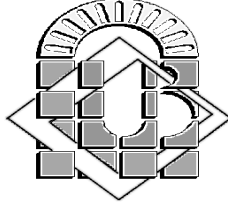


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر بسكرة



كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب

وفنون الطباعة ببرج بوعريريج

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
فرع اقتصاد وتسيير المؤسسة

إشراف الدكتور:

مفتاح صالح

إعداد الطالب:

رزقي محمد

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا

أستاذة محاضر جامعة بسكرة

الدكتورة: يحياوي مفيدة

مقررا

أستاذ محاضر جامعة بسكرة

الدكتور: مفتاح صالح

عضوا

أستاذ التعليم العالي جامعة سطيف

الأستاذ الدكتور: عماري عمار

عضوا

أستاذ محاضر جامعة بسكرة

الدكتور: بن عيشي بشير

السنة الجامعية: 2007-2008

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّةَ بَيْنَ
الَّذِينَ يَرْضَاهُ لِيُخْرِجَهُمْ
مِنَ الظُّلُمَاتِ إِلَى النُّورِ بِإِذْنِهِ
وَيَهْدِي اللَّهُ لِمَنْ يَشَاءُ
طَرِيقًا مَسْرُومًا

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين
إلى إخوتي و أخواتي
إلى الأهل و الأقارب
إلى كل أصدقائي
إلى كل طالب علم
إلى كل من أحببني و أحببته في الله

شكر و تقدير

أتقدم بعميق شكري و فائق امتناني و تقديري

للأستاذ: مفتاح صالح

على تفضله بالإشراف على هذا البحث و على كل ما قدمه لي

من آرائه القيمة ووقته الثمين.

مما يجعلني اعجز أن أوفيه حقه.

و أتقدم بشكري إلى كل من ساعدني في إتمام هذا البحث

و اخص بالذكر الأستاذ: لطرش فريد

على الإرشادات و التوجيهات التي أمدني بها طيلة فترة البحث

كما أتقدم بشكري و تقديري إلى أساتذة جامعة محمد خيضر - بسكرة.

محمد

ملخص البحث

إن تعظيم وتنامي قيمة المؤسسة يؤدي إلى تعزيز قدراتها التنافسية والاندماج في الأسواق العالمية، وبعد انفصال الملكية عن الإدارة فإن عملية الرقابة في المؤسسة أعلنت عن بروز هدف تعظيم قيمة المؤسسة عبر معيار مالي وهو خلق القيمة في المؤسسة، حيث أننا نجد أن قيمة المؤسسة حسب المنظرين والمحللين الماليين تتحدد من خلال العائد والمخاطرة الناتجة عن القرارات المالية.

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

وعلى العموم فإنه ومن خلال الإشكالية التي حاولنا معالجتها، ونظرا لطبيعة الأهداف التي كان يرجى الوصول إليها، تولدت لدينا مجموعة من الفرضيات حاولنا تفحصها، واختبارها على عينة الدراسة. ولقد أرسدت نتائجنا في النهاية إلى إثبات البعض من هذه الفرضيات ونفي البعض الآخر، ويمكن سرد أهم النتائج التي توصلنا إليها كما يلي:

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

الكلمات المفتاحية:

- قيمة المؤسسة
- القرارات المالية
- الإدارة المالية
- السياسة التمويلية
- الهيكل المالي
- توزيع الأرباح
- خلق القيمة
- القيمة الاقتصادية المضافة

Résumé

La maximisation et l'accroissement de la valeur de l'entreprise permettent de renforcer ses capacités concurrentielles ainsi que son intégration dans les marchés internationaux, et après la séparation entre la propriété et l'administration, le contrôle dans l'entreprise a fait surgir l'objectif de la maximisation de la valeur de l'entreprise à travers un facteur financier : la création de valeur dans l'entreprise. Nous nous trouvons d'ailleurs que la valeur de l'entreprise, selon les observateurs et les analystes financiers, se détermine à travers le rendement et le risque engendrés par les décisions financières.

A partir de cela, le propos de cette étude concerne l'impact des décisions financières sur la valeur de l'entreprise à travers les facteurs de création de celle-ci. Ceci tout en essayant d'expérimenter cet impact au niveau d'un échantillon d'entreprises privées et publiques en mesurant la création de valeur en moyen de l'indice la valeur économique ajoutée qui s'adapte aux économies de transition.

Et les résultats auxquels nous sommes abouti nous nous ont conduit à confirmer quelque hypothèses et à nier d'autres. Des résultats qui se résument dans ce qui suit:

- La maximisation de la valeur de l'entreprise s'effectue à travers la maximisation de la création de valeur qui se trouve dans le duo (rendement – risque) résultant des décisions financières.
- La compétence des investissements de l'entreprise, c'est-à-dire la capacité de ses passifs de générer des profits sont des sources de maximisation de la valeur.
- La structure financière de l'entreprise infecte le coût de capital, qui en retour infecte la valeur de celle-ci.
- La politique de distribution des profits n'a pas d'influence sur la valeur de l'entreprise.

Les mots clés:

- La valeur de l'entreprise
- Les décisions financières
- L'administration financière
- La politique de financement
- La structure financière
- La distribution des profits
- La création de valeur
- La valeur économique ajoutée

Abstract

The maximization and the growth of the enterprise value lead to the competitive capacities support and integration in the world markets. After the separation of the ownership from the administration, the control operation in the enterprise declares the emergence of the enterprise value maximizing target through a financial factor which is creating the value in the enterprise, there for according to the theoreticians and analysts, the enterprise value is determined by return and risk leaded by financial decisions.

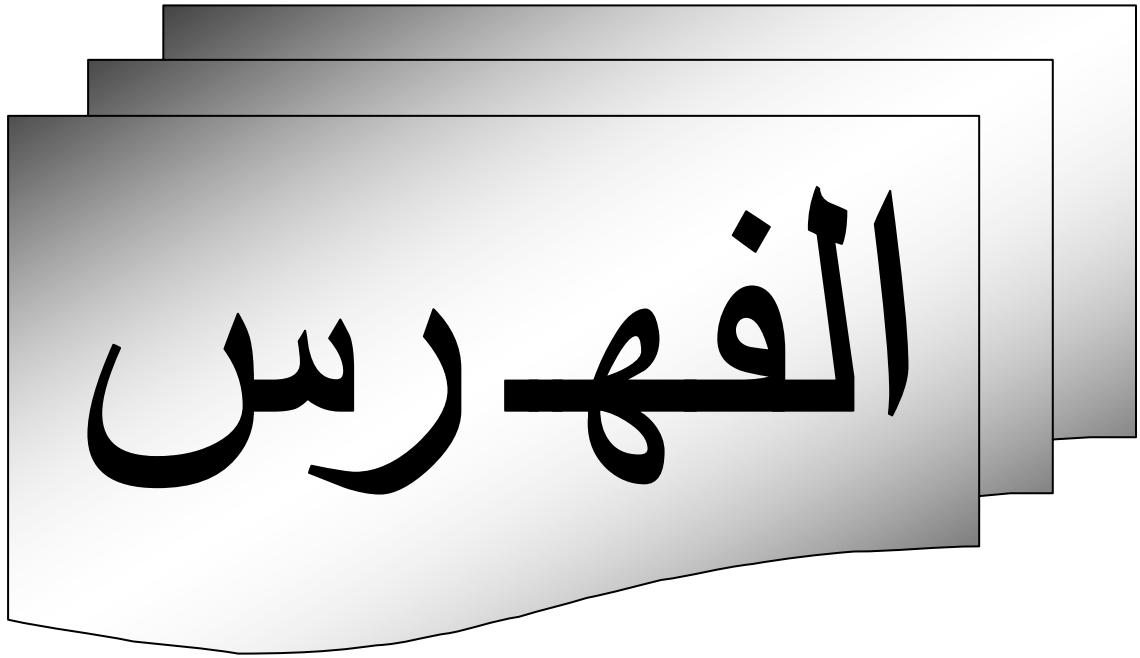
Foxing on this, the study object is about the financial decisions influence on the enterprise value through the value creation factor. By the attempt of testing this influence on simples in private and public enterprise, the measure of the creation value is going to be done by the economic value added that fit the transitory economics.

