شبه نقدية مثل الأوراق المالية.

#### 2- قياس عناصر خصوم الميزانية

تتمثل الخصوم في مجموع التزامات المؤسسة على أصولها، وتنقسم الخصوم حسب درجة استحقاقها والفترة اللازمة لسدادها إلى ثلاث مجموعات أساسية وهي الأموال الخاصة، الخصوم غير الجارية، الخصوم الجارية، يتم قياس الخصوم كما يلي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> هوام جمعة، مرجع سابق، ص110.

<sup>2</sup> عبد الوهاب الرميد وعلي سماوي، المحاسبة المالية وفق النظام المحاسبي المالي، دار هومة، الجزائر، ط1، 2011، ص37-38.

<sup>3</sup> زين عبد المالك، مرجع سابق، ص76-77.

**2-1-1- قياس الأموال الخاصة**

تحتاج المؤسسة أثناء التأسيس وبعده إلى الأموال اللازمة والضرورية لتمويل عملياتها المختلفة، وتختلف هذه الأموال من حيث مصادرها ومدة استحقاقها، ويتضمن هذا العنصر مجموعة من العناصر المكونة له.

**2-1-1- رأس المال الصادر**

كما هو معلوم أن المؤسسات الاقتصادية ذات أشكال منها الفردية، الجماعية (شركات الأموال والأشخاص)، لذلك فإنّ المعالجة المحاسبية للأموال في الدفاتر والقوائم المالية كل نوع يختلف عن الآخر. - بالنسبة للمؤسسات الفردية تمثل أموال الاستغلال قيمة الإسهامات التي يقدمها صاحب المؤسسة في بداية وأثناء نشاطه، مع تسجيل المعاملات التي تتم خلال السنة المالية بين المؤسسة والمستغل وكذلك الأجر العادي للمستغل.

- بالنسبة للمؤسسات الجماعية (الشركات) يمثل رأس المال الصادر في الشركات الخاصة القيمة الاسمية للأسهم أو الحصص المقدمة من طرف الشركاء، وفي المؤسسات العمومية، يمثل رأس المال الصادر قيمة الأسهم العينية أو النقدية التي تقدمها الدولة أو الجماعات المحلية.

ويسجل في هذا الحساب أيضا تطور رأس مال المؤسسة خلال حياتها، ويقيد الارتفاع في رأس المال بمبلغ الأسهم النقدية أو العينية المقدمة من طرف الشركاء، وبنفس الطريقة يسجل التخفيض في رأس المال وهذا في حالة التسديدات للشركاء، أما العلاوات المرتبطة ب رأس مال الشركة فتدرج في حساب فرعي خاص، كما تدرج ضمن هذا الحساب فارق التقييم الناتج عن تقييم بعض عناصر القوائم المالية، ونفس الشيء فيما يخص فارق المعادلة الناتج عندما تكون القيمة العادلة للسندات أكبر من سعر الشراء.

**2-1-2- الاحتياطات**

كما يمكن دمج مبلغ الاحتياطات المدججة في رأس المال بقرار من المساهمين أو الشركاء، وتفيد الاحتياطات القانونية، النظامية، العادية، المقننة والتي تعتبر كأرباح من حيث المبدأ ضمن الأموال الخاصة، ما لم يصدر قرار مخالف من الهيئات المختصة.

**2-1-3- فارق إعادة التقييم**

ويدرج في هذا الحساب فوائض القيمة لإعادة التقييم الناتج من خلال الأصول التي هي موضع إعادة التقييم حسب الشروط القانونية.

**2-1-4- النتيجة المالية**

كما تدخل نتيجة السنة المالية ضمن حسابات رأس المال مع التمييز بينهما وبين النتيجة غير المخصصة في حين اتخاذ قرار بتوزيعها من طرف الهيئات المختصة، أمّا في المؤسسات الفردية فإنّ النتيجة الصافية تحول إلى أموال الاستغلال مباشرة عند افتتاح السنة المالية الموالية.

**2-1-5- المرحل من جديد**

ويسجل جزء النتيجة التي أرحأت الجمعية العامة تخصيصه إلى قرار نهائي لاحق.

**2-2- الخصوم غير الجارية**

وهي الالتزامات المستحقة على المؤسسة ناتجة للغير ويلزم الوفاء بها خلال فترة زمنية تزيد عن سنة مالية كمؤونات المخاطر والأعباء، الضرائب المؤجلة خصوم والقروض والديون المماثلة.

**2-2-1- القروض (الديون المماثلة) والخصوم المالية الأخرى**

تقيم القروض والخصوم المالية الأخرى حسب تكلفتها، والتي هي القيمة الحقيقية للمقابل الصافي المستلم بعد طرح التكاليف التابعة المستحقة عند تنفيذها، وبعد الاقتناء تقيم الخصوم المالية حسب التكاليف المهتلكة، باستثناء الخصوم التي تمت حيازتها لأغراض التعامل التجارية والتي تقيم بتكلفتها الحقيقية. التكلفة المهتلكة لأي خصم مالي هي المبلغ الذي تم به تقييم الخصم المالي عند الإدراج الأولي في الحسابات منقوصا منه تسديدات مضافا (أو منقوصا) من الإهلاك المجموع لكل فارق بين المبلغ الأول عند الاستحقاق<sup>1</sup>.

تدرج تكاليف القروض في الحسابات كأعباء مالية للسنة المالية المترتبة فيها إلا إذا أدمجت في تكلفة الأصل طبقا للمعالجة المحاسبية المرخص بها، حيث تدمج تكلفة الاقتراض المنسوبة مباشرة إلى تكلفة اقتناء أو بناء أو إنتاج أصل بحيث يتطلب مدة طويلة من التحضير (أكثر من 12 شهرا) قبل أن يستعمل أو يباع في كلفة هذا الأصل، ويتم التوقيف عن إدماج تكاليف الاقتراض في حالة توقف نشاط الإنتاج كذلك عند الانتهاء عمليا للأنشطة الضرورية لتحضير الأصل قبل استعماله أو بيعه<sup>2</sup>.

**2-2-2- مؤونات المخاطر والأعباء**

مؤونة الأعباء هي خصوم يكون استحقاقها أو مبلغها غير مؤكد، ويدرج في الحسابات في الحالات الآتية<sup>3</sup>:

- عندما يكون للمؤسسة التزام راهن (قانوني ضمني) ناجم عن حدث ماضي؛
- عندما يكون من المحتمل خروج موارد أم ا ر ضروريا لإطفاء هذا الالتزام؛
- عندما يمكن القيام بتقدير هذا الالتزام بموثوقية.

بينما لا تكون الخسائر العملياتية المستقبلية محلا لمؤونات الأعباء، كما لا يستعمل أي رصد للأعباء إلا في النفقات التي من أجلها تم إدراجه أصلا في الحسابات.

<sup>1</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، الفقرة 1-126.

<sup>2</sup> نفس المرجع، الفقرة 3-126.

<sup>3</sup> القرار المؤرخ في 26/07/2008، مرجع سابق، الفقرة 1-125.



يكون المبلغ المدرج في الحسابات على سبيل رصيد للأعباء في نهاية السنة المالية هو أفضل تقدير للنفقات الواجب تحملها حتى يتلاشى الالتزام بالمعني، وتكون المؤونات محلاً لتقدير الجيد عند إقفال كل سنة مالية.

### 2-3- الخصوم الجارية

وتتمثل الخصوم الجارية في باقي الخصوم التي من المنتظر تلتزم المؤسسة بالوفاء بها في إطار الدورة التشغيلية العادية أو خلال فترة زمنية لا تزيد عن 12 شهراً، وحسب النظام المحاسبي المالي فإن الخصوم الجارية تضم ما يلي<sup>1</sup>:

### 2-3-1- الموردون والحسابات المتعلقة بهم

ويقيد في هذا الحساب جميع التزامات المؤسسة للغير والمتعلقة بعمليات شراء المواد الأولية والبضائع والخدمات المرتبطة بدورة الاستغلال وأوراق الدفع، ويضم كذلك موردو الأصول والفواتير التي لم تستلم، ويقيد الموردون بمبلغ فاتورة شراء الاستثمارات أو البضائع أو تأدية الخدمات.

### 2-3-2- المصروفات المستحقة

هي المبالغ المستحقة على المؤسسة عن خدمات حصلت عليها المؤسسة ولم يتم سدادها، ومن أمثلة ذلك الأجور المستحقة، الإيجارات والفوائد المستحقة.

### 2-3-3- السحب على الكشوف

هي المبالغ المستحقة السداد خلال فترة سنة واحدة من تاريخ الميزانية أو خلال دورة نشاط واحدة أيهما أقل لاتفاقيات التسهيلات البنكية المقدمة.

### 2-3-4- الجزء المتداول من القروض طويلة الأجل

ويمثل المبالغ المستحقة السداد خلال فترة سنة من تاريخ الميزانية كأقساط سداد طويلة الأجل طبقاً لاتفاقيات تلك القروض الموقعة من طرف البنوك.

### 2-3-5- الدائنون الآخرون

هي باقي الالتزامات المستحقة على المؤسسة خلال سنة من تاريخ الميزانية، أو خلال دورة نشاط واحدة أيهما أطول والتي لم ترد ضمن العناصر السابقة.

<sup>1</sup> عبد الوهاب الرميدي وعلي سماي، مرجع سابق، ص 40-41.

### المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة وفق المقاربة المالية

تعدد مناظير وطرق تقييم المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المحاسبي والمالي، مما يجعل المعنيين بعملية القياس أو من ينوب عنهم (الخبراء) أمام العديد من الطرق، تحتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم. وتتمثل أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداحيل، معدل الاستحداث...) يضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في ذاتها، فهناك طرق تعتمد على منظور الذمة المالية للمؤسسة (الميزانية) و أخرى تعتمد على المنظور المرتكز على ما ستدره المؤسسة أو أسهمها في المستقبل من عوائد و تدفقات، إضافة إلى اعتماد على منظور الفائض، ففي ظل ذلك تبرز إشكالية إيجاد القيمة المناسبة للمؤسسة في ظل هذا التباين و الاختلاف في مناظير و طرق تقييم المؤسسات.

#### المطلب الأول: مقارنة الذمة المالية

هناك عدة طرق مستخدمة للتقييم في مقارنة الذمة الدالية والتي سوف يتم التطرق لها في هذا المطلب، وهذه الطرق المستخدمة تعتمد على الماضي أي طرق تاريخية تستند في الأساس على الميزانية أي صورة المؤسسة التاريخية في زمن معين.

