

جامعة 8 ماي 1945

قالممة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسات

تحت عنوان

تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة

المؤسسة المدرجة في البورصة

دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2017)

إشراف الدكتورة:

عمر عبدة سامية

إعداد الطلبة:

عقون آمنة

بن طبولة ندى

السنة الجامعية 2018/2019

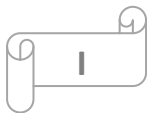
بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

« قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا

إنك أنت العظيم »

صدق الله العظيم

سورة البقرة: الآية 32



شكر و تقدير

نشكر الله ونحمده حمدا كثيرا مباركا على هذه النعمة
المباركة نعمة العلم والبصيرة و الصبر و العزم على مواصلة
مسارنا الدراسي
كما نتقدم بالشكر إلى أستاذتنا وموظرتنا عمر عبدة سامية
التي كان لها الفضل الكبير علينا لإتمام هذه المذكرة،
والتي نتمنى لها كل التوفيق والنجاح في مسارها المهني.
كما لانسى عمال مكتبة التسيير بالكلية وكذلك كل من
ساندنا و أفادنا في تحضير هذا العمل وقدم لنا يد العون
من قريب أو من بعيد

أمانة

فدى



إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلي:

روح والدتي العزيزة وإلي والدي أطال الله في

عمره

إلي أخي وأخواتي حفظهم الله

إلي كل الأصدقاء والأقارب

إلي كل من علمني ولو حرفاً

إلي كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلبي



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	البسملة والدعاء
III-II	التشكرات والاهداءات
VI-V	فهرس المحتويات
IX-VIII	فهرس الأشكال والجداول والملاحق
أ-و	المقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لتكلفة هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: عموميات حول تكلفة هيكل رأس المال
3	المطلب الأول: هيكل رأس المال ومكوناته
3	أولاً: مفهوم هيكل رأس المال
4	ثانياً: مكونات هيكل رأس المال
15	ثالثاً: العوامل المحددة لهيكل رأس المال
16	المطلب الثاني: تكلفة هيكل رأس المال
16	أولاً: تكلفة هيكل رأس المال
19	ثانياً: تكلفة الأموال الخاصة
25	ثالثاً: تكلفة الاستدانة
26	المطلب الثالث: طرق حساب تكلفة هيكل رأس المال
29	المبحث الثاني: أساسيات حول قيمة المؤسسة
29	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة
29	أولاً: مفهوم قيمة المؤسسة
30	ثانياً: أنواع قيمة المؤسسة
32	ثالثاً: آليات تحديد قيمة المؤسسة
34	المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق النظريات المعاصرة
34	أولاً: نظرية الإفلاس
36	ثانياً: نظرية الوكالة
38	ثالثاً: نظرية الإشارة
39	المطلب الثالث: قياس قيمة المؤسسة

39	أولاً: مدخل الموجودات
45	ثانياً: مدخل المردودية
54	ثالثاً: طرق التقييم الهجينة Good will
61	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: اختبار تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال	
63	تمهيد
64	المبحث الأول: تقديم لمجمع صيدال
64	المطلب الأول: لمحة عن مجمع صيدال
64	أولاً: نشأة وتطور مجمع صيدال
66	ثانياً: التعريف بالمجمع
69	ثالثاً: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
77	المطلب الثاني: عملية إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر
78	المطلب الثالث: مؤشرات حول أداء مجمع صيدال
84	المبحث الثاني: تقدير تأثير تكلفة رأس المال على قيمة مجمع صيدال
84	المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة حالة
84	أولاً: تعيين النموذج
88	ثانياً: تقدير نماذج الدراسة
88	ثالثاً: اختبار نماذج الدراسة
92	المطلب الثاني: الدراسة الإحصائية للمتغيرات واختبار إستقراريتها
92	أولاً: الدراسة الإحصائية للمتغيرات
93	ثانياً: اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية
96	المطلب الثالث: تقدير وتقييم النماذج
102	خلاصة الفصل الثاني
104	الخاتمة
109	قائمة المراجع
119	الملاحق

فهرس الأشكال والجداول
والملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
35	العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس	(1-1)
37	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	(2-1)
70	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	(1-2)
79	تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(2-2)
81	تطور إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(3-2)
82	النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(4-2)
83	تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(5-2)
86	تطور لمتغيرات المستقلة خلال الفترة 2002-2017	(6-2)
87	تطور المتغير التابع خلال الفترة 2002-2017	(7-2)
91	احصائية Durbin watson	(8-2)

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
52	جانب من جدول بيتس	(1-1)
67	بطاقة فنية لمجمع صيدال	(1-2)
79	رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(2-2)
80	تطور إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(3-2)
81	النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(4-2)
82	تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2017	(5-2)
92	عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستقلة والمتغير التابع	(6-2)
94	اختبار ديكي فولر الموسع "ADF" لاستقرار السلاسل الزمنية عند المستوى	(7-2)
95	اختبار ديكي فولر الموسع "ADF" لاستقرار السلاسل الزمنية عند الفرق الأول	(8-2)

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
119	متغيرات مؤسسة عينة الدراسة	الملحق رقم (1)
120	الخصائص الإحصائية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع	الملحق رقم (2)
122	جداول نتائج إختبار استقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى لبرمجية Eviews8	الملحق رقم (3)
125	جداول نتائج إختبار استقرارية السلاسل الزمنية عند الفرق الأول لبرمجية Eviews8	الملحق رقم (4)
128	جداول نتائج إختبارات النموذج الأول لبرمجية Eviews8	الملحق رقم (5)
129	جداول نتائج إختبارات النموذج الثاني لبرمجية Eviews8	الملحق رقم (6)
130	جدول نتائج إختبار النموذج الثالث لبرمجية Eviews8	الملحق رقم (7)

المقدمة

المقدمة

يكمّن الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية، وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة، ويحكم هذا الهدف ثلاثة أنواع من القرارات المالية والمتمثلة في قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة تدفقات الخزينة وأخرى تمويلية ينجم عنها تدنية تكلفة رأس المال إلى حد ممكن.

تؤدي القرارات المالية والإدارية السليمة إلى سلامة هيكل رأس المال وبالتالي تحقيق ربحية متناسقة مع السيولة ومتانة المركز المالي والقدرة المالية، وتعد مسألة تحديد هيكل رأس المال الأنسب من بين اعقد المسائل التي تواجهها الإدارة المالية، إذ تقع على عاتقها انتقاء المصدر التمويلي الأنسب أمام تنوع مصادر التمويل وتباين خصائصها واختلاف تكاليف وشروط الحصول عليها، حيث أصبح من الضروري تحديد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي المناسب، مع مراعاة تأثير المديونية على الوضعية المالية للمؤسسة ورجحيتها بتحقيق معدل عائد أعلى أو مساوي لتكلفة رأس المال.

وقد حاولت بعض الدراسات توضيح تأثير هذه القرارات المالية بأشكالها الثلاثة على قيمة المؤسسة، حيث أثبتت بعضها الوصول إلى وجود تأثير لهذه الأخيرة على قيمة المؤسسة، بينما توصلت دراسات أخرى إلى عكس ذلك، وتأتي دراستنا هذه في نفس السياق مركزة على قرار التمويل وتأثيره على قيمة المؤسسة.

1- إشكالية الدراسة:

يعاني السوق المالي الجزائري من انخفاض السيولة ومستوى المنافسة وبالتالي ارتفاع تكاليف التمويل فيه، بالإضافة إلى غياب الشفافية والرضا بسبب عدم تماثل المعلومات، لذا تفشل العديد من المؤسسات الجزائرية في التوصل إلى المزيج التمويلي المناسب لتمويل أنشطتها وسير أعمالها لعدم وجود تخطيط صحيح لهيكل رأس المال الذي يتناسب مع قدراتها، لذا يجب أن تخطط جيدا في اختيار مصادرها التمويلية لتفادي أي خسائر قد تقع فيها أثناء اتخاذها لقرارات استثمارية، وبناء على ذلك تتمحور إشكالية الدراسة حول التساؤل التالي:

ما مدى تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال المدرج في البورصة ؟

انطلاقا من الإشكالية الرئيسية يمكن صياغة التساؤلات الفرعية التالية:

-ما تأثير تكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال؟



- ما تأثير تكلفة أموال الملكية على القيمة السوقية لمجمع صيدال؟

- ما تأثير تكلفة الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيدال؟

2- فرضيات الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة، تم صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة أموال الملكية على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

3- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في الربط بين تكلفة هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، من خلال تحديد وحساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل على حدى واختيار أقلهم تكلفة، حيث يتفق محتوى هذه الدراسة مع الاتجاهات الحديثة للإدارة المالية التي أصبحت تركز على ما يعرف "بالإدارة بالقيمة"، وبالتالي أي قرارات تتخذها المؤسسة دائما يحسب تأثيرها على القيمة سواء قرارات استثمارية أو مالية، وبما أن القرار التمويلي يعتبر من أهم قرارات الإدارة المالية فإن أهمية هذا الموضوع تنبع من أهمية الخطة العملية لاتخاذ القرارات المالية في توفير واستخدام الأموال اللازمة من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

4- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد من وجود تأثير لتكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال لمساعدة المستثمرين من خلال الاعتماد على تكلفة مصادر التمويل في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وذلك من خلال:

-التعريف بهيكل رأس المال ومكوناته من مصادر تمويل مملوكة وأخرى مقترضة وكيفية حساب تكلفة كل مصدر.

- تحديد مفاهيم أساسية لقيمة المؤسسة، أنواعها، آليات تحديدها ومدخل قياسها.

- تحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة من خلال دراسة حالة مجمع صيدال.

5- منهج الدراسة:

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة وتحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة وتبيان مدى تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، وكذلك الحصول على نتائج دقيقة، قمنا باتباع المنهج الوصفي في عرض الجوانب النظرية لتكلفة هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، كما اتبعنا المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي لدراسة العلاقة بين تكلفة هيكل رأس المال وقيمة مجمع صيدال مستخدمين في ذلك بعض الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية.

6- الأدوات المستخدمة في الدراسة:

من خلال دراستنا والمتمثلة في تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى العادية لبناء نماذج انحدار بسيط بالاستعانة ببرمجية Eviews8، وبرنامج Microsoft Excel في رسم المنحنيات، كما تم اعتماد مستوى معنوية 5% لإثبات فرضيات الدراسة وتفسير نتائجها، بالإضافة إلى استخدام اختبار tستيوذنت لاختبار معنوية معاملات النموذج، واختبار فيشر لاختبار معنوية النموذج ككل واعتمدنا على معامل التحديد الذي يعبر عن مدى تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، واختبار Durbin-Watson للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي، واختبار ADF لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية.

7- الدراسات السابقة:

✓ دراسة F.J. Lopèz & J.A. Rodriguez بعنوان ownership structure, corporate value and firm investment, spanish firms (2001)، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين هيكل حقوق الملكية وقيمة المنشأة والاستثمار في المنشأة، وهذا لـ 140 شركة إسبانية للفترة بين 1991-1997، ولتحقيق هدف هذه الدراسة قام الباحثان بالاستعانة بالنموذج القياسي، وتوصلت إلى عدة نتائج من بينها أن هيكل حقوق الملكية يؤثر في قيمة المنشأة، حيث تزداد قيمة المنشأة مع زيادة قيمة حقوق الملكية إذا كان المديرين يمتلكون نسبة أقل من 20% أو نسبة أكثر من 50% من إجمالي الأسهم في المنشأة، أما إذا كانوا يمتلكون نسبة بين 20% إلى 50% من إجمالي الأسهم، فإن العلاقة تصبح سالبة بين حقوق الملكية وقيمة المنشأة، وأن الرافعة المالية وحجم المنشأة من أهم محددات قيمة المنشأة والعلاقة بينهما معنوية، ولا يوجد ارتباط بين هيكل حقوق الملكية والاستثمار، وأن الاستثمار يتأثر بأداء المنشأة فكلما ازدادت القيمة السوقية للمنشأة مقارنة بالقيمة الدفترية، كلما ازدادت الدافعية للاستثمار في المنشأة، أي أن هناك علاقة إيجابية بين الاستثمار والقيمة السوقية

للمنشأة، وأنالرافعة المالية لها تأثير ايجابيفيقيمة

المنشأةفيحالةالاستثمارفالأصولالملموسة،ولهاعلاقةسالبةأوعكسيةفيحالةالاستثمارفيالأصولغيرالملموسة.

✓ دراسة منير محمود عباد بعنوان أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات (2004)، وهدفت هذه الدراسة إلى توضيح تأثير القرارات المتعلقة بهيكل رأس المال بمعنى هل يستخدم الدين لزيادة أرباح الشركة أم لرفع قيمتها، وذلك للشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للفترة الواقعة بين 1991-2000 ولتحقيق هدف الدراسة، قام الباحث بالاستعانة ببناء نموذجين قياسييين، الأول لفحص العلاقة بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال، أما النموذج الثاني فقد تم بناءه لفحص العلاقة بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال الذي تم حسابه بقسمة اجمالي الديون على حقوق الملكية، وتوصلت نتائج النموذج الأول إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وهيكل رأس المال، كما أثبتت نتائج النموذج الثاني وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين.

✓ دراسة مليكة زغيب وسفيان دلفوف بعنوان تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة (2011)، وتهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيد اللؤلؤ للفترة الممتدة بين 1999-2002، وقد قام الباحثان بالتحقق من العلاقة بالاستعانة بالنموذج القياسي لدراسة علاقة نسب الاقتراض في الهيكل المالي مع القيمة السوقية للمجمع، وقد كانت النتائج المتحصل عليها تثبت تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، وأن العلاقة بينهما علاقة معنوية وعكسية ذات دلالة إحصائية.

✓ دراسة ضيف ياسين وزوزي محمد بعنوان تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة (2013)، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيفية

مساهمة اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي في رفع قيمة الشركة، وعليه تم اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة، ولدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع بمقاسة بالقيمة السوقية إلى القيمة

(الهيكل المالي معبر عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردودات، حجم الشركة مقاس بسبلو غار يتم اجمالياً لأصول، النمو والمخاطر النظامية)، تم استخدام أسلوب البيانات الطولية "data Panel".

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة اجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون القصيرة إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة منجهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، والذ موقية الشركة منجهة أخرى.

✓ دراسة جبار بوكثير بعنوان عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية (2016)، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر الهيكل المالي لمجمع صيد العلى قيمته السوقية (السعر السوقي للسهم)، وهذا خلال الفترة



الممتدة من 1999 الى 2014، ولتحقيق الهدف المنشود، تم تكوين عدة نماذج انحدار بسيط تضم متغيرات الدراسة (الهيكلة المالي كمتغير مستقل ممثلا بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، والقيمة السوقية كمتغير تابع ممثلة بالسعر السوقي لسهم المجمع في بورصة الجزائر)، وذلك بالاعتماد على برمجية Eviews 9. وقد توصلت الدراسة أن الهيكلة المالي لمجمع صيدال يمكن أن يدخل في تفسير التغيرات التي تطرأ على السعر السوقي لسهم المجمع الصناعي صيدال، كما تبين وجود علاقة عكسية بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.

8- التوثيق العلمي:

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في الجانب النظري على مراجع باللغة العربية وباللغة الفرنسية، تتمثل في كتب، مذكرات ماجستير ودكتوراه، إضافة إلى المجلات والمؤتمرات ومواقع الانترنت، أما في جانب الدراسة التطبيقية فقد تم الاعتماد على التقارير السنوية الصادرة عن مجمع صيدال وكتب الاقتصاد القياسي.

9- محتويات الدراسة:

تتناول الدراسة في فصلين، فصل للجانب النظري بهدف الإحاطة بالموضوع وإعطاء خلفية جيدة عنه وفصل ثاني للدراسة التطبيقية أين تم اختبار الفرضيات من خلال دراسة حالة مجمع صيدال، ويمكن عرض محتوى الدراسة كما يلي:

الفصل الأول بعنوان "الإطار النظري لتكلفة هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة"، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، في المبحث الأول تم عرض عموميات حول تكلفة هيكل رأس المال بداية بتقديم تعريف لهيكل رأس المال ومختلف مكوناته من مصادر تمويل مملوكة وأخرى مقترضة، وذكرنا أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال، إضافة إلى تكلفة هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيها وطرق حسابها ومختلف تكاليف مصادر التمويل.

أما في المبحث الثاني تناولنا أساسيات حول قيمة المؤسسة، من مفاهيم وأنواع وآليات تحديدها، كما تعرضنا لبعض النظريات المعاصرة التي تطرقت إلى قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى طرق قياس قيمة المؤسسة وفق عدة مداخل.

أما الفصل الثاني بعنوان "اختبار تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال"، فتم تقسيمه هو الآخر إلى مبحثين، حيث أن في المبحث الأول قمنا بتقديم عام لمجمع صيدال من نشأة وتطور وتعريف للمجمع، وكذلك عملية إدراجه في بورصة الجزائر وأهم المؤشرات حول أدائه، وفي المبحث الثاني قمنا بالإجراءات المنهجية



لدراسة الحالة بالإضافة إلى الدراسة الإحصائية للمتغيرات واختبار استقراريتها، وفي الأخير تقدير واختبار نتائج الدراسة.

10- صعوبات الدراسة:

واجهتنا في إنجاز هذه المذكرة بعض الصعوبات نوجزها في النقاط التالية:

- إشكالية الوصول إلى بعض المراجع المتخصصة وذات الصلة بالموضوع مع ندرتها باللغة العربية خاصة الكتب المتعلقة بقيمة المؤسسة وطرق قياسها والمتوفرة أغلبها تتناول نفس المعلومة، وهذه القلة في المراجع نردها بالدرجة الأولى إلى قلة الاهتمام بدراسة هذا الموضوع مقارنة بالمواضيع الأخرى.
- عدم توفر المعلومات الكافية عن المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وهو ما يجعل دراستنا تقتصر على مؤسسة واحدة فقط، كما أن السلاسل الزمنية ضمت 16 مشاهدة فقط وهي الفترة التي توفرت فيها البيانات بشكل مستمر.

الفصل الأول

الإطار النظري لتكلفة هيكل

رأس المال وقيمة المؤسسة

تمهيد

إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، فبالتالي عليها أن تختار بين اثنين من بدائل التمويل الأساسية إما اللجوء إلى الاقتراض أو بالأموال المملوكة، ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب تعتمد بشكل كبير على حجمها، ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية.

ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، ودراسة أثر هذا المزيج على قيمة المؤسسة من خلال تكلفة رأس المال التي تعتبر من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية، والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة.

كما نجد أيضا أن عملية تقييم المؤسسة ليست واضحة ومباشرة كما يعتقد الكثير من الناس، فقيمة المؤسسة تتوقف على عدة عوامل كالمهدف من عملية التقييم، آليات التقييم ونماذج وطرق التقييم المختلفة، حيث أن كل منها تتحدد وفق مداخل عديدة أين نجد مدخل الذمة المالية الذي يعتمد على الميزانية والثاني مدخل التدفقات النقدية الذي يعتمد على حساب النتائج، وآخر يعتمد على مفهوم فائض القيمة. ويختلف المقيمون في اختيار الطريقة المناسبة باختلاف الغرض من التقييم والأهداف المرجوة منه.

المبحث الأول: عموميات حول تكلفة هيكل رأس المال

في ضوء السياسة التمويلية الخاصة بالمؤسسة يتم تحديد هيكل رأس المال المناسب حسب احتياجاتها، وتختلف مكوناته باختلاف طبيعة ملكيتها ودرجة المخاطر التي تتميز بها، فقد يتم الاعتماد على مصادر تمويل مملوكة ومصادر تمويل مقترضة، وتوجد عدة عوامل تحدد هيكل رأس المال في المؤسسة، كل هذا سوف نتناوله بالشرح والتفصيل في هذا المبحث.

المطلب الأول: هيكل رأس المال ومكوناته

يعتبر هيكل رأس المال من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين كما يعد تحديد مكوناته من أكثر موضوعات التمويل التي لاقت اهتماماً وأدت بظهور العديد من النظريات لتفسير تأثير قرارات تحديدها على استقرار المؤسسة من الجانب المالي.

أولاً: مفهوم هيكل رأس المال

يمثل الهيكل المالي جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضاً سواء مصادر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، كما يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل موجوداتها المختلفة، لذلك يجب التفرقة أولاً بين مفهوم الهيكل المالي ومفهوم هيكل رأس المال.

فالهيكل المالي هو عبارة عن: "تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، فهو يتكون من جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية وقروض قصيرة وطويلة الأجل"¹.

أما هيكل رأس المال يعرف بأنه: "خليط من مصادر مختلفة للتمويل الدائم للمؤسسة طويلة الأجل، كحقوق الملكية وقروض طويلة الأجل، الأرباح المحتجزة، وبطبيعته يحدد العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة من جهة وعلاقتها بقوة وقيمة المؤسسة من جهة أخرى"².

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص 349.

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية القاهرة، 2005، ص 504.

ويعرف أيضا بأنه: " مزيج من الديون وحقوق الملكية التي تحتفظ به المؤسسة، من أجل تمويل احتياجاتها المالية"¹.
ومنه يتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي الذي ينطوي على أنواع وأشكال التمويل أي
أن²:

هيكل رأس المال = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين

بناء على التعريفات المذكورة يتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي يتضمن مطلوبات المؤسسة
طويلة الأجل المتمثلة في القروض التي تحصل عليها من المؤسسات المالية، وحقوق الملكية التي تمثل رأس المال
المدفوع والأرباح المحتجزة.

ثانيا: مكونات هيكل رأس المال

بشكل عام يتضمن هيكل رأس المال لمعظم المؤسسات حقوق الملكية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول
للبدء بعمليات المؤسسة، والأموال المقترضة التي تشكل أحد البدائل لتعبئة الموارد المالية.

1- الأسهم العادية

أ- تعريف السهم العادي:

السهم العادي هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة من قبل
حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، ويحول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه
الآخرين، كما يحق له الحضور في الجمعية العمومية والتصويت³.

وتصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة فقط وتعتبر المصدر الرئيسي لتمويلها وخاصة في مرحلة
التأسيس، إذ تقوم المؤسسة بتحديد حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم ثم طرحه للجمهور،

¹ عادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بصرى، العدد 37، نوفمبر 2014، ص 87.

² أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق
المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة، 2016، ص 32.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط 2، 2009، ص 201.

وتعرف هذه الأسهم بالأسهم المصدرة، تتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف المؤسسة الاقتصادية والمالية وهنا يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم، القيمة الدفترية والقيمة السوقية¹.

ب- القيم المختلفة للسهم العادي:

يمكن للسهم أن يأخذ أي من القيم التالية:

✓ القيمة الإسمية:

يقصد بها تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي، أو إصدار شهادة إثبات ملكية للسهم أو الأسهم في المؤسسة، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الإسمية²، وهي ليس لها أية قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية تاريخية، ويعتمد عليها في تحديد نسبة الربح الموزع إلى مالكي الأسهم العادية³.

✓ القيمة الدفترية:

هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات المؤسسة المحاسبية وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح الغير موزعة، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من أسهم المؤسسة⁴، وتحسب كما يلي⁵:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \text{حقوق الملكية} - \text{الأسهم الممتازة} \div \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

وتتغير القيمة الدفترية بحسب الظروف الداخلية التي تمر بها المؤسسة، فكلما زادت الأرباح زادت القيمة الدفترية لأسهمها وتبعاً لذلك تقل كلما قلت أرباحها وزادت مديونيتها، وللقيمة الدفترية للسهم فوائد عديدة إذ أنها

¹ الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 94-95.

² عبد العزيز بن قيراط، تمويل المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تطبيقي وتسيير المنظمات، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2009، ص 14.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 202-203.

⁴ فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، 2009، ص 24.

⁵ هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص 15.

تساعد المدير المالي في اتخاذ قراره المتعلق بشراء الأسهم المتداولة في السوق، كما أنها تعطي فكرة واضحة عن القيمة الحقيقية له¹.

✓ القيمة السوقية:

تحدد القيمة السوقية نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب²، لذلك فهي تمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، وتعتبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق فعندما تحقق المؤسسة أرباح وترتفع قيمتها في السوق يكون سعر السهم في السوق أعلى من القيمة الدفترية أو القيمة الإسمية والعكس صحيح، وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت إلى آخر وتعتبر عن كفاءة أداء المؤسسة، وتعكس الحالة الاقتصادية التي تحيط بها³، وتحسب كما يلي⁴:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = (\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات}) \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

وتوجد أيضا قيم أخرى للأسهم العادية وهي القيمة عند التصفية والقيمة الحالية.

ج- حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات والدائنين الآخرين وهي⁵:

- يحق لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح، التصويت والمشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها المؤسسة، والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة، وتعتمد درجة تأثير المساهم في السياسات والقرارات ونفوذه على عدد الأسهم التي يملكها حيث لكل سهم صوت واحد.

¹ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار مكتبة الرائد العلمية، الأردن، ط1، 2002، ص283-284.

² إبراهيم يعقوب إسماعيل وآخرون، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، السودان، العدد 2، 2016، ص7.

³ سليم عبد الزهرة كزار وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، العدد 29، دون سنة، ص193.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص203-204.

⁵ غنية بو ربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر، الجزائر، 2012، ص22-23.

- الحق في الأرباح الموزعة، يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.
- يحصل حملة الأسهم على حقوقهم عند تصفية المؤسسة، ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.
- يحق لحملة الأسهم بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولوية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.

د- تقييم التمويل بالأسهم العادية:

- هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي¹:
- أن المؤسسة غير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات على حملة الأسهم إلا بعد تحقيقها لأرباح واتخاذ القرار بتوزيعها.
- لا تقوم المؤسسة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطيها مرونة بعدم الدخول في التزامات محددة.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، مما يترتب عليه زيادة الطاقة الإقراضية المستقبلية للمؤسسة.

رغم هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها²:

- احتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته والاحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين، أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم عادة ما يكون مرتفع نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة، أما ثانيهما أن توزيعات الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية.

¹ منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط5، 2003، ص552.

² المرجع السابق، ص552.

- توسيع قاعدة توزيع الأرباح، بالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار¹.

2- الأسهم الممتازة

أ- تعريف السهم الممتاز:

يعد هذا النوع من الأسهم ذو طبيعة هجينة لأنه يجمع في خصائصه بين الأسهم العادية والسندات، فمن ناحية تشبه الأسهم العادية في كونها تمثل سندا للملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجلها بوجود واستمرار المؤسسة، ويمتثلان كذلك في 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 لحملة كل منهما لا يترتب عليه إفلاس الشركة².

ومن ناحية أخرى مثلها 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، ولا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في مجلس الإدارة إلا أنهم يتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم إذا ما تعرضت المؤسسة للانهايار وتصفية موجوداتها³.

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 التأسيس بعض المؤسسات على أن الحق في التوزيعات يكون فقط في السنوات التي تحقق فيها المؤسسة الأرباح⁴.

ب- خصائص الأسهم الممتازة:

من بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم عن غيرها ما يلي⁵:

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار اجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 111.

² عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006، ص 377.

³ علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008، ص 279.

⁴ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص378.

⁵ عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2007، ص159.

- تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية، كون أن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة الإفلاس المؤسسة أو تصفيتها، وأيضاً تمتلك الأولوية عند توزيع الأرباح.
 - إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها لمدة سنة أو أكثر، وذلك عن طريق تدويرها إلى سنوات لاحقة.
 - إمكانية وحق التحول إلى أسهم عادية، ويعبر هذا عن قدرة الأسهم الممتازة من التحول إلى الأسهم العادية.
 - السهم الممتاز ذو قيمة اسمية ثابتة، ويجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية المؤسسة.
- ج- حالات إصدار الأسهم الممتازة:**

هناك عدة حالات تدفع المؤسسة للقيام بإصدار الأسهم الممتازة نذكر منها¹:

- الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية.
- في حالة ارتفاع مديونية المؤسسة وزيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، فإن التمويل بواسطة الأسهم الممتازة يفضل على التمويل بواسطة السندات أو القروض، لأنه يترتب على المؤسسة التزامات من حيث الأقساط والفوائد وتكون ملزمة بدفعها سواء حققت أرباح أو لم تحقق وفي أوقات وبمبالغ محددة، بينما التمويل بالأسهم الممتازة يتم منح حاملها نصيبهم من الأرباح عند تحققها واتخاذ القرار بالتوزيع.
- إن معظم إصدارات الأسهم الممتازة ينص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حاملها في إدارة المؤسسة، أو انتخابات مجلس الإدارة أو في التصويت في الجمعية العمومية، وبالتالي تكون المؤسسة حرة في الإدارة في حالة حصولها على التمويل بالأسهم الممتازة، أي لا يوجد خطر فقدان السيطرة على المؤسسة.

د- تقييم الأسهم الممتازة:

تتمثل مزايا الأسهم الممتازة في²:

- الأسهم الممتازة ليس لها موعد محدد للسداد، حيث لا تعد التزامات يتوجب الوفاء بها.
- التوسع في إصدارها يقوي مركز المنشأة المالي، ويقلل حاجتها للاقتراض.

¹ غنية بو ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دون سنة، ص 91.

وهناك مزايا أخرى للأسهم الممتازة¹:

- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة كما هو الحال في فوائد السندات.
- ليس لها أصوات لذلك لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة القائمة.

أما عيوبها فهي²:

- يحصل حملة الأسهم الممتازة دائماً على حقوقهم حتى ولم توزع المؤسسة أرباحاً.
- تكلفتها أعلى من تكلفة القروض.
- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل.
- عند تصفية المؤسسة يحصل أصحاب القروض أولاً على أموالهم ثم حملة الأسهم الممتازة.

3- الأرباح المحتجزة:

أ- تعريف الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة تمثل مصدر تمويل داخلي هام لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل للمؤسسة³، يتم حجز جزء منها تستخدمه المؤسسة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها ومواجهة الطوارئ، والباقي يتم توزيعه على المساهمين في حالة تحقيق أرباح، حيث تعمل كذلك على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة بالرفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى زيادة قدرتها الإقراضية⁴.

ب- تقييم الأرباح المحتجزة:

من أبرز مزايا الأرباح المحتجزة ما يلي⁵:

- تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة.

¹ شقر عامر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، ط1، 2005، ص96.

² هيثم محمد الزعبي، مرجع سبق ذكره، ص91-92.

³ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد حيدر، بسكرة، 2015، ص34.

⁴ الشريف عليان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص99.

⁵ عبد الحليم كراجة، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2006، ص94.

- سهولة الحصول عليها فهي لا تحتاج إلى ضمانات كما في حالة التمويل بالسندات.
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.
- التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين نظرا لعدم دخول مساهمين جدد. والعيوب هي¹:

- يعتبر استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر أمر ليس بال جيد بالنسبة للمؤسسة.
- قد يتعذر على شركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر.
- يتطلب أحيانا من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

4- السندات

أ- تعريف السندات:

السندات عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أجل محدد وبسعر فائدة ثابت، وعلى المؤسسة أن تلتزم بدفع قيمته عند الاستحقاق بالإضافة إلى الفوائد السنوية، ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات كما يمكن بيعه قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق².

لا يعتبر حامل السند مالكا في المؤسسة ولا يحق له التدخل في شؤونها، مع أنه يحق له الحصول على مدفوعات الفائدة سواء حققت المؤسسة أرباحا أو لم تحقق وذلك إلى جانب التزامها بسداد أصل السندات³.

ب- خصائص السندات:

تتميز بالخصائص التالية⁴:

¹ علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 282.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 85-86.

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، 1999، ص 312-314.

⁴ سمية بلجيلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص 18.

- يمثل السند دين أو التزام على الجهة التي أصدرته، وبالتالي فإن حاملهم في الحقيقة هم دائنين من وجهة نظر الجهة المصدرة.
- يحصل حامل السند على عائد مكون من معدل الفائدة المحدد دورياً بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة حققت أرباح أو لم تحقق، وعائد رأسمالي ناتج عن الفرق بين القيمة السوقية عند الشراء والقيمة السوقية عند البيع.
- تحمل السندات تاريخ استحقاق محدد يجب على المؤسسة المصدرة أن تسددها خلاله.
- تعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسة لأصحاب السندات جزءاً من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة، وبالتالي فهي تحقق وفورات ضريبية.
- أولوية حملة السندات في الحصول على حقوقهم في حالة تصفية المؤسسة قبل أصحاب الأسهم وذلك باعتبارهم دائنين لها¹.

ج- أنواع السندات:

- هي كثيرة لهذا سنختار منها عدة أنواع مهمة وشائعة الاستعمال لتعرض لها باختصار فيما يلي:
- ✓ سندات مضمونة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة بضمان أصولها لمصلحة حاملها، وتتعهد المؤسسة بدفع قيمة هذه السندات عند تاريخ الاستحقاق وكذلك الفوائد المستحقة في مواعيدها².
 - ✓ سندات غير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون مضموناً فقط بالديون العامة للمدين، ولحامليها حق الأولوية عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة وعن حملة أسهمها، وذلك في استيفاء حقه في الفوائد من الأرباح أو حقه في الدين الأصلي من أصول المؤسسة عند التصفية أو الإفلاس³.
 - ✓ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية: يمكن لحامل هذا النوع من السندات استبدالها حسب رغبته، وبذلك يصبح من بين مساهميها وهذا في فترة محددة في عقد إصدارها أو في أي فترة قبل تسديدها، وبالتالي يمكنه الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل المؤسسة لركود طويل نسبياً، والحصول على أرباح عندما تتحسن

¹ سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010، ص33.

² طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص114.

³ محمد مطر، وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005، ص103.

وضعيتها المالية، بالإضافة إلى أن هذا النوع يعتبر وسيلة للسيطرة على المؤسسة بصفة أن حاملها أصبح من المساهمين العاديين¹.

✓ سندات قابلة للاستدعاء: هي السندات التي يحق للمؤسسة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق، ويتميز هذا النوع بأن المؤسسة تستطيع استدعائه في حالة ارتفاع أسعار سندات السوقية، وإصدار سندات جديدة بسعر فائدة أقل².

✓ سندات الدخل: لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحاً، وهي تقترب من حيث العائد إلى الأسهم مع عدم تمتعها بحق الملكية، إضافة إلى كون حاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم عادية³.

✓ سندات ذات سعر فائدة متغير: تمثل وعد بدفع سعر فائدة على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح، ويعاد النظر فيه دورياً بهدف تعديله ليتلاءم مع المعدلات السارية في السوق⁴.

د- تقييم السندات:

مزايا السندات من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرتها⁵:

- غالباً ما تكون تكلفة السندات أقل من تكلفة غيرها من أدوات الدين الأخرى.

- تحقق السندات ميزة تخفيف العبء الضريبي على المؤسسة، كون الفوائد المدفوعة عليها تحمل على قائمة الدخل.

- تتيح للمؤسسة استخدام أموال الغير دون أن يكون لهم الحق في الاشتراك في ادارتها.

أما العيوب⁶:

- تخصص المؤسسة سنوياً مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها، وبالتالي يتشكل عبئاً عليها.

¹ محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص732.

² محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص401.

³ أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، دون سنة، ص29.

⁴ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الخامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص225.

⁵ عدنان تايه ذياب النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص175.

⁶ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص282.

- 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 المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس والتصفية.

5- القروض طويلة الأجل

أ- تعريف القروض طويلة الأجل:

القروض طويلة الأجل هي إحدى المصادر الهامة لتمويل الفرص الاستثمارية، وهي تمثل الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية المحلية والدولية مثل البنوك وشركات التأمين ومختلف المؤسسات المالية¹، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض، وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض يكون في التاريخ المتفق عليه، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، بالإضافة إلى الضمانات التي يطلبها المقرض مثل الحفاظ على درجة سيولة الأصول، نسبة المديونية، مكونات هيكل رأس المال، ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها².

ب- تقييم القروض طويلة الأجل:

لا تختلف مزايا وعيوب القروض طويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة باعتبارها ناتج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض والمقرض، وتبعًا لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن المؤسسة من الحصول على احتياجاتها بسرعة، وتتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد مباشرة في حالة حدوث تغييرات في الظروف الاقتصادية التي تستدعي تغيير هذه الشروط، الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل³.

¹ سليمان بوفاسة، تمويل الاستثمارات عن طريق الاقتراض وانعكاساته على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص35.

² دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006، ص120.

³ مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009، ص467.

ثالثاً: العوامل المحددة لهيكل رأس المال

العوامل التالية تأخذ بعين الاعتبار عند تحديد هيكل رأس مال المؤسسة والمتمثلة في¹:

1- الرافعة

تعتبر العامل الأساسي المؤثر على هيكل رأس المال، فاستعمالها فيه يعني استعمال التمويل بتكاليف ثابتة مثل الدين، حقوق الملكية، والأسهم الممتازة وهي تتعلق بالتكلفة الإجمالية لرأس المال.

2- تكلفة رأس المال

وهي العامل الرئيسي في تحديد هيكل رأس مال المؤسسة بشكل طبيعي، إن التمويل طويل الأجل كحقوق الملكية والدين يتألف من تكلفة ثابتة، وعند تزايد تكلفة رأس المال يعني تناقص قيمة المؤسسة.

ومن هنا يجب على المؤسسة أن تتخذ خطوات حذرة لتخفيض تكلفة رأس المال على النحو التالي:

أ- **طبيعة الأعمال**: يعتمد استعمال الفائدة الثابتة على طبيعة الأعمال، فإن كانت الأعمال تأخذ مدة طويلة لإنجازها، فإن المؤسسة ستعتمد حقوق الملكية ثم الدين مما يخفض من تكلفة رأس المال.

ب- **حجم المؤسسة**: هو كذلك يؤثر على هيكل رأس المال، فإذا كانت المؤسسة تعود لاقتصاديات الحجم الكبير، فإنها تتمكن من تحقيق المتطلبات المالية بمساعدة مصادرها الداخلية وعندئذ تنخفض تكلفة رأس المال، على خلاف ذلك إن كان حجمها صغيراً فإنها ستبحث عن تمويل خارجي لا يتضمن تكلفة عالية.

ج- **المتطلبات القانونية**: وهي أيضاً من الاعتبارات التي تأخذ عند توزيع هيكل رأس المال مثل شركات البنوك التي تكون عادة مقيدة بالحصول على الأموال من بعض المصادر المحددة.

د- **متطلبات المستثمرين**: تجمع الأموال من أنواع مختلفة من المستثمرين، فسيكون من المناسب للشركات إيجاد مصادر متنوعة للأوراق المالية.

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 381-382.

3- السياسة الحكومية

تعمل هذه السياسة على تقييد حركة الأموال الكبيرة ذات الأجل الطويل من المصادر الخارجية، ومن هنا فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بالاعتبار السياسة الحكومية المتعلقة بهيكل رأس المال عند تخطيط وتحديد مصادر الحصول على الأموال.

المطلب الثاني: تكلفة هيكل رأس المال

إن معرفة تكلفة رأس المال تعتبر عنصر مهما وأساسيا للحصول على التمويل وإجراء المقارنة بين البدائل التمويلية المتاحة للوصول إلى اتخاذ القرارات المالية السليمة والملائمة.

أولاً: تكلفة رأس المال

سنعرض من خلال هذا العنصر إلى تعريف تكلفة رأس المال، أهميتها والعوامل المؤثرة فيها.

1- تعريف تكلفة رأس المال

تعددت تعاريف تكلفة رأس المال ولكن كلها ارتبطت بالعائد ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة، وعليه نأخذ بعض أهم هذه التعريفات:

تعرف تكلفة رأس المال بأنها: " الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الوضعية المالية للمؤسسة مع انخفاض القيمة السوقية لأسهمها، بينما تحقيق معدل عائد أكبر من تكلفة رأس المال يترتب عليه تحسين الوضع المالي مع زيادة القيمة السوقية"¹.

وهي أيضاً: " عبارة عن معدل العائد الواجب تحقيقه من الاستثمار كشرط أساسي لقبوله، وكذلك تمثل معدل الخصم المستخدم لحساب صافي القيمة الحالية للاستثمار"².

¹ محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 273.

² حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة، ص 269.

وتعرف كذلك على أنها: " معدل المردودية المفروض للأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون"¹.

مما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل لتكلفة رأس المال فهي: " معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فالعائد المتولد منه لا بد أن يكون أكبر أو معادل على الأقل تكلفة رأس المال ليتم قبوله، ومنه تحسين الوضع المالي للمؤسسة وزيادة قيمتها السوقية ".

2- أهمية تكلفة رأس المال

تكمن أهمية تكلفة رأس المال فيما يلي²:

- تستعمل تكلفة رأس المال كمعيار لتقييم المشاريع الاستثمارية من حيث القبول والرفض، فإذا تبين أنها تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئا على المؤسسة، وبالتالي عليها أن تتفادى الدخول فيها قبل الاستثمار.
- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير كبير على المؤسسة، وأن إعدادها بشكل صحيح يتطلب تقديرا لتكلفة رأس المال.
- حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال يساعد الإدارة المالية في اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة وتحقيق العوائد المتوقعة.
- استخدام تكلفة رأس المال كمعدل لخصم التدفقات النقدية عن طريق حساب صافي القيمة الحالية، أو مؤشر الربحية أو فترة الاسترداد.
- إن معرفة تكلفة رأس المال وكيفية تأثرها بالرافعة المالية يعتبر أمرا مفيدا في اتخاذ قرارات تتعلق بميكال رأس المال، حيث يتم اختيار الهيكل الذي عنده تكون التكلفة في حدها الأدنى وتكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى.

¹ عبد الغني دادن وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة ورقلة، 25-28 ماي 2003، ص3.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص 280-281.

3- العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي، وعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر من مصادر التمويل، كما تتأثر كذلك بقرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. وفيما يلي استعراض لهذه العوامل بشيء من التفصيل.

أ- تأثير العوامل العامة

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال الحصول على عائد يعوضهم عن المخاطر التي قد يتعرضون لها، حيث يقسم العائد إلى جزئيين، الجزء الأول من العائد هو كتعويض عن عنصر الزمن نتيجة تأجيل الإشباع من الأموال التي يمتلكها المستثمر، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن الحصول عليه لو أنه استثمر هذه الأموال في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، مثل الاستثمار في السندات الحكومية ذات معدل عائد استثمار خالي من المخاطر ويتوقف هذا الأخير على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح¹. أما الجزء الثاني من العائد الذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته فيطلق عليه بدل المخاطرة، يتضمن جزءاً إضافياً لتعويض المستثمر على مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للأموال المستثمرة وعن المخاطر التي تتعلق بالمؤسسة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية².

ب- تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر

نظراً للخصائص المميزة لكل مصدر فإن درجة المخاطر تتفاوت فيما بينهم، فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس³، ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة لأنهم يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية، وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة حيث يتحملون

¹ منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014، ص561.

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص84.

³ منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص562.

مخاطر أكبر. ونظرا إلى التكلفة التي تدفعها المؤسسة تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فمن المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل المصادر تكلفة، وأن الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تأتي الأسهم الممتازة في المنتصف¹.

ج- قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي:

عادة ما تضع المؤسسة سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، حيث تقرر مثلا الاعتماد على الاقتراض والأسهم العادية فقط في تمويل استثماراتها، وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف في درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه².

ثانيا: تكلفة الأموال الخاصة

تعرف تكلفة الأموال الخاصة على أنها الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لقاء وضع أموالهم تحت تصرف المؤسسة. وسنقوم فيما يلي بحساب تكلفة التمويل لهذا المصدر.

1- تكلفة الأسهم العادية

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة هذه الأسهم يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة³، ومن هنا يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، أو هي معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات أرباح السهم العادي لتحديد سعر

السهم في السوق، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية⁴:

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 353-354.

² حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 434.

³ محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 282.

⁴ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2010، ص 243-244.

$$K_e = \frac{D}{P_0 \times (1-F)} + g$$

حيث:

- D: الأرباح المتوقعة لكل سهم
- P₀: القيمة السوقية للسهم
- F: مصاريف الإصدار
- g: معدل نمو الأرباح

وتوجد أيضا عدة نماذج لحساب تكلفة الأسهم العادية وهي:

أ- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP):

يعتمد هذا النموذج على توازن العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويهدف لحساب الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه على الأموال المستثمرة لتعويض المساهم عن المخاطر المنتظمة، وهي المخاطر العامة التي قد يتعرض لها العائد المتوقع وتقاس بمعامل بيتا، ويعني مدى حساسية التقلبات في عائد الأسهم منسوبا إلى عائد محفظة السوق¹. ويتم قياس العائد باستخدام معادلة الانحدار التالية²:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i \times (E(R_m) - R_f)$$

حيث:

- E(R_i): الأمل الرياضي لمردودية السهم
- R_f: مردودية الأصل بدون مخاطرة حيث أن الأصل الذي تكون مردوديته في المستقبل مؤكدة
- E(R_m): الأمل الرياضي لمردودية السوق المالي

¹ إيمان محمد سعد الدين، تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة المحاسبة والمراجعة، دون سنة، ص318.

² نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في علوم المحاسبة، جامعة القادسية، 2017، ص45.

• $E(R_m) - R_f$: علاوة المخاطرة

• β_i : مقياس لخطر السهم

ب- نموذج نمو مقسوم الأرباح **Gorden – Shapiro** :

يعتمد هذا النموذج على المعدل المتوقع للعائد وهو المعدل الذي يجعل سلسلة من الحصص المتوقعة بشكل غير محدد من المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم، لذلك فإن قيمة السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع للدخل الذي يستلمه¹، كما في المعادلة التالية²:

$$K = \frac{D_i}{P_0} + g$$

وتسمى هذه المعادلة بمعادلة Gorden–Shapiro حيث:

• D_i : الأرباح الموزعة

• P_0 : القيمة السوقية للسهم

• g : معدل نمو الأرباح

وعلى الرغم من أهمية نموذج جوردن في التحليل واتخاذ القرارات المالية بالإضافة إلى استخدامه في قياس تكلفة التمويل، إلا أن هناك انتقادات عديدة وجهت إليه، تنحصر في شكل الفروض التي يقوم على أساسها فهي ليست حقيقية تماما، لاسيما الافتراض الذي ينص على معدل النمو في توزيع الأرباح ناتج عن استخدام التمويل الممتمك فقط، كما يتجاهل دور التمويل المقترض وعنصر المخاطرة عند قياس تكلفة التمويل الممتمك³.

¹ بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص 67-68.

² مريم باي، السوق السندي وإشكالية التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، ص 109.

³ بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 68.

ج- نموذج الأرباح المعدلة بسعر السهم:

تقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين، وأيضاً بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته¹، ويتم حسابها كما يلي²:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \text{أرباح السهم الواحد} / \text{القيمة الصافية للسهم}$$

$$\text{القيمة الصافية للسهم} = \text{سعر البيع} - (\text{تكلفة الإصدار} + \text{تكلفة الخصم})$$

2- تكلفة الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل حاملها يحصلون على نسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم، ورغم أن نسبة العائد محددة مسبقاً مثلها مثل السندات والقروض، إلا أنها تختلف عن القروض في الأخذ بعين الاعتبار عند حساب تكلفة الأموال بأن توزيعات الأرباح لا تحقق وفرة ضريبية، عكس نسبة الفوائد على القروض بل أنها توزع على أصحابها بعد اقتطاع الضريبة، وكذلك تختلف عن السندات في المدة الزمنية تكون غير محددة³. ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية⁴:

$$K_p = \frac{D_p}{P_o - F}$$

حيث:

• K_p : معدل العائد المطلوب (تكلفة الأسهم الممتازة)

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص44.

² المرجع السابق، ص44.

³ نور الدين خبايه، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، ط1، 1997، ص520.

⁴ عبد الستار الصياح وسعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط3، 2007، ص226.

- D_p : الربح الموزع للسهم الممتاز
- P_0 : سعر بيع السهم الممتاز
- F : تكاليف إصدار السهم الممتاز

3- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا سهلا من مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة ويمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها تكلفة الفرصة البديلة، أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء احتجاز جزء من أرباحهم، والسبب الواجب أخذه بعين الاعتبار عند تحديد تكلفة رأس المال هو مبدأ تكلفة الفرصة البديلة، إذ أن حملة الأسهم العادية يحصلون على توزيعات الأرباح بعد الضريبة على أموالهم، فيما يعوض المقرضين وحملة السندات عن أموالهم بالحصول على الفوائد الدورية، ويحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات ثابتة مقابل أموالهم¹. وتأسيسا على ذلك فإن كل الأرباح التي يتم حجزها بعد سداد الفوائد وتوزيعات حملة الأسهم الممتازة تخص في واقع الأمر حملة الأسهم العادية، ولذلك يتعين تعويضهم نتيجة استخدام المؤسسة لهذه الأموال المحتجزة في مشروعات النمو والتوسع وغيرها².

إن تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة ليس من السهل إلا أنه يمكن استخدام بعض المبادئ التي تسهل عملية التقدير، وعليه يوجد ثلاث طرق لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة وهي:

أ- أسلوب نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية:

لاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية³:

- تقدير السعر البعيد عن المخاطرة، إما على أساس سعر السندات الحكومية طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.
- تقدير معامل بيتا للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم.
- تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط5، 2014، ص416.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 412.

³ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة المنشآت المالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2016، ص190.

- إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الموجودات الرأسمالية لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم وهي¹:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة} + (\text{معدل عائد محفظة السوق المالية} - \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة}) \times \text{معامل } \beta$$

حيث:

- معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f : هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل مثل حوالات الخزينة التي تنعدم فيها المخاطرة، إذ يتساوى معدل العائد المتحقق مع المتوقع ولهذا يسمى بمعدل العائد الخالي من المخاطرة.
 - معدل عائد محفظة السوق المالية $E(R_m)$: هو المعدل أو المتوسط لمعدلات العائد المحقق للأسهم في السوق المالية موزونا بقيمتها السوقية أو الدفترية.
 - معامل β : يعد أحد أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمارات بالأسهم، ويحسب من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المتحققة وعوائد محفظة السوق المالية.
- وعلى الرغم من دقة هذه الطريقة إلا أنه يوجد خلاف على استخدام السندات الحكومية الطويلة أو القصيرة الأجل للحصول على عائد بعيد عن المخاطرة، كذلك يصعب تقدير قيمة بيتا وعلاوة المخاطرة السوقية.
- ب- طريقة عائد السند + علاوة المخاطرة:

بموجب هذه الطريقة، غالباً ما يلجأ المحللون الماليون في المؤسسات إلى تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسة بإضافة علاوة المخاطرة إلى سعر الفائدة على الديون طويلة الأجل، فالمؤسسة التي لديها دين خطر وبسعر فائدة قليل أو مرتفع، فإن تكلفة رأس مالها ستكون عالية وأكثر عرضة للمخاطر².

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{عائد السند} + \text{علاوة المخاطرة}$$

¹ عدنان النايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص375.

² غنية بو ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص55.

إن علاوة المخاطرة هي علاوة تقديرية في الأساس، فإن القيمة المقدرة لتكلفة رأس المال هي تقديرية أيضا، ولذلك فإن استخدام هذه الطريقة يمتثل أن لا يعطي حسابا دقيقا لتكلفة الأموال وأن كل ما يمكن تقديمه هو إعطاء صورة أكثر وضوحا عن الواقع العملي.

ج- طريقة عائد السهم + معدل النمو أو (التدفق النقدي المخصوم)

لاحظنا سابقا أن كل من سعر السهم أو معدل العائد المتوقع على السهم العادي، يعتمد في نهاية الأمر على الأرباح المتوقعة عليه¹، ويمكن قياس تكلفة الأرباح المحتجزة باستخدام هذه الطريقة كما يلي:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{الربح المتوقع دفعه في نهاية السنة} / (\text{القيمة السوقية للسهم} + \text{معدل النمو } g)$$

ثالثا: تكلفة الاستدانة

1- تكلفة القروض:

نقصد بتكلفة الاقتراض معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وبما أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فهي تحقق من ورائها وفرات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة².

إن أي عملية اقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، يترتب عليها من جانب تدفقات داخلية متمثلة في قيمة بيع السند أو قيمة التعاقد على القرض، ومن جانب آخر تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفع سنويا بإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة الواجبة السداد في تاريخ الاستحقاق³.

ولذا لحساب تكلفة الاقتراض يمكننا الاستعانة بمعدل العائد الداخلي والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة (أو معدل الخصم) الذي بإمكانه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية (الفوائد) والدفعة النهائية (قيمة القرض)

¹ محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة المنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص 192.

² فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 240.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 395.

عند الاستحقاق تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة¹.

2- تكلفة السندات

السندات لها سعر فائدة إسمي ثابت وهذا المعدل لا يعبر عن التكلفة الفعلية، لذلك لابد الأخذ بعين الاعتبار الاقتصاد في الضريبة، مصاريف الإصدار، والسعر السوقي للسند، لأن هذه العوامل تأثير مباشر على تكلفة السندات الفعلية²، والتي تحدد بالعلاقة التالية³:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{ffi(1 - IBS)}{(1 + i)^t} + \frac{V_0}{(1 + i)^n}$$

حيث:

P: السعر السوقي للسند

V₀: قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق

المطلب الثالث: طرق حساب تكلفة رأس المال

بعد أن تناولنا كيفية تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدى، يمكننا تحديد تكلفة رأس المال، وذلك باستخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، حيث يتم ترجيح كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال بمنحه وزنا يمثل نسبة هذا العنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهذا الهيكل. وعند حساب تكلفة رأس المال يجب الاختيار أحد هذه المدخل الثلاثة:

1- مدخل الأوزان الفعلية:

إن حساب تكلفة رأس المال على أساس الوزن الفعلي لقيمة عناصر هيكل رأس المال يعد أمراً شائعاً، ويعاب على هذا المدخل أن تكلفة الأموال تتغير كلما تغير هيكل رأس المال، وإذا ما كان هذا التغير بصفة مستمرة،

¹ محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 275.

² علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 94-95.

³ المرجع السابق، ص 95.

فيكون حسابها مناسباً في حالة واحدة فقط حيث يكون الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال مستقر، وهذا صعب الحدوث لأن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة مستقبلاً تغير في نسب المزيح المالي¹.

وتحسب تكلفة الأموال حسب هذا المدخل كما يلي:

أ- الترحيح على أساس القيمة الدفترية:

يعتمد على حساب أوزان العناصر المكونة للهيكل المالي وفقاً للقيمة الدفترية لهذه العناصر، وبالرغم من تميز هذا المدخل بمزايا عديدة مرتبطة ببساطته إلا أنه لم يسلم من الانتقادات ونذكر منها²:

- الترحيح بدلالة الأوزان الدفترية غير متكامل مع تكلفة رأس المال، حيث أن حساب تكلفة عناصر التمويل يتم بالقيم السوقية، أي أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يعكس الأوزان بالقيم السوقية وليس بالقيم الدفترية.

- أن الترحيح يعكس التمويل الحالي وليس المستقبلي.

ب- الترحيح على أساس القيمة السوقية:

يعتبر هذا الأساس أكثر ملائمة بسبب توفر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يتوجب حساب وزن كل عنصر على أساس القيمة السوقية، مع الأخذ بعين الاعتبار أن القيمة السوقية للأسهم العادية والممتازة والسندات يمكن أن تختلف عن قيمتها الدفترية، إلا القروض تبقى بقيمتها الدفترية³، ويعاب على هذا المدخل عدم وجود طريقة علمية دقيقة تمكن من تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة، فهذا الأسلوب لا يعدو أنه إجراء تقريبي قد لا يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح⁴.

2- مدخل الأوزان المستهدفة:

بعد الانتقادات التي وجهت لمدخل الأوزان الفعلية بعدم الاستقرار في تكلفة رأس المال وجعلها عديمة الجدوى بسبب تغير العناصر المكونة للمزيح، فظهر مدخل الأوزان المستهدفة كبديل إذ يركز على قيام المؤسسة بوضع

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص75.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص365.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط3، 1996، ص539.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص565.

هيكل رأس مال مستهدف تسعى لتحقيقه قدر الإمكان، يوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل، والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة ككل¹. ومن مميزات أن التكلفة المحسوبة على أساسه لا تتغير بتغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف²، فإن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة بصرف النظر عن هيكل رأس المال الفعلي، غير أن هذا الثبات والاستقرار قد يترتب عليه آثار سلبية، فإذا كانت العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي مقارنة بالهيكل المستهدف، فإن التكلفة المحسوبة على أساس المدخل المستهدف لتقييم الاقتراحات الاستثمارية، قد يترتب عليه قبولها بعد أن كان ينبغي رفضها هذا عندما يزيد معدل العائد المتوقع على الاستثمار عن تكلفة رأس المال المحسوبة بالمدخل الفعلي، وتقل عن تكلفة رأس المال المحسوبة على أساس المدخل الفعلي³.

3- المدخل الحدي:

وفق هذا الأسلوب يتم تقدير تكلفة رأس المال على أساس وزن كل عنصر استخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة، بمعنى أن التكلفة سوف تتغير بتغير وزن كل عنصر على أساس التوجه نحو المصادر الأقل تكلفة. ويتصف المدخل الحدي بالواقعية، إلا أن استخدامه كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترتب عنه أثر عكسي على ثروة المساهمين بالمدى الطويل⁴.

¹ محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص373.

² مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص120.

³ منير أبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط10، 2015، ص588.

⁴ محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص373-374.

المبحث الثاني: أساسيات حول قيمة المؤسسة

يندرج موضوع قيمة المؤسسة ضمن الميادين الأساسية لمالية المؤسسة، وهو محل اهتمام أطراف عديدة لها علاقات ومصالح مع المؤسسة، وتتميز قيمة المؤسسة بصعوبة التقدير نظرا لارتباطها بعوامل تخص طبيعتها وخصائصها في حد ذاتها، وكذلك ارتباط عملية التقدير بعوامل منها المنفعة التي يراها كل شخص والتي على أساسها تتحدد القيمة، مما يؤدي إلى تعدد القيم المنسوبة لنفس المؤسسة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

الهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم قيمتها في السوق من أجل المحافظة على مكانتها واستمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومعقد، حيث قيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل منها الجهة التي تقوم بعملية التقييم، نوعية الأصل الجاري تقييمه، التوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية التقدير.

أولا: مفهوم قيمة المؤسسة

تعرف القيمة على أنها: "عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى السعر"¹.

كما تعرفها أيضا لجنة معايير التقييم الدولية "IVSC" بأنها: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوفر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه على إتمام الصفقة"².

¹ عبد الكريم بو حادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص65.

² حماد طارق عبد العال، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص21.

أما عن قيمة المؤسسة فتتمثل في: "المبلغ النقدي العادل الذي توصل إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"¹.

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية من أسهم عادية، ممتازة، سندات، وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حالة عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل باستخدام مجموعة من الطرق.

ثانيا: أنواع قيمة المؤسسة

هناك مثل صيني يقول "الحكمة تبدأ في تسمية الأشياء بأسمائها الصحيحة"، وهذه المقولة لها علاقة مباشرة بعملية تقدير القيمة حيث توجد مفاهيم مختلفة للقيمة حسب مجالات استخدام كل نوع ويمكن حصرها في النقاط التالية:

1- **القيمة السوقية:** تعرف أيضا بالقيمة العادلة وهي الأكثر شيوعا كتقدير للقيمة وهي عبارة عن المبلغ النقدي الذي يتم به انتقال ملكية الأصل من بائع إلى مشتري يتوفر لكل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، وتعتبر من أهم طرق التقييم لأنها تعبر عن قيمة المؤسسة في السوق².

2- **القيمة الاستثمارية:** تعبر عن قيمة المنافع المستقبلية الناتجة عن امتلاك أصل ما بالنسبة لمشتري معين، وهذه القيمة يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب بعض العوامل التي قد تؤثر على تقدير المشتري للقيمة الاستثمارية للمؤسسة³، وتتلخص في النقاط التالية:

- فرص خلق القيمة المحتملة.
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة.
- مدى إدراك المخاطر أو تقلب القدر الإيرادي للأصل.
- الوضع الضريبي للمشتري.

¹ هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008، ص37.

² حماد طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص13.

³ حماد طارق عبد العال، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص8.

- تفاؤل المشتري.
- 3- **قيمة الاستعمال:** وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستثمر من الأصل، حتى ولو كان قديما وعدم قيمة التبادل، وهي الأكثر شيوعا وتحتوي على¹:
- **قيمة السوق:** تتمثل في سعر بيع الأصل أو المؤسسة في السوق طبقا لقانون العرض والطلب.
- **القيمة الجديدة:** وتعرف أيضا بتكلفة الفرصة البديلة، أي تحديد مبلغ التكاليف لتشكيل أصل مماثل للأصل محل التقييم.
- **قيمة الحيازة:** وتسمى أيضا بالقيمة الدفترية وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي.
- **قيمة الاستغلال:** يتم من خلال تحديد تكاليف اقتناء استثمار يضاهاى الاستثمار محل التقييم من حيث الخصائص التقنية.
- 4- **قيمة شهرة المحل:** تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية، ويمكن تعريفها على أنها مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بالدقة التي تجذب الزبائن إلى منشأة أعمال معينة²، يتم حسابها على اعتبار أنها الفرق بين السعر المدفوع والقيمة السوقية العادلة للأصول المكتسبة، سواء ملموسة أو غير ملموسة مع استبعاد الخصوم³.
- 5- **القيمة الدفترية:** تعبر عن القيمة المحاسبية التاريخية للأصل الحقيقي بعد طرح مجموع الاهتلاك وخسائر القيمة إن وجدت، أما بالنسبة للأصل المالي (للسهم العادي) فتعبر عن حاصل قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية، وذلك بعد خصم جميع الالتزامات، والقيم المقابلة للأسهم الممتازة⁴.

¹ عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007، ص131-132.

² غدير محمود المهنتدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص42.

³ عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2016، ص4.

⁴ بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص42.

6- **قيمة التصفية:** إن قيمة التصفية ليست نوعاً منفصلاً قائماً بذاته، وإنما هي ظرفاً خاصاً يتم التقييم في ظلّه، وتتحصل على هذه القيمة عند التصفية الإجبارية أو الإلزامية لأصول المؤسسة لسبب معين، وتواجه قيمة الأصول في هذه الحالة خطر التقييم بسعر متدني جداً¹.

7- **القيمة القابلة للتأمين:** تعبر ببساطة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما، التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة².

8- **قيمة النفاية أو البقايا:** عبارة عن المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بعد أن أصبح عدم الفائدة للمالك الحالي، وبالتالي فهو يمثل عنصراً خارج الاستغلال، وبقائه في المؤسسة أصبح محل تكلفة دون إعطاء عائد، الأمر الذي يجعل من بيعه الحل الوحيد وبذلك نكون بصدد قيمة النفاية، والفرق بينها وبين قيمة التصفية هو أن هذه القيمة مرتبطة بعدم جدوى الأصل للنشاط العادي للمؤسسة، أما قيمة التصفية تعبر عن ظرف يتم التنازل فيه بشكل جبهي عن أصول ذات جدوى³.

ثالثاً: آليات تحديد قيمة المؤسسة

تعتبر عملية تحديد قيمة المؤسسة محدودة الدقة كونها تبنى أساساً على كفاءة المقيم، من خلال استخدامه مجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فإن آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية⁴:

1- الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

1- يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً، وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم

¹ عصمت محمد بن حمو، مرجع سبق ذكره، ص 4.

² علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 4.

³ هوارى سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

⁴ عبد الكريم بو حادرة، مرجع سبق ذكره، ص 68-69.

أعمالها خارج الضريبة كأن نقول أن المؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو قيمة المؤسسة هي 100 % من ربحها الصافي خارج الضريبة.

2- وقد تستعمل التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها، وهي ما تعرف بالتدفقات النقدية المخصومة وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي التي تقوم عليه هذه الآلية هو أنه لا يهم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على اتباع المراحل التالية¹:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بما طيلة حياة المؤسسة.
- تحديد واختيار المدة وكيفية تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة.
- اختيار معدل الخصم المناسب وهو ما يسمى تكلفة رأس المال.

3- وتم هذه الطريقة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية، إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، ما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي.

¹ حماد طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص 31.

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة وفق النظريات المعاصرة

في هذا المطلب سيتم التعرض إلى بعض النظريات المعاصرة التي تطرقت إلى قيمة المؤسسة من بينها نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة وكذا نظرية الإشارة.

أولاً: نظرية الإفلاس

عند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً لا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس فقط في الجانب القانوني وما يصاحبه من تكاليف مباشرة للعملية، إذ يشمل بالمعنى الواسع كل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة لفترة طويلة، أي يضاف للتكاليف المباشرة كل التكاليف الغير مباشرة التي تسبق التصفية القانونية للمؤسسة، من تكاليف ناتجة عن التراجع الذي قد يسجل في نشاطها نتيجة تراجع ثقة الموردين والزبائن، إضافة إلى ارتفاع معدلات الفائدة المفروضة من طرف الدائنين، فتصبح عملية الإفلاس تكاليف معتبرة تقلل من المبالغ التي سيحصل عليها المساهمون والمقرضون¹.

ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فإنهم يقومون بنقل التكاليف إلى الملاك تحسباً لوقوع الإفلاس، مما ينتج عنه ارتفاع

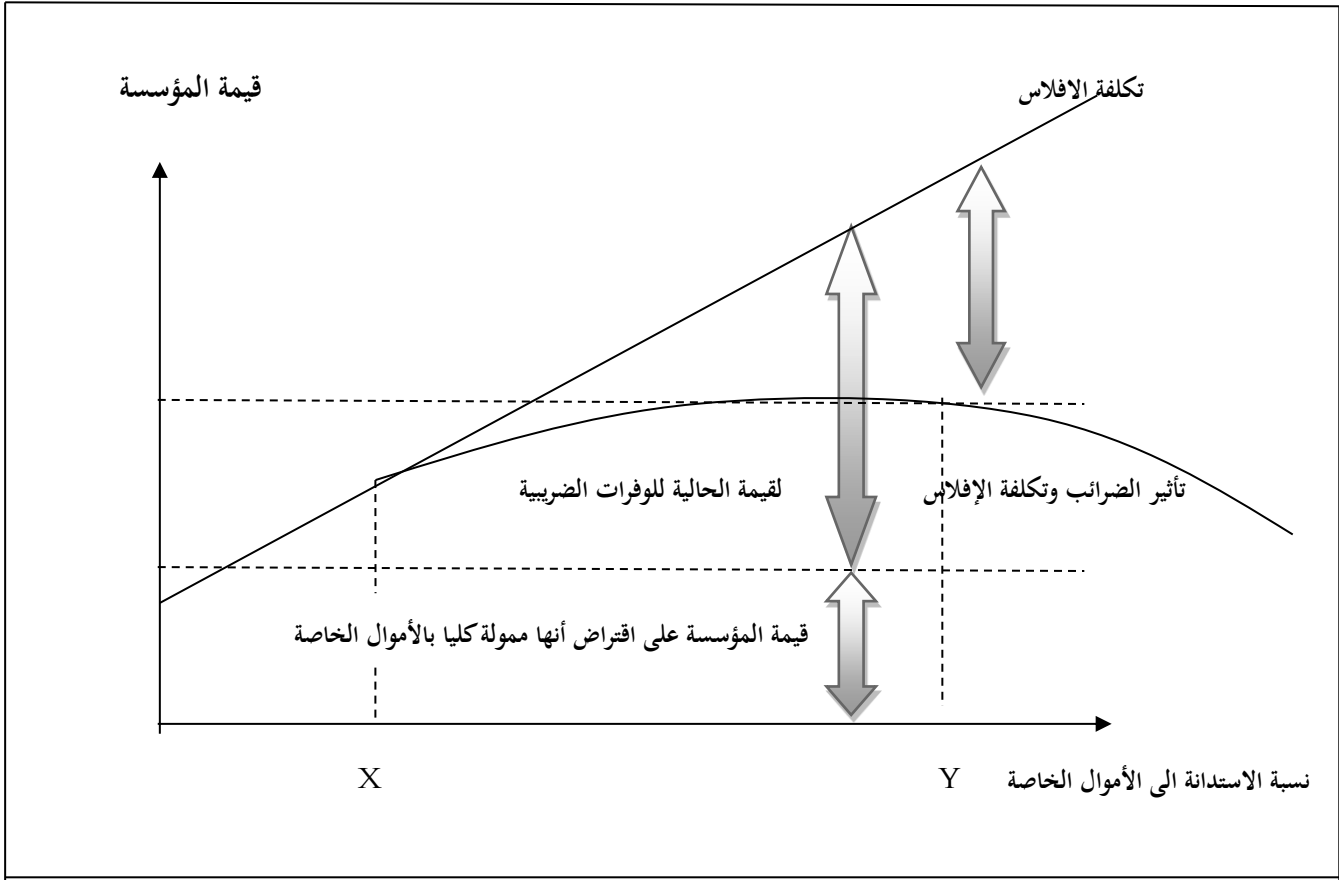
معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها، وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بمعدل عائد أعلى على استثماراتهم لتعويضهم عنها²، هذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المدرودية الذي يطلبه المساهمون، وهكذا كلما زاد الاقتراض زادت تكلفة الإفلاس وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة³.

¹ محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008، ص70.

² إلياس بن ساسي، التسيير المالي الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011، ص415.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008، ص572.

الشكل رقم (1-1): العلاقة بين نسبة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس



المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 417.

من خلال الشكل نرى أنه عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من X لم تكن هناك تكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة، وبدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة X إلى أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال وأن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة Y ففي هذه النقطة ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع، وعليه يمكن القول أن النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة في ظل وجود تكلفة الإفلاس تتحدد بالنقطة Y التي عندها كانت تكلفة الأموال في حدها الأدنى.

ولما كانت العلاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وبين القيمة السوقية للمؤسسة فإن الشكل يعتبر تمثيلاً صادقاً للعلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة، وذلك في ظل تأثير الضرائب وتكلفة

الإفلاس، فالنقطة Y تمثل إذن نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة التي عندها تكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى وهي ذاتها النقطة التي كانت فيها تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى.

ثانيا: نظرية الوكالة

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها مما سينعكس حتما على قيمة المؤسسة، وعليه جاءت نظرية الوكالة للتأكيد على العقود الاختيارية التي ظهرت بين الأطراف كحل كفؤ وفعال للصراعات، إلى حد إظهار المؤسسة مجموعة مترابطة من العقود.

وتعرف نظرية الوكالة بأنها: " عقد بموجبه يقوم شخص يدعو الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة بالنيابة عنه أو باسمه فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين المساهمين أو أي مقرض أموال آخر والمسيرين، حيث يتم التنازل عن جزء من سلطتهم إلا أن العلاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدرا للتناقض"¹، وهدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة².

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات بين الملاك والمسيرين والمقرضين، فهي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين الهدف من ورائها مراقبة عمل المسيرين الذين يقومون بتحويل الثروة لصالحهم، باعتبار أنهم لا يستفيدون من العوائد الكلية لنشاطهم مع تحملهم شخصيا للمسؤولية³، ومشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود بالأساس إلى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة، وهذا سينعكس سلبا على قيمة المؤسسة، ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك الأمر الذي يؤدي إلى

¹ ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص83.

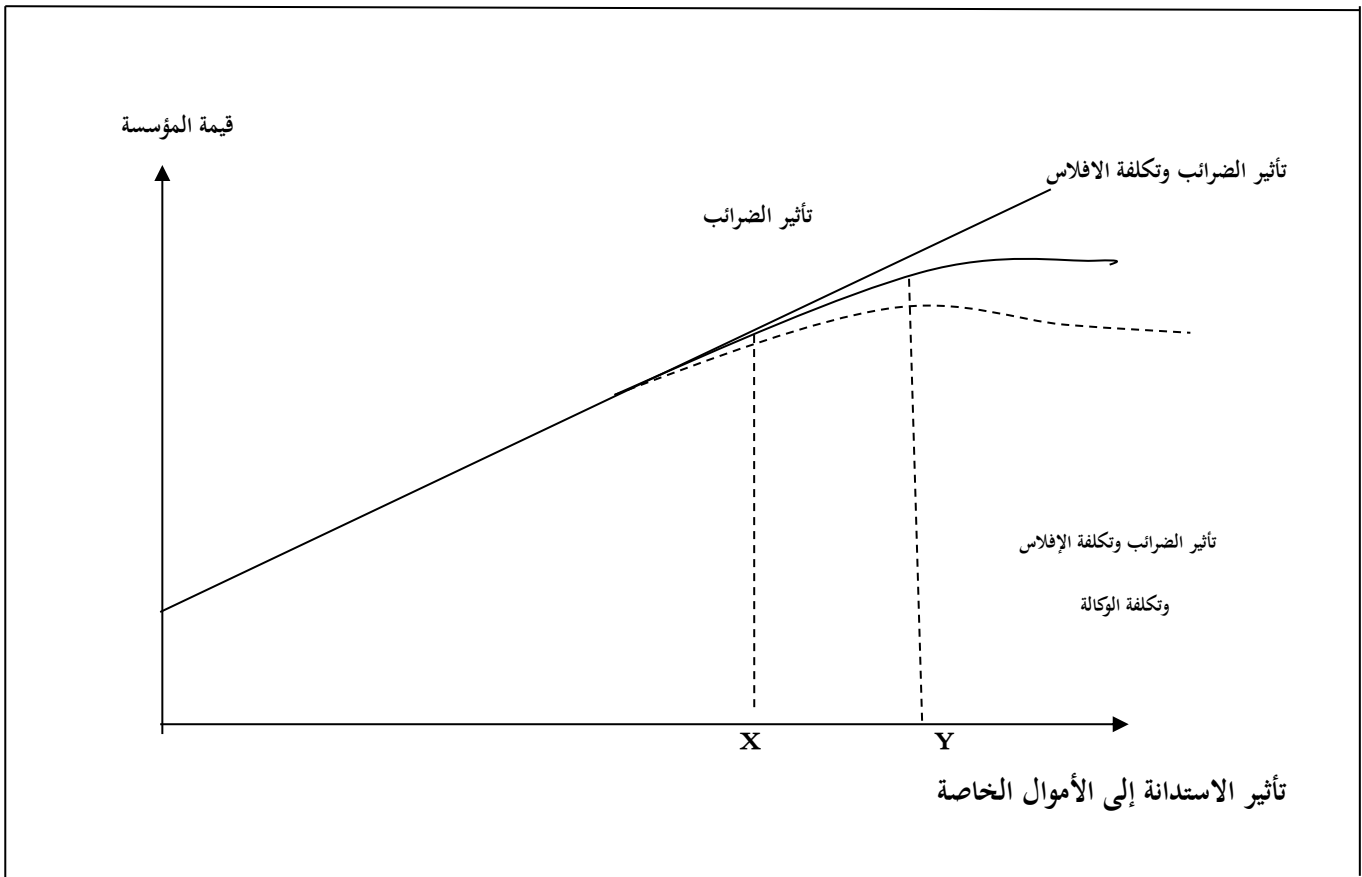
² عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010، ص317.

³ رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص89.

ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة، خاصة في ظل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة¹.

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل وبالتالي ظهورها سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة. وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 425.

حيث يشير الشكل إلى أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من Y إلى X على أن يراعي أن النقطة X هي تلك النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاستدانة هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها يحدث العكس.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 233.

الأخذ بعين الاعتبار الضرائب، المخاطرة المرتبطة بالإفلاس، وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان بحياة المؤسسة مهد بظهور تحاليل متباينة للهيكل المالي سميت بمحملها Trade-Off.

ثالثاً: نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، فإن المعلومات التي تنشرها المؤسسة ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، فهي تؤكد على أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وينبغي أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها¹، وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين مهمتين²:

- تكون المعلومات موزعة بشكل غير متساوي إذ أن المديرين يمتلكون معلومات غير متوفرة لدى المستثمرين.
- حتى وإن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة للجميع إلا أنها لا تفهم ولا تدرك بالأسلوب والطريقة نفسها.

تكون تلك الإشارات إما كوصف لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح أو إعادة شراء أسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة³، كما أنها ليست سرا أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير بل هي قرار مالي واقعي وحقيقي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها⁴، فجوهر النظرية يقول بأن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة من قبل المسيرين بشأن مستقبل المؤسسة، وقيمة مشاريعها من خلال هيكلها المالي، فغالبا ما يكون اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها كإشارة على أن التوقعات المستقبلية تكون سلبية، وهذا لتقلص سعر السهم وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية خاصة عند توفر البدائل التمويلية المتاحة أمامها، وباعتبار أن المستثمر يسعى دائما

¹ أمينة حنفي ولخضر بكريتي، تجربة الجزائر في تمويل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للفترة 1962-2016، مجلة الباحث، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، العدد 2، 2017، ص37.

² صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد 82، 2015، ص70.

³ نبيلة سهايية، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، العدد 5، جوان 2017، ص254.

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

للبحث عن الإشارات التي تنعكس عليه بعائد مغري أو تقلص درجة المخاطرة، فالإدارة بهذا التصرف تهدف إلى مشاركة الخسائر مع المستثمرين الجدد، مما يحدث انخفاضا في أسهمها وعلى عكس من ذلك في ظل التوقعات المباشرة بشأن مستقبل المؤسسة، فهذه الأخيرة تعمل على تجنب إصدار أسهم جديدة وتعمل على الاعتماد على المصادر التمويلية الأخرى المتاحة¹.

المطلب الثالث: قياس قيمة المؤسسة

توجد عدة مداخل تهتم بتقييم المؤسسة، منها ما يقيم المؤسسة أخذا بعين الاعتبار الإمكانيات المالية، المادية، والمعنوية الموظفة داخلها، وكذا قدرتها على مواجهة التزاماتها، وتسمى الطرق المعتمدة على هذا المبدأ بمدخل الذمة المالية. ومنها ما يهتم بما يفرزها استغلال المؤسسة لمختلف إمكانياتها من تدفقات والتي عادة ما يعبر عنها في شكل أرباح، توزيعات، أو تدفق نقدي، وسميت بمدخل المردودية. ونتيجة للقصور الذي تم تسجيله على هاذين المدخلين عند اعتماد كل منها على حدى، ظهرت الحاجة إلى الجمع بينهما عبر مدخل ثالث في التقييم يضم مجموعة الطرق المختلطة.

أولا: مدخل الموجودات

مدخل الموجودات أو طرق التقييم المرتكزة على الذمة المالية تضم مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية فهذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها، وعند الحاجة الملاحق، فهي المقاربة الأكثر سكونا، على عكس المقاربات التقديرية التي تركز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة².

إذن فالغرض من التقييم على أساس الذمة المالية هو إعطاء تقدير موضوعي مستقل على التوقعات والتنبؤات.

¹ عبد الكريم بو حادرة، مرجع سبق ذكره، ص 103.

² عصمت محمد بن حمو والهروشي خطاب، أهمية تقييم المؤسسات في إنجاح مسار النخوصة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، جامعة مستغانم، العدد 8، مارس 2018، ص 60.

1- طريقة الأصل الصافي المحاسبي ANC:

تسمى أيضا بالقيمة الرياضية المحاسبية، وتعرف الأصول المحاسبية الصافية أو ما يعرف بالمركز المالي للمؤسسة على أنها فائض أصول وحقوق المؤسسة على مجموع الديون التي عليها اتجاه الغير¹، ونحصل على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة كما يلي²:

$$ANC = \sum A - \sum D$$

حيث:

- ANC: صافي الأصول المحاسبية
- $\sum A$: إجمالي الأصول
- $\sum D$: إجمالي الخصوم

وعلى الرغم من بساطة هذه الطريقة وسهولة استعمالها، فإنه يؤخذ عليها العديد من المآخذ جعلتها غير مستعملة بكثرة كما أنها غير دقيقة أيضا، إذ أنها لا تأخذ بعين الاعتبار كلا من العناصر الوهمية مثل المصاريف الإعدادية، مصاريف التأسيس، وكذلك العناصر المعنوية الغير ظاهرة في الميزانية كحق الاجار والرسوم، والتدفقات المستقبلية للمؤسسة محل التقييم³.

2- طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC :

تعتبر هذه الطريقة امتدادا للطريقة الأولى ANC، حيث يعرف الأصل الصافي المحاسبي المصحح بالقيمة الحقيقية أو الاستعمالية، وتعتبر هذه الأخيرة عن رأس المال الضروري لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز على مبدأ تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها، على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها. وتعطى قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية⁴:

¹ محمد رزقي، مرجع سبق ذكره، ص42.

² Mondher cherif, techniques modernes d'évaluation des entreprises, ellipses édition, suisse, 2007, P129.

³ محفوظ جبار، الأسواق المالية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص167.