By the end our result have proved some of those suppositions and disapprove others we can list the best results as fellows.

- The maximization of the enterprise value is realized by the maximization of the value creation which exist in (return – risk) as a result of financial decisions.
- The investment competence of the enterprise means the enterprise ownership that can lead to benefits considered as source of value maximization.
- The financial structure affects on the enterprise fund expenses and also affects the value of the former.
- The benefits distribution policy has no affect on the enterprise value.

Key words:

- Enterprise value
- Financial decisions
- Financial administration
- Financial policy
- Financial structure
- Benefits distribution
- Value creating
- Economic value added



خطة البحث:

الصفحة	المحتوى
VII	فهرس المحتويات
XIII	فهرس الجداول
XIV	فهرس الأشكال
	المقدمة العامة [ص أ - ص هـ]
	الفصل الأول الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية [ص 2 - ص 56]
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مدخل نظري للإدارة المالية بالمؤسسة الاقتصادية
03	المطلب الأول: مفهوم الإدارة المالية
03	الفرع الأول: تعريف الإدارة المالية
05	الفرع الثاني: مميزات قرارات الإدارة المالية
05	الفرع الثالث: التطور التاريخي للإدارة المالية
08	الفرع الرابع: موقع الإدارة المالية داخل المؤسسة
10	المطلب الثاني: أهداف الإدارة المالية
11	الفرع الأول: هدف تعظيم الربح
12	الفرع الثاني: هدف تعظيم قيمة المؤسسة
16	الفرع الثالث: القرارات المالية
19	المطلب الثالث: المتغيرات المؤثرة على المحيط المالي للمؤسسة
19	الفرع الأول: الأسواق المالية
20	الفرع الثاني: المؤسسات المالية والمصرفية
21	الفرع الثالث: المتغيرات الاقتصادية
22	الفرع الرابع: المتغيرات السياسية والتشريعية
24	المبحث الثاني: السياسة التمويلية للمؤسسة
24	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السياسة التمويلية للمؤسسة
24	الفرع الأول: ماهية السياسة التمويلية للمؤسسة

26	الفرع الثاني: إطار السياسة التمويلية للمؤسسة
28	الفرع الثالث: أولويات وقيود السياسة التمويلية للمؤسسة
30	المطلب الثاني: السياسة التمويلية للمؤسسة ومصادر التمويل
30	الفرع الأول: سياسة التمويل الذاتي
33	الفرع الثاني: سياسة رفع رأس المال
37	الفرع الثالث: سياسة الاستدانة
39	المبحث الثالث: مداخل تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية
39	المطلب الأول: قيمة المؤسسة ومدخل النماذج المحاسبية
39	الفرع الأول: مفاهيم حول القيمة
42	الفرع الثاني: قيمة المؤسسة في النماذج المحاسبية
46	المطلب الثاني: قيمة المؤسسة في النماذج الاقتصادية
47	الفرع الأول: طريقة القيمة الرأسمالية للمؤسسة
50	الفرع الثاني: طريقة القيمة الحالية لتدفقات المؤسسة
52	المطلب الثالث: قيمة المؤسسة في النماذج المختلطة
53	الفرع الأول: شهرة محل المؤسسة (Goodwill)
53	الفرع الثاني: الطريقة غير المباشرة
54	الفرع الثالث: الطريقة المباشرة
56	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني	
محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية [ص 58 - ص 107]	
58	تمهيد
59	المبحث الأول: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة
59	المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة
59	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي
60	الفرع الثاني: خصائص الهيكل المالي
61	الفرع الثالث: محددات الهيكل المالي
63	المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي
63	الفرع الأول: مدخل دافيد دوران (DAVID DURAND)
65	الفرع الثاني: المدخل التقليدي

66	الفرع الثالث: مدخل مودقلياني و ميلر (Modigliani & Miller)
69	المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي
70	الفرع الأول: نظرية تكاليف الإفلاس
71	الفرع الثاني: نظرية تكاليف الوكالة
73	الفرع الثالث: النظرية المتعددة الأشكال
77	المبحث الثاني: سياسات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة
77	المطلب الأول: الأرباح وسياسات توزيعها
77	الفرع الأول: الأرباح المحتجزة بالمؤسسة
80	الفرع الثاني: سياسات توزيع الأرباح بالمؤسسة
82	المطلب الثاني: نظريات توزيع الأرباح
82	الفرع الأول: نظريات توزيع الأرباح في ظل التأكد التام
85	الفرع الثاني: نظريات توزيع الأرباح في ظل عدم التأكد
86	المطلب الثالث: سياسات توزيع الأرباح في الواقع العملي
86	الفرع الأول: الاعتبارات العملية المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح
87	الفرع الثاني: جوانب أخرى لسياسات توزيع الأرباح
93	المبحث الثالث: قيمة المؤسسة في ظل توازن السوق
93	المطلب الأول: العلاقة بين العائد والمخاطرة
94	الفرع الأول: مفهوم العائد
95	الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة
99	المطلب الثاني: المخاطرة وآلية الرفع في المؤسسة
99	الفرع الأول: الرفع التشغيلي في المؤسسة
100	الفرع الثاني: الرفع المالي في المؤسسة
101	الفرع الثالث: طريقة قياس العائد في ظل المخاطرة
107	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث
	تقييم خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية [ص 109 - ص 139]
109	تمهيد
110	المبحث الأول: خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية
110	المطلب الأول: الخلفية النظرية لخلق القيمة

110	الفرع الأول: مفهوم خلق القيمة
111	الفرع الثاني: أسباب تطور مفهوم خلق القيمة
112	الفرع الثالث: نتائج تطور مفهوم خلق القيمة
112	المطلب الثاني: نماذج تقييم خلق القيمة
113	الفرع الأول: النماذج الإستراتيجية لتقييم خلق القيمة
116	الفرع الثاني: النماذج المالية لتقييم خلق القيمة
121	المبحث الثاني: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة
121	المطلب الأول: أسس مدخل القيمة الاقتصادية المضافة
122	الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة
123	الفرع الثاني: عوامل الرفع في القيمة الاقتصادية المضافة
123	الفرع الثالث: إيجابيات استخدام القيمة الاقتصادية المضافة
124	الفرع الرابع: حدود استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة
124	المطلب الثاني: طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة
126	الفرع الأول: النتيجة الاقتصادية
130	الفرع الثاني: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
139	خلاصة الفصل الثالث
الفصل الرابع	
اثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة [ص 151 - ص 187]	
141	تمهيد
142	المبحث الأول: تقديم عام المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة
142	المطلب الأول: لمحة عن المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة
143	الفرع الأول: نشأة وتطور المؤسسة
144	الفرع الثاني: التعريف بالمؤسسة
145	المطلب الثاني: تنظيم المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة
145	الفرع الأول: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
147	الفرع الثاني: المستويات التنظيمية للمؤسسة
151	المبحث الثاني: تقييم خلق القيمة (<i>ex post</i>) للمؤسسة للفترة 2004-2006