#### 1- طريقة الأصل الصافي المصحح<sup>1</sup>:

هذه الطريقة تعتمد على تحديد القيمة الاقتصادية للأصل أو الالتزام أو بتصحيح وإعادة تقييم الأصل أو الالتزام، حيث تشتمل الطريقة على العناصر التالية:

- الأصول المصححة هي مجموع الأصول الفعلية وتكون أقل من القيمة الدفترية للأصول المصححة مضافا إليها قيمة تصحيحها وبالتالي فإن الأصول المصححة تساوي:

$$\text{الأصول المصححة} = \text{الأصول الحقيقية} - \text{القيمة الدفترية للأصول المصححة} + \text{القيمة الاقتصادية للأصول المصححة}.$$

- الديون المصححة ينطبق عليها ما سبق ذكره في الأصول المصححة وتساوي:

$$\text{الديون المصححة} = \text{الديون} - \text{القيمة الدفترية للديون المصححة} + \text{القيمة الاقتصادية للديون} + \text{الديون المصححة}.$$

كما تجدر الإشارة إلى إمكانية أن تكون هناك خسائر غير محققة فعليا في الميزانية يجب استبعادها من الأصول الصافية ونفس الشيء بالنسبة للأرباح الغير محققة فعليا.

مما سبق يمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = (\text{الأصول المصححة} - \text{الديون المصححة})$$

<sup>1</sup> عماني فاتح، أثر معايير الإبلاغ المالي الدولية على المعالجة المحاسبية لفارق الحيازة على الميزانية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، 2015، ص60.

$$= (\text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون الحقيقية}) + \text{مكاسب رأس المال الغير المحققة} - \text{الأرباح الغير محققة}$$

$$= (\text{الأصول الصافية} + \text{مكاسب رأس المال الغير محققة} - \text{الخسائر غير المحققة})$$

مما سبق يتضح لنا أن طريقة الأصل الصافي المصحح أخذت بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة وهذا ما يقودنا للحدوث على كل من القيمة الجوهرية والأموال الضرورية للاستغلال.

## 2- طريقة القيمة الجوهرية<sup>1</sup>:

لو أردنا التعرف على قيمة مؤسسة يجب أن نعرف " حقيقة قدرتها الربحية " وذلك بغض النظر عن طبيعة هيكلها المالي (الذي يخلق فائض خزينة، أو مديونية بمعدل مرتفع) فهنا نتكلم عن القيمة الجوهرية، فهذه الأخيرة تركز على مبدأ استمرارية النشاط، فهي تهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية. فهي تتميز عن الأصل الصافي المصحح في أن العناصر المكونة لها مستقلة عن نمط تمويلها، وكذلك وضعها القانوني وأنها موجهة لتلبية احتياجات الاستغلال بالمؤسسة. فهي بذلك تعتبر المؤسسة كأداة إنتاج كيفية مع احتياجات الاستغلال.

ولحساب القيمة الجوهرية لمؤسسة ما فإننا نجد لها مختلفة بحسب نظرة المحلل المعتمدة، إلا أنه يمكننا حساب القيمة الجوهرية الإجمالية لمؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المصححة}$$

$$+ \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة}$$

$$+ \text{الأموال المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية)}$$

$$- \text{العناصر خارج الاستغلال}$$

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

$$\text{القيمة الجوهرية المحفضة} = \text{القيمة الجوهرية الإجمالية} - \text{الديون بدون فوائد}$$

$$\text{القيمة الجوهرية الصافية} = \text{القيمة الجوهرية الإجمالية} - \text{مجموع الديون}$$

## 3- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

أما طريقة الأموال الضرورية للاستغلال فهي الأخرى ترتبط بالتمويل المرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة. وهي تمثل الأموال طويلة الأجل والتي تمول نشاط المؤسسة مما يضمن استمراريتها مع إضافة لها الديون

<sup>2</sup> بلخير بكاري، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول: أثر التقييم على مسار الشركة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 4-5/12/2005، ص 3-4.

المرتبطة بالاستغلال والتي تكون ذات طابع قصير الأجل عموماً وديون استغلال أخرى وتحسب وفق ما يلي<sup>1</sup>:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال

+ القيم الثابتة لقرض الإيجار

+ القيم الثابتة المستأجرة أو المستعارة

+ احتياج رأس المال العامل للاستغلال.

**المطلب الثاني: مقارنة التدفقات**

وتنقسم طرق التقييم التي تعتمد على مقارنة التدفقات كالتالي:

### 1- طريقة قيمة المردودية:

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة مؤسسة على رزمة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء وتكتب وفق العلاقة الآتية<sup>2</sup>:

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

حيث أن:

V : تمثل قيمة المؤسسة

B : متوسط الربح المتوقع

n : عدد السنوات

I : معدل الاستحداث

### 2- طريقة نسبة السعر على العائد<sup>3</sup>:

حيث تنتمي هذه الطريقة لمقاربة الربح من خلال تقييم المؤسسة؛ حيث تعتمد أكثر لتقييم الأسهم والسوق معاً من خلال معرفة مدى تناسب أسعار الأسهم مع عوائدها عند المقارنة في الأسواق العالمية. وتكون الصيغة كما يلي:

نسبة السعر على العائد (PER) = قيمة سعر السهم العادي في السوق / العائد الصافي للسهم الواحد

حيث تكون العوائد السنوية في جميع الحالات برت الدفع والتغيرات الطارئة على السهم من نسبة السعر على العائد المحصل عليه كما ولتسهيل معرفة عائد السعر بالرجوع إلى سعره يفضل تحديد السعر الحدودي للسهم وعائده الحدودي وهذا الأخير يحسب وفق ما يلي:

<sup>1</sup> عماني فاتح، مرجع سابق، ص 62.

<sup>2</sup> بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، الجزائر، 2012، ص 240.

<sup>3</sup> عماني فاتح، مرجع سابق، ص 64-65.

عائد السهم الواحد (EPS) = العوائد المحققة من المؤسسة / عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال  
كما يمكن أن تعطى بالصيغة التالية:

نسبة السعر على العائد (PER) = القيمة السوقية للأسهم العادية المكتتب بها / صافي الأرباح بعد الضريبة  
عائد السهم الواحد (EPS) = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب بها

كما تجدر الإشارة إلى أن هذه الطريقة صالحة للمؤسسات من نفس القطاع وهي تساعد في عملية التمويل في المؤسسة وكأداة للدفع.

### 3- طريقة قدرة التمويل الذاتي:

يمكن استعمال هذا المفهوم في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح.

وفيما يتعلق بمعدل الرسملة، والزمن المرجعي تبقى نفس الملاحظات الموجهة في حساب المردودية باستخدام الربح الصافي المصحح، إلا أنه وفي غياب تقديرات صادقة يفضل الاستناد إلى التكلفة الترجيحية المتوسطة لمختلف موارد التمويل، أما فيما يتعلق بالقدرة على التمويل الذاتي (CAF) فيمكن استعماله على غرار نسبة السعر إلى الربح (PER) في طرق مقارنة نظرا للانتقادات الموجهة إلى هذا الأخير فيما يخص سياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، فالقدرة على التمويل الذاتي هي أكثر تمثيلا للقدرة الربحية.

وتعطى العلاقة لحسابه كما يلي:

$$V = \sum_{T=1}^n \frac{CAF_t}{(1+i)}$$

تبين هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي التي تعطينا أيضاً القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسملة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: مقارنة الطرق المركبة

تعتبر طريقة فائض القيمة من الطرق المرتبطة بمقارنة الطرق المركبة والتي سوف نتناول فيها طريقة فائض القيمة.

### 1- الطريقة غير المباشرة لفائض القيمة (طريقة الممارسين):

الفرضية الأساسية لهذه الطريقة هي أن قيمة المؤسسة التي تساوي المتوسط الحسابي بين قيمة المؤسسة حسب طريقة (ANCC) وقيمة نفس المؤسسة بالاعتماد على قيمة المردودية (Valeur de Rendement)، هذه

<sup>1</sup> بلخير بكاري، مرجع سابق، ص 240.

الأخيرة تكون تساوي قيمة المؤسسة بطريقة (ANCC) [قيمة الذمة المالية] يضاف إليها قيمة فائض القيمة (GW)، ومنه نتحصل على المعادلات التالية<sup>1</sup>:

$$V=ANCC+G.W \dots\dots\dots(1)$$

V: قيمة المؤسسة

ANCC: قيمة الأصول الصافية المحاسبية المصححة

G.W: فائض القيمة

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

في التعريف السابق حددنا قيمة المؤسسة التي تساوي المتوسط الحسابي بين قيمة المؤسسة حيث أن طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة وطريقة المردودية، ويمكن كتابتها على النحو التالي:

$$V=ANCC+VR/2 \dots\dots\dots(3)$$

يمكن حساب قيمة المردودية بالقانون التالي:

$$VR= B/I \dots\dots\dots(4)$$

B: الربح الصافي

I: معدل التحويل

بتعويض 3 في 2 نتحصل على:

$$GW= (ANCC+VR/2)-ANCC \dots\dots\dots(5)$$

بتعويض 4 في 5 نتحصل على:

$$GW=1/2(B/I-ANCC)$$

إن طريقة الممارسين هي طريقة مخطلطة (MIXTE) حيث أنها تمزج بين طريقة تقييم المؤسسات بالاعتماد على الأصول الصافية المحاسبية المصححة والتي تعتبر من أهم الطرق الخاصة بالذمة المالية وطريقة المردودية التي تعتبر من أهم الطرق الخاصة بالتدفقات المستقبلية.

## 2- الطرق المباشرة لحساب فائض القيمة<sup>2</sup>:

توجد عدة طرق لحساب فائض القيمة ومن ثمة قيمة المؤسسة، سوف نتطرق لبعض منها:

<sup>1</sup> بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016، ص126-127.

<sup>2</sup> بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص123-124.

## 2-1- الطريقة الانجلوسكسونية:

قيمة المؤسسة وفقها تتركز على مجموع أصلها الصافي المصحح، ويقدر (GW) بالفرق بين الربح الصافي للمؤسسة والمكافئة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون خطر للأصل المحاسبي المصحح. وفقها يتم حساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح، حيث تكون وفق العلاقة التالية:

## 2-2- الطريقة الإجمالية:

$$V = ANC + \frac{1}{t}(CB - i \times VS)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \times VS)$$

## 2-3- الطريقة الصافية:

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

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANC)$$

حيث أن :

V: تمثل قيمة المؤسسة

ANC: لأصل الصافي المصحح

t: معدل الإستحداث بخطر (Taux risqué) (مضاف إليه من 25 إلى 50 بالمئة كعلاوة خطر القدرة الربحية)

i: سعر الفائدة بدون خطر (Non risqué)

VS: القيمة الجوهرية

B: تمثل الربح المصحح

إن القيمة (i.ANC) تمثل المردودية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة عادية، وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ربح فائض القيمة المسمى ب Goodwill، أما إذا كان الفرق عرضيا سالبا فهو يمثل Badwill، و ربح فائض القيمة هو عبارة على سلسلة أقساط تتم في مدة محددة والتي تعود بفائدة لصاحبها. كما يمكن كتابتها وفق العلاقة التالية:

$$v = ANC + \frac{(BNC - i.ANC)}{i'}$$

حيث أن:

ANC: يمثل الأصل الصافي المصحح

BNC: الربح الصافي المصحح

i: معدل العائد العادي للأصل الصافي

i': معدل استحداث لفائض الربح أعلى من (i)

ضمن هذه الطريقة، فائض الربح نستحدثه بمعدل عائد عادي للأصل.