⁴ سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة سطيف، العدد 19، أكتوبر 2018، ص198.

$$ANCC = Ac - Dc$$

حيث:

• ANCC: القيمة المصححة للمؤسسة

• Ac: قيمة صافي الأصول المصححة

• Dc: قيمة الديون المصححة

وعليه فإنه لإيجاد قيمة المؤسسة المصححة، علينا أن نجد الأصول الحقيقية والخصوم المستحقة الحقيقية، والتي ستعوض الأصول والخصوم المحاسبية. يتم ذلك بإجراء العمليات التالية¹:

- الجرد الكمي والنوعي للموجودات (تعني كلمة النوعي هنا نوعية المباني).
- حذف العناصر غير المستغلة كالأراضي والمباني غير المستغلة.
- حذف تلك العناصر الموجودة في الميزانية والتي لا تتطلب تقييماً خاصاً منفصلاً مثل قنوات التوزيع، مهارات العمال وتقنيات الإدارة.
- تقييم العناصر المحتفظ بها كل على حده بقيمتها السوقية.
- تجميع القيم المنفصلة السابقة للحصول على Ac.
- تحديد الخصوم المستحقة EC .

وتجب الإشارة إلى أن الخصوم قد تحتوي على المصاريف المالية كما هو الحال عند التسجيل المحاسبي لمبلغ الإصدار الكلي من السندات، أي بما في ذلك مصاريف التسديد التي تظهر في جانب الأصول تحت بند "مصاريف الإنشاء"، والتي يجب حذفها أثناء التقييم.

3- طريقة الأصل الصافي المحاسبي المعاد تقييمه ANCR:

بناء على القواعد المحاسبية فإن ميزانية المؤسسة يتم إعدادها وفقاً لمبدأ التكلفة التاريخية، هذا يعني أن عناصر الميزانية مقيمة على أساس قيمتها عند ضمها لموجودات المؤسسة، وهو ما يجعل القيمة الحقيقية لمختلف الأصول

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 177.

تختلف كثيرا عن القيمة التي تظهر في الميزانية. تصحيح هذا الوضع يتطلب أولا إجراء تعديلات على قيم بعض بنود الأصول والخصوم، وثانيا إضافة بعض الأصول والالتزامات التي لا تظهر في الميزانية¹.

وعليه فإن قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة هي نفسها باستعمال الطريقة السابقة بالإضافة إلى أخذ كل التعديلات الضرورية بعين الاعتبار. أي أن قيمة المؤسسة بطريقة ANCR هي²:

$$ANCR = \sum Ar - \sum Dr$$

حيث:

- ANCR هي قيمة المؤسسة معدلة
- $\sum Ar$ هي مجموع الأصول المعدلة
- $\sum Dr$ هي مجموع الخصوم المعدلة
- وتهدف هذه الطريقة إلى تحديد الاختلاف بين القيمة المحاسبية للأصل وقيمتها الحقيقية (السوقية)، أي حساب فرق إعادة التقييم، لذلك يتم إعادة تقييم كل من الأصول والخصوم على النحو التالي:

أ- تقييم الأصول:

قبل الشروع في تقييم الأصول يجب التمييز بين العناصر المادية الضرورية والغير ضرورية للاستغلال، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر استثمارات طويلة الأجل ويتم تقييمها بقيمتها السوقية الصافية أو بالقيمة الصافية المحتملة للحصول على أصل مشابه، أما العناصر الضرورية للاستغلال يتم تقييمها كما سنرى فيما بعد.

ضمن الأصول غير الملموسة يجب استبعاد ما يسمى بالأصول الوهمية مثل مصاريف التأسيس، مصاريف البحث والتطوير، براءات الاختراع، الامتيازات والتراخيص، الشهرة، العلامات التجارية المسجلة...، من القيمة الصافية لأنها تعتبر مصروف فعلي وليست أصلا من أصول المؤسسة³، كما يتعين إعادة تقييم فرق الاقتناء وذلك بإعادة حساب الفرق بين تكلفة شراء المساهمة والقيمة الدفترية لحقوق الملكية لتلك المساهمة.

¹ سامية عمر عبده، محاضرة غير منشورة في مقياس التقييم المالي للمؤسسات، سنة الثالثة ليسانس مالية مؤسسة، 2017-2018.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 169.

³ مريم بوليمة، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، مذكرة ماجستير في بنك وهندسة مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2012، ص 79.

وضمن الأصول الملموسة يتم إعادة تقييم الأصول الثقيلة للأراضي والمباني بالقيمة السوقية، إما بالاستعانة بخبير عقاري أو بالاعتماد على أساليب مالية كالدخل المتوقع من بيعها أو تكلفة الحصول على عقار مماثل، أما بقية الأصول الملموسة كالمعدات والتجهيزات الصناعية والتي لا يمكن للقيمة السوقية في حال وجودها أن تعبر عن قيمتها الحقيقية فتقيم على أساس القيمة الاستعمالية، والتهيئات والتركيبات يكون من الملائم الاعتماد على تكلفة إعادة الإنشاء أو الإنتاج في تقييمها¹.

أما عن الأصول المتداولة يتم إعادة تقييم ثلاث بنود منها وهي المخزونات، المدينون، والأوراق المالية، حيث تقيم كما يلي:

- تمس عملية تقييم المخزونات التأكد من الكمية والنوعية بغرض الوصول إلى القيمة الحقيقية لها، كما قد تؤدي عملية التقييم إلى تحديد نقص في قيمة تلك المخزونات أو تحديد مقدار الزيادة في قيمتها في الحالة العكسية². مع الإشارة إلى أن الإنتاج التام يتم تقييمه بأسعار السوق الجارية وليس بقيمتها الدفترية ولا شك أن الفروقات التي ستظهر تمثل مصدرا لتدني أو زيادة المؤونة، وفي كلتا الحالتين سيكون لذلك أثرا على نتيجة المؤسسة يجب أخذه بعين الاعتبار، لذلك يتعين تحديد الفرق بين القيمة الحقيقية للمخزونات وقيمتها الدفترية³.
- عملية تقييم المدينون تتم بناء على تقييم القدرة الائتمانية أو ملاءة المدينين، وتحديد قيمة الارتفاع أو الانخفاض في هذا البند والتأكد مما إذا كانت مخصصات تدني قيم العملاء كافية لتغطية الديون المشكوك في تحصيلها أو مبالغ فيها، ليتم الرفع في قيمتها إذا تبين أنها غير كافية أو استرجاعها بالكامل أو نسبة منها إذا كان مبالغ فيها مع العلم أنه إذا كانت مدة الاستحقاق طويلة فإنه يتعين حساب القيمة الحالية لتلك المبالغ⁴.
- إذا كانت الشركة صاحبة الأوراق المالية مسجلة في السوق المالية فإن تقييم تلك الأوراق يركز على أسعارها هناك، أما إذا لم تكن كذلك فإن تقييمها سيرتكز على توقعات الأرباح الموزعة أو النتائج المسجلة أو غيرها من التدفقات النقدية المتوقعة⁵.

¹ سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص173.

³ سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

⁴ المرجع السابق.

⁵ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص173-174.

ب- تقييم الخصوم:

لتقييم الخصوم لابد أولاً من إعادة النظر في بعض حسابات الأموال الخاصة التي يمكن أن تتحول في أي لحظة إلى ديون، مثل حساب مخصصات الخسائر والتكاليف التي تكونها المؤسسة بغرض مواجهة الخسائر والتكاليف محتملة الوقوع، وعليه يمكن أن تتحول نسبة من هذه المخصصات أو كلها إلى ديون إذا تبين أن الخطر الذي تكونت من أجله قد تحقق فعلاً، وكذلك الأمر بالنسبة للنتيجة الصافية إذا تقرر توزيعها على المساهمين كاملة أو جزء منها، كما يتعين الأخذ بعين الاعتبار الأعباء الضريبية المترتبة على المؤسسة والتي تكون بموجب القواعد الجبائية غير مستحقة الدفع في تاريخ التقييم ولذلك لا تظهر في الحسابات، كما أن تكون التعديلات التي تتم في إطار تقييم المؤسسة ينجم عنها زيادة أو انخفاض في الضريبة يتعين أخذها بعين الاعتبار¹.

تكون الخصوم المرشحة للتقييم من البنود التالية²:

- الديون طويلة الأجل: يترتب على بعض الديون مصاريف مالية خاصة كما هو الحال عند إصدار السندات حيث يترتب عنها علاوات التسديد، إذ يجب حذف تلك العلاوات من جانب الأصول على اعتبار أنها من مصاريف التأسيس.

- الديون قصيرة الأجل: لا تحتاج إلى إعادة تقييم إلا إذا كانت بعملة أجنبية في هذه الحالة يجب إعادة تقييمها بسعر الصرف الحالي.

ملاحظة: بالإضافة إلى هذه التعديلات المتعلقة ببعض بنود الميزانية إذا استفادت المؤسسة من قرض تمويل إجمالي يجب أخذه بعين الاعتبار في تحديد قيمة المؤسسة وذلك كما يلي:

- تضاف القيمة الصافية (بعد اقتطاع الاهتلاكات) للأصل المؤجر إلى قيمة الأصول.

- يضاف المبلغ المتبقي للقرض الذي يتعين دفعه للمؤجر إلى قيمة الديون.

يرى بعض المقيمين أنه يفضل عدم الاعتماد على هذه الطريقة في حالة استمرارية نشاط المؤسسة خاصة عندما ترتبط القيمة المراد تقديرها ارتباطاً وثيقاً بمخطط الأعمال أو آفاق النمو المستقبلي، وكذلك إذا كانت

¹ سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 174.

الأصول الغير الملموسة مثل العلامات التجارية أو براءات الاختراع تمثل ثقلا معتبرا في قيمة المؤسسة، ويعتمد على طريقة في تقدير قيمة المؤسسات التي تحتاج لتبرير حجم رأس مالها الخاص (للشركاء والمساهمين) مثل المؤسسات المالية، العقارية، القابضة، أو في حالة المؤسسات المتعثرة¹.

ثانيا: مدخل المردودية

لاحظنا سابقا أن لمقاربة الذمة المالية مجموعة من النقائص والسلبيات المتمثلة في السكون أي عدم الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المستقبلية، الأمر الذي أدى إلى استعمال مقارنة تصحيحية جديدة متمثلة في مقارنة التدفقات والتي يمكن تعريفها على أنها التصور المبني على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم العناصر الماضية، وإنما على توقع الأرباح المستقبلية، فالمشتري للمؤسسة يهتم أولا بالمداخل المستقبلية المتوقعة ومن ثم فهذا المدخل يتركز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول، في هذه الحالة تتمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمداخل المستقبلية².

توجد العديد من الطرق التي يحاول من خلالها المقيمون معرفة قيمة المؤسسة انطلاقا من التدفقات النقدية، فإذا أخذنا بعين الاعتبار طبيعة تدفقات المؤسسة، يمكن تصنيف طرق التقييم المرتكزة على التدفقات إلى ثلاثة أصناف هي: الطرق المعتمدة على التوزيعات، الطرق المعتمدة على الأرباح، الطرق المعتمدة على التدفقات النقدية.

1- التقييم بواسطة التوزيعات:

ترتكز هذه الطريقة على إيجاد القيمة الحالية لسلسلة الأرباح التي ينتظر أن تقوم المؤسسة بتوزيعها على المساهمين، فإذا رمزنا لسلسلة الأرباح الموزعة على السنة n ب: D_1, D_2, \dots, D_n ، ولسعر بيع السهم في نهاية الفترة ب: V_n ولسعر الخصم ب t تكون قيمة المؤسسة V كما يلي³:

¹ سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

² عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص111.

³ أميرة طلبة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمناجنت، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص31.

$$V = \frac{D_1}{(1+t)} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} + \frac{V_n}{(1+t)^n} \rightarrow V$$

$$= \sum_1^n \frac{D_p}{(1+t)^p} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

وتعرف الصيغة الأخيرة بالصيغة الأساسية لـ Irwing Fisher.

ولعل من أهم مشاكل هذه الطريقة هو اختيار سعر الخصم الذي تتم بواسطته عملية حساب القيمة الحالية، حيث يرى البعض أنه يجب أن يكون قريبا من سعر الخصم السائد في السوق أو معدل الافتراض الخاص بالقروض طويلة الأجل. وتجدد الإشارة إلى أن هذه الطريقة في التقييم تتماشى مع ذلك المستثمر الذي يرغب في الاحتفاظ بأسهمه لفترة معينة ثم بيعها بعد ذلك، أي لا يحتفظ بها إلى الأبد، أما إذا قرر الاحتفاظ بها فإن الحد الأخير من المعادلة السابقة يصبح معدوما¹.

وتتفرع عن صيغة Irwing Fisher السابقة العديد من الحالات أهمها:

الحالة الأولى: قيمة الشركة في السنة الأولى

بعد سنة من الاستثمار في أسهم المؤسسة المقيدة في البورصة تصبح الصيغة الأساسية كما يلي²:

$$V_0 = \frac{D_1 + v_1}{1 + r}$$

حيث تمثل V_0 قيمة السهم في اللحظة 0، ومن هذه الصيغة يمكن استخراج معدل مردودية السهم لمدة سنة وهو مجموع الأرباح الموزعة مضافا إليها الربح المحقق من بيعه منسوبا إلى سعر الشراء، كما هو مبين:

$$r = t + \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

حيث: $t = \frac{D_1}{V_0}$

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص193.

² محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، 2011، ص207.

الحالة الثانية: ثبات التوزيعات لفترة غير محدودة

إن قيمة السهم في هذه الحالة مستقلة عن القيمة الآنية V_0 وهي دالة للتوزيعات وسعر الخصم فقط¹.

$$V = D \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^n} \rightarrow V = \frac{D}{r}$$

الحالة الثالثة: ارتفاع التوزيعات بمعدل ثابت لفترة غير محدودة (نموذج Gordon Shapiro)

بافتراض ارتفاع التوزيعات بمعدل ثابت g فإن الصيغة تكون من الشكل²:

$$V = D_0 \frac{1}{r - g}$$

وتجدر الإشارة إلى أنه حتى يمكن تطبيق هذه الطريقة يجب توفر مجموعة من الشروط هي:

- أن تنمو التوزيعات بمعدل ثابت g بصورة أبدية.
 - أن يرتفع سعر السهم المعني بنفس المعدل g .
 - أن يرتفع الربح الرأسمالي بمعدل ثابت بنفس المعدل g .
 - ثبات معدل التوزيعات.
 - أن مجموع معدل العائد المنتظر هو حاصل جمع معدل التوزيعات ومعدل النمو الثابت لتلك التوزيعات g .
- في الأخير لا نغادر طريقة التقييم بواسطة الأرباح الموزعة دون الإشارة إلى أنه توجد حالات أخرى للتقييم مثل عدم ثبات التوزيعات في المستقبل وغيرها من الحالات.

¹ محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 207.

² المرجع السابق، ص 211.

2- التقييم بواسطة الأرباح الموزعة والمحتجزة:

يؤخذ على الطريقة السابقة، عدم أخذها الأرباح غير الموزعة بعين الاعتبار إذ عادة ما تحتجز المؤسسات جزء من أرباحها لتستعمله كتمويل ذاتي، مما يزيد من تراكم ثروة الملاك عبر السنوات، كما أن للأرباح المحتجزة صدى حسنا لدى المتعاملين مع المؤسسة من جهة وزيادة في التوزيعات المستقبلية على المساهمين من جهة أخرى.

توجد العديد من الصيغ المستعملة للوصول إلى قيمة المؤسسة بالاعتماد على الفرق بين الأرباح المحققة والتوزيعات¹ ومن بينها نموذج Salamon الذي يعبر عن قيمة المؤسسة بالعلاقة²:

$$v = \frac{B}{r} + \frac{(t - r)I}{r^2}$$

حيث:

- B: الأرباح السنوية المحققة
- I: مقدار الأرباح المعاد استثمارها كل سنة (ثابتة على مدى الفترة)
- t: معدل العائد على الاستثمار I (ابتداء من السنة 1)

وهذا يعني أنها عبارة عن القيمة الحالية لمجموع تدفقين ماليين هما: التدفق المالي اللانهائي للأرباح الصافية المتوصل إليها من استثمار رأس المال الأولي والتدفق المالي الناتج من عوائد الأرباح المحتجزة المعاد استثمارها.

3- التقييم بواسطة الأرباح:

من بين طرق التقييم بواسطة الأرباح نجد:

أ- طريقة قيمة العائد:

هي طريقة بسيطة ومستمدة من المبدأ القائل بأن قيمة المؤسسة تتوقف على ما تدر من إيرادات، وتعرف لدى البعض بطريقة رسملة الأرباح، ويتمثل جوهر هذه الطريقة في رسملة الربح الناتج عن نشاط المؤسسة بمعدل

¹ محفوظ جبار، المرجع السابق، ص212.

² سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

خصم معين بغية إيجاد قيمتها، حيث تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف الخبراء، وتكتب معادلتها الأساسية على النحو التالي¹:

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

حيث:

- B: متوسط الربح
- n: عدد السنوات
- I: معدل الاستحداث

يتم احتساب متوسط الربح إما بالاعتماد على الأرباح الماضية، حيث يتمثل الربح المأخوذ في الاعتبار بالنسبة للطرق التقليدية في الربح المحصل عليه في السنوات الثلاث أو الخمسة الماضية التي تسبق عملية التقييم، كما يمكن استخدام معاملات ترجيح تتغير حسب دراسة الخبير المقيم للأرباح الماضية، وعموما تكون هذه المعاملات أكبر لأرباح السنة الماضية ثم تبدأ بالانخفاض كلما اتجهنا نحو الماضي. كما يمكن اعتماد المتوسط الحسابي للربح الناتج عن التوقعات، حيث يمثل حقيقة مردودية الأموال المستثمرة، إلا أنه قد يطرح مشكلا في مدى صحة التنبؤات².

تعتبر رسملة الأرباح من الطرق شائعة الاستعمال لبساطتها، غير أن ذلك لا يمكن أن يخفي عيوبها، فهذه الطرق تفترض أن الأرباح ستتجه إلى مالا نهاية وهذا عكس الواقع الاقتصادي. فالمردودية المحققة حاليا أو التي ستحقق في المستقبل القريب قد تتوقف عن التحقق بعد ذلك لأنها لن تكون نفس النتيجة الحقيقية الاقتصادية المتغيرة دائما، كما أنه من الصعب أن نتصور أن المؤسسة ستفرز الأرباح بنفس القيمة دائما³.

¹ بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010، ص 89.

² سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

³ المرجع السابق.

ب- طريقة مضاعف سعر السهم:

هو النسبة بين سعر السهم عند الاقفال والربح الصافي له، أي¹:

$$PER = \frac{P}{E}$$

فهو عدد مرات الربح أي القيمة الحالية للإيراد سواء وزع أو ضم للاحتياطات، والذي يستعد المستثمر لدفعه لشراء السهم. ومنه فإن مضاعف السعر ما هو إلا معامل رسمة الأرباح، أي المبلغ الذي يدفعه المستثمر للحصول على دينار واحد من الأرباح. إن تذبذب مضاعف السعر عنصر مهم في التحليل، إذ أن هناك علاقة عكسية بينه من جهة وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم من جهة أخرى، كما توجد علاقة طردية بين مضاعف السعر من جهة ومعدل التوزيع ونمو الأرباح المحققة من جهة ثانية. كما تجدر الإشارة إلى أن مقلوب مضاعف السعر يمثل معدل المدروية، على أساس أنه يمثل المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم كإيراد مقابل كل دينار استثمره².

يعتبر مضاعف سعر السهم من الأدوات المستعملة بكثرة في تقييم المؤسسات لأغراض الخوصصة، الاندماج، التقييد في السوق المالية وغيره من الأغراض، ويستعمل بطريقتين هما:

✓ الاعتماد على معلومات مؤسسة شبيهة بالمؤسسة المراد تقييمها، بحيث تكون مقيدة في البورصة واستعمال مضاعف السعر الخاص بها مع الأرباح الخاصة بالمؤسسة محل التقييم، أي أن³:

$$\frac{PA}{EA} = \frac{PB}{EB} \Rightarrow PA = EA \times PER_B$$

وبذلك نحصل على سعر السهم لهذه الأخيرة مما يمكننا من تقييمها، يعرف مضاعف السعر في هذه الحالة بالمضاعف المرجعي PER relatif.

¹ السعيد بريكة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة المضافة EVA، الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، أبريل 2009، ص 13.

² سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

³ المرجع السابق.

✓ نمذجة مضاعف سعر السهم من خلال مجموعة من المتغيرات الواجب توفرها ويعرف النموذج المعني بنموذج بيتس Bates Model ، والصيغة المختصرة لنموذج بيتس وهي¹:

$$M = mA - 10dB \Rightarrow m = \frac{1}{A} (M + 10dB)$$

حيث:

• $M = \frac{Pn}{En}$: مضاعف سعر السهم عند البيع

• $m = \frac{Po}{Eo}$: مضاعف سعر السهم عند الشراء أو مضاعف السعر الحالي

• d : معدل توزيع الأرباح

• A و B : معاملات مجدولة، وقد وفر بيتس جداول معدة خصيصا لإيجادها وذلك حسب معدل العائد المطلوب، معدل نمو الأرباح، الفترة بالسنوات.

وباستخدام نموذج بيتس في تقييم المؤسسات فإن سعر السهم هو حاصل ضرب مضاعف السعر الحالي m الذي يمكن إيجاده بالمعادلة السابقة في الربح المتوقع للسهم E .

¹Vernimmen Pierre, **finance d'entreprise**, 3eme édition, édition Dalloz, Paris, 1998, P425.

الجدول رقم (1-1): جانب من جدول بيتس

Croissance du bénéf	n	Rentabilité désirée								
		8%		10%		12%		15%		...
		A	B	A	B	A	B	A	B	...
7,5%	1	1	0,10	1,02	0,10	1,04	0,10	1,07	0,10	...
	2	1,01	0,20	1,05	0,20	1,09	0,20	1,14	0,21	...
	3	1,01	0,30	1,07	0,31	1,13	0,31	1,22	0,32	...
	5	1,02	0,50	1,12	0,52	1,23	0,54	1,40	0,58	...
	10	1,05	1,01	1,26	1,11	1,51	0,21	1,96	1,38	...
10%	1	0,98	0,10	1,00	0,10	1,02	0,10	1,05	0,10	...
	2	0,96	0,20	1,00	0,20	1,04	0,20	1,09	0,20	...
	3	0,95	0,29	1,00	0,30	1,06	0,30	1,14	0,31	...
	5	0,91	0,48	1,00	0,50	1,09	0,52	1,25	0,55	...
	10	0,83	0,93	1,00	1,00	1,20	1,08	1,56	1,23	...
.
.

المصدر: محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 222.

4- التقييم بواسطة التدفقات النقدية:

يعبر مفهوم التدفق النقدي المتاح عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة، ويحسب التدفق النقدي المتاح مستقبلا عن طريق التمويل، لذا تستبعد من حسابه المصاريف المالية كما لا تؤخذ

في حسابه إلا تدفقات السيولة الناتجة عن الاستغلال¹، ويتم تقييم المؤسسة وفق هذه الطريقة بناء على المراحل التالية:

- ✓ توقع الربح الذي تحققه المؤسسة خلال السنوات القادمة (عادة 5 سنوات) بالاستعانة بجدول حسابات النتائج، مع الأخذ بعين الاعتبار كل العوامل الداخلية أو الخارجية التي قد تؤثر على الربح المتوقع.
- ✓ توقع التدفقات الضرورية للاستغلال مثل احتياجات رأس المال العامل والاستثمار في وسائل الإنتاج.
- ✓ حساب التدفق النقدي المتاح بعد توقع الأرباح ومختلف التدفقات الضرورية للاستغلال، نقوم بحساب التدفق الناتج لكل سنة، وذلك وفق المعادلة التالية²:

$$FCF = RN + AM \pm \Delta BFRE - INV$$

حيث:

- FCF: التدفق النقدي المتاح
- RN: النتيجة الصافية
- AM: مخصصات الاهتلاك
- $\Delta BFRE$: التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال للسنة مقارنة بالسنة t-1
- INV: الاستثمارات الضرورية المتوقعة للسنة t

كما يتعين تحديد قيمة المشروع في نهاية حياته بعدة طرق من أهمها استعمال مفهوم القيمة المتبقية للمؤسسة في آخر الفترة، وهي قيمة مقدرة لها قد يحصل عليه المستثمر إذا قام ببيع المؤسسة عند نهاية المشروع، هذه القيمة تحسب كما يلي³:

¹ سامية عمر عبده، مرجع سبق ذكره.

² عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص118.

³ المرجع السابق، ص119.

$$VR = \frac{VT}{(1+t)^n}$$

حيث:

- VR: قيمة التخلي عن المؤسسة
- VT: القيمة المتبقية في آخر فترة التحيين
- t: معدل التحيين

✓ تحديد قيمة المؤسسة وذلك بخصم التدفقات وفقا للمعادلة التالية¹:

$$VE = \sum \frac{FCFt}{(1+t)^n}$$

ثالثا: طرق التقييم الهجينة " Good Will "

يعرف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الاجمالية المعطاة للمؤسسة في تاريخ معين على القيمة الحقيقية لأصولها في ذلك التاريخ، هذا الفائض يشمل الأصول غير المادية أو المعنوية التي تعرف بشهرة المحل، وهو يعكس المردودية غير العادية التي تستفيد منها المؤسسة، ويعتبر فائض القيمة على أنه المقاربة أو الطريقة التي تهدف إلى قياس المزايا المعنوية والناجحة عن مجموعة من القدرات مثل كفاءة العمال والخبرة، التقدم التكنولوجي، التموقع التجاري، الماركة²، التي هي بجورتها مقارنة بالمؤسسات المنافسة والتي سوف تكون السبب في تحقيقها لعوائد ومداخيل أعلى من الحالة العادية المبررة للأصل الصافي المحاسبي المصحح، ففائض القيمة عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية.

¹Islam missaoui, **Evaluation des entreprises et introduction en bourse**, mémoire de fin étude pour l'obtention d'une maîtrise en finance, faculté Nabeul, 2009, P14, sur site:

<https://www.memoireonline.com/05/10/3514/m-Evaluation-des-entreprises-et-introduction-en-bourse5.html>.

² محمد رمضان ومحمد عصمت بن حمو، بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة، مجلة Le cahiers du mecas، جامعة أبو بكر بالقائد، تلمسان، العدد 11، ديسمبر 2015، ص 4-5.

ويكون فائض القيمة إيجابيا عندما تحقق المؤسسة أرباح أعلى من الأموال الموضوعة والضرورية للسير الحسن للمؤسسة، أما في الحالة العكسية فنكون أمام حالة نقص القيمة¹ Bad Will.

يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من فائض القيمة وفق عدة طرق، والتي تنقسم إلى صنفين طرق مباشرة وأخرى غير مباشرة.

1- الطرق المباشرة:

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي يمكن التطرق لأهمها:

أ- الطريقة الأنجلوسكسونية:

قيمة المؤسسة وفقها تتركز على مجموع أصلها الصافي المحاسبي المصحح، ويقدر (GW) بالفرق بين الربح الصافي للمؤسسة والمكافئة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون خطر للأصل الصافي المحاسبي المصحح، وفقها يتم حساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح²، حيث تكتب وفق العلاقة الآتية:

✓ الطريقة الإجمالية³:

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

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

¹ هواري سويسى وعبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005، ص 401.

² بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 123.

³ المرجع السابق، ص 123.

✓ الطريقة الصافية¹:

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

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

حيث:

- V: تمثل قيمة المؤسسة
- ANCC: الأصل الصافي المصحح
- t: معدل الاستحداث بخطر (Taux Risqué) مضاف إليه من 25 إلى 50 % كعلاوة خطر
- CB: القدرة الربحية
- i: سعر الفائدة بدون خطر (Non Risqué)
- VS: القيمة الجوهرية
- B: الربح المصحح
- إن القيمة ($i \times ANCC$) تمثل المدودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة عادية، وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض القيمة المسمى ب (Good Will)، أما إذا كان الفرق سالبا فهو يمثل (Bad Will)، وريع فائض القيمة هو عبارة على سلسلة الأقساط تتم في مدة محددة وتعود بالفائدة لصاحبها.

¹ علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات، جامعة عمار التليجي، الأغواط، العدد 21، جانفي 2014، ص35.

ب- طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة:

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح، الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة¹، وتعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:

✓ عندما يكون فائض القيمة ثابتاً²:

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

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

حيث:

• an: هي القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية

✓ في حالة عدم ثبات فائض القيمة³:

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

حيث:

• i': معدل الاستحداث

¹Mauguiere Henri, L'évaluation des entreprises non cotées, édition Bordas, Paris, 1990, P36.

²هوارى سويسى وعبد القادر دبون، مرجع سبق ذكره، ص404.

³علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص35.

ج- طريقة المعدلات بمخطر وبدون مخطر:

هذه الطريقة مشتقة من طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين حيث تعمل على رسملة الربح الإضافي بمعدل أعلى من معدل العائد العادي للأصل، من أجل الأخذ في الحسبان المخطر وذلك لإيجاد فائض القيمة وقيمة المؤسسة، إلا أن الاختلاف بينهما يكمن في أن هذه الأخيرة أي طريقة معدل بمخطر ومعدل بدون مخطر تطبق على القيمة الإجمالية للحيازة وليس فقط على قيمة الأصل المرتبط، وهناك أيضا اختلاف مع الطريقة الأنجلوسكسونية متأتي في الحقيقة من أن فائض الربح محدد انطلاقا من معدل عائد عادي حول سعر الحيازة (i.V) وليس حول الأصل الصافي (i.ANC)¹، وتحسب وفق العلاقة الآتية²:

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

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

حيث:

- V : قيمة المؤسسة
- ANCC: الأصل الصافي المصحح
- i: معدل الفائدة
- B : الربح الصافي المصحح
- GW: فائض القيمة
- t: معدل الاستحداث متضمن علاوة المخطر، وكثيرا ما نجده يساوي المعدل (i) مضافا إليه علاوة المخطر

¹Mauguiere Henri, opcit, P39.

² رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2010، ص98.

1- الطرق الغير مباشرة:

تقوم هذه الطريقة على حساب فائض القيمة باعتباره يمثل الفرق بين القيمة الاجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المصححة، والفرق بين قيمتها الإجمالية وقيمتها الجوهرية. ومن خلال استعمال هذا المفهوم في حساب فائض القيمة، فإننا نكون أمام حالتين: الطريقة غير مباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية.

أ- الطريقة غير المباشرة الصافية لحساب فائض القيمة:

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل الصافي المحاسبي المصحح ANCC، لحساب فائض القيمة والقيمة الإجمالية للمؤسسة¹.

$$V = GW + ANCC$$

حيث:

- V: القيمة الإجمالية للمؤسسة
 - GW: فائض القيمة
 - ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح
- وتعطي الصيغة التي تحسب فائض القيمة على النحو التالي²:

$$V = (1/2) i (B - i \times ANCC)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي³:

¹ هشام الواعر، محاضرة غير منشورة في مقياس تقييم المؤسسات، سنة أولى ماستر مالية المؤسسات، 2017-2018.

² هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 99.

³ المرجع السابق، ص 99.

$$V = ANCC + (1/2) i (B - i \times ANCC)$$

حيث i : يمثل سعر الفائدة (غالباً معدل الفائدة على القيم ذات الدخل الثابت)

ب- الطريقة غير المباشرة الإجمالية لحساب فائض القيمة:

تعمل هذه الطريقة بنفس الخطوات السابقة من خلال استبدال القيمة الجوهرية الإجمالية VSB ، محل الأصل الصافي المحاسبي المصحح $ANCC$ ، وعليه يحسب فائض القيمة وقيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة على النحو التالي¹:

$$V = (1/2) i (B - i \times VSB)$$

ومنه قيمة المؤسسة²:

$$V = (1/2) VSB + \left(\frac{CB}{i \times E} \pm AHE \right)$$

حيث:

- CB : القدرة الربحية (النتيجة العمالية)
- E : الديون
- AHE : عناصر خارج الاستغلال

¹ بكاري بلخير، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، مداخلة حول أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي، قاصدي مرياح، ورقة، ص 11. متوفرة في الموقع: <https://www.kantakji.com/media/2679/159632.pdf>

² المرجع السابق، ص 11.

خلاصة:

تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى هيكل رأس المال الذي هو جزء من الهيكل المالي يتضمن متطلبات المؤسسة طويلة الأجل المتمثلة في القروض التي تحصل عليها من المؤسسات المالية، وحقوق الملكية التي تمثل رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة، حيث تتضمن تكلفة الأموال المملوكة تكلفة الأسهم العادية، الممتازة، والأرباح المحتجزة، بينما تقدر تكلفة القروض والسندات بعدة طرق فعادة ما تأخذ أسعار الفائدة الحقيقية المطبقة عليها، كما ذكرنا أهم العوامل المحددة لهيكل رأس المال والعوامل المؤثرة في تكلفته، بالإضافة إلى طرق حسابها التي تعتمد على ثلاثة مدخل وهي مدخل الأوزان الفعلية، المستهدفة، والحدي.

كما تطرقنا أيضا إلى أساسيات حول قيمة المؤسسة من مفهوم، أنواع، وآليات تحديد قيمتها، ثم ذكرنا بعض النظريات المعاصرة منها نظرية الإفلاس، الوكالة، وكذا نظرية الإشارة ومعرفة أثر كل منها على قيمة المؤسسة، وتناولنا أيضا عدة مدخل لتقييم المؤسسة من بينها مدخل الموجودات المرتكز على الذمة المالية المتكون من ثلاثة طرق، طريقة الأصل الصافي المحاسبي، الأصل الصافي المحاسبي المصحح، والأصل الصافي المحاسبي المعاد تقييمه، ومدخل المردودية الذي يأخذ بعين الاعتبار تدفقات المؤسسة من خلال ثلاثة أصناف المعتمدة أساسا على التوزيعات، الأرباح، والتدفقات النقدية، أما آخر مدخل في التقييم يضم مجموعة الطرق المختلطة المعروف ب Good Will وبدوره يقسم إلى طرق مباشرة وأخرى غير مباشرة.

الفصل الثاني

إختبار تأثير تكلفة هيكل رأس

المال على قيمة مجمع صيدال

تمهيد

تعتبر تكلفة هيكل رأس المال من العناصر المهمة التي تولها المؤسسة أهمية كبيرة نظرا لاحتتمال تأثيرها على الأرباح المحققة وبالتالي على قيمة المؤسسة، وعليه سنقوم في هذا الفصل باختبار هذا الأثر على مجمع صيدال باعتباره الأكثر نشاط عن باقي المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، بالإضافة لتوفره على المعطيات المطلوبة، أما فيما يتعلق بالإطار الزمني فقد حددناه من سنة 2002 إلى سنة 2017، وذلك بالاستعانة بنماذج رياضية تفسر الأثر بين متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في "تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، وتكلفة هيكل رأس المال" على المتغير التابع "قيمة المجمع"، عن طريق بناء نموذج انحدار خطي بسيط وفقا لطريقة المربعات الصغرى العادية بالاعتماد على برمجية Eviews8 .

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

يعتبر المجمع الصناعي "صيدال" من المؤسسات الوطنية التي تأقلمت إلى درجة كبيرة مع التحولات والتطورات التي عرفها المحيط الاقتصادي العالمي والمحلي، ويسعى مجمع صيدال المجمع الصيدلاني 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، ويطمح أيضا إلى تقليص تبعية الجزائر للبلدان الأخرى فيما يخص الأدوية.

المطلب الأول: لمحة عن مجمع صيدال

يعتبر أولى المؤسسات الاقتصادية في الجزائر التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر، يتمثل النشاط الأساسي لصيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية، كما أنه يعتبر من أهم أقطاب الصناعة في الجزائر.

أولا: نشأة وتطور مجمع صيدال¹

تأسست الصيدلة المركزية الجزائرية سنة 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد، تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية، وفي إطار مهامها الإنتاجية أنشأت الصيدلة سنة 1971 وحدة الحراش واشترت على مرحلتين سنة 1971 ثم سنة 1975 وحدتي بيوتيك وفارمال.

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلة الجزائرية أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب مرسوم 82/161 الصادر في أبريل 1982، وفي سنة 1989 وفي إطار قانون استقلالية المؤسسات تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تحت اسم "صيدال"، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات أسهم وذات قانون أساسي جديد تتميز باستقلالية التسيير وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات، لكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق مساهمات الدولة وهي الفترة التي كان فيها لصناديق المساهمة دور في مراقبة المؤسسات العمومية باعتبارها الجهة التي تمثل ملكية الدولة على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

¹ لطيفة بكوش، مساهمة التسيير على أساس الأنشطة في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة ونظم المعلومات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017، ص 256-257.

في سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية وتجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركة جديدة أو فروع تابعة، وفي هذا العام تحملت الدولة جميع ديونها وخسائرها في إطار الصالح المالي للمؤسسات القطاع العمومي، واستنادا لمخطط إعادة الهيكلة الصناعية الذي تم بموجبه تقييم المؤسسات بتشخيصها داخليا و خارجيا تحولت المؤسسة في 02 | 02 | 1998 إلى "المجمع الصناعي صيدال" بالسجل التجاري لولاية المدية تحت رقم 085/97، ورأس مال اجتماعي 2.5 مليار دينار جزائري موزع على 10 مليون سهم ذو قيمة 250 دج للسهم الواحد، وكان الهدف من هذه الهيكلة تمكين المجمع من البحث في مجال الطب البشري و البيطري بالإضافة إلى مركزية القرارات، حيث طرأت أولى التحويلات على الصعيد التنظيمي الذي كان مركزيا في السابق، وتم إعادة تنظيم المؤسسة إلى ثلاث فروع فارمال، انتيبوتيكال، وبيوتيك وهذا ما يسمى بالتنظيم الأفقي، بينما تم إحداث تنظيم عمودي بالشركة مع الجزائر مثل Pfizer وغيرها من المؤسسات العالمية.

في 1999، بعد أن قرر المجلس الإداري فتح رأسماله عن طريق العرض العلني دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر بفتح 20% من رأس ماله أي 2 مليون سهم بقيمة 800 دج للسهم الواحد، وفي سبتمبر تم إدراج سند رأس المال للمجمع في جدول التسعيرة الرسمية.

في سنة 2003، تحصلت صيدال على شهادة الإيزو، والتي أكدت مجهودها في تحقيق الجودة الكاملة ودليل ذلك فوزها بالجائزة الأولى للجودة على المستوى الوطني في اليوم الوطني الثاني للتقييس المنظم من طرف وزارة الصناعة.

في عام 2005، تم إنشاء مصنع الأنسولين في قسنطينة تابع لفروع فارما، وفي 16 أبريل 2006 تم افتتاحه من طرف السيد رئيس الجمهورية، وفي سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأس المال صوميدال إلى حدود 59%، وفي سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأس مال شركة ابييرال كما رفعت من رأس مال شركة تافكو من 38.95% إلى 44.51%، ثم في سنة 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال ابييرال إلى حدود 60%.

في 22 ديسمبر 2013، اتخذت الجمعية العامة الغير العادية لمجمع صيدال بإدماج فروعها عن طريق امتصاص انتيبوتيكال، فارمال، وبيوتيك، وفي جانفي 2014 شرع المجمع بتنفيذ قرار الإدماج وإظهار فرعين صوميدال و ابييرال.

ثانيا: التعريف بالمجمع

يعتبر مجمع صيدال مؤسسة ذات أسهم يقدر رأس مالها بـ 2.5 مليار دج، يتكون من عدة مديريات مركزية وثلاث فروع إضافة إلى مركز البحث والتطوير وثلاث وحدات توزيع ومديرية التسويق والإعلام الطبي. تتجلى نشاطات صيدال فيما يلي¹:

- ✓ إنتاج واستيراد وتصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستعمال الطبي والبيطري.
- ✓ تقديم كل الخدمات والنشاطات الترويجية والتسويقية المتعلقة بالمؤسسة.
- ✓ المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي لها علاقة بنشاط المؤسسة عن طريق إنشاء وإنتاج فروع جديدة.
- ✓ عموما كل العمليات التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بأهدافها الاجتماعية وكل المواضيع المشابهة ذات الطابع المساعد لتطوير المؤسسة.

¹ ليندة دحمان، التسويق الصيدلاني، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010، ص 86-87.

الجدول رقم (2-1): بطاقة فنية لمجمع صيدال

اسم المؤسسة	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي 2500 مليون دينار جزائري.
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني سهم.
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية.
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد.
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء-صيدلية بنسبة 80%.
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2.000.000 سهم اسمي بقيمة 250 دج للسهم بسعر إصدار 800 دج للسهم.
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999.
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999.

المصدر: مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق،

جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2014، ص 116.

1- أهداف المجمع:

- تطمح شركة صيدال في إنتاج الأدوية والمنتجات الصيدلانية في السوق الجزائرية إلى تعزيز وضعيتها في السوق المحلي والعمل على ترقيتها إلى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق الأهداف التالية¹:
- ✓ العمل على تحقيق الأمن الدوائي.
 - ✓ العمل على تغطية أكبر نسبة ممكنة من الاحتياجات الوطنية من الأدوية بغرض تقليص فاتورة الاستيراد التي تقارب ما قيمته 600 مليون دينار جزائري سنويا.
 - ✓ الحد من حجم الواردات في مجال المنتجات الصيدلانية وذلك من خلال توسيع حجم الاستثمارات وترقيتها.
 - ✓ تنويع وتوسيع قائمة المنتجات من الأدوية خاصة بالتركيز على الأدوية الجنيسة.
 - ✓ تقديم أدوية مناسبة من حيث الجودة والسعر.
 - ✓ تكثيف الجهود في ميدان التسويق والعالم الطبي بهدف رفع الإنتاجية والعمل على تحسين النوعية.
 - ✓ التركيز على الاستفادة من البحث العلمي بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحوث الأجنبية.
 - ✓ الاعتماد على سياسة الشراكة والتحالف من خلال إقامة مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية لنقل التكنولوجيا.
 - ✓ الحفاظ والرفع من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع في السوق الوطني والعمل على دخول الأسواق الخارجية والبحث الدائم على النمو الاقتصادي والمالي.

2- مهام المجمع:

من أهم المهام التي يقوم بها المجمع نجد²:

- ✓ إنتاج الأدوية ذات الاستعمال البشري إضافة إلى المواد الأولية المختلفة المستخدمة في الإنتاج الصيدلاني.
- ✓ التسويق للمنتجات الصيدلانية خاصة التي ينتجها المجمع عن طريق مختلف الوحدات التجارية التي يمتلكها.

¹ نصيرة علاوي، دور البيقطة الاستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة، أطروحة دكتوراه في إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، تخصص تسيير موارد بشرية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص186.

² فريك يحيى، استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص108.

- ✓ الاستيراد والتصدير لكل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية والكيميائية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع.
- ✓ البحث والتطوير في المجال الطبي وصناعة المستحضرات الدوائية.
- ✓ إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء والأساس الفعال للمضادات الحيوية.
- ✓ تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء.
- ✓ القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنيصة.
- ✓ إنتاج منتجات التعبئة والتغليف ونقل السلع.
- ✓ صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية.

ثالثاً: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

من أجل التكيف مع المحيط الذي ينشط فيه مجمع صيدال والتجاوب مع التطورات الراهنة والمستمرة في سوق الدواء، قام المجمع بوضع مخطط تنظيمي يتناسب مع هذه المتطلبات حيث يتصف بالاتزان والتناسق بين مختلف فروعها. ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال في الشكل رقم (1-2):

الشكل رقم (2-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: أمال معروف، الانتقال من الأداء المالي إلى الأداء الاستراتيجي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 93.

وتتمثل وظيفة كل مديرية من المديريات والفروع الموضحة في الشكل السابق في¹:

- **المؤسسة الأم:** وهي تشمل الإدارة العامة للمجمع، الوحدة التجارية للوسط، مركز التوزيع بباتنة ووهران ومركز

البحث والتطوير. ويمكن تعريف هذه المديريات والمراكز فيما 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 والتطورات 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.

✓ **المصالح الوظيفية:** وتمثل فيما يلي:

- **مديرية تسيير المحفظة والاستراتيجية المالية:** تقوم هذه المديرية بالمهام التالية:

● إعداد السياسة المالية للمجمع وعرضها على لجنة الاستراتيجية.

● تحريك الإجراء المالي.

● التركيز على جدول حسابات النتائج التقديري، ومخطط تمويل مركز البحث والتطوير.

- **مديرية التسويق والإعلام الطبي:** وهي التي تتولى مهام التسويق بالدرجة الأولى ثم الإمام الطبي وذلك من

خلال دراسات السوق، توجيه المجمع في سياسته الإنتاجية والبيعية، إنشاء شبكة للمندوبين الطبيين عبر كامل

التراب الوطني، بالإضافة إلى مهمة إصدار المجلات التالية: "Info Saidal"، "Saidal Santé"، "Saidal "

"écho".

- **مديرية تطوير الإنتاج والشراكة:** وهي التي تتولى مهمة تطوير أساليب الإنتاج وترقية الشراكة مع المخابر

العالمية من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة.

¹ مريم قلال، مرجع سبق ذكره، ص121-128.

- مديرية التأمين والجودة والمشاريع الصيدلانية: تتولى بالاهتمام بضمان مراقبة وترقية الجودة لمنتجات صيدال.

- مديرية التدقيق والتحليل: تتمثل مهامها في:

- القيام بإعداد تقارير أسبوعية وشهرية عن المبيعات والإنتاج والمخزون بالكمية والقيمة.
- إعداد تقارير التسيير.

● تحريك الإجراءات متوسطة المدى للمجمع والفروع والمتعلقة بالمخطط السنوي.

- مديرية التنظيم والإعلام الآلي: تهتم هذه المديرية بالعمليات التالية:

● وضع مخطط إدارة نظام المعلومات.

● تحديد السياسات المعلوماتية للمجمع.

● ضمان كفاءة مخطط التسيير.

- مديرية التطوير الصناعي والبيوتكنولوجية: تأسست هذه المديرية في 27/08/2006، وهذا من أجل تطوير سوق الدواء الموجه أكثر نحو الأدوية الناتجة عن البيوتكنولوجية.

- مركز البحث والتطوير: تأسس سنة 1975 وله أهمية بالنسبة للأبحاث والتطوير ويمثل جهازا استراتيجيا لربط قنوات الاتصال بين المجمع وعالم الأبحاث في المجال الصيدلاني.

1- تقديم فروع ووحدات مجمع صيدال:

يتكون المجمع الصناعي صيدال من ثلاث فروع إنتاجية تتمثل في: Antibiotical و Phamal و

Biotic، كما يشمل ثلاث وحدات تجارية ومركز هام للبحث والتطوير وهي كالتالي:

أ- فروع المجمع الصناعي صيدال:

✓ فرع انتوبوتيكال Antibiotical:

يتمثل هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية المتواجد في ولاية المدية على بعد 80 كلم جنوب الجزائر العاصمة، ويقدر رأسماله بـ 950 مليون دج، ويتربع على مساحة قدرها 25 هكتار من بينها 19 هكتار مبنية، انطلق هذا المركب في الإنتاج منذ أبريل 1988 ويختص في إنتاج المضادات الحيوية من نوع البنيسيلينية وغيرها، بالإضافة إلى منتجات تامة الصنع ومواد أولية.

وتم تجهيزه بجميع التجهيزات اللازمة لصناعة الأدوية ابتداء من الحيازة على المواد الأولية الفعالة إلى غاية تشكيل النوع الصيدلاني للمنتج.

يتميز المركب بطاقة إنتاجية معتبرة في إنتاج المواد الأولية ومهارة عالية في التركيبات الحيوية، وخبرة معتبرة في إنتاج المضادات الحيوية ومخابر للتحليل تسمح بالرقابة الكاملة للجودة، ويضم الوحدات التالية:

- وحدة إنتاج المادة الفعالة البنيسيلينية وغير البنيسيلينية: ويتم فيها الإنتاج بواسطة عملية التخمر ونصف التحليل، حيث تصل سعة التخمر إلى 1200 متر مربع بطاقة إنتاجية تبلغ 750 طن من المواد الأولية.

- وحدة إنتاج مواد التخصصات الصيدلانية: وتحتوي على بنائتين منفصلتين، الأولى لإنتاج الأدوية البنيسيلينية والأخرى الخاصة بإنتاج الأدوية غير البنيسيلينية، تبلغ طاقة إنتاج هذه الوحدة 60 مليون وحدة بيع في السنة على مختلف الأشكال الصيدلانية كالتالي: 50% من الحقن، 30% من الأقراص الجافة (أقراص، كبسولات، مسحوق للشرب)، 5% من الأشربة و15% من المراهم. وللوحدة 4 ورشات معمقة من صنف 100 ومخازن مجهزة حسب الشروط النظامية لتخزين المواد الأولية ولوالم تعبئة والمنتج النهائي.

- مطبعة: ذات قدرة إنتاجية تفوق 80 مليون علبة و140 مليون وصفا سنويا، حيث تغطي بذلك 100% من احتياجاتها و30% من احتياجات فروع صيدال الأخرى.

✓ فرع فارمال Pharmal:

تأسس هذا الفرع في 2 فيفري 1998 مقره الدار البيضاء بالجزائر العاصمة، يقدر رأس مال هذا الفرع ب 200 مليون دج، ويتكون من ثلاث مصانع إنتاجية ومخبر مراقبة الجودة والنوعية لمنتجات مصانع الفرع وكذلك بعض المؤسسات العمومية والخاصة، وقد ألحقت هذه الوحدات بفرع فارمال في جويلية 1999 بعدما كانت تابعة للمؤسسة الوطنية للتأمين بالمواد الصيدلانية سابقا وهي كالتالي:

- وحدة الدار البيضاء: وهي أقدم وحدات الفرع التي تعود نشأتها إلى سنة 1958 حيث كانت تابعة للمخبر الفرنسي Labaz قبل تأميمها، وتقوم حاليا بصناعة العديد من الأدوية ذات الصنع المختلفة (أقراص، أشربة، محاليل العسل، محاليل للشرب، مراهم وغيرها)، حيث قدرتها الإنتاجية تفوق 40 مليون وحدة بيع لكل الأشكال وهي مزودة بمخبر مراقبة الجودة.

- وحدة قسنطينة: تم تحويلها إلى وحدة فارمال بعد حل Ecopharm في 1997/12/31 تقع في المنطقة الصناعية بقسنطينة، وهي متخصصة في صناعة الصيغ السائلة بقدرة إنتاجية تصل إلى 05 ليون وحدة بيع، كما

أنها تحتوي على مخبر لمراقبة الجودة يضم تقديم خدمات للهيئات العمومية والخاصة، وقد تم إنشاء مصنع للأنسولين انطلق في الإنتاج في 2006/04/16 بطاقة إنتاج تصل إلى 3.5 مليون وحدة.

- وحدة عنابة: انضمت إلى صيدال سنة 1998 وتختص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص وكبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز 07 مليون وحدة بيع.

✓ فرع بيوتيك Biotic:

تم تأسيسه في 1998/02/02 برأس مال 250 مليون دج، مقره الاجتماعي بالمحمدية "الحراش" ويشتمل أربع وحدات إنتاجية هي:

- وحدة جسر قسنطينة: التي بدأت نشاطها منذ 1984 وتقوم بإنتاجها 20 مليون وحدة بيع، وهي الوحيدة على المستوى الوطني المتخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة على شكل قارورات أكياس بتكنولوجيا عالية، يتألف المصنع من خمسة ورشات إنتاج متخصصة في صناعة الأنواع الجالونيسية وهي:

- ورشة التحميلات.
- ورشة الأقراص.
- ورشة المحاليل المكثفة على شكل أكياس.
- ورشة المحاليل المكثفة على شكل قارورات.
- ورشة الأمبولات.

كما تتوفر المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية الميكروبيولوجية وخصائص السموم، إلى جانب التسيير التقني والوثائقي.

- وحدة الحراش: تأسست سنة 1971 وتتوفر على أربع ورشات إنتاجية وهي:

- ورشة للأشربة.
- ورشة المحاليل.
- ورشة الأقراص والملبسات.
- ورشة المراهم.

وتبلغ طاقة إنتاجها بـ 20 مليون وحدة بيع، وتم سنة 2005 إضافة خط إنتاج جديد لورشة الأقراص كما تتوفر أيضا مخبر مراقبة الجودة مكاف بالتحليل الفيزيوكيميائي والتسيير التقني والوثائقي.

- وحدة شرشال: تقع بالمنطقة الصناعية واد بلاح بشرشال تربع على مساحة 3120 متر مربع وتتكون من ثلاث ورشات إنتاج:

● ورشة الأشربة.

● ورشة لإنتاج الأشكال الجافة (أقراص، مسحوق في أكياس، كبسولات).

● ورشة المحاليل المكثفة.

- وحدة باتنة: وهو مصنع حديث النشأة يتخصص في إنتاج التحاميل.

ب- الوحدات التجارية: يتكون المجمع من ثلاث وحدات تجارية:

- الوحدة التجارية للوسط **UCC**: وهي أول وحدة تجارية أنشئت في الوسط سنة 1996، مقرها لاجمعية بالجزائر، تهتم بتسويق وتوزيع منتجات مجمع صيدال مع ضمان أحسن استقبال للزبائن، حيث تمتلك وسائل تمويل كبيرة وفريق نشيط وديناميكي متخصص في البيع وتوزيع وتسليم البضائع للزبائن.

- الوحدة التجارية للشرق **UCE**: تم تأسيسها في 15 أكتوبر 1999 بباتنة وأسندت لها مهمة تمويل 18 ولاية في شرق الجزائر بصورة مستمرة.

- الوحدة التجارية للغرب **UCO**: تأسست في جويلية 2000 بوهران مكلفة بتغطية 19 ولاية غرب الجزائر.

ت- مركز البحث والتطوير **CRD**: أنشئ في 24 جويلية 1999 مقره بالجمعية الحراش، يتوفر على أحدث المعدات وعلى كفاءة بشرية مؤهلة، يشرف على كل ماهو بحث علمي وتطوير للأدوية والتقنيات الصيدلانية والتحكم بعمق في تغيرات السوق، كما يساهم في عملية التطوير من أجل الوصول إلى ابتكار صيدلاني، تكمن مهامه فيما يلي:

- تطوير الأدوية الجينية **Génériques** لفائدة المجمع من خلال القيام بالأنشطة التالية:

● المشاركة في اقتراح قائمة الأدوية الواجب تطويرها وذلك بناء على الدراسات التقنية.