151	المطلب الأول: حساب النتيجة الاقتصادية
151	الفرع الأول: حساب صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT
152	الفرع الثاني: حساب الأموال المستثمرة CI
157	المطلب الثاني: حساب تكلفة الأموال
157	الفرع الأول: تكلفة الأموال الخاصة
163	الفرع الثاني: تكلفة الديون المالية
164	الفرع الثالث: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
165	الفرع الرابع: القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة للفترة 2004-2006
170	المبحث الثالث: تقييم قيمة المؤسسة باستخدام مؤشر EVA
170	المطلب الأول: تقييم خلق القيمة (<i>ex ante</i>) للمؤسسة للفترة 2007-2011
170	الفرع الأول: عرض التقديرات
170	الفرع الثاني: معلومات إضافية
171	الفرع الثالث: تقدير خلق القيمة خلال الفترة 2007-2011
174	المطلب الثاني: تقدير قيمة المؤسسة
174	الفرع الأول: تقدير معدل التحيين
174	الفرع الثاني: حساب القيمة السوقية المضافة MVA
175	الفرع الثالث: قيمة المؤسسة
176	المبحث الرابع: تحليل عناصر EVA و أثرها على قيمة المؤسسة
176	المطلب الأول: دراسة العناصر المكونة لخلق القيمة
176	الفرع الأول: العائد
178	الفرع الثاني: تحليل العلاقة: عائد - مخاطر
181	المطلب الثاني: المؤشرات المفسرة لخلق القيمة وعلاقتها بالقرارات المالية
181	الفرع الأول: النموذج المفسر لخلق القيمة و أثره على قيمة المؤسسة
182	الفرع الثاني: تعريف المتغيرات المفسرة
187	خلاصة الفصل الرابع
الخاتمة [ص 187 - ص 190]	

الملاحق [ص 192 - ص 208]	
194	الملحق 01: مصفوفة بيانات النموذج
195	الملحق 02: مخرجات البرنامج EViews
196	الملحق 03: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمؤسسات عينة النموذج
196	الملحق 04: بيانات المتغيرة (فرص الاستثمار؛ OPP-INV)
197	الملحق 05: بيانات المتغيرة (التغير في رقم الأعمال؛ VAR-CA)
197	الملحق 06: بيانات المتغيرة (الرافعة المالية؛ L)
198	الملحق 07: بيانات المتغيرة (المردودية الاقتصادية؛ RECO)
198	الملحق 08: بيانات المتغيرة (الحجم؛ Ln ACT)
199	الملحق 09: بيانات المتغيرة (قدرة السداد؛ CAP-REMB)
199	الملحق 10: بيانات المتغيرة (هيكل الأصول؛ STRUC-ACT)
200	الملحق 11: قائمة مؤسسات عينة الدراسة
201	الملحق 12: ميزانية مؤسسة EMBAG لسنة 2004
203	الملحق 13: جدول حسابات نتائج مؤسسة EMBAG لسنة 2004
204	الملحق 14: ميزانية مؤسسة EMBAG لسنة 2005
206	الملحق 15: جدول حسابات نتائج مؤسسة EMBAG لسنة 2005
207	الملحق 16: ميزانية مؤسسة EMBAG لسنة 2006
209	الملحق 17: جدول حسابات نتائج مؤسسة EMBAG لسنة 2006
قائمة المراجع [ص 210 - ص 214]	

فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
126	إسقاط نمط التسجيل المحاسبي على نتائج مؤسسة (Hoechst)	الجدول(3-1)
130	حساب NOPAT و CI بعد التعديلات	الجدول(3-2)
150	صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT للفترة 2004-2006	الجدول(4-1)
152	الميزانية المالية للفترة 2004-2006	الجدول(4-2)
153	استخدامات الاستغلال للفترة 2004 - 2006	الجدول(4-3)
154	موارد الاستغلال للفترة 2004-2006	الجدول(4-4)
154	احتياجات رأس المال العامل للاستغلال للفترة 2004-2006	الجدول(4-5)
154	الأموال المستثمرة للفترة 2004 - 2006	الجدول(4-6)
156	علاقة نتيجة الاستغلال برقم الأعمال	الجدول(4-7)
158	علاقة نتيجة الاستغلال بالقيمة المضافة	الجدول(4-8)
160	المردودية المالية لمؤسسات عينة الدراسة للفترة 2004-2006	الجدول(4-9)
161	تكلفة الديون المالية للفترة 2004-2006	الجدول(4-10)
162	التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال المستثمرة للفترة 2004-2006	الجدول(4-11)
163	القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة للفترة 2004 - 2006	الجدول(4-12)
168	تقديرات الفترة 2007-2011	الجدول(4-13)
169	الأموال المستثمرة للفترة 2007-2011	الجدول(4-14)
170	صافي نتيجة التشغيل للفترة 2007-2011	الجدول(4-15)
170	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة 2007-2011	الجدول(4-16)
171	القيمة الاقتصادية المضافة للفترة 2007-2011	الجدول(4-17)
172	متوسط التكلفة المتوسطة المرجحة للفترة 2004-2011	الجدول(4-18)
173	القيمة السوقية المضافة MVA للمؤسسة لسنة 2004	الجدول(4-19)
175	معدل المردودية المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006	الجدول(4-20)
178	ترتيب المؤسسات حسب منحى القيمة	الجدول(4-21)
181	محددات خلق القيمة	الجدول(4-22)
182	مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات	الجدول(4-23)

فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
9	موقع الوظيفة المالية بالمؤسسات المتوسطة	الشكل(1-1)
10	موقع الوظيفة المالية بالمؤسسات الكبيرة	الشكل(2-1)
16	علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة	الشكل(3-1)
32	أهداف التمويل الذاتي	الشكل(4-1)
64	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة الاقتراض حسب مدخل صافي الربح	الشكل(1-2)
65	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة القروض حسب مدخل صافي ربح العمليات	الشكل(2-2)
66	تكلفة الأموال بدلالة نسبة القروض حسب المدخل التقليدي	الشكل(3-2)
69	قيمة المؤسسة في حالة وجود ضرائب	الشكل(4-2)
71	تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة في ظل الضريبة وتكلفة الإفلاس	الشكل(5-2)
72	تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة	الشكل(6-2)
93	العناصر المحددة لقيمة المؤسسة في ظل توازن السوق	الشكل(7-2)
114	نموذج strategic planning associates	الشكل(1-3)
115	نموذج Marakon Associates	الشكل(2-3)
116	نموذج FRUHAN-MCKINSEY	الشكل(3-3)
120	القيمة المضافة عن طريق السوق	الشكل(4-3)
125	شجرة القيمة	الشكل(5-3)
127	طريقة تشكّل NOPAT	الشكل(6-3)
128	الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال	الشكل(7-3)
146	الهيكل التنظيمي للمؤسسة	الشكل(1-4)
	منحنى انحدار نتيجة الاستغلال بالنسبة لرقم الأعمال	الشكل(2-4)
	منحنى الانحدار نتيجة الاستغلال بالنسبة للقيمة المضافة	الشكل(3-4)
	منحنى تطور EVA (ex post) للمؤسسة خلال الفترة 2004-2006	الشكل(4-4)