#### 2-4- طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوربيين:

وتسمى أيضا بطريقة تحديث فائض القيمة النقدي ويتم حسابه وفق الصيغة التالية:

$$VE = ANC + GW$$

$$GW = \frac{(Bt - iA)^t}{(1+K)^t}$$

بحيث:

Bt: ربح سنة معينة

i: معدل المكافئة دون خطر

A: الأموال الضرورية للاستغلال

K: معدل استحداث

كما يمكن تعويض الأصل الصافي بالقيمة الجوهرية وعلى العكس تماما يشكل فارق الحياة مجموع أقساط مستحدثة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عماني فاتح، مرجع سابق، ص73.



## خلاصة الفصل:

إن تقييم المؤسسة عملية جد معقدة تعتمد على مجموعة من المراحل بدأ بعرض ومعالجة القوائم المالية للمؤسسة تليها معرفة مدى ملكية المؤسسة لأصولها وحالتها اتجاه رأس مالها تليها القيام بعملية التشخيص المالي لها لمعرفة مدى تطور نشاطها ويكون ذلك انطلاقاً من قوائمها المالية وتنتهي باختيار طريقة التقييم الأفضل.

حيث تناولنا في فصلنا هذا تقييم المؤسسة وفق الطريقة المحاسبية التي تقوم على قياس عناصر الميزانية ثم تحليل و مناقشة النتائج المتوصل إليها، وطرق تقييم المؤسسة وفق المقاربة المالية التي تقوم على ثلاث مقاربات تركز على مناظير مختلفة تماماً عن بعضها البعض في المنطلق (الذمة المالية، التدفقات، فائض القيمة) فبقدر ما تعتبر هذه الوضعية إيجابية من حيث شراء ومرونة عملية التقييم، بقدر ما يجعل من العملية أمراً معقداً من خلال إيجاد الطريقة المثلى والأنسب للمؤسسة، لأن كل طريقة من طرق التقييم تفضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحياناً متباينة بشكل كبير، مما سبق يحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها ووضعتها، وبالتالي إنجاح الأهداف المرجوة من عملية التقييم.

## الفصل الثالث

دراسة حالة مجمع صيدال

**تمهيد**

بعد الانتهاء من الجانب النظري للمذكرة، كان لابد من أن ندعمه بدراسة ميدانية، حتى يتسنى لنا الوقوف على واقع التطبيق العملي لأثر هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، فاخترنا مجمع صيدال ليكون حقلاً للتطبيق، وذلك لما يتوفر عليه المجمع من الإمكانيات والمواصفات والمؤهلات التي تمتاز بها كبريات الشركات في الاقتصاد الوطني الجزائري.

ولالإلمام أكثر بالجانب التطبيقي، ارتأينا تقسيم الفصل الثالث إلى ثلاث مباحث:

- لمحة عن مجمع صيدال
- لمحة عن نموذج القياس المعمول به (نموذج الانحدار الخطي البسيط)
- تقييم تكلفة رأس المال لمجمع صيدال وأثرها على قيمة المجمع

## المبحث الأول: لمحة عن مجمع صيدال

يعتبر المجمع الصناعي " صيدال " من المؤسسات الوطنية التي تأقلمت إلى درجة كبيرة مع التحولات و التطورات التي عرفها المحيط الاقتصادي العالمي و المحلي ، و يسعى مجمع صيدال المجمع الصيدلاني العمومي الوحيد في الجزائر إلى كسب التحدي والمتمثل في تغطية احتياجات السوق الوطنية من حيث الأدوية من خلال استراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات من خلال تطوير صناعة صيدلانية وطنية ناجحة ، و يطمح أيضا المجمع الذي أنشئ بعد عشرين سنة من استقلال الجزائر إثر إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية و الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية إلى تقليص تبعية الجزائر للبلدان الأخرى فيما يخص الأدوية.

لهذا سيتم التعرض في هذا المبحث إلى:

-التعريف بمجمع صيدال.

-الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.

-عقود الشراكة المبرمة للمجمع.

## المطلب الأول: تقديم عام لمجمع صيدال

### 1- التعريف بمجمع صيدال<sup>1</sup>

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2500000000 دينار جزائري، 80% من رأس مال صيدال ملك للدولة وال 20% 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.

يتمثل الهدف الاستراتيجي لمجمع صيدال في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجنيصة والمساهمة، بشكل فعلي، في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية.

إن صفة المؤسسة العمومية تحوّل لمجمع صيدال مهمتين أساسيتين:

-ضمان استقلاله 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.

وفي إطار مهمته الأساسية، حدد مجمع صيدال خطوط العمل التي تمكنه من ضمان نموه وتعزيز مكانته الرائدة في إنتاج الأدوية الجنيصة، في طليعة هذه الخطوط، يظهر مخطط شامل ومتكامل للتنمية يرافق توسع المجمع والذي يتمركز حول تثمين الموارد البشرية، تحسين التنظيم ونظام المعلومات، تعزيز ثقافة المؤسسة وتنفيذ سياسة فعالة للاتصال من خلال:

- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية.

<sup>1</sup> إسلام لبصيري، دور التكنولوجيا والمعرفة في تحقيق التنمية الصناعية، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول استراتيجية تطوير القطاع الصناعي في إطار تفعيل برنامج التنوع الاقتصادي في الجزائر، 6-7 نوفمبر 2018، ص 8-9.

- المساهمة في الحد من الواردات،
- الانفتاح على الأسواق الخارجية،
- الزيادة من مستوى رضى المستهلك.

تكمن المهمة الأولى لصيدال بصفقتها الرائد الوطني في صناعة الأدوية الجنيسة، في توفير تشكيلة ومتنوعة من الأدوية ذات جودة والمساهمة في تحسين إمكانية المرضى لإقتناء الدواء عن طريق تبني سياسة أسعار تناسب شرائح واسعة من المجتمع، كما أن مكانتها كمؤسسة عمومية تسند لها مهمة دعم السياسة الوطنية للصحة التي تهدف غلى تطوير الصناعة الصيدلانية من خلال إختيارها الإستثمارية الموجهة نحو تلبية إحتياجات المواطنين.

## 2- مهام وأهداف المجمع

### 2-1- مهام مجمع صيدال

من أهم المهام التي يقوم بها المجمع مايلي<sup>1</sup>:

- صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستطباب البشري والبيطري؛
- إنتاج واستيراد وتصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستطباب؛
- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛
- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛
- الاهتمام أكثر بالمهام التجارية، التوزيع والتسويق لمنتجات المجمع عبر الوطن لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية؛
- تامين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء؛
- القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنيسة؛
- تحقيق أكبر نسبة لتغطية الدواء؛
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف؛
- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من اجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية.

### 2-2- أهداف المجمع<sup>2</sup>

يسعى مجمع صيدال لتحقيق 6 أهداف أساسية:

- تعزيز مكانته الرائدة في إنتاج الأدوية الجنيسة.

<sup>1</sup>نجاري جبالي، ملتقى وطني حول تنمية الصناعة الدوائية من خلال مؤسسة صيدال، شرشال، 1999، ص06 .

<sup>2</sup>إسلام لبصيري، مرجع سابق، ص9.

- تحسين مردوديته لضمان ديمومته و الوفاء بالتزاماتهتجاه المساهمين.
- ضمان إستقرار الكفاءات و تطوير الموارد البشرية.
- تطوير الشراكة لإكتساب التكنولوجيات الجديدة و توسيع تشكيلة المنتجات نحو الأدوية الحديثة.
- مواكبة السياسة الوطنية للدواء و المشاركة الفعالة في الحد من فاتورة إستيراد الأدوية و ضبط السوق.
- خلق ثقافة مؤسسية مشتركة بين العمال.

### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال<sup>1</sup>

- من أجل تحقيق المجمع لأهدافه المتمثلة في تعزيز مكانته كمنتج أول في السوق المحلي وتطوير وتوسيع إنتاجه إلى أقسام علاجية أخرى كأمراض السرطان وأمراض العيون، المناعة والمنتجات المصنعة وفق التكنولوجيا الحيوية قام بإنشاء عشرة مصانع للإنتاج بقدرة إجمالية تصل إلى 200 مليون وحدة بيع سنويا وهو منظم في خمسة فروع انتاجية هي: بيوتيك، فرمال، أنتيبوتيكال، وصوميدال وإبرال وهو مجهز أيضا ب:
  - مركز للبحث والتطوير
  - ثلاث وحدات تجارية متواجدة بالوسط (العاصمة)، بالشرق (باتنة) وبالغرب الجزائري (وهران) ويتأسس الهيكل التنظيمي رئيس المدير العام والأمين العام ويمكن توضيح مهامها كما يلي :
  - **الرئيس المدير العام:** وهو المسؤول الأول على تسيير المجمع ومن مهامه:
    - تحديد الاستراتيجية ووضع السياسات التي تتبعها وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين؛
    - تمثيل المجمع داخليا وخارجيا؛
    - الاجتماع بمجلس الإدارة للبحث ومعرفة التطورات الجارية على مستوى المجمع، هذا المجلس الذي يتكون من تسع أعضاء ومن مهامه معالجة الأمور التالية:
      - أنشطة المجمع في نهاية السنة؛
      - مخطط السنة الحالية والقادمة؛
      - تنظيم المجمع ونشاطات الشراكة.
  - **الأمين العام:** وهو المسؤول الثاني على تسيير المجمع بتوليه مهمة التنسيق والمساعدة في عملية اتخاذ القرارات.

وفيما يلي توضيح لمختلف فروع ومديريات المجمع:

<sup>1</sup>أقال مريم، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2013-2014، ص119-126.