● وضع دفتر شروط على أساس رقابة دقيقة للتزويد بالمواد الأولية اللازمة لإنتاج الأدوية التي يتم تطويرها.

● متابعة استقرار وثبات الأدوية المطورة.

- تحضير الملفات العلمية والتقنية اللازمة لتسجيل الأدوية المطورة.
 - تحقيق التدرج في حجم التصنيع ابتداء من المخبر إلى السلم الصناعي.
 - المساهمة في توفير الإعلام العلمي الخاص بالأدوية المطورة.
 - المشاركة في إنجازات ودراسات التكافؤ الحيوي.
 - تقويم وترويج الأعمال التقنية والعلمية المسجلة بالمجمع.
 - توفير، توزيع وترويج الإعلام الفني الخاص بمهام المجمع وأنشطته.
 - رقابة جودة الأدوية وغيرها.
 - المساهمة في تدريب الإطارات الفنية للمجمع.
 - تطوير الأبحاث في مجال العلوم الصيدلانية المرتبطة بالمهام الاستراتيجية للمجمع.
 - تأمين المساعدة الفنية اللازمة للفروع الإنتاجية للمجمع.
 - تنظيم جميع الإمكانيات والموارد البشرية والمادية والعلمية لتأمين اليقظة التكنولوجية للمجمع.
- ويتكون مركز البحث والتطوير من المختبرات التالية:
- مخبر الجالينوس: ويقوم أساسا بتصميم تركيبات أدوية جنيصة وعرضها في أشكال صيدلانية مختلفة (سائلة وصلبة).
 - مخبر التحليل الكيماوية: يقوم بالتأكد من تطابق المواد الأولية مع مواصفات الجودة، تصميم طرق التحليل، متابعة دراسات الاستقرار والثبات.
 - مختبر الأبحاث السمية: يقوم بالتجارب السمية ومعرفة قدرة الجسم على المقاومة بالإضافة إلى التأكد من مدى مطابقة المواد الأولية والمنتجات للمواصفات العالمية ومدى فعاليتها.
 - مختبر الميكروبيولوجيا: يقوم بالتحليل والفحوصات اللازمة للتأكد من نجاعة المواد العميقة ونقاؤها الجرثومي ومدى مطابقتها مع مواصفات الجودة.
 - مختبر علم أمراض المناعة: يقوم بالدراسات المتعلقة بعلم المناعة في مجال فقدان المناعة المكتسبة SIDA وغيرها من أمراض حديثة الظهور.
 - قسم التوثيق والإعلام التقني والعلمي: تتمثل مهامه في إنجاز شبكة معلومات موثقة ومتطابقة مع أهداف واحتياجات التطوير، ويتم تحديثها بصفة مستمرة.

- قسم ضمان الجودة: يقوم بوضع نظام تأمين الجودة وطرق صيانتها طبقا للمواصفات العالمية، بالإضافة إلى توضيح طريقة سيرها بهدف ضمان التحسين المستمر.
- قسم الشؤون الصيدلانية: يقوم بتحليل الملفات التقنية والعلمية الضرورية لتسجيل الأسماء التجارية لدى المعهد الوطني لحماية الملكية الصناعية، بالإضافة إلى تصميم المحسمات الهندسية للأدوية المطورة.
- كما يتولى المركز تنظيم الملتقيات والندوات العلمية الوطنية والدولية، بالإضافة إلى تعاونه مع عدة مؤسسات وجامعات في مجال التدريب، أما بالنسبة لمشاريع البحث في المركز فتتمثل في مشروع الزيوت الأساسية التي تستخدم في مجالات متعددة مثل المجال الصيدلاني.

المطلب الثاني: عملية إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر¹

نظرًا للنتائج الحسنة المحققة من طرف صيدال في السنوات الأخيرة تعتبر صيدال من المؤسسات الأولى التي تم دخولها وقبولها في بورصة القيم بالجزائر، بعد إعطاء اللجنة الوطنية لمساهمات الدولة لمؤسسة العمومية القابضة كيمياء-صيدلة في بداية سنة 1998 واتفاقها لخصوصية جزء من صيدال فتمت الإجراءات مباشرة بعد ذلك بتقييم المؤسسة وإنجاز نشرة للإعلام.

وطبقًا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة أثناء اجتماع 18 جوان 1998 في إطار عملية الخوصصة وبأمر رقم 22/95 المؤرخ في 26 أوت 1995 المتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية المنتخب في برنامج الخوصصة المصادق عليه من طرف الحكومة، وبالاجتماع العام الاستثنائي لصيدال المؤرخ في 22 جوان 1998، صادقت على اللائحة رقم 4 المقترحة من طرف مجلس الإدارة، التي تسمح لصيدال بالدخول في البورصة بجزء من رأس مالها والذي حدّد بـ20%، أي ما يمثل 2.000.000 سهم على شكل اسمي بقيمة 250 دينار جزائري للسهم.

وبعد الدراسة التي قام بها مكتب الدراسات الدولية (GPA فرع فرنسا) لـ أرتور أندرسون حدّد سعر سهم ثابت والذي قدر بـ 800 دينار جزائري.

وفي 24 ديسمبر 1998 أعطت لجنة التنظيم والمراقبة لعمليات البورصة COSOB تأشيرة تحت رقم 4/98 وهذا بعدما قدمت صيدال نشرة للإعلام، وانطلقت العملية في تاريخ 15 فيفري 1999 إلى غاية 15 مارس،

¹ ليندة دحمان، مرجع سبق ذكره، ص 87-88.

ولقد انتهى العرض العمومي للبيع في الوقت المحدد، فاعتبرت عملية العرض العمومي للبيع بالإيجابية والناجحة، حيث كميّة طلب شراء الأسهم فاق العرض بـ 43 % وهذا شيء إيجابي لصيدال.

ولقد كان أول تحديد لسعر سهم صيدال في تاريخ 20 سبتمبر 1999 مع ارتفاع هام لقيّمته والذي قدر بنسبة 3% فأصبح سعر السهم 825 دج بدلا من 800 دج، إلا أنها عرفت بورصة القيم بالجزائر نشاط ضعيف ولم تصل بعد إلى معرفة وتيرة نموها وتطورها.

وسعت صيدال من خلال هذه العملية إلى:

- الزيادة في شهرة مجمع صيدال، الشيء الذي يسمح لها بأن تكون معروفة على المستوى الدولي وكذا تحقيق تحالفات مع شركاء أصحاب كفاءة عالية وذلك لتطوير القدرات المعرفية وتحقيق الانتقال التكنولوجي.
- الحصول على تمويلات من ظروف أحسن وفي آجال قصيرة جدا من البنوك ومن مختلف الأسواق المالية.
- الخوصصة الجزئية للمؤسسة وفقا للاتجاهات الاقتصادية العالمية مع التركيز على الابتعاد التدريجي لدور الدولة في التسيير.

- إدخال أكبر وأحدث معايير التسيير ضمن محيط المؤسسة للتكيف مع البيئة الجديدة للاقتصاد الجزائري (اقتصاد السوق).

المطلب الثالث: مؤشرات حول أداء صيدال

سنحاول في هذا المطلب تقديم وضعية أداء مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017) من خلال تطورات نشاطه، من حيث رقم الأعمال، الإنتاج، النتيجة الصافية والقيمة السوقية.

1- رقم الأعمال:

يمثل رقم الأعمال الإيرادات الخام لكل عمليات البيع كما يعبر عن حقيقة فعالية المؤسسة، فعملية البيع الوسيلة الوحيدة أمام المؤسسة من أجل تحقيق العوائد التي يسمها من أجلها كل من المساهمين والمسيرين، والجدول رقم (2-2) يوضح تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى غاية 2017.

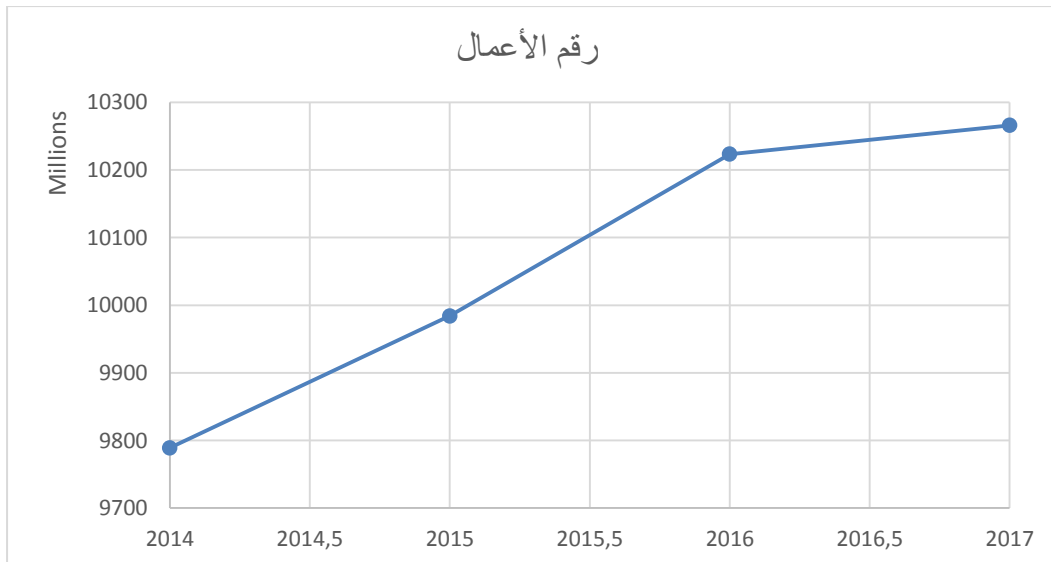
الجدول رقم (2-2): رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)

السنوات	رقم الأعمال	نسبة التغير
2014	9789025905.91	-
2015	9984043757.71	%1.95
2016	10223411484.28	%2.34
2017	10265897771.06	%0.41

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

يتبين من الجدول أعلاه أن مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من (2014-2017) حقق نمو متزايد في رقم أعماله، من سنة لأخرى حيث ارتفع بنسبة %1.95 سنة 2015 مقارنة بسنة 2014 وهذا بفضل الصيدلة المركزية للمستشفيات حيث حققت %6.85 من رقم الأعمال نتيجة القدرة الكافية لبعض أشكال الدواء، ليستمر في الارتفاع سنة 2016 بنسبة %2.34 وفي سنة 2017 بنسبة %0.41. والشكل رقم (2-2) يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-2): تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

2- الإنتاج:

يتمثل إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017) من خلال الجدول رقم (2-3) :

الجدول رقم (2-3): تطور إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)

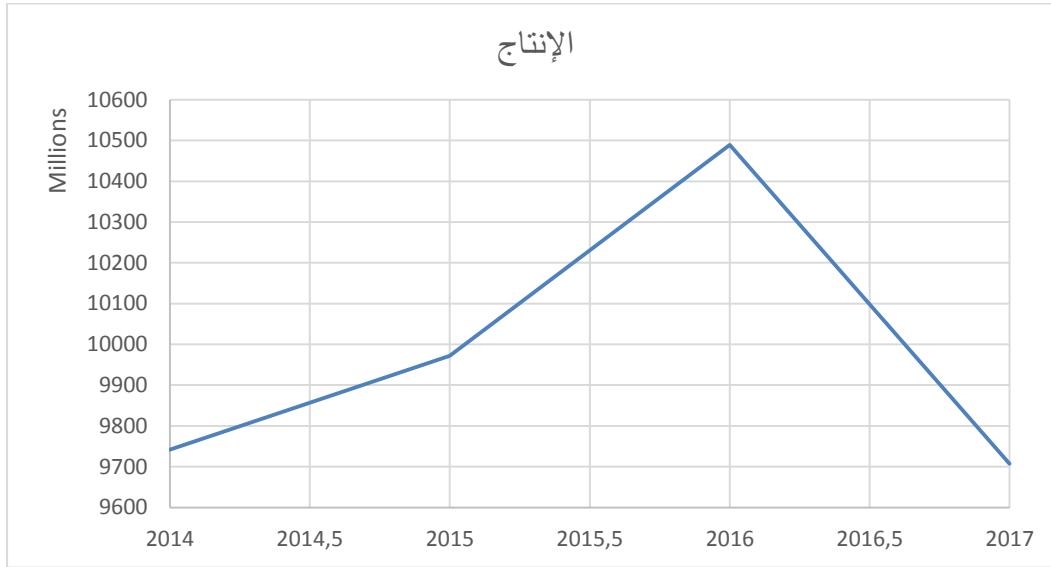
السنوات	الإنتاج	نسبة التغير
2014	9741429621.00	-
2015	9972150634.01	2.31%
2016	10489075107.79	4.92%
2017	9707567809.90	(-8.05)%

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

نلاحظ من الجدول أعلاه أن مجمع صيدال شهد ارتفاعا في الإنتاج بنسبة 2.31% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، وارتفع كذلك سنة 2016 بنسبة 4.92%، لينخفض في سنة 2017 بنسبة 8.05% نتيجة تأخر تزويد المصانع بالمواد الخام إضافة إلى توقف إنتاج محلول الشراب بقسنطينة بسبب محطة معالجة المياه، كما قام المجمع أيضا بوقف إنتاج المنتجات التي لم تحقق الإيرادات المرجوة.

والشكل رقم (2-3) يبين لنا ذلك:

الشكل رقم (2-3): تطور إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

3- النتيجة الصافية:

حقق المجمع انخفاضاً في النتيجة الصافية خلال الفترة (2014-2017) والجدول رقم (2-4) يوضح لنا ذلك:

الجدول رقم (2-4): النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)

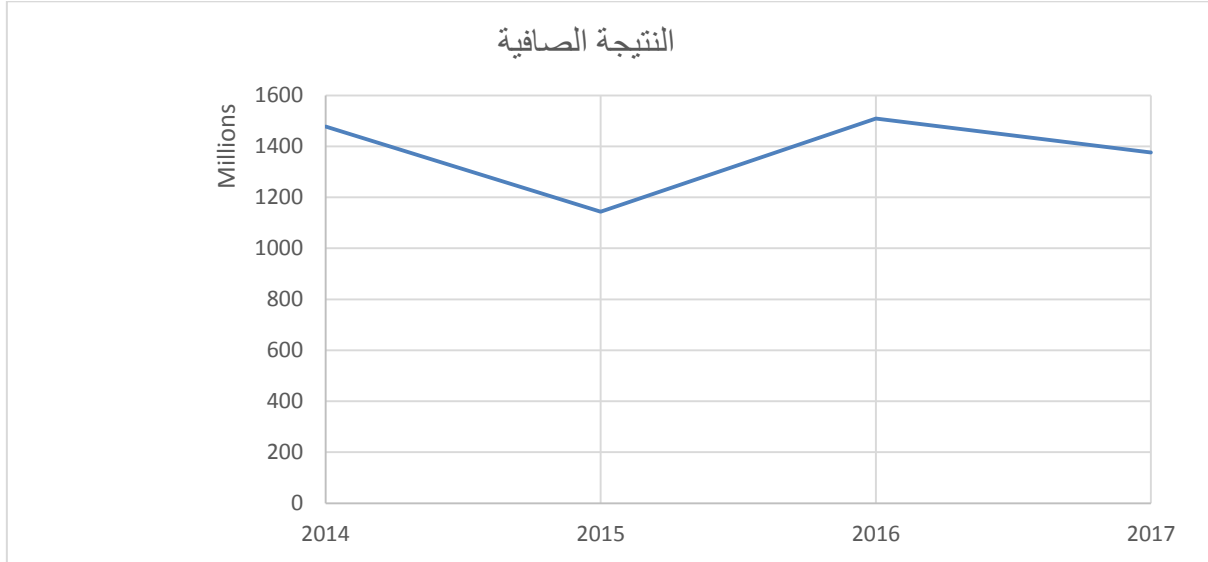
السنوات	النتيجة الصافية	نسبة التغير
2014	1477751553.22	-
2015	1143817990.89	-29.19%
2016	1509161605.06	24.21%
2017	1376295647.88	-9.65%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

يتبين من الجدول أعلاه أن مجمع صيدال سجل انخفاضاً في النتيجة الصافية خلال فترة الدراسة، حيث شهدت انخفاضاً بنسبة (29.19%) سنة 2015 ويرجع ذلك إلى انخفاض مستوى التغير في المخزون إضافة إلى تعليق بعض منتجات الصناعة التحويلية، لتعاود الارتفاع سنة 2016 بنسبة 24.21% نتيجة تحقيق أرباح

معتبرة، ثم انخفضت سنة 2017 بنسبة 9.65% نتيجة لزيادة الاستهلاك وانخفاض في مستوى التغير في المخزون. والشكل رقم (2-4) يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-4): النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة (2014-2017)

4- القيمة السوقية:

حقق مجمع صيدال تطور ملحوظا في القيمة السوقية خلال الفترة (2014-2017)، وهي القيمة التي يباع بها السهم العادي في السوق المالي وهذا ما يبينه الجدول رقم (2-5):

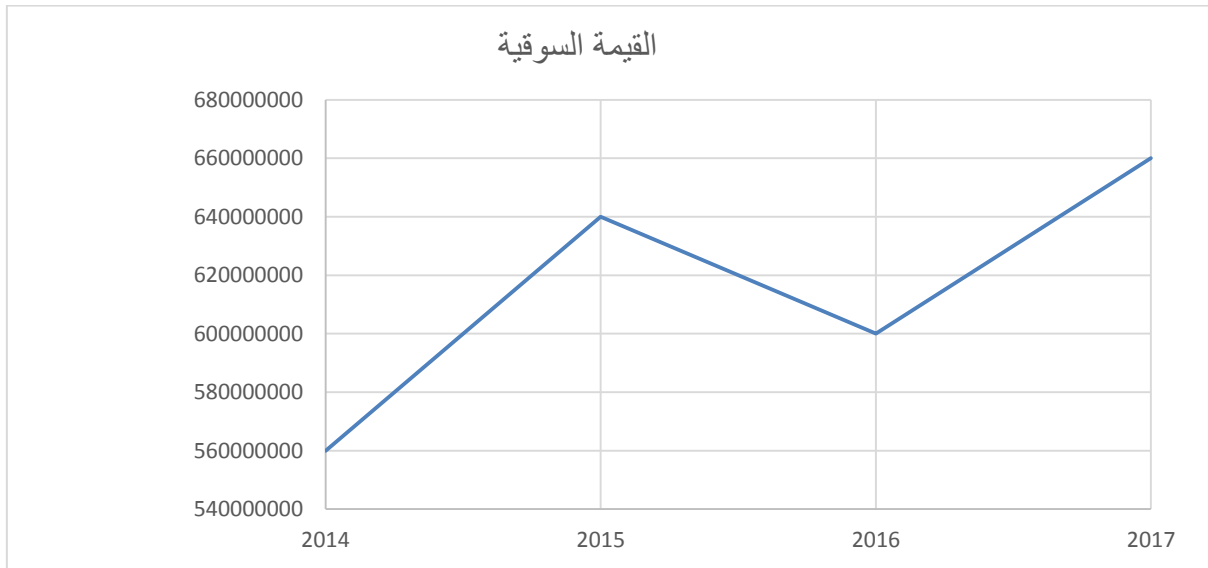
الجدول رقم (2-5): تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)

السنوات	القيمة السوقية	نسبة التغير
2014	5600000000	-
2015	6400000000	12.5%
2016	6000000000	6.67%-
2017	6600000000	9.09%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير نشاط المجمع خلال الفترة (2014-2017)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن القيمة السوقية لسهم المجمع في تزايد مستمر، إذ ارتفعت سنة 2015 بنسبة 12.5% مقارنة بسنة 2014، ولكن انخفضت سنة 2016 بنسبة قليلة (6.67%)، ثم ارتفعت سنة 2017 بنسبة 9.09%، حيث أن سعر السهم يتحدد في السوق المالي على أساس العرض والطلب بعلاوة إصدار 800 دج للسهم، والشكل رقم (2-5) يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-5): تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة (2014-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على تقارير نشاط المجمع خلال الفترة (2014-2017)

المبحث الثاني: تقدير تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة

من خلال هذا المطلب سنقوم بتقدير تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط، ومن ثم بناء عدة نماذج مختلفة وذلك لاختبار فرضيات الدراسة، وقياس مدى تفسير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، بالإضافة إلى دراسة ومعرفة مدى تأثير كل متغير مستقل لوحده على المتغير التابع، و من أجل القيام بذلك تم الاستعانة ببرمجية Eviews8.

المطلب الأول: الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة

لتقدير نماذج الدراسة نتبع الخطوات المنهجية التالية:

أولاً: تعيين النموذج

يتم صياغة النموذج القياسي عن طريق تحويل العلاقات الاقتصادية إلى صيغة قياسية، ومن أجل ذلك تعد هذه المرحلة وهي مرحلة تعيين النموذج من أهم مراحل الاقتصاد القياسي، وذلك لكثرة الأخطاء التي تقع فيها كنسيان بعض المتغيرات أو نقص في البيانات، كذلك استخدام شكل رياضي غير مناسب لهذه الدراسة، ولتحديد النموذج الرياضي يجب تحديد متغيرات النموذج وشكله الرياضي والتوقعات الاحتمالية الصادرة عنه.

1- تحديد متغيرات النموذج:

سنحاول إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج رياضي، نربط في كل مرة بين أحد المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، لذلك فمتغيرات الدراسة تتمثل في:

أ- المتغيرات المستقلة:

- تكلفة هيكل رأس المال:

المعبر عنها بالتكلفة الوسطية المرجحة وتمثل المتغير المستقل في الفرضية الأولى، حيث نرمز لها بالرمز K_{cmpc} ، ولحسابها قمنا بجمع كل من تكلفة الأموال الخاصة مضروبة في وزن الأموال الخاصة إلى الهيكل المالي، وتكلفة القروض مضروبة في وزن القروض إلى الهيكل المالي، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$K_{cmpc} = K_{cp} \times \frac{Cp}{(Cp+D)} + K_d \times \frac{D}{(Cp+D)} (1 - IBS)$$

وبما أن مجمع صيدال يعتمد في تشكيل هيكل رأسماله على نوعين من المصادر التمويلية وهي الأموال الخاصة و الإقتراض، فإن تقدير تكلفة هيكل رأسماله سيكون وفقا لهذا المزيج التمويلي.

• تكلفة الأموال الخاصة:

تمثل المتغير المستقل في الفرضية الثانية، والتي يرمز لها بالرمز K_{cp} ، ويتم حسابها بقسمة توزيعات السهم الواحد (DIV) على سعر السهم عند الإغلاق (P)، ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$K_{cp} = \frac{DIV}{P}$$

• تكلفة الإقتراض:

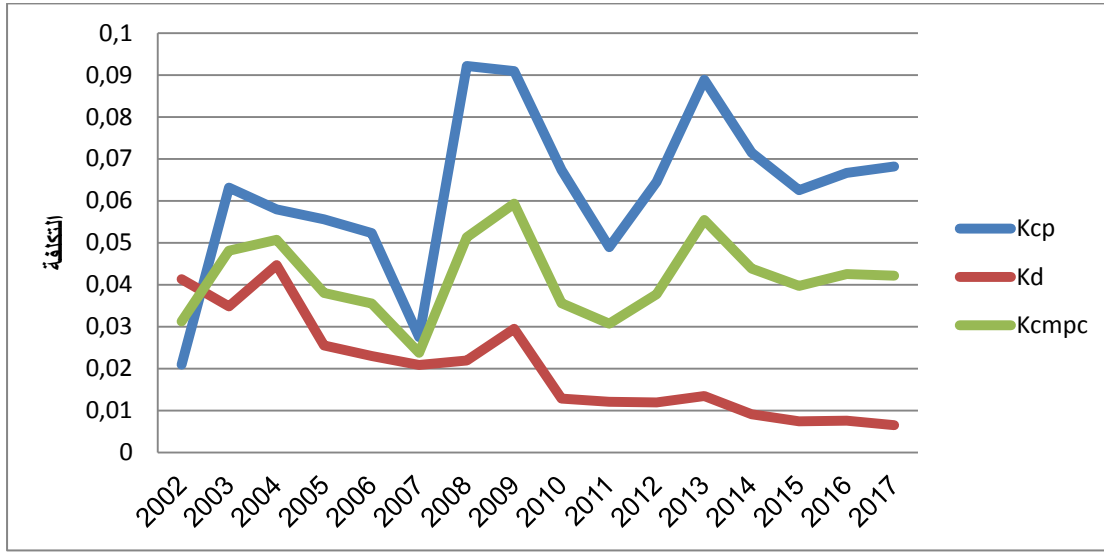
تمثل المتغير المستقل في الفرضية الثالثة، ويرمز لها بالرمز K_d ، وتحسب بقسمة المصاريف المالية على حجم الديون مع استبعاد الوفورات الضريبية (IBS) وذلك وفقا للمعادلة التالية:

$$K_d = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون}} (1-IBS)$$

حيث اعتمدت بعض الدراسات السابقة كدراسة د. مليكة زغيب تحت عنوان "تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة" هذا المنهج لقياس تكلفة الأموال.

للحصول على المعلومات اللازمة لحساب متغيرات الدراسة، اعتمدنا على بيانات القوائم المالية السنوية لمؤسسة صيدال والتقارير السنوية للجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية "COSOB"، للحصول على السلاسل الزمنية للمتغيرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2017، والموضحة في الملحق رقم (1) والتي يمكن تمثيلها في الشكل رقم (2-6):

الشكل رقم (2-6): تطور المتغيرات المستقلة للدراسة خلال الفترة (2002-2017)

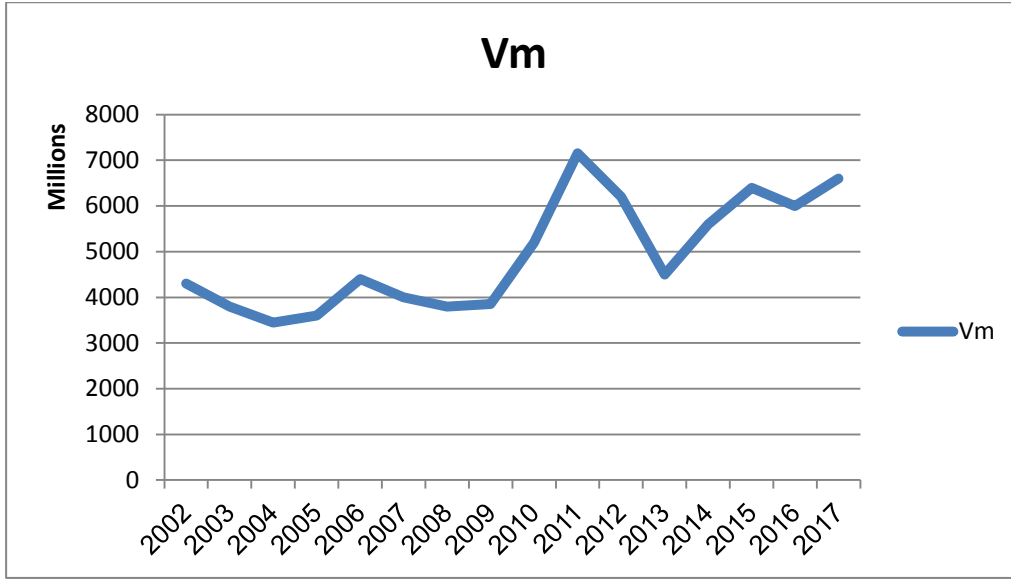


المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم (1)

ب- المتغير التابع:

يتمثل في قيمة مجمع صيدال معبرا عنها بالقيمة السوقية وهذا لأنها تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة في السوق، وتخضع لجانبي العرض والطلب، ونرمز لها بالرمز V_m ، ولحسابها قمنا بضرب سعر السهم عند الإغلاق في عدد الأسهم المصدرة، كما ذهبت إليه دراسة د. جبار بوكثير وأ. نبيلة سهايلية بعنوان "عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، والتي استخدمت السعر السوقي في حساب القيمة السوقية لعينة الدراسة، وبناء عليه تحصلنا على القيم الموضحة في الملحق رقم (1) والتي يمكن تمثيلها خلال الشكل رقم (2-7).