165	شجرة القيمة لسنة 2004	الشكل (4-5)
166	شجرة القيمة لسنة 2005	الشكل (4-6)
167	شجرة القيمة لسنة 2006	الشكل (4-7)
171	منحنى EVA (<i>ex ante</i>) للمؤسسة للفترة 2007-2011	الشكل (4-8)
173	قيمة المؤسسة في 2004	الشكل (4-9)
174	تطور معدل الهامش والمردودية الاقتصادية للمؤسسة	الشكل (4-10)
177	العلاقة الخطية بين مردودية الأموال وتكلفة رأس المال	الشكل (4-11)
177	العلاقة غير الخطية بين مردودية الأموال وتكلفة رأس المال	الشكل (4-12)

المقدمة

العامّة

المقدمة العامة:

I. إشكالية البحث:

شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا كبيرا في كتابات وأعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الأيديولوجية باعتبارها كتلة من الأنشطة الديناميكية المتفاعلة فيما بينها والوحدة الأساسية لأي اقتصاد، وبالتالي فإن تطور الاقتصاد الوطني مرتبط بالفعالية الاقتصادية والمالية والاجتماعية والبيئية للمؤسسة، كما أن نمو المؤسسة مرهون بعدة عوامل تختلف إلحاحا باختلاف البيئة التي تنشط فيها كتوفر رؤوس أموال، اليد العاملة المؤهلة والمواد الأولية... وغيرها، بالإضافة إلى تلك العوامل هناك عامل رئيسي يتوقف عليه ذلك النمو ألا وهو التسيير المحكم للمؤسسة ذاتها وخاصة فيما يتعلق بالجانب المالي الذي يعتبر محركها الحيوي والمسؤول عن كافة الأنشطة الرئيسية للتمويل والاستثمار والتصرف في الأرباح بطريقة تمكن من بلوغ هدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم قيمتها.

من هذا المنطلق فإن الوظيفة المالية تساهم بالتكامل مع الوظائف الأخرى في تحمل مسؤولية البقاء و نمو المؤسسة من خلال سياسة تمويلية محددة تركز على تحديد إطار مرجعي للقرارات المالية، فهي تسمح من التدرج في الأولويات- النمو، الاستقلالية، المردودية - وانتقاء القرارات الصائبة لبلوغ الأهداف المسطرة في خطة المؤسسة.

غير أن تعقد المحيط والتطور المستمر في الجانب المالي للمؤسسة يرجع إلى التحديات التي تواجهها مثل: حدة المنافسة الأجنبية، ازدياد التدخل الحكومي المباشر وغير المباشر من خلال الضرائب، نقص الأموال وازدياد الحاجة إليها وارتفاع تكلفتها والشروط التي يفرضها سوق المال والمؤسسات المصرفية في هذا المجال كان له الأثر الكبير على تكتلات الشركات على المستوى الدولي وعلى المستوى الإقليمي، واتجاه الدولة نحو الخصخصة وتنشيط بورصة الأوراق المالية... الخ، من هنا أصبح الهدف المالي الأكثر تحققا للمؤسسة هو تعظيم قيمتها وتنميتها، وباعتبار أن الملكية منفصلة عن الإدارة فإن عملية الرقابة في المؤسسة أعلنت عن بروز هدف تعظيم قيمة المؤسسة عبر معيار مالي وهو خلق القيمة في المؤسسة، حيث أننا نجد أن قيمة المؤسسة حسب المنظرين والمحليلين الماليين تتحدد من خلال العائد والمخاطرة الناتجة عن القرارات المالية التالية:

قرارات الاستثمار في المؤسسة ومدى نجاحتها في خلق القيمة في ظل وجود العديد من المقاييس والمؤشرات المحدثة لقياس قدرة المؤسسة على خلق هذه القيمة، ومن أهم هذه المؤشرات: القيمة الاقتصادية المضافة (E.V.A) التي تهدف إلى قياس الربح الاقتصادي الذي يمكن أن تحققه المؤسسة من ممارسة أنشطتها، وعائد التدفقات النقدية من الاستثمار (CFROI) الذي يتمثل أساسا في أسلوب معدل لمعدل المردودية الداخلي ومن ثم الحصول على معدل نمو ناتج عن النشاط في المؤسسة.

قرارات التمويل التي تتأثر بتكلفة الأموال والتي تتحد بالهيكل المالي ومكوناته، هذا الهيكل المالي الذي يتم تحديده عن طريق تقدير الاحتياجات المالية للمؤسسة في المدى القصير والطويل وهذا في ظل وجود العديد من التفسيرات للهيكل المالي للمؤسسة.

قرارات التوزيع والمتعلقة بقرار المؤسسة في المفاضلة بين توزيع الأرباح تعويضا عن الأموال المستثمرة و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها.

إن من أكبر التحديات التي تعيشها المؤسسة الاقتصادية الجزائرية عمومية كانت أو خاصة تتعلق بالأساس بجانبها المالي الذي يعرف وضعية صعبة نتجت عنها الخسائر المتلاحقة وتراكم الديون لديها، ومن التقاليد التي تفنقدها المؤسسة الاقتصادية الجزائرية استخدام الأدوات العلمية التي تساعدها على رسم سياساتها التمويلية واتخاذ قرارات رشيدة في الوقت المناسب، خاصة في المرحلة الراهنة حيث يعرف الاقتصاد الوطني تحولات هيكلية عميقة ينتظر منها تصحيح التوجه لهذه المؤسسات بعد أن أهمل الركن الأساسي المتمثل في ترشيد القرارات المالية المتعلقة بالاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح حتى تتمكن المؤسسة من خلق القيمة، وان يتلاءم هيكلها المالي مع المؤسسات المنافسة. ومنه التأثير على قيمتها وتناميها بما يخدم الأهداف الأخرى، وعلى هذا الأساس يتبادر لدينا التساؤل التالي:

ما هو أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية ؟

و يندرج تحت هذا التساؤل عدة أسئلة فرعية منها:

1. كيف يمكن تحديد قيمة المؤسسة المناهج المعتمدة في ذلك ؟
2. ما هي محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة و علاقة ذلك بقيمتها ؟
3. ما هي سياسة التوزيع وأهم نماذجها في الواقع العملي، وكيف لها أن تؤثر على قيمة المؤسسة ؟
4. كيف يتم خلق القيمة، وكيف يمكن لها أن تؤثر على قيمة المؤسسة ؟
5. ما هو أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ؟

II. فرضيات البحث:

ولمعالجة هذا الموضوع اعتمدنا الفرضيات التالية:

1. تعظيم قيمة المؤسسة يتم من خلال كفاءة استثماراتها، أي قدرة أصول المؤسسة على توليد الأرباح.
2. الهيكل المالي للمؤسسة يؤثر على تكلفة الأموال والتي بدورها تؤثر على قيمتها.
3. سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر لها على قيمة المؤسسة.