## الفرع الأول: فروع المجمع

## 1- فرع أنتيبوتكل (Antibiotical):

يتكون من مركب المضادات الحيوية الموجودة بالمدينة الذي يبعد عن الجزائر العاصمة ب 80 كلم، وهو يختص بإنتاج المضادات الحيوية بينيسيلينية وغير بينيسيلية، مجهزة بتجهيزات وأدوات ضرورية لإنتاج الأدوية منذ الحصول على الأصل النشط الفعال حتى وضعه على الشكل مستحضر طبي جاهز. وهذا فرع مهياً ب:

- بنائتين لإنتاج منتجات تامة الصنع، فالمبنى الأول يقوم بإنتاج منتجات بينيسيلينية، أما الثاني فيقوم بإنتاج منتجات غير بينيسيلينية، ذات قدرة 60 مليون وحدة.
- مبنى لإنتاج مواد أولية بالتجزئة (en vrac).
- وحدة لإنتاج مواد التعبئة.

وانطلق هذا المركب في الإنتاج سنة 1988، حيث يقوم بإنتاج مستحضرات طبية جاهزة مختلف (حقن وكبسولات وأقراص ومراهم وشراب) كما يتميز هذا الفرع بقدرات إنتاجية هائلة في إنتاج المنتجات التامة الصنع والمواد الأولية بالتجزئة (en vrac)، ويتميز أيضا بما يلي:

- خبرة عشرين سنة في ميدان صناعة المضادات الحيوية؛
- مركب متكامل في صناعة المواد الأولية ومواد التعبئة والمنتجات التامة الصنع؛
- مخابر التحليل حديثة وعمال ذوي كفاءة عالية لصناعة منتجات ذات أحسن جودة ممكنة.

## 2- فرع فرمال (Fharmal):

يتوفر فرمال على ثلاث وحدات إنتاج هي: وحدة دار البيضاء، وحدة قسنطينة، وحدة عنابة، ويقع هذا الفرع بدار البيضاء ويتولى انتاج الأشكال الجلينية الآتية: أقراص، مراهم، مقطرات، شروب، محاليل، مساحيق، معجون الأسنان.

تأسس هذا الفرع في 1998/02/02 ويبلغ رأس ماله 200 مليون دج ويشغل 645 عامل منهم

133 صيدلاني ومهندس، ويتميز فرع فرمال بالموصفات التالية:

- أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني؛
- معرفة علمية عالية في ميدان الإنتاج، الرقابة والتحليل؛
- طاقة إنتاجية هامة.

## 3- فرع بيوتيك (biotic):

له عشر خطوط إنتاج بقدرة إنتاج 50 مليون وحدة بيع سنويا، طرح في السوق 45 منتج جديد بين

سنتي 2005-2006 ويحتوي على أربعة مصانع إنتاجية هي:

**مصنع الحراش:** ينتج الأشربة، المحاليل، الأقراص، الملابس والمراهيم، تبلغ طاقة إنتاجه 20 مليون وحدة سنويا ويتوفر على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحليل الفيزيوكيميائي والتسيير التقني والوثائقي.

**مصنع جسر قسنطينة:** يعتبر الوحيد على المستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة في شكل قارورات وأكياس بتكنولوجيا جد حديثة، ينتج الأنواع الجالونيسية من التحميلات والأقراص والملبسات والأمبولات ويتوفر المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم إلى جانب التسيير التقني والوثائقي.

**مصنع شرشال:** ينتج الأشربة، الأقراص، الكبسولات، الأكياس والمحاليل المكثفة، له مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم.

**مصنع باتنة:** متخصص في إنتاج التحاميل.

#### 4- فرع صوميدال (Somedral):

هو نتاج شراكة بين مجموعة صيدال، والمجموعة الدوائية الأوروبية (GPE) و (FINALEP)، وSOMEDIAL لديه ثلاث إدارات:

- إدارة مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية؛
- إدارة متخصصة في صناعة السوائل (أشربة و محاليل للشرب)؛
- إدارة متخصصة لإنتاج أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات و أقراص).

#### الفرع الثاني: مديرات المجمع

بعد ما تم التطرق لفروع المجمع سيتم التطرق إلى المديرات وتوضيح صلاحيات ومهام كل مديرية:

#### 1- مديرية تسيير المحفظة والإستراتيجية المالية: تقوم هذه المديرية بالمهام التالية:

- إعداد السياسة المالية للمجمع وعرضها على لجنة الإستراتيجية.
- تحريك الإجراء المالي.
- التركيز على جدول حسابات النتائج التقديري، ومخطط تمويل مركز البحث والتطوير.

#### 2- مديرية التسويق والإعلام الطبي: هذه المديرية مرتبطة بالمديرية العامة لمجمع صيدال، ومهمتها ضمان

التنسيق بين مختلف وظائف المؤسسة. ومن أجل تنمية وترقية منتجاتها وصورتها في السوق تملك هذه المديرية فريق مختص في التسويق الطبي من المستوى العالي وشبكة من المندوبين الطبيين تغطي معظم التراب الوطني يسمح لها التنظيم الفعال والناجح بمواجهة تهديدات السوق الوطنية والدولية وانتهاز الفرص. يتمثل الدور الرئيسي لهذه المديرية في توجيه الاختيارات الاستراتيجية للمؤسسة نحو اختيار:

- سياسة الإنتاج، سياسة البيع، سياسة التصدير.
- اختيار المنتج للشراكة وللتطوير، ترويج المنتجات.
- ترويج علامة مجمع صيدال.



**3- مديرية التطوير الصناعي والشراكة:** يتمثل دور هذه المديرية في الآتي:

- وضع سياسة الاستثمار للمجمع.
- التركيز على البرامج الاستثمارية.
- تحريك محفظة أعمال الشراكة.

**4- مديرية التأمين والجودة والمشاريع الصيدلانية:** تتولى هذه المديرية إنجاز مهام تتمثل على وجه الخصوص في الآتي:

- تحديد الاستراتيجية أو سياسة النظام الإداري عن طريق النوعية.
- وضع إجراءات مناسبة تتجاوب مع ISO 9001 Version، ISO 9000 Version 2000 2000.

- تحديد وربط التطبيق الجيد للتصنيع بالتطبيق الجيد للمخابر.

**5- مديرية التدقيق والتحليل:** تتمثل مهام مديرية التدقيق والتحليل في الآتي:

- القيام بتقارير أسبوعية، وشهرية عن المبيعات والإنتاج والمخزون بالكمية وبالقيمة.
- إعداد تقارير التسيير .
- تحريك الإجراءات متوسطة المدى للمجمع وللفروع، والمتعلقة بالمخطط السنوي (مبيعات، تجارة).

**6- مديرية الموارد البشرية:** تتمثل مهام هذه المديرية على الخصوص في الآتي:

- وضع سياسة الموارد البشرية للمجمع وفروعه .
- الاهتمام بالإجراءات الخاصة بالأفراد والتكوين .
- المشاركة مع مديرية المراجعة والتحليل والاستخلاص في أعمال التصنيع المتوسطة المدى .
- تحليل المخططات المتوسطة المدى للفروع ومراكز البحث والتطوير.

**7- مديرية التنظيم والإعلام الآلي:** تهتم هذه المديرية بالعمليات الآتية:

- وضع مخطط إدارة نظام المعلومات .
- تحديد السياسات المعلوماتية للمجمع .
- ضمان كفاءة مخطط التسيير .

يتكون مجمع صيدال أيضا من ثلاث وحدات تجارية ومركز للبحث والتطوير كما يلي:

**الوحدة التجارية للوسط:** وهي أول وحدة تجارية أنشأت في الوسط سنة 1996 لتسويق وتوزيع منتجات مجمع صيدال مع ضمان أحسن استقبال للزبائن.

**الوحدة التجارية للشرق:** تم تأسيسها في 15 أكتوبر 1999 بباتنة وأسندت لها مهمة تموين 18 ولاية في الشرق الجزائر بصورة مستمرة.

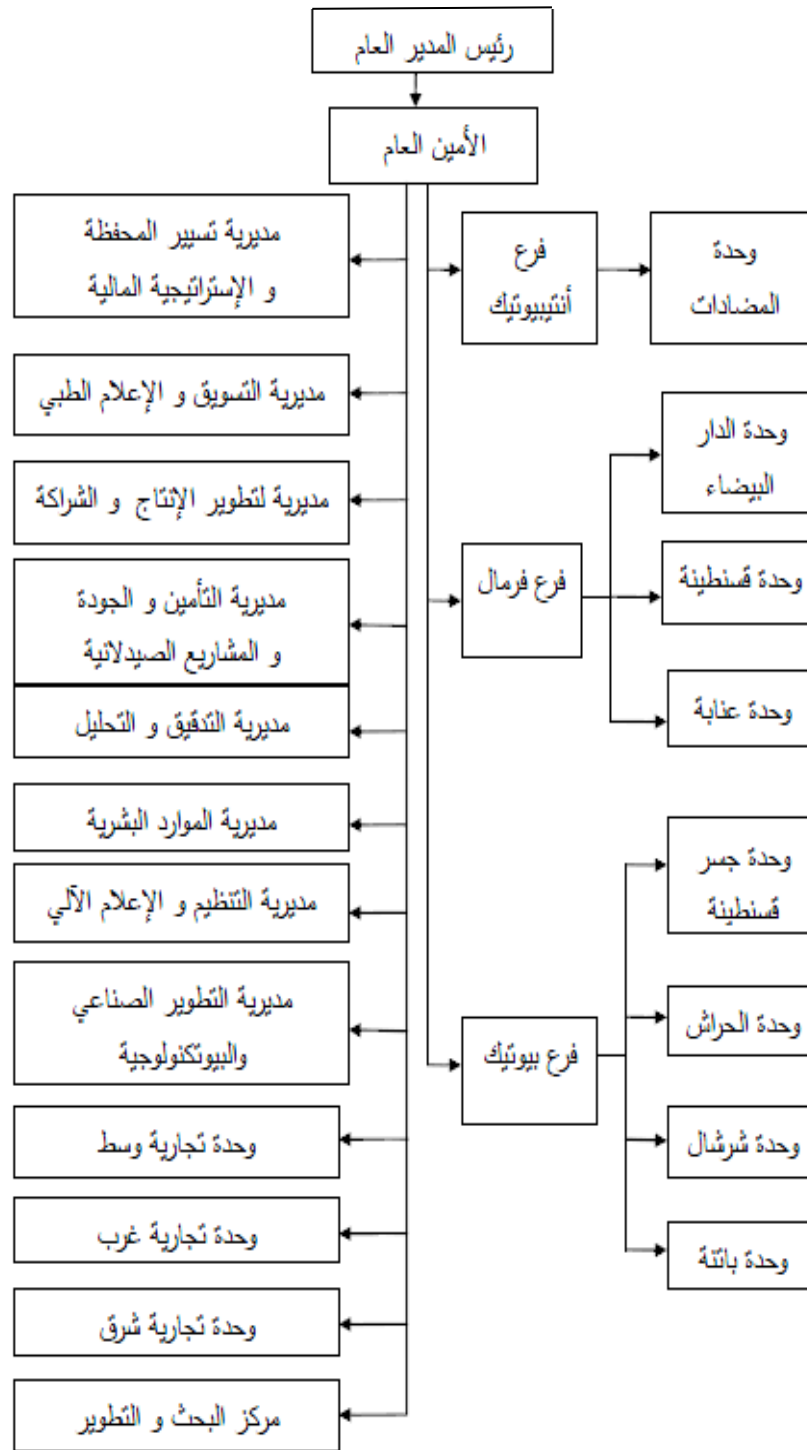
**الوحدة التجارية للغرب:** تم تأسيسها في جويلية 2000 بوهران وأسندت لها مهمة تموين 19 ولاية في

غرب الجزائر.