الشكل رقم (2-7): تطور المتغير التابع للدراسة خلال الفترة (2002-2017)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على الملحق رقم (1)

2- تحديد الشكل الرياضي للنموذج:

يتمثل الشكل الرياضي محل الدراسة في نموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث تعطى الصيغة الرياضية لكل نموذج في شكل معادلة على النحو التالي¹:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \mu_i$$

حيث:

Y_i : المتغير التابع

X_i : المتغير المستقل، والذي يتم استبداله في كل مرة بمتغير مستقل آخر.

μ_i : حد الخطأ الذي يجب إضافته للنموذج لينوب عن باقي العوامل التي تؤثر على النموذج ولم تدرج لأسباب معينة.

β_0 و β_1 : تمثل معاملات النموذج.

i : يعبر عن عدد المشاهدات.

¹ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012، ص19.

ثانيا: تقدير نماذج الدراسة

يتم تقدير معلمات النموذج الخطي البسيط باستخدام طريقة المربعات الصغرى فهي الأكثر شيوعا لسهولة استخدامها، إلى جانب ذلك فإن أغلب العلاقات الاقتصادية تأخذ هذا الشكل من النماذج، حيث يقتصر على وصف علاقة خطية عشوائية تربط متغيرين فقط إحداهما تابع وآخر مستقل، وسنستعين ببرمجية Eviews8 لتقدير نماذج الدراسة المتمثلة في:

1- النموذج الأول: لدراسة تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$Vm = \beta_0 + \beta_1 \times Kcmpc + \mu_i$$

2- النموذج الثاني: لدراسة تأثير تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة، وتعطى كذلك بالعلاقة التالية:

$$Vm = \beta_0 + \beta_1 \times Kcp + \mu_i$$

3- النموذج الثالث: لدراسة تأثير تكلفة القروض على قيمة المؤسسة، وتأخذ الشكل التالي:

$$Vm = \beta_0 + \beta_1 \times Kd + \mu_i$$

ثالثا: اختبار نماذج الدراسة

تم عملية تقييم النماذج اقتصاديا، إحصائيا وقياسيا، لتتم الموافقة على استخدامها أم لا.

1- اختبار معلمات النموذج اقتصاديا:

وفقا لمعايير النظرية الاقتصادية حيث يتم مقارنتها مع إشارات ومقادير المعلمات المقدرة، فإذا جاءت هذه المعلمات المقدرة على عكس ما تقرره النظرية مسبقا فإن هذا يمكن أن يكون مبررا لرفض المعلمات المقدرة.

2- اختبار معلمات النموذج إحصائياً:

يساعدنا هذا الاختبار في تحديد المعنوية الإحصائية للقيم المقدرة للمعلمات التي تحصلنا عليها، كما تحدد درجة الثقة في التقديرات الخاصة بمعلمات النموذج.

أ- اختبار معنوية المعالم:

يستخدم اختبار t ستيودنت للتحقق من معنوية معلمات النموذج كل على انفراد ويعتمد على نوعين من الفروض¹:

$$H_0: B_0 = B_1 = 0 \text{ فرض العدم}$$

$$H_1: B_0 \neq B_1 \neq 0 \text{ الفرضية البديلة}$$

بعد احتساب قيمة t تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرض العدم ومن ثم تقييم معنوية معلمات النموذج المقدر، إذا كانت قيم t المحسوبة أكبر من قيم t الجدولية فإننا نرفض فرض العدم ونقبل الفرضية البديلة.

ب- اختبار معنوية النموذج:

● اختبار فيشر

يقوم اختبار فيشر باختبار النموذج ككل، أي يوضح جوهرية العلاقة المعنوية بين المتغيرين ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفرضيات:

فرض العدم H_0 : تنص على انعدام العلاقة المعنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي:

$$H_0: B_0 = B_1 = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع، أي:

$$H_1: B_0 \neq B_1 \neq 0$$

¹ عبد الرزاق بن هاني، الاقتصاد القياسي، دار وائل للنشر، ط1، 2014، ص64.

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي¹:

$$F = \frac{\frac{R^2}{1}}{\frac{(1-R^2)}{(n-2)}}$$

بعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام ولمستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض H0 ونقبل H1، أي أن العلاقة المدروسة معنوية والمتغير المستقل ذو تأثير في المتغير التابع، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H0، أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس هناك تأثير للمتغير المستقل على المتغير التابع.

• معامل التحديد:

معامل التحديد R^2 يقيس ويشرح نسبة الانحرافات الكلية أو التغيرات التي تحدث في المتغير التابع Y_i ، والمشروحة بواسطة تغيرات المتغير المستقل، فهي نسبة تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، فهو إذن مقياس للقدرة التفسيرية للنموذج أي يختبر جودة التوفيق والارتباط، ويمكن حسابه كالتالي²:

$$R^2 = \frac{\sum \mu_i^2}{\sum (Y_i - \hat{Y}^2)} = 1 - \frac{\sum (\hat{Y}_i - \hat{Y}^2)}{\sum (Y_i - \hat{Y}^2)}$$

معامل التحديد ينتمي إلى المجال التالي:

$$0 \leq R^2 \leq 1$$

¹ محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² المرجع السابق، ص 39.

3- اختبار معلمات النموذج قياسيا:

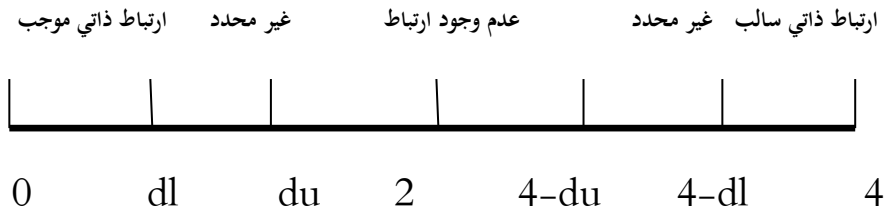
يعتبر اختبار درين واتسن Durbin-Watson والذي يرمز له اختصارا بالرمز (DW) من أهم الاختبارات الشائعة للكشف عن الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدرة، أي للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وتعطى العبارة الرياضية للاختبار بالشكل التالي¹:

$$d = \frac{\sum(\mu_i - \mu_{i-1})^2}{\sum(\mu_i)^2}$$

وتسمى هذه القيمة بالقيمة المحسوبة ل DW حيث نقارنها مع قيمتين مجدولتين (حد أدنى du وحد أقصى dl).

ومن خلال جدول التوزيع ل Durbin Watson، يمكن استخراج القيم الجدولية للاختبار و الشكل رقم (8-2) يوضح مناطق القبول أو الرفض.

شكل رقم (8-2): إحصائية Durbin-Watson



المصدر: محمد شيخي، المرجع السابق، ص 99.

✓ $\{du, 4-du\}$: حيث توضح المنطقة الدالة عن عدم وجود ارتباط، فإذا كانت قيمة DW الجدولية تقع في هذا المجال، فنقول أن النموذج جيد ومقبول قياسيا.

✓ $\{du, dl\}, \{4-du, 4-dl\}$: تعبر هذه المنطقة المشار إليها في الشكل بأنها منطقة غير محدد فيها القرار-منطقة الشك-، فإذا كانت قيمة DW الجدولية تقع في هذا المجال، فنقول أنه لا يمكن اتخاذ القرار.

✓ $\{0, dl\}, \{4, 4-dl\}$: تدل هذه المنطقة على وجود ارتباط ذاتي إما موجب أو سالب، ويكون هذا الارتباط بين البواقي وليس بين متغيرات الدراسة، فنقول أن النموذج غير جيد ومنه غير مقبول.

¹المرجع السابق، ص 98.

المطلب الثاني: الدراسة الإحصائية للمتغيرات واختبار إستقراريتها

كما وضحنا سابقا سيتم تقدير نماذج الانحدار البسيط باستخدام طريقة المربعات الصغرى، بالاستعانة ببرمجية Eviews8 لتحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على قيمة صيدال، كما سوف نعتمد على مستوى معنوية 5%، سواء فيما يخص المعنوية الإحصائية أو مختلف الاختبارات.

وعليه سنتطرق أولا إلى الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة المستقلة والمتغير التابع، وبعدها يتعين اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لها.

أولا: الدراسة الإحصائية للمتغيرات " الخصائص الإحصائية للسلسلة "

يوضح الجدول رقم (2-6) عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستخدمة في الدراسة.

جدول رقم(2-6): عرض وصفي لبيانات المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

المتغير	Kcmpc	Kcp	Kd	Vm
عدد المشاهدات	16	16	16	16
الوسط الحسابي	0.041604	0.062428	0.020162	4928125000
الوسيط	0.040939	0.063837	0.017134	4450000000
القيمة القصوى	0.059322	0.092105	0.044709	7150000000
القيمة الدنيا	0.023733	0.020930	0.006549	3450000000
الانحراف المعياري	0.009586	0.019743	0.012252	1226508425.02
قيمة Skewness	0.116881	-0.439175	0.700302	0.42
قيمة Kurtosis	2.381836	3.010718	2.311415	1.71
قيمة Jarque Bera	0.291181	0.514408	1.623893	1.59
قيمة Prob Jarque Bera	0.864511	0.773210	0.443993	0.45

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews8 - انظر الملحق 2-

يتضح من خلال الجدول رقم (2-6) مايلي:

- قدر الوسط الحسابي للمتغير "Kcmpc" بـ 0.041 وللمتغير "Kcp" بـ 0.062، في حين يساوي 0.020 للمتغير "Kd" و 4928125000 للمتغير التابع "Vm". بينما الوسيط قدر للمتغير "Kcmpc" بـ 0.040 وللمتغير "Kcp" بـ 0.063، في حين يساوي 0.017 للمتغير "Kd" و 4450000000 للمتغير التابع "Vm"، أما فيما يخص القيمة القصوى فقد كانت قيمتها بالنسبة للمتغير "Kcmpc" تساوي 0.059، بينما قدرت قيمتها للمتغير "Kcp" بـ 0.092 وللمتغير "Kd" بـ 0.044، في حين يساوي 7150000000 للمتغير التابع "Vm"، أما القيمة الدنيا للمتغير "Kcmpc" فقد قدرت بـ 0.023، وللمتغير "Kcp" بـ 0.020، في حين يساوي بـ 0.006، للمتغير "Kd" و 3450000000 للمتغير التابع "Vm". بينما الانحراف المعياري فقد كانت قيمته تساوي 0.009 للمتغير "Kcmpc"، 0.019 للمتغير "Kcp"، 0.012 للمتغير "Kd" و 1226508425.02 للمتغير التابع "Vm".

- معامل الالتواء SKEWNESS: تبين نتائج الجدول أن القيمة الإحصائية (SK) للمتغير المستقل "Kcmpc" قدرت بـ 0.11، وبما أنها موجبة فإن التوزيع ملتوي نحو اليمين، كذلك بالنسبة للمتغير "Kd" قدرت بـ 0.70 و "Vm" قدرت بـ 0.42، أما بالنسبة إلى "Kcp" فقد قدرت الإحصائية (SK) بـ (-0.43)، وبما أن الإشارة سالبة فإن التوزيع ملتوي نحو اليسار.

- معامل التفلطح KURTOSIS: قدرت قيمة معامل التفلطح لـ "Kcmpc" بـ 2.38، كذلك بالنسبة للمتغير "Kd" قدرت بـ 2.31، كما كانت قيمة التفلطح للمتغير "Vm" تساوي 1.71، وبما أن القيم السابقة أقل من 3 فإن التوزيع مدبب، في حين المتغير "Kcp" كانت قيمة معامل التفلطح تساوي 3.01، ومنه يمكن القول أن التوزيع مفلطح.

- اختبار التوزيع الطبيعي JARQUE-BERA: تبين نتائج الجدول أن القيم الاحتمالية لمعامل جارك بيراهي أكبر من 0.05 لكل المتغيرات "المستقلة والمتغير التابع"، حيث قدرت قيمته بالنسبة للمتغيرات المستقلة "Kd، Kcp، Kcmpc" على التوالي: 0.86، 0.77، 0.44، وبالنسبة للمتغير التابع "Vm" فقيمته تساوي 0.45، ومنه يمكن القول بشكل عام أن السلاسل تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانيا: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

قبل الشروع في تقدير نموذج الدراسة ومعرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة محل الدراسة، يتعين اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، ويعتبر اختبار جذر الوحدة « The Unit Root

« Test أساسي، وذلك لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة، وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة، و تجنباً لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة، من بين أهم الاختبارات المستعملة لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية اختبار ديكي فولر الموسع " Augmented Dicky-Fuller Test " والذي يرمز له اختصاراً بـ " ADF"، ويتم اختبار فرض العدم والتي تعني وجود جذر الوحدة أو المتغير غير مستقر إذا كانت القيمة المطلقة لـ " ADF" المحسوبة أقل من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية (أي من الـ ADF الجدولية)، وهو ما يتطلب إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد أخذ الفروق، والفرضية البديلة التي تدل على استقرار السلسلة وذلك إذا كانت القيمة المطلقة لـ " ADF" المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية، ومتى وجدت السلسلة الأصلية ساكنة عند المستوى فإنه يقال أنها متكاملة من الدرجة الصفر $I(0)$ ، أما إذا تطلب أخذ الفروق $(d=1,2..)$ لجعلها مستقرة نقول أنها متكاملة من الدرجة $I(d)$ ، ويوضح الجدول رقم (2-7) النتائج التي تم الحصول عليها:

جدول رقم (2-7): اختبار ديكي فولر الموسع " ADF" لاستقرار السلاسل الزمنية عند المستوى

المتغير	الحالات الثلاث	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%
Kcmpr	اتجاه عام	4.212705	3.119910
	اتجاه عام ويقاطع	4.528841	3.875302
	دون اتجاه عام ودون قاطع	0.067650	1.974028
Kcp	اتجاه عام	3.077478	3.098896
	اتجاه عام ويقاطع	3.699235	3.791172
	دون اتجاه عام ودون قاطع	0.291513	1.974028
Kd	اتجاه عام	1.671632	3.081002
	اتجاه عام ويقاطع	4.093980	3.828975
	دون اتجاه عام ودون قاطع	1.935537	1.966270
Vm	اتجاه عام	0.299993	3.119910
	اتجاه عام ويقاطع	4.348163	3.791172
	دون اتجاه عام ودون قاطع	1.414666	1.970978

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews 8 - انظر الملحق 3-

نلاحظ من خلال الجدول أن بعض القيم المطلقة لإحصائية ADF المحسوبة أقل من ADF الجدولية، وعليه سيتم قبول فرض عدم Ho ورفض الفرضية البديلة H1، وذلك لوجود جذر الوحدة وبالتالي عدم استقرار السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات عند المستوى، مما يستوجب دراسة استقرارها عند الفرق الأول، ويوضح الجدول رقم (2-8) النتائج المتحصل عليها :

جدول رقم (2-8): اختبار ديكي فولر الموسع "ADF" لاستقرار السلاسل الزمنية عند الفرق الأول

المتغير	الحالات الثلاث	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند 5%
Kmpc	اتجاه عام	4.820014	3.175352
	اتجاه عام وبقاطع	4.566583	3.933364
	دون اتجاه عام ودون قاطع	5.125250	1.977738
Kcp	اتجاه عام	4.449302	3.175352
	اتجاه عام وبقاطع	4.673567	3.933364
	دون اتجاه عام ودون قاطع	4.140101	1.977738
Kd	اتجاه عام	4.089332	3.175352
	اتجاه عام وبقاطع	5.251876	3.933364
	دون اتجاه عام ودون قاطع	5.323318	1.968430
Vm	اتجاه عام	5.197136	3.119910
	اتجاه عام وبقاطع	5.019809	3.828975
	دون اتجاه عام ودون قاطع	4.711644	1.970978

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews 8 - انظر الملحق 4 -

بما أن القيم المطلقة لإحصائية ADF أكبر من قيم ADF الجدولية، فإنه يمكن القول أن هذه المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة الأولى (1)I، ونشير بأننا سنرفق المتغيرات المتكاملة من الدرجة الأولى بالرمز (D) في نتائج الدراسة.

المطلب الثالث: تقدير وتقييم النماذج

إن الاختبار التطبيقي لفرضيات الدراسة، يعد الخط الحاسم في تأكيد الأثر العكسي لتكلفة هيكل رأس المال لمجمع صيدال على قيمته، ومعرفة أي من التكاليف تحديدا تحقق هذا الأثر، أما عملية التقييم فتتم وفق اختبار النموذج على أساس ثلاث معايير: اقتصادية، إحصائية وقياسية. وهذا ما سنعرضه في هذا الجزء من الدراسة. من خلال تقدير نموذج الانحدار البسيط باستخدام برمجية Eviews8، تم التوصل إلى النتائج المبينة في الملحق رقم (4)، والتي يمكن تلخيصها كالتالي:

- النموذج الأول: تكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال
- قدرت نتائج النموذج بالاعتماد على الملحق رقم (5) على النحو التالي:

$$Dvm = 185324428.79 - 44008684028.20 \times Dkempc$$

(0.92)

(-2.85)

$R^2 = 0.3851$

$N = 15$

$F = 8.14$

$DW = 2.53$

مع العلم أن:

- القيم الموضوعية بين قوسين تمثل t المحسوبة.
- R^2 : معامل التحديد.
- N : عدد المشاهدات.
- F : إحصائية فيشر.
- DW : إحصائية دارين واتسون.

توضح نتائج التقدير من الناحية الاقتصادية أن النموذج المقدر مقبول، وذلك لأن الإشارة السالبة للمعامل تتوافق مع الاطار النظري الذي يوضح الأثر العكسي لتكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، وعليه النموذج مقبول اقتصاديا.

كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أن:

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_0 الثابتة تساوي 0.92، وبما أن t المحسوبة أقل من t الجدولية والتي تساوي 2.160، فالنموذج غير معنوي إحصائياً عند مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.37 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرض العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة المقدرة لا تختلف عن الصفر، ومنه المعلمة β_0 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% .

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_1 تساوي (-2.85)، وبما أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.131، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.01 أقل من 0.05، ومنه نرفض فرض العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية، أي تختلف عن الصفر عند مستوى دلالة 5% .

من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستيودنت تبين أن β_1 تختلف عن 0، أي لها معنوية إحصائية، بينما β_0 ليس لها معنوية إحصائية، ولمعالجة هذه المشكلة فإننا سنقوم بإعادة تقدير النموذج بحذفها لتتحصل على النتائج التالية:

$$Dvm = (-43209388241.09) \times Dkmpc$$

$$(-2.82)$$

$$R^2 = 0.3446 \quad N = 15$$

$$DW = 2.36$$

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد أن معامل التحديد يساوي 0.3446، والذي يدل على أن النموذج المقدر يفسر مساهمة المتغير المستقل " تكلفة هيكل رأس المال " بـ 34.46% في التغير الاحتمالي للمتغير التابع " قيمة المؤسسة"، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى غير المشمولة في المعادلة.

كما تشير النتائج إلى أن قيمة (Dw) تساوي 2.36، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (Dw)، نستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى لـ d (du, dL).

حيث:

$$dL = 1.106, du = 1.371$$

$$4-dL = 2.894, 4-du = 2.629$$

ومنه تقع قيمة (DW) ضمن المجال [2,4-du]، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية .

توضح نتائج التقدير وجود أثر عكسي لتكلفة هيكل رأس المال على قيمة المجمع، حيث أن الأثر الحدي يساوي (- 43209388241.09)، أي أن الانخفاض في Kcmprc بوحدة واحدة يؤدي إلى الارتفاع في قيمة صيدال بـ 43209388241.09 وحدة والعكس صحيح.

وللتوضيح أكثر سنحاول تحديد أي من بين تكاليف هيكل رأس المال " تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الاقتراض " تؤثر عكسيا على قيمة صيدال.

- النموذج الثاني: تكلفة الأموال الخاصة على قيمة مجمع صيدال
قدرت نتائج النموذج بالاعتماد على الملحق رقم (6) على النحو التالي:

$$Dvm = 220569825.91 - 21344202008.69 \times Dkcp$$

(1.03)

(-2.41)

$R^2 = 0.3092$

$N = 15$

$F = 5.81$

$DW = 2.46$

توضح نتائج التقدير من الناحية الاقتصادية أن النموذج المقدر مقبول، وذلك لأن الإشارة السالبة للمعامل تتوافق مع الإطار النظري الذي يوضح الأثر العكسي لتكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة، وعليه النموذج مقبول اقتصاديا.

كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أن:

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_0 الثابتة تساوي 1.03، وبما أن t المحسوبة أقل من t الجدولية والتي تساوي 2.131 فالنموذج غير معنوي إحصائيا عند مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.32 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرض العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة المقدرة لا تختلف عن الصفر، ومنه المعلمة β_0 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% .

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_1 تساوي (-2.41)، وبما أن t المحسوبة أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.131، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.03 أقل من 0.05، ومنه نرفض فرض العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة β_1 لها معنوية إحصائية، أي تختلف عن الصفر عند مستوى دلالة 5% .

من خلال ما سبق يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية t تبين أن: β_1 تختلف عن 0، أي لها معنوية إحصائية، بينما β_0 ليس لها معنوية إحصائية، ولمعالجة هذه المشكلة فإننا سنقوم بإعادة تقدير النموذج بحذفها لنتحصل على النتائج التالية:

$$Dvm = (-20153110003.06) \times Dkcp$$

$$(-2.29)$$

$$R^2 = 0.2526 \quad N = 15$$

$$DW = 2.24$$

باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد أن معامل التحديد يساوي 0.2526، والذي يدل على أن النموذج المقدر يفسر مساهمة المتغير المستقل "تكلفة الأموال الخاصة" بـ 25.26% في التغير الاحتمالي للمتغير التابع "قيمة المؤسسة"، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى غير المشمولة في المعادلة. كما تشير النتائج إلى أن قيمة (Dw) تساوي 2.24، وبالرجوع إلى الجدول الإحصائي (Dw)، نستخرج قيمة كل من الحدين الأعلى والأدنى لـ d (du, dL).

حيث لدينا:

$$dL = 1.106, du = 1.371$$

$$4 - dL = 2.894, 4 - du = 2.629$$

ومنه تقع قيمة (DW) ضمن المجال [2, 4 - du]، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية.

توضح نتائج التقدير وجود أثر عكسي لتكلفة الأموال الخاصة على قيمة المجمع، حيث أن الأثر الحدي يساوي (20153110003.06 -)، أي أن الانخفاض في Kcp بوحدة واحدة يؤدي إلى الارتفاع في Vm بـ (20153110003.06 -) وحدة.

• النموذج الثالث: تكلفة الاقتراض على قيمة مجمع صيدال
 قدرت نتائج النموذج بالاعتماد على الملحق رقم (7) على النحو التالي:

$$Dvm = 60567666 - 40033162806.92 \times Dkd$$

$$(0.23) \quad (-1.20)$$

$$R^2 = 0.1008 \quad N = 15$$

$$F = 1.45 \quad DW = 2.08$$

توضح نتائج التقدير من الناحية الاقتصادية أن النموذج المقدر مقبول، وذلك لأن الإشارة السالبة للمعامل تتوافق مع الإطار النظري الذي يوضح الأثر العكسي لتكلفة الاقتراض على قيمة المؤسسة، وعليه النموذج مقبول اقتصادياً.

كما يظهر الاختبار الإحصائي لكل معلمة من معاملات النموذج أن:

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_0 الثابتة تساوي 0.23، وبما أن t المحسوبة أقل من t الجدولية والتي تساوي 2.131، فالنموذج غير معنوي إحصائياً عند مستوي المعنوية 5%، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.81 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرض العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة المقدرة لا تختلف عن الصفر، و منه المعلمة β_0 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% .

✓ القيمة t المحسوبة للمعلمة β_1 تساوي (-1.20)، وبما أن t المحسوبة أقل من t الجدولية والتي تساوي 2.131، كما أن القيمة الاحتمالية « Prob » 0.24 أكبر من 0.05، ومنه نقبل فرض العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة المقدرة لا تختلف عن الصفر، و منه المعلمة β_1 ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5% .

✓ قيمة F المحسوبة تساوي 1.45 وبالرجوع إلى جدول الإحصائي ل فيشر نستخرج قيمة F_{14}^1 الجدولية حيث تساوي 4.60، و بما أن F المحسوبة أقل من F الجدولية فإننا نقبل فرض العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أنه لا يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، أي أن النموذج ككل غير معنوي.

✓ باختبار المعنوية الكلية للنموذج نجد أن معامل التحديد يساوي 0.1008، والذي يدل على أن النموذج المقدر يفسر مساهمة المتغير المستقل " تكلفة الاقتراض " بـ 10.08% في التغير الاحتمالي للمتغير التابع " قيمة المؤسسة"، أما النسبة المتبقية ترجع إلى المتغيرات المفسرة الأخرى غير المشمولة في المعادلة.

✓ كما تشير النتائج إلى أن قيمة (Dw) تساوي 2.08، ومنه تقع قيمة (DW) ضمن المجال [2,4-du]، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية.

توضح نتائج التقدير عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على قيمة المجمع.

خلاصة

من أجل معرفة أثر تكلفة هيكل رأس المال على قيمة مجمع صيدال، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر، من اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط وبناء نماذج رياضية، حيث تم التوصل إلى نتيجة مفادها وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لكل من تكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الأموال الخاصة على قيمة مجمع صيدال، أما بالنسبة لتكلفة الاقتراض فقد توصلنا لعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية على قيمة المجمع.

الخاتمة

الخاتمة

تناولنا من خلال هذه الدراسة تكلفة هيكل رأس المال وقيمة المؤسسة، حيث تواجه هذه الأخيرة تحديات كبيرة في تحديد مصادر التمويل التي توفر لها أدنى تكلفة ممكنة لتلبية احتياجاتها في تمويل استثماراتها التوسعية، أين تبرز كفاءة الإدارة المالية في مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة التي تركز على تشكيل توليفة مثلى لهيكل رأس المال بحيث تعظم قيمة المؤسسة.

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة أثر تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، فتناولنا هيكل رأس المال ومكوناته، تكلفة كل مصدر من مصادره، أساسيات حول قيمة المؤسسة ومدخل تقييمها في الفصل الأول، كما حاولنا في الفصل الثاني الإجابة على الفرضيات من خلال إسقاطها على مجمع صيدال لتوفره على شروط الدراسة، وهذا بهدف تحديد مدى تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المجمع.