III. أهداف البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- محاولة تحديد قيمة المؤسسة والعناصر التي تتحكم فيها وتحديد تأثير قرارات الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح على هذه القيمة وإزالة اللبس في يتعلق بجوانب الموضوع؛
- ترشيد قرارات الاستثمار مما يؤدي إلى خلق القيمة التي تؤدي إلى نمو المؤسسة داخليا؛
- الوقوف على المزيج التمويلي الذي يتناسب واحتياجات المؤسسة حتى لا تتحول إلى الإفلاس والتصفية، ويعظم قيمتها؛
- التطرق إلى سياسة التوزيعات في المؤسسة والتي لها أهمية كبيرة خاصة بعد وصول المؤسسة إلى مرحلة النضج من دورة حياتها.

IV. أسباب ودوافع اختيار البحث:

جاء اختيارنا للموضوع انطلاقا من الاعتبارات التالية:

- الأثر الكبير للقرارات المالية على استمرارية ونجاعة بقية وظائف المؤسسة؛
- الضرورة الملحة لترشيد قرارات تخصيص الموارد المالية التي تضطلع به الإدارة المالية في المؤسسة؛
- تسليط الضوء على دور القرارات المالية في تقوية الذمة المالية واستقلالية المؤسسة ومن ثم تدعيم فرص نموها؛
- القرارات المالية في المؤسسة تواجهها عدة قيود يفرضها المحيط الذي تتواجد به والذي يختلف من اقتصاديات المديونية إلى اقتصاديات الأسواق المالية؛
- إن تعظيم قيمة المؤسسة يكون دليل على نجاعة فريق الإدارة لديها؛
- محاولة التحكم في العديد من المؤشرات المالية التي تستخدم في تحديد قيمة المؤسسة وهذا ما يغيب تطبيقه بأغلب المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
- إضافة إلى أن هذا البحث يندرج في إطار التخصص المتبع ويتسم بالحدثة.

V. حدود البحث و صعوباته:

- بالنسبة لحدود البحث فقد اقتصرت دراستنا على حالة المؤسسة محل الدراسة في الفترة الممتدة من 2004 إلى 2006 لسبب عملي هو أن تكون النتائج المتحصل عليها تتسم بالحدثة.
- تعتبر مسألة حساب تكلفة التمويل واحدة من الصعوبات الكبيرة التي واجهها الباحث وذلك يعود إلى عدم وجود سوق مالية نشيطة من جهة، وعدم توفر البيانات المحاسبية الخاصة بمؤسسات العينة بالشكل الذي يسمح بتحديد هذه التكلفة من جهة أخرى.

VI. الدراسات السابقة في الموضوع:

- خلال إنجازنا لهذا البحث استعنا بدراسة وحيدة تمس الموضوع بشكل مباشر، والتي حاولت كذلك إثراء الجوانب المتعلقة بمالية المؤسسة:
- فريد لطرش، Création de valeur et données comptables، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2002، حيث أن الباحث خلال هذه الدراسة قام بتحليل البيانات المحاسبية المفسرة لخلق القيمة بالمؤسسة من خلال دراسة تجريبية على عينة من المؤسسات الجزائرية وذلك باختبار نموذج مفسر للقيمة الاقتصادية المضافة. أما من خلال بحثنا فإننا سنقوم باختبار مجموعة من المتغيرات تمثل القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية للوقوف على أي منها ذو تأثير على قيمة المؤسسة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

VII. منهجية و أدوات البحث:

- في دراستنا هذه سنحاول إبراز العناصر والمتغيرات المؤثرة في البحث معتمدين في ذلك على المنهج الوصفي التحليلي من خلال وصف الجوانب المتعلقة بموضوع قيمة المؤسسة، وتحليل تأثير مختلف المتغيرات المحددة لهذه القيمة من قرارات مالية سواء فيما يتعلق بجانب الاستثمار أو التمويل أو فيما يتعلق بقرارات توزيع الأرباح.
- كما يمكن لنا أن نتعمق في مختلف جوانب الموضوع وكشف أبعاده وطريقة سيرورته من خلال دراسة حالة إحدى مؤسسات الاقتصادية الجزائرية وهذا بتحليل مختلف الوثائق والبيانات والمعطيات الفعلية لها، وهذا ما يجسد في نظرنا أحد دوافع دراسة هذا الموضوع المتمثل في إخراج البحث العلمي من محيط الجامعة الداخلي إلى الميدان العملي، وحتى تكون هذه الدراسة خلفية اجتهادية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية الأخرى.
- أما أدوات البحث تركز على الأدوات الإحصائية، كما تجدر الإشارة إلى أننا اعتمدنا البرنامجين الإحصائيين Microsoft Excel 2003 و EViews نظرا لما يوفرانه من إمكانيات تسمح باستغلال قدر كبير من البيانات وإجراء العمليات الحسابية الضرورية بنوع من السهولة.

VIII. خطة البحث :

لقد قمنا بهيكلة هذا البحث وفق أربعة فصول رئيسية، بداية بمقدمة عامة. أما الفصل الأول والذي يعتبر بمثابة الإطار المفاهيمي لهذه الدراسة فقد تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حاولنا من خلالها إعطاء بعض المفاهيم الأولية المتعلقة بمالية المؤسسة باعتبارها الإطار الشامل للدراسة، فالمبحث الأول تناولنا فيه الإدارة المالية، أما المبحث الثاني فتم التطرق فيه إلى السياسة التمويلية بالمؤسسة لإبراز علاقتها بمصادر التمويل والمبحث الثالث فقد تم التطرق فيه إلى قيمة المؤسسة في النماذج المحاسبية والاقتصادية والهجينة.

وفي الفصل الثاني تم التطرق إلى قيمة المؤسسة ومحدداتها من خلال ثلاثة مباحث، أما المبحث الأول تم من خلاله التطرق للهيكل المالي والنظريات المفسرة له، أما المبحث الثاني ففيه سياسات توزيع الأرباح بالمؤسسة، والمبحث الثالث إلى محددات قيمة المؤسسة من خلال توازن السوق.

وفي الفصل الثالث حاولنا الإلمام بجوانب تقييم خلق القيمة بالمؤسسة باعتبارها المعيار المالي لتقييم هدف تعظيم قيمة المؤسسة في الأجل الطويل وذلك من خلال مبحثين، الأول لدراسة الخلفية النظرية لخلق القيمة بالمؤسسة، أما المبحث الثاني فهو تقييم خلق القيمة عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة EVA باعتبارها المعيار الأكثر استخداما و ملائمة للاقتصاديات الانتقالية.

وفي الأخير تم تخصيص فصل رابع لإجراء الدراسة التطبيقية، وقد احتوى على أربعة مباحث، المبحث الأول تم من خلاله تقديم عام للمؤسسة محل الدراسة، أما المبحث الثاني ففيه تم حساب خلق القيمة المحققة للفترة 2004-2006 باستعمال معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA، وفي المبحث الثالث تقييم القيمة الاقتصادية المضافة EVA المستقبلية لتحديد قيمة المؤسسة، وفي المبحث الرابع محاولة تحديد أي القرارات المالية ذات تأثير على القيمة الاقتصادية المضافة ومن ثم على قيمة المؤسسة على مستوى عينة من المؤسسات الاقتصادية وهذا باستعمال نموذج الانحدار المتعدد، وختمنا البحث بخاتمة عامة.