**مركز البحث والتطوير CRD:** أنشئ سنة 1999، ويمثل القلب النابض لمجمع صيدال حيث يسعى من خلاله إلى الاهتمام بكل ما هو بحث علمي وتطوير الأدوية والتقنيات الصيدلانية، وكذا السعي إلى إدماج التكنولوجيا الحديثة في تصنيع الادوية، كما ساهم في إعداد سياسة لتطوير الأدوية من أجل ابتكار صيدلاني متواصل، ومن بين أهم وظائفه تصميم وتطوير صناعة الأدوية الجنيصة، ولقد أثمرت بحوث المركز الحصول على خمس براءات اختراع تعد الأولى من نوعها في تاريخ المجمع بتاريخ 06 ديسمبر 2006، سلمت من طرف المعهد الوطني الجزائري لحماية الملكية الصناعية INAPI.

والشكل الموالم يوضح الهيكل التنظيمي للمجمع:

الشكل رقم (7): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر : <http://www.saidalgroup.dz>

## المطلب الثالث: إنجازات مجمع صيدال

سنتطرق في هذا المطلب للنشاطات التي قام بها مجمع صيدال، من خلال المعطيات المتعلقة بالمبيعات، الإنتاج والموارد البشرية ودخوله بورصة القيم المنقولة والشراكة مع أهم المتعاملين.

## 1- دخول مجمع صيدال بورصة القيم المنقولة

حقق مجمع صيدال نتائج جد مرضية خلال سنوات نشاطه، أهلتها ليكون من بين المؤسسات الوطنية الأولى للدخول في بورصة القيم، وفيما يلي سنتطرق لمراحل وأهداف دخول صيدال إلى البورصة.

## 2- مراحل دخول مجمع صيدال في البورصة:

إن دخول مجمع صيدال بورصة القيم المنقولة كان وفقا للمراحل التالية :

- المرحلة الأولى: ابتداء من جانفي 1998 عقد اتفاق بين المجلس الوطني لمساهمات الدولة و الشركة العمومية القابضة للكيمياء والصيدلة، بهدف الخوصصة الجزئية لصيدال، وذلك بالتنازل عن حصة من رأسماله والمقدرة بـ 20%.

- المرحلة الثانية: إصلاح الإجراءات وملائمة القوانين الأساسية حيث قام المجمع، بالتهيئة لدخوله بورصة الجزائر، بعدة تعديلات منها التحرير الكلي لرأس المال والزيادة فيه.

- المرحلة 03: تعيين مكتب الدراسات في 08 أفريل 1998، عقد مجمع صيدال اتفاقية لمدة 04 أشهر مع مكتب الدراسات الكندي (Andersen Arthur).

- المرحلة 04: تكوين الوثائق الأساسية للتقييم.

- المرحلة 05: الاجتماعات مع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، تهدف هذه المرحلة لإعداد العرض العمومي للبيع.

- المرحلة 06: الحوار مع شركة القيم المنقولة (SENV)، هدف هذه المرحلة للتعريف بالهيكل التنظيمي لعملية العرض العمومي للبيع، كما تم فيها تحديد فترة العرض المحددة بشهر واحد، أما فترة المصادقة على الأوامر فهي عشرة أيام، في حين حددت فترة التسوية والتسليم بثلاثة أسابيع.

- المرحلة 07: إبرام الاتفاقات مع الوسطاء في عمليات البورصة (IOB)، اختار مجمع صيدال الوسطاء الماليين الآتي ذكرهم:

\_\_ الشركة المالية العامة: شركة ذات أسهم وهي رئيسة مجموعة الوسطاء في البورصة.

\_\_ الشركة المالية للاستثمار والتوظيف، الراشد المالي وشركة توظيف القيم المنقولة.

أما عن البنوك التي اختارهم صيدال: فهي:

- القرض الشعبي الجزائري (CPA)، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CENP).

- البنك الجزائري الخارجي (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).

- بنك التنمية المحلية (BDL)، الصندوق الوطني للتضامن الفلاحي (CNSA).

- **المرحلة 08:** الإشهار بالمجمع كشركة ذات أسهم حيث قام المجمع بعمل إشهاري على التلفزة الوطنية وإنشاء معلقات إشهارية، ذلك بإبرام اتفاقيات مع الوكالة الوطنية للنشر والإشهار (ANEP)، مع تنظيم أبواب مفتوحة على صيدال.

أخيرا تم قبول المجمع رسميا للدخول إلى بورصة القيم المنقولة بعد النتائج المالية المرضية التي حققها.

### 3- الشراكة في مجمع صيدال

إن أهم نتيجة حققها المجمع جراء دخوله بورصة القيم هي تبادل الخبرات في مجال البحث والتطوير الصيدلاني، هذا عن طريق الشراكة التي أتت كلبنة لزيادة شهرته وتقدم نشاطه.

فعقود الشراكة التي أبرمها المجمع كانت لأهداف عديدة منها:

- إدماج المجمع في السوق المحلية والدولية، وذلك باحترام المقاييس المعمول بها دوليا في مجال الصناعة الصيدلانية.
- تطوير إنتاج الأدوية الجنيصة.
- التبادل التكنولوجي واقتناء المهارات العلمية.
- الإنتاج المشترك مع المخابر الأجنبية.
- توسيع تشكيلة المنتجات وتحسين نوعيتها.

بتتبع مسار الشراكة بمجمع صيدال، لاحظنا أنه انتهج إستراتيجية ثلاثية تمثلت في المحاور التالية:

- **الشراكة المختلطة:** فهي شراكة بين مجمع صيدال وبين أحد شركائه لمدة 99 سنة، أما عن مكان إقامة النشاط فهو اختياري بين الطرفين بعد الموافقة، من أمثلة هذه الشراكة (مشروع الشراكة بين مجمع صيدال (الجزائر) ودار الدواء (الأردن)، الذي تمثل في الشراكة المختلطة SAIDAR التي أنشأت في أبريل 1999، بغرض إنتاج المواد الخاصة بالعيون، حيث دخلت حيز التنفيذ في سنة 2002).

- **الشراكة عن طريق الصياغة:** تتمثل هذه الشراكة في إنتاج تخصصات صيدلانية لأحد الشركاء في مصانع تابعة لمجمع صيدال، حيث أن الشريك يتحمل مسؤولية اقتناء المواد الأولية ومركبات الإنتاج، على أن يتم تصنيع المنتجات وتحويل المواد الأولية على مستوى مركز البحث والتطوير التابع للمجمع (CRD).

- **صناعة الأدوية عن طريق الترخيص:** يعقد مجمع صيدال في هذه الشراكة مع مؤسسة غير معروفة بالجزائر، أين يقوم الطرف الجزائري ممثلا في مجمع صيدال بشراء الملف أو الاسم (ملف الإنتاج - اسم المنتج) على أن يدفع المجمع نسبة متفق عليها من رقم الأعمال للشريك، ومن أمثلة هذه الشراكة (الاتفاق بين مجمع صيدال (الجزائر) و (NORDISK-NOVO الدانمارك) سنة 1997 من أجل تصنيع دوائين ضد الالتهابات)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> عزوز ميلود، دور مراجعة القوائم المالية الجديدة في تحسين مراقبة التسيير، رسالة مقدمة كمتطلب لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017، ص158-160.

## المبحث الثاني: نموذج الانحدار الخطي البسيط

سنتعرف في هذا المبحث على النموذج الذي سوف نستعمله لقياس أثر هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال ويشتمل هذا المبحث على:

- تعريف نموذج الانحدار الخطي البسيط.

- فروض أو شروط نموذج الانحدار الخطي البسيط.

## المطلب الأول: تعريف نموذج الانحدار الخطي البسيط

يعد نموذج الانحدار الخطي البسيط المدخل إلى فهم الاقتصاد القياس التطبيقي ويشتمل النموذج البسيط على معادلة واحدة تشرح العلاقة بين متغيرين أحدهما تابع، والآخر مستقل، بيد أن ثمة ملاحظة أساسية يجب التنبيه لها، وهي أن هذا النموذج وفي ظل هذه الدرجة من البساطة قد لا يعبر عن واقع سلوك المتغيرات والظواهر الاقتصادية، ولكن ذلك لا يقلل من الأهمية الكبيرة له في تفسير كثير من العلاقات، فضلا عن أنه يشكل نقطة الارتكاز ونقطة الانطلاق نحو التوسع في عدد المتغيرات والمعادلات التي يحتويها النموذج.

ويمكن التعبير عن العلاقة الدالية بين المتغيرين التابع والمستقل في النموذج البسيط على النحو الآتي:

$$Y = f(X)$$

حيث يطلق على  $Y$  متغير تابع، أما  $X$  فهو متغير مستقل، ولكل قيمة من قيم  $X$  قيمة مناظرة لها من قيم  $Y^1$ .

وهذا النموذج يمكن أن يأخذ الصيغة التالية، صيغة رقم (2) وهي:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + U_i, i = 1, 2, \dots, n$$

وحيث أن:

$Y_i$ : تمثل قيمة متغير الاستجابة Response variable أو المتغير المعتمد Dependent Variable في المحاولة أو المشاهدة (i).

$X_i$ : تمثل قيمة المتغير المستقل Independent Variable في المشاهدة (i) حيث يفترض أن  $X_i$  لا يرتبط بالخطأ  $U_i$  وثابت من عينة إلى أخرى. أو أن  $X_i$  هو المتغير الذي يسحب بشكل اختياري لغرض دراسة  $Y_i$ ، ويسمى بعض الأحيان المتغير السببي، وهو بصورة عامة ثابت معلوم يمثل قيمة المتغير المستقل في المشاهدة (i).

$U_i$ : يمثل حد الخطأ Error Term في المشاهدة (i).