1- اختبار الفرضيات:

من خلال تقدير نماذج الانحدار الخطي البسيط واختبارها اتضح لنا ما يلي:

- **الفرضية الأولى:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال، ومن خلال اختبار النموذج الأول يمكن قبول الفرضية حيث تبين وجود تأثير عكسي ضعيف ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

- **الفرضية الثانية:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع صيدال، ومن خلال اختبار النموذج الثاني، يمكن قبول الفرضية حيث تبين وجود تأثير عكسي ضعيف ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

- **الفرضية الثالثة:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيدال، ومن خلال اختبار النموذج الثالث، لا يمكن قبول الفرضية حيث تبين عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

2- النتائج:

توصلت دراستنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي تتحصل المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، حيث يضم جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية والقروض الطويلة والقصيرة الأجل، وعليه يعد هيكل رأس المال جزء منه حيث يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل فقط.
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، مما يترتب عليه زيادة الطاقة الإقراضية المستقبلية للمؤسسة.
- تمثل القيمة الدفترية والتي تسجل في سجلات المؤسسة المحاسبية وتتأثر بالظروف الداخلية وظروف السوق أداة مساعدة للمدير المالي، تمكنه من إجراء المقارنة بينها وبين القيمة السوقية لأنه في بعض الأحيان تكون مغالاة في أسعار الأسهم.
- تعبر القيمة السوقية عن كفاءة أداء المؤسسة، وتحدد وفق قوى العرض والطلب لذلك فهي تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة، وتتأثر بميكانيزمات السوق بالاقتصاد، ظروف ومعلومات المؤسسة، الأداء المالي للمؤسسة... الخ.
- ارتفاع المديونية والأعباء المالية للمؤسسة يؤدي إلى انخفاض ربحها الصافي، وعليه يكون التمويل بأموال الملكية أفضل من التمويل بالديون، إذ أنه كلما زادت نسبة حقوق الملكية على القروض، تزيد قدرة المؤسسة على الاقتراض.
- تعتبر تكلفة رأس المال العامل الرئيسي في تحديد هيكل رأس مال المؤسسة ونسبة كل عنصر فيه، ولتحسين الوضع المالي للمؤسسة والرفع من قيمتها السوقية لا بد أن يكون معدل العائد المطلوب أكبر أو يساوي تكلفة رأس المال، مع الأخذ بعين الاعتبار طبيعة عملها، حجمها، ومتطلبات المستثمرين.
- توجد عدة مداخل تأخذ في الحسبان عند حساب تكلفة رأس المال، منها مدخل الأوزان الفعلية الذي عادة ما تحسب على أساسه التكلفة بترجيح القيمة الدفترية، والذي يعتبر غير متكامل مع تكلفة رأس المال، أو بترجيح القيمة السوقية، وهو الأنسب لأن تكلفة كل عنصر تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، بالإضافة إلى المدخل المستهدف والحدي.
- تتمثل تكلفة المؤسسة في العائد الموزع على الأوراق المالية، ودائما العائد الذي يطلبه المستثمر يتماشى مع الخطر، حيث نجد أن حملة الأسهم العادية يتحملون مخاطر أكبر لأنهم آخر من يحصل على مستحقاته عند

التصفية أو الإفلاس، ثم يأتي بعدهم حملة الأسهم الممتازة، ويليهم المقرضون، وفي نهاية القائمة نجد الأرباح المحتجزة.

- توجد عدة عوامل تؤثر على قيمة المؤسسة منها الجهة التي تقوم بعملية التقييم، نوعية الأصل الجاري تقييمه، التوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة، والغرض من عملية التقييم، وهناك عدة مداخل تهتم بتقييمها، من بينها مدخل الموجودات المرتكز على الذمة المالية والتي تعتمد على الإمكانيات المالية المادية و المعنوية، ومدخل المردودية الذي يأخذ بعين الاعتبار تدفقات المؤسسة، ونتيجة القصور الذي سجله هذين المدخلين ظهرت الحاجة للجمع بينهما عبر مدخل ثالث هجين.

- وفق نظرية الإفلاس كلما زاد الاقتراض زادت تكلفة الإفلاس، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة، وبالنسبة لنظرية الوكالة ترى بأن عدم قدرة مراقبة الموكل بصورة مباشرة على أداء الوكيل، هذا سيرفع من تكاليف الملاك ومنه يزيد العائد المطلوب على أموالهم، وبالتالي ترتفع تكلفة الأموال وبالتبعية تنخفض قيمة المؤسسة، أما نظرية الإشارة فتعتبر أن مستوى الاستدانة كإشارة من قبل المسيرين بشأن مستقبل المؤسسة و قيمة مشاريعها من خلال هيكلها المالي.

أما فيما يخص دراسة الحالة فقد توصلنا للنتائج التالية:

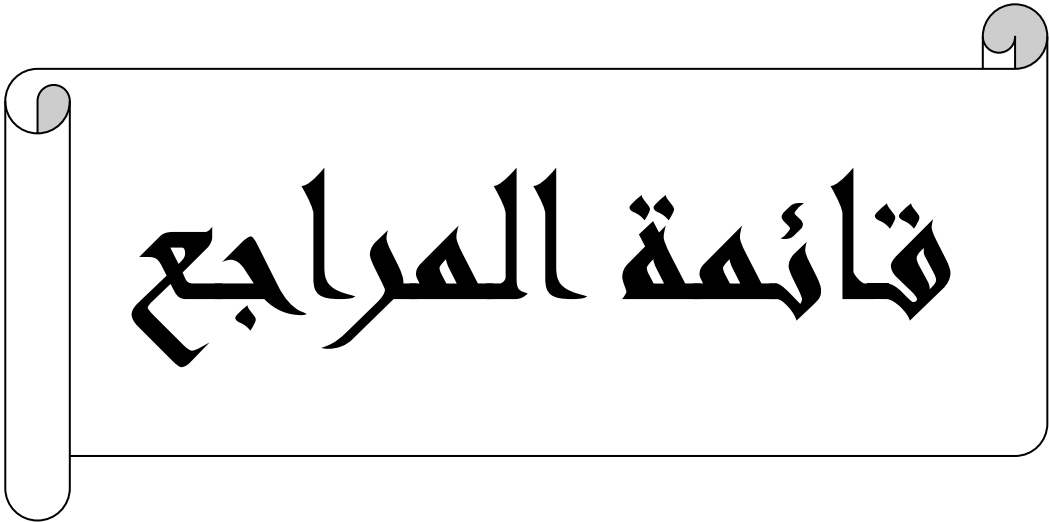
- يوجد تأثير عكسي ضعيف ذو دلالة احصائية لتكلفة هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها دراسة منير محمود عباد بعنوان "أثر هيكل رأس المال على ربحية وقيمة الشركات"، حيث استنتجت أنه يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتغيرين، وهي نتيجة تتماشى مع ما تنص عليه نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.

- يوجد تأثير عكسي ضعيف ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع صيدال، وقد يعود هذا التأثير إلى ارتفاع نسبة التمويل بالأموال الخاصة والتي قدرت بالتقريب 60 %، وعليه فالمجمع يتمتع باستقلالية مالية اتجاه الغير، بالإضافة إلى أنها نتيجة لا تختلف عما توصلت إليها دراسة F.J Lopèz & J.A. Rodriguez بعنوان "ownership structure, coporate value and firm investment, spanish firms"، حيث استخلصت أن حقوق الملكية تؤثر على قيمة المؤسسة، كما أنها النتيجة التي تتماشى مع ما تشير إليه نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.

- عدم وجود تأثير لتكلفة الاقتراض على القيمة السوقية لمجمع صيدال، حيث لاحظنا أن تكلفة الاقتراض لا تؤثر على المجمع، وقد يعود ذلك لانخفاض نسب مديونية المجمع حيث أنها لم تتجاوز النسبة المسموح بها.

3- الاقتراحات:

- على أساس النتائج التي تم استخلاصها يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات نوجزها فيما يلي:
- ينبغي على إدارة مجمع صيدال عند اتخاذ قرارات التمويل أن تعمل على التنويع في المصادر المتاحة في السوق المالي، مع ضرورة الاختيار الدقيق لها، وأن تعمل على خفض تكلفة هيكل رأس المال لأدنى قيمة حتى تزيد من القيمة السوقية.
 - ضرورة القيام بدراسات مالية تقييمية للمجمع بعد أي عملية تمويلية لمعرفة أثرها على القيمة السوقية.
 - الزيادة في الاعتماد على الاقتراض بشكل معقول، حيث أثبتت الدراسة انخفاض تكلفة التمويل بالديون مع توفيره مزايا الاستفادة من الوفورات الضريبية، وبالتالي انخفاض نسبة المخاطرة لأن تكلفة هذا النوع من التمويل مرهون بشكل كبير بمدى تحقيق الأرباح.
 - تقليل اعتماد المجمع على الأموال الخاصة بشكل شبه كلي، مع ضرورة حفاظها على الاستقلالية المالية وسلطة اتخاذ القرار حتى تستفيد من أثر الرفع المالي.



قائمة المراجع

I. المراجع باللغة العربية

1- الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
2. الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
3. إلياس بن ساسي، التسيير المالي الإدارة المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2011.
4. جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
5. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية القاهرة، 2005.
6. حماد طارق عبد العال، التقييم تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2002.
7. حماد طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، مصر، 2008.
8. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2008.
9. حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة.
10. حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
11. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
12. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006.
13. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط2، 2009.
14. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010، ص114.
15. عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، الأردن، ط1، 2005.
16. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط1، 2006.
17. عبد الحلیم كراجه، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط2، 2006.

18. عبد الستار الصباح وسعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط3، 2007.
19. عبد الرزاق بن هاني، الاقتصاد القياسي، دار وائل للنشر، ط1، 2014.
20. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
21. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
22. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط1، 2007.
23. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط5، 2014.
24. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار مكتبة الرائد العلمية، الأردن، ط1، 2002.
25. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2008.
26. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط3، 2010.
27. محمد الفاتح محمود بشير المغربي، إدارة المنشآت المالية، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2016.
28. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
29. محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2012.
30. محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، 1999.
31. محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
32. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
33. محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1996.
34. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.

35. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2010.
36. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2005.
37. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
38. محفوظ جبار، الأسواق المالية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
39. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2009.
40. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار اجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
41. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط5، 2003.
42. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.
43. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط3، 1996.
44. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014.
45. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط10، 2015.
46. نور الدين خبابه، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، ط1، 1997.
47. هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، دون سنة.

2- الرسائل العلمية

1. أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الأزهر، غزة، 2016.
2. أمال معروف، الانتقال من الأداء المالي إلى الأداء الاستراتيجي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر 3، 2011.

3. أميرة طلبة، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمناجمت، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.
4. أنفال حدة خديجة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.
5. بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
6. بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
7. بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2010.
8. بلخير بكاري، تقييم مؤسسات الخدمات البترولية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2003.
9. حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
10. ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
11. رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
12. رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2010.
13. سليمان بوفاسة، تمويل الاستثمارات عن طريق الاقتراض وانعكاساته على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.

14. سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
15. سمية بلجيلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010.
16. عبد العزيز بن قيراط، تمويل المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد تطبيقي وتسيير المنظمات، جامعة العقيد الحاج لخضر، باتنة، 2009.
17. عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007.
18. عبد الكريم بو حادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012.
19. عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصوصية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2016.
20. علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
21. غنية بوريعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012.
22. فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، 2009.
23. لطيفة بكوش، مساهمة التسيير على أساس الأنشطة في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة ونظم المعلومات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017.

24. ليندة دحمان، التسويق الصيدلاني، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 2010.
25. محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.
26. محمود غدير المهدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
27. مريم باي، السوق السندي وإشكالية التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008.
28. مريم بوليمة، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، مذكرة ماجستير في بنك وهندسة مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2012، ص79.
29. مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2014.
30. نصيرة علاوي، دور اليقظة الاستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة، أطروحة دكتوراه في إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، تخصص تسيير موارد بشرية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.
31. نورس كاظم عبيد العارضي، استخدام نماذج التنبؤ بالأرباح لقياس القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في علوم المحاسبة، جامعة القادسية، 2017.
32. هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
33. هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة يوسف بن خدة، الجزائر، 2008.
34. يحي فريك، استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.

3- المجالات والملتقيات

1. أمينة حنفي ولخضر بكرتي، تجربة الجزائر في تمويل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للفترة 1962-2016، مجلة الباحث، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، العدد 2، 2017.
2. السعيد بركة وسمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة المضافة EVA، الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الدولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، أبريل 2009.
3. إبراهيم يعقوب إسماعيل وآخرون، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان، العدد 2، 2016.
4. إيمان محمد سعد الدين، تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف، العدد 1، 2014.
5. سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة سطيف، العدد 19، أكتوبر 2018.
6. سليم عبد الزهرة كرار وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة العراق، العدد 29، دون سنة.
7. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، العدد 82، 2015.
8. عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بصره، العدد 37، نوفمبر 2014.
9. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 7، 2010.
10. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006.

11. عصمت محمد بن حمو والهروشي خطاب، أهمية تقييم المؤسسات في إنجاح مسار الخوصصة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، جامعة مستغانم، العدد 8، مارس 2018.
12. علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مجلة دراسات، جامعة الأغواط، العدد 21، جانفي 2014.
13. محمد رمضاني ومحمد عصمت بن حمو، بورصة الجزائر في تحديد قيمة المؤسسات المدرجة في البورصة، مجلة Les cahiers du mecas، جامعة أبو بكر بالقائد، تلمسان، العدد 11، ديسمبر 2015.
14. نبيلة سهايلية، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، العدد 5، جوان 2017.
15. هوارى سويسى وعبد القادر دبون، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005.

4-مطبوعات

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعة دروس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، دون سنة.

5-دورات تدريبية ومحاضرات

1. عبد الغني دادن وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة ورقلة، 25-28 ماي، 2003.
2. سامية عمر عبده، محاضرة غير منشورة في مقياس التقييم المالي للمؤسسات، سنة الثالثة ليسانس مالية مؤسسة، 2017-2018.
3. هشام الواعر، محاضرة غير منشورة في مقياس تقييم المؤسسات، سنة أولى ماستر مالية المؤسسات، 2017-2018.

7- مواقع الانترنت

1. بكاري بلخير، مداخلة حول أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي.
<https://www.kantakji.com/media/2679/159632.pdf>

II. المراجع باللغة الأجنبية

1- الكتب

- Brilman J et Maire C, **Manuel d'évaluation des entreprises**, Les éditions d'organisation, Paris, 1993
- Mauguier Henri, **L'évaluation des entreprises non cotées**, édition Bordas, Paris, 1990.
- Vernimmen pierre, **finance d'entreprise**, 3eme édition, édition Dalloz, Paris, 1998.

2- الرسائل العلمية

- Islam missaoui, **Evaluation des entreprises et introduction en bourse**, mémoire de fin étude pour l'obtention d'une maitrise en finance, faculté Nabeul, 2009.



الملاحق

الملحق رقم (1): متغيرات الدراسة

السنوات	تكلفة هيكل رأس المال	تكلفة الأموال الخاصة	تكلفة الديون	قيمة المؤسسة
2002	0,031272996	0,020930233	0,041307482	4300000000
2003	0,048077081	0,063157895	0,034862038	3800000000
2004	0,050696636	0,057971014	0,044709003	3450000000
2005	0,037998537	0,055555556	0,025492041	3600000000
2006	0,035515812	0,052272727	0,022969038	4400000000
2007	0,023733239	0,0275	0,020840359	4000000000
2008	0,051301858	0,092105263	0,021950131	3800000000
2009	0,05932234	0,090909091	0,02946949	3850000000
2010	0,035579154	0,067307692	0,012869015	5200000000
2011	0,030733765	0,048951049	0,01209357	7150000000
2012	0,03776496	0,064516129	0,011938735	6200000000
2013	0,055416864	0,088888889	0,013427626	4500000000
2014	0,043803604	0,071428571	0,009086155	5600000000
2015	0,039700253	0,0625	0,007421668	6400000000
2016	0,042570739	0,066666667	0,007605488	6000000000
2017	0,0421769	0,068181818	0,006549173	6600000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على: www.cosob.org et www.saidalgroup.dz

الملحق رقم (2) : الخصائص الإحصائية للمتغيرات المستقلة والمتغير التابع

1-kcmpe

Mean	0.041604
Median	0.040939
Maximum	0.059322
Minimum	0.023733
Std. Dev.	0.009586
Skewness	0.116881
Kurtosis	2.381836
Jarque-Bera	0.291181
Probability	0.864511
Sum	0.665665
Sum Sq. Dev.	0.001378
Observations	16

2-Kcp

Mean	0.062428
Median	0.063837
Maximum	0.092105
Minimum	0.020930
Std. Dev.	0.019743
Skewness	-0.439175
Kurtosis	3.010718
Jarque-Bera	0.514408
Probability	0.773210
Sum	0.998843
Sum Sq. Dev.	0.005847
Observations	16

3-Kd

Mean	0.020162
Median	0.017134
Maximum	0.044709
Minimum	0.006549
Std. Dev.	0.012252
Skewness	0.700302
Kurtosis	2.311415
Jarque-Bera	1.623893
Probability	0.443993
Sum	0.322591
Sum Sq. Dev.	0.002252
Observations	16

4-Vm

Mean	4.93E+09
Median	4.45E+09
Maximum	7.15E+09
Minimum	3.45E+09
Std. Dev.	1.23E+09
Skewness	0.428147
Kurtosis	1.712841
Jarque-Bera	1.593344
Probability	0.450827
Sum	7.89E+10
Sum Sq. Dev.	2.26E+19
Observations	16

المصدر: مخرجات برمجية 8 Eviews

الملحق رقم (3) : جداول نتائج إختبار استقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى لبرمجية

Eviews8

1-Kcmpe

Null Hypothesis: KCMPC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.212705	0.0077
Test critical values: 1% level	-4.057910	
5% level	-3.119910	
10% level	-2.701103	

Null Hypothesis: KCMPC has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.528841	0.0194
Test critical values: 1% level	-4.992279	
5% level	-3.875302	
10% level	-3.388330	

Null Hypothesis: KCMPC has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.067650	0.6399
Test critical values: 1% level	-2.771926	
5% level	-1.974028	
10% level	-1.602922	

2-Kcp

Null Hypothesis: KCP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.077478	0.0519
Test critical values: 1% level	-4.004425	
5% level	-3.098896	
10% level	-2.690439	

Null Hypothesis: KCP has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.699235	0.0579
Test critical values: 1% level	-4.800080	
5% level	-3.791172	
10% level	-3.342253	

Null Hypothesis: KCP has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	0.291513	0.7534
Test critical values: 1% level	-2.771926	
5% level	-1.974028	
10% level	-1.602922	

3-Kd

Null Hypothesis: KD has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.671632	0.4244
Test critical values: 1% level	-3.959148	
5% level	-3.081002	
10% level	-2.681330	

Null Hypothesis: KD has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.093980	0.0334
Test critical values: 1% level	-4.886426	
5% level	-3.828975	
10% level	-3.362984	

Null Hypothesis: KD has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.935537	0.0532
Test critical values:		
1% level	-2.728252	
5% level	-1.966270	
10% level	-1.605026	

4- Vm

Null Hypothesis: VM has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.299993	0.9004
Test critical values:		
1% level	-4.057910	
5% level	-3.119910	
10% level	-2.701103	

Null Hypothesis: VM has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.348163	0.0206
Test critical values:		
1% level	-4.800080	
5% level	-3.791172	
10% level	-3.342253	

Null Hypothesis: VM has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	1.414666	0.9517
Test critical values:		
1% level	-2.754993	
5% level	-1.970978	
10% level	-1.603693	

المصدر: مخرجات برمجية Eviews8

الملحق رقم (4): جداول نتائج إختبار استقرارية السلاسل الزمنية عند الفرق الأول لبرمجية

Eviews8

1-Kcmpe

Null Hypothesis: D(KCMPC) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.820014	0.0039
Test critical values:		
1% level	-4.200056	
5% level	-3.175352	
10% level	-2.728985	

Null Hypothesis: D(KCMPC) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.566583	0.0211
Test critical values:		
1% level	-5.124875	
5% level	-3.933364	
10% level	-3.420030	

Null Hypothesis: D(KCMPC) has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.125250	0.0001
Test critical values:		
1% level	-2.792154	
5% level	-1.977738	
10% level	-1.602074	

2- Kcp

Null Hypothesis: D(KCP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.449302	0.0068
Test critical values:		
1% level	-4.200056	
5% level	-3.175352	
10% level	-2.728985	

Null Hypothesis: D(KCP) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.673567	0.0182
Test critical values:		
1% level	-5.124875	
5% level	-3.933364	
10% level	-3.420030	

Null Hypothesis: D(KCP) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.140101	0.0007
Test critical values:		
1% level	-2.792154	
5% level	-1.977738	
10% level	-1.602074	

3-Kd

Null Hypothesis: D(KD) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.089332	0.0119
Test critical values:		
1% level	-4.200056	
5% level	-3.175352	
10% level	-2.728985	

Null Hypothesis: D(KD) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 3 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.251876	0.0085
Test critical values:		
1% level	-5.124875	
5% level	-3.933364	
10% level	-3.420030	

Null Hypothesis: D(KD) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.323318	0.0001
Test critical values: 1% level	-2.740613	
5% level	-1.968430	
10% level	-1.604392	

4-Vm

Null Hypothesis: D(VM) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.197136	0.0015
Test critical values: 1% level	-4.057910	
5% level	-3.119910	
10% level	-2.701103	

Null Hypothesis: D(VM) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.019809	0.0082
Test critical values: 1% level	-4.886426	
5% level	-3.828975	
10% level	-3.362984	

Null Hypothesis: D(VM) has a unit root
 Exogenous: None
 Lag Length: 1 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.711644	0.0002
Test critical values: 1% level	-2.754993	
5% level	-1.970978	
10% level	-1.603693	

المصدر: مخرجات برمجية Eviews8

الملحق رقم (5): جداول نتائج إختبارات النموذج الأول لبرمجية Eviews8

Dependent Variable: DVM
 Method: Least Squares
 Date: 05/17/19 Time: 23:20
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments
 DVM=C(1)+C(2)*DKCMPC

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.85E+08	2.00E+08	0.925690	0.3715
C(2)	-4.40E+10	1.54E+10	-2.853839	0.0136
R-squared	0.385180	Mean dependent var		1.53E+08
Adjusted R-squared	0.337886	S.D. dependent var		9.51E+08
S.E. of regression	7.74E+08	Akaike info criterion		43.89602
Sum squared resid	7.79E+18	Schwarz criterion		43.99043
Log likelihood	-327.2202	Hannan-Quinn criter.		43.89502
F-statistic	8.144395	Durbin-Watson stat		2.537136
Prob(F-statistic)	0.013557			

Dependent Variable: DVM
 Method: Least Squares
 Date: 05/19/19 Time: 11:41
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments
 DVM=C(1)*DKCMPC

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-4.32E+10	1.53E+10	-2.820863	0.0136
R-squared	0.344654	Mean dependent var		1.53E+08
Adjusted R-squared	0.344654	S.D. dependent var		9.51E+08
S.E. of regression	7.70E+08	Akaike info criterion		43.82652
Sum squared resid	8.30E+18	Schwarz criterion		43.87372
Log likelihood	-327.6989	Hannan-Quinn criter.		43.82602
Durbin-Watson stat	2.367274			

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 8

الملحق رقم (6): جداول نتائج إختبارات النموذج الثاني لبرمجية Eviews8

Dependent Variable: DVM
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/19 Time: 10:35
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments
 DVM=C(1)+C(2)*DKCP

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	2.21E+08	2.14E+08	1.032143	0.3208
C(2)	-2.13E+10	8.85E+09	-2.412330	0.0314
R-squared	0.309221	Mean dependent var		1.53E+08
Adjusted R-squared	0.256084	S.D. dependent var		9.51E+08
S.E. of regression	8.21E+08	Akaike info criterion		44.01251
Sum squared resid	8.75E+18	Schwarz criterion		44.10692
Log likelihood	-328.0938	Hannan-Quinn criter.		44.01151
F-statistic	5.819337	Durbin-Watson stat		2.467749
Prob(F-statistic)	0.031353			

Dependent Variable: DVM
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/19 Time: 10:37
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments
 DVM=C(1)*DKCP

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-2.02E+10	8.79E+09	-2.291995	0.0379
R-squared	0.252613	Mean dependent var		1.53E+08
Adjusted R-squared	0.252613	S.D. dependent var		9.51E+08
S.E. of regression	8.23E+08	Akaike info criterion		43.95794
Sum squared resid	9.47E+18	Schwarz criterion		44.00514
Log likelihood	-328.6846	Hannan-Quinn criter.		43.95744
Durbin-Watson stat	2.245151			

الملحق رقم (7): جدول نتائج إختبار النموذج الثاني لبرمجية Eviews8

Dependent Variable: DVM
 Method: Least Squares
 Date: 05/20/19 Time: 10:38
 Sample (adjusted): 2003 2017
 Included observations: 15 after adjustments
 DVM=C(1)+C(2)*DKD

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	60567665	2.54E+08	0.238782	0.8150
C(2)	-4.00E+10	3.32E+10	-1.207249	0.2488
R-squared	0.100810	Mean dependent var		1.53E+08
Adjusted R-squared	0.031641	S.D. dependent var		9.51E+08
S.E. of regression	9.36E+08	Akaike info criterion		44.27619
Sum squared resid	1.14E+19	Schwarz criterion		44.37059
Log likelihood	-330.0714	Hannan-Quinn criter.		44.27518
F-statistic	1.457450	Durbin-Watson stat		2.084554
Prob(F-statistic)	0.248844			

المصدر: مخرجات برمجية Eviews 8

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير المتغيرات المستقلة "تكلفة هيكل رأس المال، تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الاقتراض"، على المتغير التابع "قيمة المؤسسة"، على مستوى مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2017، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط وفقا لطريقة المربعات الصغرى العادية حيث تم الاستعانة ببرمجية Eviewz8، لتقدير وتقييم النماذج ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية للتخلص من نتائج الانحدار المزيف.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لتكلفة هيكل رأس المال وتكلفة الأموال الخاصة على قيمة مجمع صيدال، وعدم وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاقتراض على قيمة مجمع صيدال.

الكلمات المفتاحية: تكلفة هيكل رأس المال، تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الاقتراض، قيمة المؤسسة، مجمع صيدال.

Abstract:

The objective of this study is to examine the effect of independent variables, "cost of capital structure, cost of private funds, cost of borrowing", on the variable "enterprise value" at the level of the Saidal complex during the period from 2002 to 2017, using the simple linear regression model according to the standard lower squares method. The Eviewz 8 software was used to estimate and evaluate the models and to study the stability time series for the elimination of the false regression results.

The study found a statistically significant adverse effect on the cost of the capital structure and the cost of private funds on the value of the Saidal Complex and the absence of a statistically significant impact on the cost of borrowing on the value of the Saidal company.

key words:

Cost of capital structure, cost of private funds, cost of borrowing, value of the institution, compound of Saidal.