الفصل الأول

الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

واكبت الإدارة المالية بالمؤسسة التطور الفكري في المجال المالي، ولقد كان هذا التطور من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجهها هذه المؤسسات، بازدياد شدة المنافسة، وازدياد حدة التضخم، والتدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي والتقدم التكنولوجي... وغيرها.

فغيرت من مجرد وظيفة تختص بتدبير الموارد المالية اللازمة إلى وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الإستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح بعد أن أدركت المؤسسات أن تحقيق النجاح والإستمرار يرتبط إضافة إلى الموارد بالقدرة على اتخاذ قرارات مالية سليمة.

وحتى يتم اتخاذ القرارات المالية على أحسن وجه وجب على القائمين عليها أن يسترشدوا في هذا بالهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه في ظل إقتصاد السوق، فقد يوصف أي قرار لا يسهم في تحقيق هذا الهدف بالفاشل، لذا وجب التطرق إلى جوانب مالية المؤسسة حتى تتمكن من فهم مختلف المتغيرات المتعلقة بهذا الهدف.

المبحث الأول: مدخل نظري للإدارة المالية بالمؤسسة الاقتصادية

تعتبر الإدارة المالية(*) من بين أكثر مجالات العلوم الإدارية تطوراً في الوقت الحالي، حيث تلعب دور المكمّل والمنسق بين مجموع الوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية، فنجد أن الميدان الرئيسي لعملها هو البيئة المالية للمؤسسة بما تحدّثه من تأثيرات يتوجب التأقلم معها وتسييرها لتتماشى وأهداف المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الإدارة المالية

إن مفهوم الإدارة المالية قد شهد تطوراً ملموساً منذ أن انفصلت عن العلوم الإدارية في مطلع القرن السابق وأصبحت علماً مستقلاً بذاته، فلم تكن لها في بداية الأمر إدارة خاصة بها، بل كانت مجموع المهام التقليدية لهذه الوظيفة ممارسة من طرف مسير المنشأة ومحاسبتها¹.

فكانت إهتماماتها متعلقة أساساً بالأدوات والمؤسسات والمظاهر الإجرائية لسوق رأس المال، لكن فيما بعد كان للتطورات والتغيرات التي أملتتها الظروف التي كانت تمر بها المؤسسات الصناعية والتجارية وظهور المؤسسات الكبرى الأثر الكبير على موضوع الإدارة المالية، حيث نجد أن العديد من الاقتصاديين والمتخصصين حاولوا تحديد مفهوم دقيق وشامل لها.

الفرع الأول: تعريف الإدارة المالية

إن التباين الحاصل في دور الإدارة المالية بالمؤسسة عبر الزمن جعل من عملية تعريفها أمراً معقداً، فكان كل تعريف يتوافق مع المهام المنوطة بها حسب الفترة، فنجد من يعرفها على أنها:

- " تلك الإدارة التي تقوم بنشاطات مالية متنوعة وذلك من خلال تنفيذها لوظائف فنية متخصصة كالتحليل المالي، تقييم المشروعات، إعداد وتفسير التقارير المالية، الموازنات التقديرية، الاندماج، إعادة التنظيم وغيرها، ومن خلال تنفيذها لوظائف إدارية، كالتخطيط، التنظيم، التوجيه، الرقابة ولكن بصيغة مالية، وبرنامج الوظائف بكفاءة تستطيع تحقيق الأهداف المحددة لها وبالتالي المساهمة في تحقيق أهداف المنشأة"²، فهذا التعريف يعد محاولة للإمام بجميع أوجه النشاط ذي الصيغة المالية بالنسبة للإدارة المالية وربط أهدافها بأهداف المؤسسة ككل.

¹ في العادة فإن مصطلح الإدارة المالية يعبر عن الوظيفة المالية و يستعمل في الدول الأنجلوساكسونية، فمصطلح الإدارة المالية لا يعبر عن الموقع كما قد يتبادر إلى الذهن.

¹ Hervé Hutin, *La Gestion financière*, éditions : d'Organisation, Paris, 1998, P 26.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 14.

- نجد أيضا من يعرفها على كالاتي " الوظيفة التي تهدف إلى تدبير الموارد المالية الضرورية للتجهيز العقلاني والسير العادي للمنشأة وذلك في الوقت المناسب وباستعمال الوسائل الاقتصادية، وهذا مع ضمان الاستقلالية المالية وكذا حرية نشاطها الصناعي و التجاري"¹، فالملاحظ في هذا التعريف هو حصر الهدف الأساسي للإدارة المالية في تدبير الأموال لمزاولة النشاط الاستثماري والاستغلالي من خلال التجهيز العقلاني، وذلك في ظل القيود التي تتحكم في عملية تدبير تلك الأموال.

- كما أن كل من "بريجهام و غبانسكي" (Brigham & Gapenski) يعرفانها بأنها " الوظيفة الإدارية الخاصة بوضع خطط التمويل والحصول على الموارد المالية واستخدامها بالطريقة التي تؤدي إلى زيادة فعالية عمليات وانجازات المؤسسة إلى أقصى حد ممكن"²، وفقا لهذا التعريف فإن المسؤول عن الإدارة المالية بالمؤسسة يجب أن يكون على دراية واسعة بالبيئة المالية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال، وكذلك أفضل مجالات استثمار هذه الأموال بما يحقق فعالية عالية في أنشطة وانجازات المؤسسة.

- كذلك يعد تعريف "ماك كيون" (Mc Kéown) وزملاؤه للإدارة المالية قفزة في هذه محاولات، فتناولوها على أنها " ذلك النشاط الإداري الذي يهتم بخلق والحفاظ على القيمة الاقتصادية أو الثروة"³، والملاحظ في هذا التعريف أنه يركز على الثروة أو تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة من خلال أثر كل من القرارات الاستثمارية التي تتعلق بشكل أساسي بمحفظة استثمارات المؤسسة كتقديم منتج جديد أو اقتناء أو إحلال أصل جديد، والقرارات التمويلية كالاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية أو إصدار سندات وغيرها بهدف تعظيم العائد وفق مستوى مخاطرة مقبول لدى المستثمر.

غير أنه في الوقت الحاضر تطورت النظرة للإدارة المالية بالمؤسسة بسبب الظروف المتسارعة والمتأثرة بشكل الأدوات التحليلية والكمية المستخدمة في حل المشاكل المالية في ظل التطور التكنولوجي الهائل وكذا عولمة الأنشطة المالية، فإننا نعرف الإدارة المالية على النحو الآتي:

" ذلك النشاط الإداري الذي يهتم بحركة الأموال من وإلى المؤسسة من خلال القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها والمتأثرة بشكل الأدوات التحليلية والتي تتخذ بموجب الموازنة بين العائد والمخاطرة لتحقيق مستوى مقبول من القيمة الاقتصادية للمؤسسة ".

¹ Jean-Luc Charron, Sabine Sépari, **Organisation et gestion de l'entreprise : manuel et application**, 2^{ème} éditions : Dunod, Paris, 2001, P 250.