أو الخطأ العشوائي Random Error في المشاهدة (i)، وهي أخطاء عشوائية غير مشاهدة، أو هي خطأ الاستجابة  $Y_i$  في أن تكون مساوية للقيمة المتوسطة الحقيقية  $B_0 + B_1 X_i$  في المشاهدة (i)، من جانب آخر يمكن ملاحظة أن الخطأ العشوائي في أكثر التطبيقات العملية يفترض أنه يتبع توزيعا طبيعيا بمتوسط مساوي للصفر وتباين ثابت هو  $\sigma^2$ ، أي أن:

<sup>1</sup> حسام علي داود وخالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص74.

$$U_i \sim N(0, \sigma^2)$$

Regression Unknown parameters أو تسمى معاملات الانحدار  $B_1, B_0$  تمثل معالم النموذج المجهولة. وهي تمثل الحد الثابت لنموذج الانحدار.  $B_0$  تمثل قيمة الاستجابة عندما تكون قيمة المتغير المستقل مساوية للصفر، وان  $B_1$  تمثل هندسيا المسافة العمودية بين نقطة الأصل ونقطة تقاطع خط الانحدار للمجتمع مع المحور العمودي Y-axis.

$B_1$  تمثل ميل خط الانحدار للمجتمع عن مستوى الأفق، أو ظل الزاوية التي يصنعها خط الانحدار للمجتمع مع مستوى الأفق، إذا أنها تمثل التغير في Y الناتج عن تغير وحدة واحدة في X، أي

$$B = \Delta X \div \Delta Y$$

عندما

$$B_1 = \Delta Y \text{ فإن } \Delta X = 1$$

ويطلق على  $B_1$  تسمية الميل الحدي لخط الانحدار<sup>1</sup>.

المطلب الثاني: فروض (أو شروط) نموذج الانحدار الخطي البسيط<sup>2</sup>

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية OLS كطريقة إحصائية قياسية لتقدير القيم الرقمية لمعلمت معادلة الانحدار الخطي البسيط، فإن هذه الفروض أو الشروط تعتبر شروط أو فروض استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وهذه الفروض الخاصة بشكل التوزيع الاحتمالي للمتغير العشوائي وعلاقته بالمتغير التابع  $Y_i$  و المتغير المستقل  $X_i$ ، هي:

1. العلاقة بين المتغير التابع  $Y_i$  والمتغير المستقل  $X_i$  والمتغير العشوائي الخطية على الصورة:

$$Y_i = a + b X_i + u_i$$

ومن ثم فإننا نحصل على قيمة المتغير التابع  $Y_i$  المراد تفسيره من خلال الجزء المنتظم الذي تتنبأ به النظرية عن طريق معادلة الانحدار  $a + b X_i$  (غير المعروفة بعد)، والجزء الآخر وهو عنصر الخطأ العشوائي وهو غير معروف أيضا، و لكن يمكن التعرف عليه بعد تقدير معالم العلاقة.

2. المتغير العشوائي  $u_i$  متغيرا عشوائيا حقيقيا: يقصد بالمتغير الحقيقي بأنه يأخذ قيما رقمية محددة، قد تكون موجبة أو سالبة أو صفر، ويقصد بالمتغير العشوائي أن القيم التي يأخذها قيما احتمالية وتعتمد على المصادفة ومن ثم فهي غير مؤكدة الحدوث.

<sup>1</sup>أموري الهادي كاظم ومحمد مناجد عيفان، مقدمة في تحليل الانحدار الخطي، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، العراق، 1988، ص18-19.

<sup>2</sup>حسام علي داود وخالد محمد السواعي، مرجع سابق، ص80-84.

3. متوسط قيم المتغير العشوائي  $u_i$  مساوي للصفر (أي توقع المتغير العشوائي = صفر): أي أن مجموع الانحرافات الموجبة للخطأ العشوائي مساو تماماً لمجموع القيم السالبة للخطأ العشوائي بحيث يكون متوسط قيم الانحرافات مساو للصفر وذلك عند كل مستوى من مستويات المتغير المستقل  $X_i$ ، أي أن:

$$\sum_{i=1}^n u_i = 0$$

وعندئذ فإنه لكل (i) فإن:

$$E(u_i) = \text{zero}$$

واستناداً لهذا الفرض يمكننا القول أن الدالة  $Y_i = a + b X_i$  توضح لنا العلاقة بين  $Y$  و  $X$  في المتوسط، وهذا هو الجزء الذي تنبأ به المعادلة أي الجزء المنتظم  $\hat{Y}_i = \hat{a} + \hat{b} X_i$  ومن ثم فإن:

$$E(Y_i) = E(\hat{a} + \hat{b} X_i + \hat{e}_i) = \hat{a} + \hat{b} X_i = \hat{Y}_i$$

4. تباين الخطأ العشوائي  $u_i$  حول متوسطه ثابتاً في كل فترة عند جميع قيم المتغير المستقل، بمعنى أن قيم  $u_i$  تتغير في مدى ثابت أو حدود ثابتة حول الصفر، ويعني ذلك أن الفرق أو المدى بين الحد الأقصى والحد الأدنى لقيم المتغير العشوائي عند كل قيم المتغير المستقل  $X_i$  ثابت، أي أن:

$$\text{VAR}(u_i) = E[u_i - E(u_i)]^2 = E(u_i^2) =$$

لاحظ أن  $B_1 A_1$  هو المدى الذي تتراوح فيه قيم المتغير  $u_i$  عند قيمة المتغير المستقل  $X_1$  أما  $B_2 A_2$  فهو المدى الذي تتراوح فيه قيمة  $u_i$  عند  $X_2$ ..... إلخ.

وعليه نجد أنه عند  $X_i$  يمكن أن تكون قيمة  $u_i$  عند أي قيمة واقعة في المدى  $A_1 B_1$  وعند  $X_2$  تكون  $u_2$  في المدى  $A_2 B_2$ ، ويكون هذا المدى  $A_3 B_3$  عند  $X_3$  وهكذا مع ملاحظة أن:

$$A_3 B_3 = A_1 B_1 = A_2 B_2$$

ولابد من الإشارة إلى أن هذا الافتراض المبسط يهدف لتوضيح أن هناك توزيعاً واحداً للمتغير العشوائي عند كل قيم المتغير المستقل حيث يكون الوسط الحسابي للخطأ العشوائي صفر وتباينه ثابت ويساوي  $\sigma_u^2$ .



كما يجب أن ننوه أن هذا الفرض لا يعبر عن حقيقة مسلما بها، ولكنه يفترض تجانس تباين الخطأ للتبسيط، وهذا يعني أن البيانات التي تم جمعها لتقدير العلاقة يمكن الاعتماد عليها بنفس الدرجة. فكل مشاهدة تؤثر بنفس القوة في العلاقة التي تقدرها. ويعبر عن هذا الفرض كما يلي:

$$\text{Var}(u_i) = \sigma_u^2 \quad \forall_i$$

5. يتبع المتغير العشوائي  $u_i$  التوزيع الطبيعي بمتوسط مساو للصفر وتباين ثابت مقداره  $\sigma_{ui}^2$ : أي أن توزيع قيم المتغير يكون متماثل حول الوسط الحسابي المساوي للصفر ويكون التوزيع على شكل ناقوسي أو جرسى الشكل. وعليه يمكننا تلخيص الشروط 3،4،5، على النحو الآتي:

$$u \sim N(0, \sigma_u^2)$$

6. قيم المتغير العشوائي التي يأخذها عند كل قيمة من قيم  $X_i$  مستقلة عن بعضها البعض، ومن ثم فإن التباين المشترك أي (التغاير) لقيم المتغير العشوائي في أي مشاهدة مستقل عن الخطأ في بقية المشاهدات، أي أنه لا يوجد ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين الأخطاء وبعضها البعض، لذا فإن:

$$\text{COV}(u_i, u_j) = \text{zero} \quad \forall \neq j$$

$$\text{COV}(u_i, u_i) = \sigma_u^2 \quad \forall = j$$

7. قيمة المتغير العشوائي مستقلة عن قيم المتغير المستقل: أي لا يوجد ارتباط بين قيم المتغير العشوائي  $u_i$  وقيم المتغير المستقل  $X_i$ ، ويعبر عن ذلك بأن التباين المشترك (التغاير) بين الخطأ العشوائي والمتغير المستقل مساو للعنصر أي:

$$\text{COV}(X_i, u_i) = 0 \quad \forall_i$$

بيد أن عنصر الخطأ العشوائي  $u_i$  غير مستقل عن المتغير التابع  $Y_i$ ، ولذلك فإن المتغير التابع  $Y_i$  متغيرا عشوائيا له توزيع احتمالي متوسطه (أي القيمة المتوقعة له) هو دالة الانحدار  $a + b X_i$ ، وتباينه ثابت هو  $\sigma_u^2$ .

وبناء على ما سبق فإن الخطأ العشوائي في العلاقة ينصب على المتغير التابع  $Y_i$  وتختلف قيمة المشاهدة عن الحقيقة بمقدار يساوي  $u_i$ .

وبافتراض عدم وجود أخطاء في قياس المتغير المستقل، أي أن هذا المتغير تم قياسه بدون أخطاء ومن ثم فإن القيم المشاهدة للمتغير المستقل  $X_i$  هي نفس القيم الحقيقية ومن ثم لا توجد أخطاء، وكذلك فإن المتغير المستقل  $X_i$  ثابت لجميع مفرداته في العينات المتكررة، وعليه يمكن كتابة المقدار السابق على النحو الآتي:

$$=X_i E(u_i)$$

$$=0$$

8. أن لا تكون المتغيرات المستقلة مرتبطة بعضها ببعض ارتباطا خطيا تاما: ويعد هذا الشرط أساسيا في حالة وجود أكثر من متغير مستقل في المعادلة لتفسير سلوك المتغير التابع، ويبرر هذا الشرط بأنه يجب ألا تكون بين المتغيرات المستقلة ارتباط قوي حتى يسهل التعرف على أثر كل متغير مستقل على المتغير التابع على حده.

9. أن تكون المتغيرات الإجمالية التي تم تجميعها خالية من مشاكل التجميع.

10. أن تكون العلاقة المراد تقديرها قد تم تمييزها (تشخيصها)، وهذا يعني أن الصيغة الرياضية لها وحيدة ولا تتشابه مع صيغ أخرى ومن ثم فإن العلاقة المقدره هي العلاقة الفعلية للعلاقة المراد دراستها.

11. أن تكون العلاقة قد تم صياغتها بشكل صحيح من حيث تحديد وعدد المتغيرات المستقلة وعدد معادلات النموذج، وفيما إذا كانت معادلات خطية أو غير خطية... إلخ.

### المبحث الثالث: تقدير نموذج الدراسة

سوف نقوم في هذا المبحث بتقديم ووصف متغيرات الدراسة، ثم عرض نتائج الدراسة ومناقشتها.

#### المطلب الأول: تقديم ووصف متغيرات الدراسة

سنحاول من خلال هذا المطلب عرض الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة، بتقديم مجتمع وعينة الدراسة، تحديد المتغيرات، وطرق جمع المعلومات والأدوات المستعملة في الجمع.