² جمال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 14.

³ جمال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحج، المرجع نفسه، ص 13.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخرج الخصائص المميزة للإدارة المالية عن باقي الوظائف في المؤسسة وهذا من خلال ربطها بالقرارات المالية التي تتخذها كما يلي:

1- الأهمية:

تستغرق نتائج القرارات المالية زمنا طويلا نسبيا حتى يمكن التعرف عليها، مما قد يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخلل أو إمكانية تداركه في بعض الأحيان، وهو ما يعكس أهمية الإدارة المالية بالمؤسسة وكذلك حاجتها إلى مهارات خاصة وقدرات تحليلية مرتفعة لاتخاذ هذا النوع من القرارات، كما أن أهميتها تتبع كذلك من أهمية الموارد المالية للمؤسسة وحمايتها من الإسراف أو الضياع أدى إلى ضرورة ترشيد القرارات المالية التي تعتبر من المهام الرئيسية للإدارة المالية.

2- الإلزامية:

القرارات المالية قرارات ملزمة للمؤسسة في أغلب الأحوال، الأمر الذي يستلزم الحرص الشديد عند اتخاذ هذا النوع من القرارات من طرف الإدارة المالية في المؤسسة.

3- الشمولية:

حيث أن الإدارة المالية تغلغل في جميع أوجه نشاط المؤسسة، حيث لا يمكن تصور قيام أي نشاط بالمؤسسة بأداء مهامه أو تحقيق أهدافه بمعزل عن الموارد المالية التي تعمل الإدارة المالية على توفيرها.

4- الاستمرارية:

القرارات المالية مثل قرارات الاقتراض من المؤسسات المالية أو الاستثمار في بعض أنواع الأصول تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر في نجاح المؤسسة أو قدرتها على الاستمرار في السوق، مما يعطي الإدارة المالية بالمؤسسة صفة الاستمرارية خلال حياة المؤسسة.

الفرع الثالث: التطور التاريخي للإدارة المالية

مرت الإدارة المالية بتغيرات جوهرية منذ بداية القرن الماضي حتى الآن، وتميزت كل حقبة بتعدد الاهتمامات و الاكتشافات المالية التي ساهمت في رفع فعاليتها كما يلي:

1- بداية القرن العشرين:

بدأت الإدارة المالية كمجال متخصص من مجالات العلوم الإدارية في بداية القرن العشرين، حيث تميزت هذه الفترة بتوسع كبير ونمو في النشاط الاقتصادي العالمي بسبب ظهور الشركات النفطية العملاقة وشركات السيارات الضخمة واندماجها، ناهيك عن التحول إلى الصناعات كبيرة الحجم بفضل

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

الابتكارات التكنولوجية، ما أدى إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال لتمويل أنشطة المؤسسات، فكان تركيز الإدارة المالية في هذه الفترة على ما يلي¹:

- الجوانب القانونية للاندماجات وعلى إنشاء الشركات الجديدة؛
- الأشكال المختلفة من الأدوات والأوراق المالية التي يمكن إصدارها للحصول على الأموال اللازمة.

2- فترة الكساد العظيم:

بحلول الكساد العظيم في الفترة الممتدة بين 1929-1933 تغيرت اهتمامات المفكرين بمشاكل التوسع والنمو، وأصبحت مشكلة بقاء واستمرار المؤسسة في السوق هي المتصدرة، ولقد صاحب هذه الفترة ازدياد التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي، وصدور التشريعات التي تقضي بضرورة نشر البيانات المالية²، وبذلك فتح المجال على اهتمامات تمثلت في:

- التنبؤ بإفلاس أو فشل المؤسسات عبر نماذج كمية؛
- الإجراءات التي تلحق عملية الإفلاس، وإعادة تنظيم المؤسسات بسبب فشل العديد منها؛
- توفير السيولة وإدارتها لتجنب المشكلات المالية التي يمكن أن تحدث للمؤسسة فتؤدي بها إلى الإفلاس؛
- الاهتمام بالتحليل المالي من خلال ما يوفره من أدوات لتقييم كفاءة الإدارة المالية في المؤسسة.

3- الأربعينات والخمسينات:

قبيل نهاية الخمسينات حدث تطور جوهري تمثل في البعد عن الفكر التقليدي الذي كان سائدا خلال السنوات الماضية، أي البعد عن المسائل الوصفية التي صاحبت الإدارة المالية وبدأ التركيز على المسائل الكمية في عملية تقييم الأداء، وعملية التخطيط لاستخدام الموارد بما فيها التخطيط للاستثمارات. الملاحظ أن الإدارة المالية خلال هذه الفترة أصبحت تهتم بالجانب المؤسسي أي معالجة المشاكل التي تواجهها من وجهة نظر إدارة المؤسسة بعد أن كانت تعالج من وجهة نظر خارجية، مثلا في تركيزها على تدبير الأموال كان ينظر إليها من منظور خارجي أي منظور المقرضين والمساهمين دون الاهتمام بعملية اتخاذ القرار داخل المؤسسة ومدى أثر قرار الاقتراض على المؤسسة نفسها.

4- الستينات والسبعينات:

انتقل التركيز في بداية الستينات إلى عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالاختيار بين الأصول والخصوم بصورة تعظم من قيمة المؤسسة، حيث شهدت هذه الحقبة تطورات عديدة بفضل الاكتشافات المالية والتي تمثلت فيما يلي:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 28.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 5-6.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

– الاهتمام الكبير بدراسة تكلفة الأموال نتيجة لأعمال قطبي الإدارة المالية "موديغلاني وميلر" (M.Miller & F.Modigliani) من خلال محاولتهما وضع نظرية للهيكل المالي وقيمة المؤسسة عبر أطروحتين متتابعتين؛

– الاهتمام بالاستثمار في الأصول المالية وغير المالية، بفضل نظرية المحفظة التي أسسها "ماركويتز" (H.Markowitz) في الخمسينات، والتي تقوم على فكرة حتمية هي قيام المستثمر بتتبع محفظة أوراقه المالية للتخلص من المخاطر غير المنتظمة التي لا تشمل الاقتصاد الوطني ككل، والتي طبقت فيما بعد على استثمار المؤسسات لأصولها¹؛

– نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)^(*) الذي ساهم في تطويره كل من: "شارب" (W.Sharpe) و"لينتر" (Lintner) و"فاما" (E.Fama) و"موس" (Mossin) وهو نموذج لتحديد الحد الأدنى للعائد المطلوب لتعويض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكنه تجنبها بنفسه وهي المخاطر المنتظمة أو ما يعرف بمخاطر السوق؛

– نظرية التسعير بالمراجعة (APT)^(**) الذي قدمها "روس" (S.Ross) كتحدٍ لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية يقوم على تعدد المتغيرات المؤثرة على العائد المتوقع للاستثمار في الأصول الرأسمالية.

– نموذج تسعير الاختيار (OPM)^(***) الذي قدمه "شول" (Scholes) و"بلاك" (F.Black) كنموذج لتقييم الأصول المالية، لاقى قبولا بين الأكاديميين والممارسين على حد سواء.