#### 1- مجتمع وعينة الدراسة

مجتمع الدراسة هو قطاع الطبي وعينة الدراسة هي إحدى المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في القطاع الطبي والمتمثلة في مجمع صيدال، المؤسسة تتواجد بولاية الجزائر العاصمة وتمتلك فروع في مختلف أنحاء الوطن. وارتكزت الدراسة على مختلف النتائج التي حققها المجمع لفترة 16 سنة انطلاقا من سنة 2002 إلى غاية سنة 2017.

#### 2- معطيات الدراسة

معطيات الدراسة عبارة عن ميزانيات مالية وجدول حسابات النتائج ل 16 سنة ابتداء من 2002 إلى غاية 2017.

#### 3- مصادر جمع المعلومات

تم جمع المعلومات عن طريق وثائق المؤسسة (الميزانيات وجدول حساب النتائج) التي تحصلنا عليها من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر COSOB.

#### 4- متغيرات الدراسة

المتغير المستقل هو تكلفة رأس المال والتابع هو قيمة المؤسسة.

من اجل الوصول إلى تكلفة رأس المال نستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة وفق العلاقة التالية:

$$CMP = T.VCP / (vd + vcp) + i.vd / (vd + vcp)$$

وللوصول لهذه العلاقة يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون.

على سبيل المثال بالنسبة لسنة 2002 كانت كما يلي:

$$0.2115 = 1340696823.2 / 283680504 = \text{تكلفة الديون}$$

$$0.074 = 2500000000 / 187339237.63 = \text{تكلفة الأموال الخاصة}$$

$$\text{التكلفة الوسطية المرجحة} = (2500000000 \times 0.074) / (2500000000 + 1340696823.2)$$

$$0.1219 = (2500000000 + 1340696823.2) / 1340696823.2 \times 0.2115 +$$

$$\text{القيمة المحاسبية للمؤسسة} = 5562701925.63 - 11146940100.8 = 5584238175.17$$

$$2.233 = 2500000000 / 5584238175.17 = \text{قيمة السهم}$$

واعتمدنا نفس المنهج لباقي السنوات الأخرى، والنتائج ملخصة في الجدول الموالي:

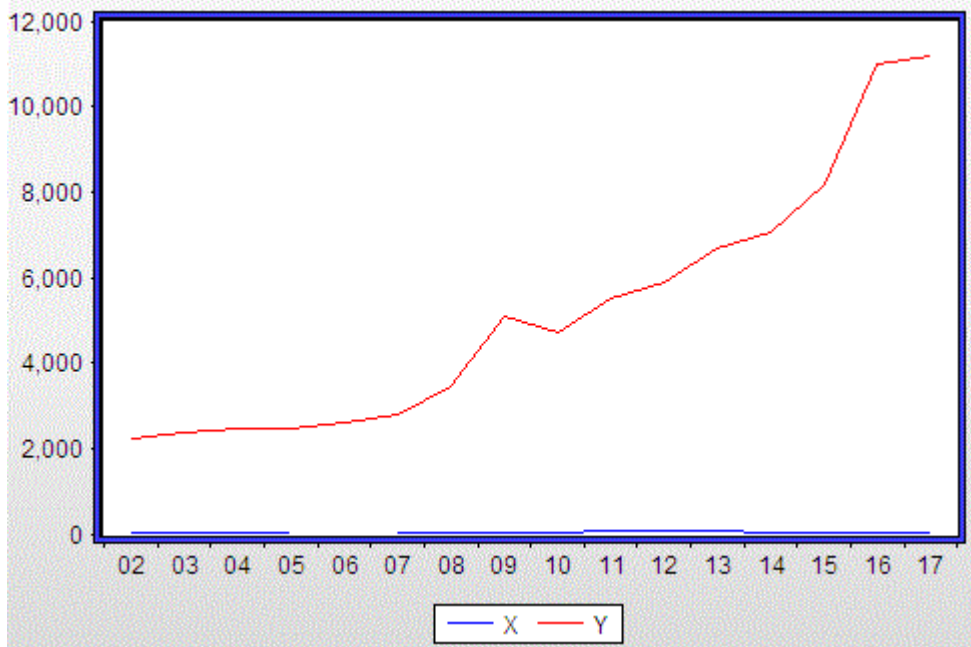
### جدول رقم (2): قيمة متغيرات الدراسة خلال الفترة 2002-2017

السنوات	تكلفة رأس المال	قيمة المحاسبية	قيمة السهم
2002	0.1219	5584238175.17	2.233
2003	0.2922	5.937.796.062,25	2,375
2004	0.2063	6121294155.67	2.448
2005	0.1599	6202546617.38	2.481
2006	0.1769	6454222685.66	2.581
2007	0.2483	7015484794.6	2.806
2008	0.3699	8585708497.55	3.434
2009	0.8463	12.664.872.095	5,065
2010	0,3297	11785525448	4,715
2011	0,5263	13795482539	5,518
2012	0,521	14746506012	5,898
2013	0,5319	16748436102	6,699
2014	0,2777	17590664386	7,036
2015	0.173	20465934577	8,186
2016	0,1461	27464009197	10,985
2017	0,1148	2,79315E+12	11,172

المصدر: من إعداد الطالب

ومن الجدول السابق البيان الموالي يوضح تطور تكلفة رأس المال وقيمة سهم مؤسسة صيدال للفترة 2017-2002.

الشكل رقم (8): منحنى بياني يوضح تطور متغيرات الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 8

من خلال الشكل السابق رقم (8) يتضح لنا وتيرة متزايدة في نمو قيمة سهم مؤسسة صيدال على طول الفترة 2017-2002، بينما تكلفة رأسمال تكاد تنطبق على محور الفواصل، هذا ما يقودنا إلى استنتاج رئيسي هو عدم وجود علاقة بين تكلفة رأسمال وقيمة السهم للمؤسسة، أي وجود علاقة عكسية وضعيفة معامل ارتباط  $(-0,104231)$ .

المطلب الثاني: تقدير النموذج

1- البيانات الوصفية:

الجدول رقم (3): نتائج البيانات الوصفية للدراسة

	X	Y
متوسط حسابي	29.11533	5406.533
المنوال	27.77000	5085.000
أقصى قيمة	53.19000	11172.00
أدنى قيمة	11.48000	2233.000
الانحراف المعياري	14.57562	2982.833
معامل الالتواء	0.524049	0.716424
معامل التفلطح	2.036621	2.455845
Jarque-Bera	1.266630	1.468225
الاحتمال	0.530829	0.479931
Sum	436.7300	81098.00
Sum Sq. Dev.	2974.281	1.25E+08
Observations	15	15

المصدر: من إعداد الطالب

2- تقدير النموذج:

الجدول رقم (4): نتائج تقدير النموذج

Included observations: 15

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-21.33043	56.44926	-0.377869	0.7116
C	6027.576	1825.667	3.301575	0.0057
R-squared	0.010864	Mean dependent var	5406.533	
Adjusted R-squared	-0.065223	S.D. dependent var	2982.833	
S.E. of regression	3078.571	Akaike info criterion	19.02588	
Sum squared resid	1.23E+08	Schwarz criterion	19.12029	
Log likelihood	-140.6941	Hannan-Quinn criter.	19.02488	
F-statistic	0.142785	Durbin-Watson stat	0.126003	
Prob(F-statistic)	0.711626			

المصدر: من إعداد الطالب.

## المطلب الثالث: مناقشة النتائج

حتى يمكن تقدير نموذج الحدار بسيط غير زائف تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول (4) لاختبار فرضية الدراسة لابد من تحليل النتائج المتوصل إليها من زاويتين اقتصادية وإحصائية.

معامل الارتباط يشير إلى 21.33- وهذا يتوافق اقتصاديا أي وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة السهم، من ناحية أخرى فإن معامل المتغيرة غير دال إحصائيا لأن الاحتمال 0.7116 أكبر من مستويات المعنوية 1% أو 5% أو 10% كذلك معامل الارتباط (R-Squone) وهو يدل على جودة النموذج ككل لما يكون 50% وغير أن في دراستنا يشير إلى 1% يعني عدم وجود علاقة بين المتغيرين هذا ما يؤكد النتيجة المتوصل إليها بأن معامل الارتباط غير دال إحصائيا.

على العموم فإن النموذج غير مقبول إحصائيا يعني بأن معامل الارتباط ليس دال اقتصاديا ولا إحصائيا. إن اختبار الفرضية الأساسية يقودنا إلى رفض هذه الأخيرة وقبول الفرضية البديلة أي أن معامل الارتباط ليس دالا اقتصاديا وإحصائيا بمعنى أن تكلفة رأس المال لها تأثير حيادي على قيمة سهم مؤسسة صيدال.

إن تفسير النتائج السابقة يعود أساسا إلى مؤسسة صيدال هي مؤسسة عمومية استراتيجية واحتكارية وهذا ما يؤدي إلى غياب أهمية التمويل وتكلفته كعناصر أساسية في الاستراتيجية المالية.

## خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث والمتعلقة بأثر تكلفة رأس المال على القيمة المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017)، إذ استنتجنا من هذا الفصل أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية ولا اقتصادية بين المتغيرين، وهذا يعني أن تكلفة رأس المال لها تأثير حيادي على قيمة سهم مؤسسة صيدال، وهذا يعود أساسا إلى أن مؤسسة صيدال مؤسسة عمومية استراتيجية واحتكارية وهذا ما يؤدي إلى غياب أهمية التمويل وتكلفته كعنصر أساسية في الاستراتيجية المالية.



الخاتمة العامة

من خلال بحثنا هذا حاولنا تسليط الضوء على تكلفة رأسمال ومدى تأثيرها على قيمة المنشأة، حيث تطرقنا إلى مصادر التمويل متوسطة وطويل الأجل للمنشأة، سواء مملوكة أو مقترضة، كما تطرقنا إلى تعريف هيكل رأس المال الذي هو ذلك الخليط بين القروض متوسطة وطويلة الأجل والأموال الخاصة، والذي يستعمل لتمويل مختلف أصول المنشأة، ولدراسة أثر تكلفة رأس المال على قيمة المنشأة حاولنا عرض أهم النظريات والمدخل المهمة بالمهيكل رأس المال للمنشأة الاقتصادية، حيث عاجلت هذه النظريات تكلفة رأس المال وعلاقته بقيمة المنشأة، وقد تباينت آراء المفكرين والباحثين حول وجود علاقة بين تركيبة تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة من عدمها، كما تطرقنا إلى مختلف أنواع ومفاهيم القيمة ومدخل تحديدها وطريقة قياسها بالطريقة المحاسبية التي تعتمد على استخدام الميزانية في التقدير بعد التحقق من ملكية عناصرها أو من خلال المقاربات المالية (مقاربة الذمة المالية، مقارنة التدفقات، مقارنة الطرق المركبة).

أما الجانب التطبيقي، فقد قمنا بدراسة ميدانية على مؤسسة صيدال خلال الفترة 2002-2017، ولمعرفة تأثير تكلفة رأس المال على قيمة المنشأة تم استخدام برنامج Eviews، وتبين أن تكلفة رأس المال لمجموع صيدال، لا يمكن أن تدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لذات المجموع.

ومنه يمكن الحكم:

➤ برفض الفرضية الأولى للدراسة، والتي مفادها: اختبار معامل الارتباط بين تكلفة رأس المال والقيمة المحاسبية لمجموع صيدال خلال الفترة 2002 إلى 2017 له دلالة إحصائية واقتصادية، وذلك لأن مؤسسة صيدال هي مؤسسة عمومية استراتيجية واحتكارية وهذا ما يؤدي إلى غياب أهمية التمويل وتكلفته كعناصر أساسية في الاستراتيجية المالية.

➤ بقبول الفرضية البديلة للدراسة، والتي مفادها: اختبار معامل الارتباط بين تكلفة رأس المال والقيمة المحاسبية لمجموع صيدال خلال الفترة 2002 إلى 2017 ليس له دلالة إحصائية واقتصادية، حيث تبين من خلال الدراسة القياسية عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

### التوصيات:

من خلال دراستنا لم نجد علاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ولهذا لا يمكن تقديم توصيات لهذا المجموع بحكم أن مؤسسة صيدال مؤسسة عمومية ومحتكرة للسوق، أما في حال ظهور مؤسسات أخرى منافسة فيجب على مجموع صيدال الأخذ بالتوصيات التالية:

- لا بد أن يكون هناك فتح لرأس المال للجمهور للاكتتاب وخاصة الاستثمار المؤسساتي.

- ضرورة استخدام التمويل المقترض طويل الأجل في هيكل رأس مال للمجمع لمساهته في تخفيض تكلفة رأس المال ومن ثم تعظيم قيمة المجمع.
- ضرورة الاستفادة من نتائج تحليل الوفر الضريبي والذي يعكس بدوره المنافع الإضافية للتمويل المقترض ولغرض تحديد هيكل رأس مال أمثل.
- ضرورة الاعتماد على النظريات والمداخل المالية العلمية في اختيار نوع التمويل لانعكاس ذلك وبشكل مباشر على قيمة المجمع.
- ضرورة الاهتمام بيئة التطبيق فبالرغم من أن أساس نظريات هيكل رأس المال واحدة، إلا أن بيئة التطبيق لها دور مهم في إظهار التفاوت في هياكل رأس المال المستخدمة.
- ينبغي على مجمع صيدال الاهتمام أكثر بقراراته التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في رفع قيمة المؤسسة، وفي هذا السياق لا بد أن يحظى قرار التمويل بعناية خاصة للتأكد من جدواه وانسجامه مع أهداف المؤسسة وطموحاتها، ويتم ذلك عن طريق دراسة وتحليل تأثيراته المحتملة خاصة في الجانب المتعلق بالعائد والمخاطرة.

#### أفاق الدراسة:

- يبقى موضوع تكلفة رأس المال موضوعا واسعا للبحث ونرجو أن يعاد اجراء دراسات أخرى في هذا المجال، ومن خلال دراستنا لأثر تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة تبادر في ذهننا عدة مواضيع يمكن أن تكون إشكالية بحث في هذا المجال وهي:
- أثر تكلفة رأس المال على القرارات المالية والاستراتيجية في المؤسسة الصناعية.
  - مدى تطابق النظريات والنماذج النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

قائمة المراجع

الكتب باللغة العربية:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. أموري الهادي كاظم ومحمد مناجد عيفان، مقدمة في تحليل الانحدار الخطي، مديرية دار الكتب للطباعة والنشر، بغداد، العراق، 1988.
3. حسام علي داود وخالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
4. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص522.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2008.
6. حيدر محمد علي بني عطا، مقدمة في نظرية المحاسبة والمراجعة، دار الحامد، عمان الأردن، ط1، 2007.
7. خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000.
8. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة، الجزائر، 2010.
9. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط01، عمان، الأردن، 2007.
10. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997.
11. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 1997.
12. ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها "الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008.
13. طارق عبد العال حماد، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
14. طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
15. العارضي جليل كاظم مدلول، الإدارة المالية المتقدمة "مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، دار الصفاء، ط1، عمان، الأردن، 2013.

16. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
17. عبد الغفار حنفي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997.
18. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
19. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
20. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجديدة، مصر، 2002.
21. عبد الوهاب الرميدي وعلي سماوي، المحاسبة المالية وفق النظام المحاسبي المالي، دار هومة، الجزائر، ط1، 2011.
22. عدنان تايه النعيمي وآخرون، إدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط5، عمان، الأردن، 2014.
23. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
24. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط3، عمان، الأردن، 2010.
25. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، جدارا للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006.
26. محمد إبراهيم علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.
27. محمد سعيد أنور سلطان، إدارة البنوك، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2015.
28. محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1999.
29. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
30. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
31. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.
32. محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1996.
33. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث للنشر، ط5، مصر، 2005.

34. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
35. نihal فريد مصطفى وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
36. نihal فريد مصطفى ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001.
37. هوام جمعة، المحاسبية المعمقة وفق لنظام المحاسبي المالي والمعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
38. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الجزء الثاني، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2011.

الكتب باللغة الفرنسية:

1. H. Bieman et autres, La Preparation des Financiers dans l'entreprise, Dunod, 2eme Edition, France, 1972.
2. J C Mathe , Diagnostic et dynamique de l'entreprise, édition Contables, Paris, 1991.
3. P.Vernimmen, Finance D'entreprise, 5eme Edition, Dalloz, Paris, France, 2002.

الرسائل العلمية:

1. أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2016.
2. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
3. بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
4. بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010.

5. بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة تلمسان، الجزائر، 2016.
6. زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، 2009.
7. زين عبد الملك، القياس والإفصاح عن عناصر القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012-2013.
8. صيودة إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة لنيل درجة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009.
9. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية دراسة حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006-2007.
10. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
11. عزوز ميلود، دور مراجعة القوائم المالية الجديدة في تحسين مراقبة التسيير، رسالة مقدمة كمتطلب لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017.
12. عماني فاتح، أثر معايير الإبلاغ المالي الدولية على المعالجة المحاسبية لفارق الحيازة على الميزانية، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015.
13. عمر ديلمي، أثر المراجعة الخارجية على مصداقية المعلومة المحاسبية بالمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص محاسبة، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008-2009.
14. قلال مريم، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2013-2014.



15. نظيرة قلاادي، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة سكيكدة، 2011.
16. هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007-2008.

#### المجلات والقوانين:

1. إبراهيم يعقوب إسماعيل وهلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17، السودان، 2006.
2. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، الجزائر، 2012.
3. بن ربيع حنيفة، الواضح في المحاسبة المالية وفق SCF والمعايير الدولية، منشورات كليك، الجزائر، ج 2، ط 1.
4. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة-تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 21، العراق، 2015.
5. القرار المؤرخ في 2008/07/26، المتضمن تحديد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشف المالية ومدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، الصادرة في 2009/03/25، العدد 19.
6. محفوظ جبار، تقييم الشركات المرشحة للتخصيص والتقليد في البورصة: الطرق المستعملة وتطبيقاتها، مجلة المال والأعمال، العدد 23، الكويت، 2005.

#### الملتقيات:

1. بلخير بكاري، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول: أثر التقييم على مسار الشركة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 4-5/12/2005.
2. نجاري جيلالي، ملتقى وطني حول تنمية الصناعة الدوائية من خلال مؤسسة صيدال، شرشال، 1999، ص 06.
3. إسلام لبصيري، دور التكنولوجيا والمعرفة في تحقيق التنمية الصناعية، مداخلة ضمن ملتقى دولي حول استراتيجية تطوير القطاع الصناعي في إطار تفعيل برنامج التنوع الاقتصادي في الجزائر، 6-7 نوفمبر 2018.

4. خمتقاني بدر الزمان، الملتقى الوطني حول: التشخيص المالي للمؤسسات الاقتصادية، مداخلة حول: مدى مساهمة النظام المحاسبي المالي في تفعيل أدوات التشخيص المالي للمؤسسة، سوق أهراس، يومي: 22 و23 ماي 2012.

5. بوشويشة رقية، الملتقى الوطني حول: التشخيص المالي للمؤسسات الاقتصادية، مداخلة حول: التشخيص المالي في المؤسسة الاقتصادية، سوق أهراس، يومي 22 و23 ماي 2012.  
المواقع الالكترونية:

1. <http://www.saidalgroup.dz/>

## الملخص

يهدف مشروع بحثنا إلى تسليط الضوء على الجوانب النظرية والتطبيقية لأثر تكلفة رأسمال على قيمة المؤسسة. وقد تناولت الدراسة مجمع صيدال كدراسة حالة للفترة 2002-2017 لاختبار فرضية معنوية ومدلولية معامل الارتباط بين تكلفة رأسمال والقيمة المحاسبية لسهم صيدال باستخدام الانحدار البسيط، وقد توصلنا إلى نتيجة أساسية مفادها عدم قبول الفرضية الأساسية للبحث أي لتكلفة رأسمال تأثير حيادي على قيمة سهم مجمع صيدال، وأن هذا يعود أساسا إلى أن مؤسسة صيدال مؤسسة عمومية استراتيجية واحتكارية وهذا ما يؤدي إلى غياب أهمية التمويل وتكلفته كعناصر أساسية في الاستراتيجية المالية.

**الكلمات المفاتيح:** التمويل، قيمة المؤسسة، تكلفة رأسمال، الانحدار البسيط.

## *Résumé*

Notre recherche s'appuie sur l'étude des aspects théoriques et pratique de l'impact du coût de capital sur la valeur de l'entreprise. Nous nous testons l'hypothèse de signification de coefficient de corrélation entre coût de capital et valeur de l'action du groupe SAIDAL au cours de la période 2002-2017 en utilisant la méthode de régression simple. L'étude a conclu que le coût de capital à un effet neutre sur la valeur de l'action du groupe SAIDAL, c'est-à-dire le rejet de l'hypothèse principale de notre étude. Ce constat renvoi principalement que le groupe SAIDAL une entreprise monopole et stratégique dans l'économie algérienne.

**Mots-clés:** Financement, Valeur de l'entreprise, Coût de capital, Régression simple.