5- الثمانينات والتسعينات:

في هذه المرحلة أستمّر الاهتمام بقيمة المؤسسة، ولكن التحليل أخذ صورة أعمق واتسع نطاقه، ليستمر التركيز على عملية اتخاذ القرارات المالية لعدة اعتبارات أهمها²:

– الاعتقاد المتزايد بأن الأساليب السليمة لإعداد الموازنات الرأسمالية تتطلب قياسات دقيقة لرأس المال، الأمر الذي ساعد على زيادة الاهتمام بأساليب القياس الكمي لتكلفة الأموال؛

– استمرار عمليات الاندماج بين الشركات وكذلك عمليات الشراء، وبالتالي بروز الحاجة لتقييم هذه القرارات المالية الهامة والمساعدة في اتخاذها؛

– التقدم الهائل في تكنولوجيات الاتصال وتحرير التجارة، مما أدى إلى بروز الاهتمام بقضايا التمويل والاستثمار الدوليين؛

^(*) Capital Asset Pricing Model

^(**) Arbitrage Pricing Theory

^(***) Option Pricing Model

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 143-144.

² جمال الدين المرسي، احمد عبد الله اللوح، مرجع سابق، ص 17-18.

- تزايد الأعباء المالية الناتجة عن مشكلة التضخم والحاجة إلى مواجهة نتائج الارتفاع المضطرد في الأجور والفوائد والانخفاض النسبي في أسعار الأسهم؛
- تزايد الاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية للمؤسسات من خلال مواجهة قضايا البيئة.

6- الألفية الثالثة:

- إن دور الإدارة المالية في المؤسسة هو دور دائم التطور، يتلاءم مع ما يستجد من أفكار وأساليب حديثة في العديد من المجالات، فاهتمامات الإدارة المالية تختلف في هذه الأيام عما كان قبل سنوات، ولا شك في أن ما سيكون في المستقبل سيختلف عما هو عليه الآن، لذا فقد بات لزاماً أن تواكب الإدارة المالية هذه التغيرات على نحو جاد، لتتضمن اهتمامات الإدارة المالية خلال سنوات الألفية الثالثة القضايا التالية:
- التضخم وأثاره على قرارات المالية في المؤسسة؛
 - التأقلم مع التشريعات والقواعد المنظمة لعمل المؤسسات، بمعنى زيادة الاعتماد على آليات السوق الحرة والتوجه ناحية المؤسسات المالية الكبيرة ذات الخدمات والأنشطة المالية المتنوعة؛
 - التوجه نحو استخدام التكنولوجيا في عمليات التحليل خاصة المالي والنقل الإلكتروني للمعلومات؛
 - الاهتمام بحركة الأسواق العالمية في ظل عولمة أنشطة المؤسسات.

الفرع الرابع: موقع الإدارة المالية داخل المؤسسة

تتحكم في عملية تنظيم الإدارة المالية وموقعها في الهيكل التنظيمي للمؤسسة العديد من العوامل، خاصة: الحجم، الشكل القانوني، نوعية النشاط... ويعد عامل الحجم المعيار الأكثر أهمية في تحديد تنظيم الإدارة المالية وتوزيع السلطة والمسؤولية بما يضمن اتخاذ القرارات على أحسن وجه، ونحاول استعراض موقع الإدارة المالية في كل من المؤسسات الصغيرة، المتوسطة والكبيرة.

1- الإدارة المالية بالمؤسسات الصغيرة:

يأخذ مسؤول المؤسسة الصغيرة على عاتقه غالباً مهمة الإشراف على الوظيفة المالية ويساعده في ذلك المحاسب¹، إلى جانب ذلك اللجوء في بعض الأحيان إلى المستشارين الخارجيين كالخبراء المحاسبين و الخبراء المعتمدين لدى البنوك، وهذا للاستفادة من خدماتهم في حل المشاكل المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة، ومن خلال هذا فإننا لا نسجل ظهوراً للإدارة المالية داخل الهيكل التنظيمي للمؤسسات الصغيرة، وذلك بالرغم من ممارسة المهام المالية ولكن ليس تحت إشراف هيئة مختصة.

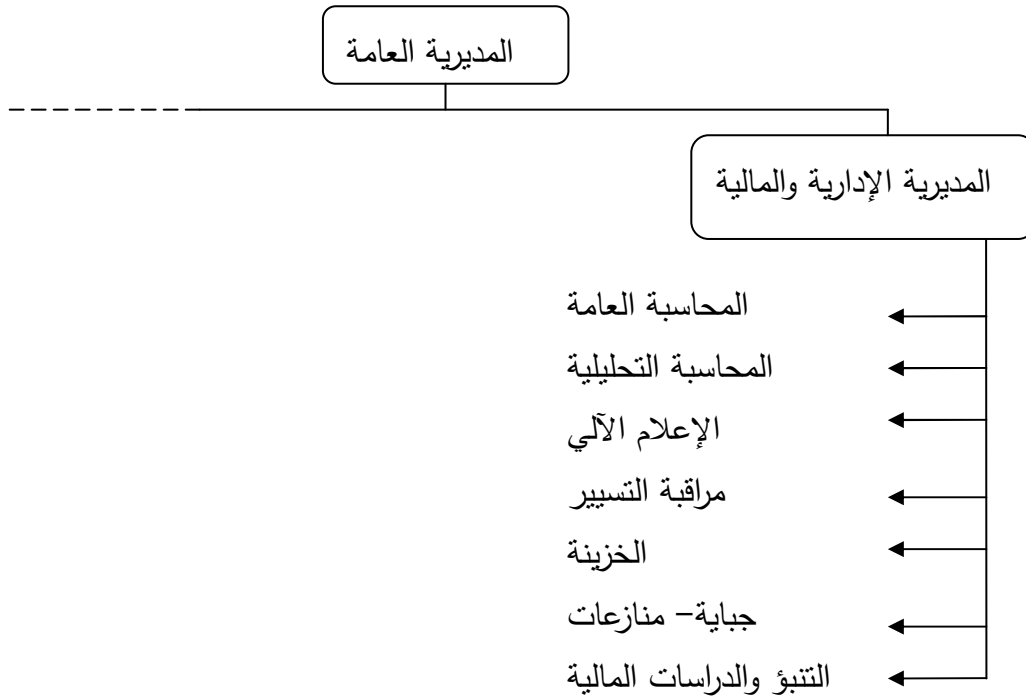
2- الإدارة المالية بالمؤسسات المتوسطة:

¹ Jean -Luc Charron, Sabine Sépari, Op.cit, P 256.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

يصعب على مسير المؤسسة المتوسطة الإطلاع والإشراف المباشر على مختلف وظائف المؤسسة بما في ذلك الإدارة المالية، الأمر الذي يستدعي إنشاء إدارة مختصة توكل لها مهمة الإشراف على الأنشطة المالية، وفي بعض الحالات توكل إليها كذلك المسائل الإدارية. وإذا افترضنا اعتماد التنظيم الوظيفي^(*) في عرض الهيكل التنظيمي بالمؤسسات المتوسطة فإن ظهور الإدارة المالية داخل هذا الهيكل التنظيمي يكون على الشكل الآتي:

الشكل (1-1): موقع الإدارة المالية بالمؤسسات المتوسطة



المصدر: Pirre Branger et al, **Gestion : les fonctions de l'entreprise**, 2^{ème} éditions : Vuibert, Paris, 1998, P 271.

3- الإدارة المالية بالمؤسسات الكبيرة:

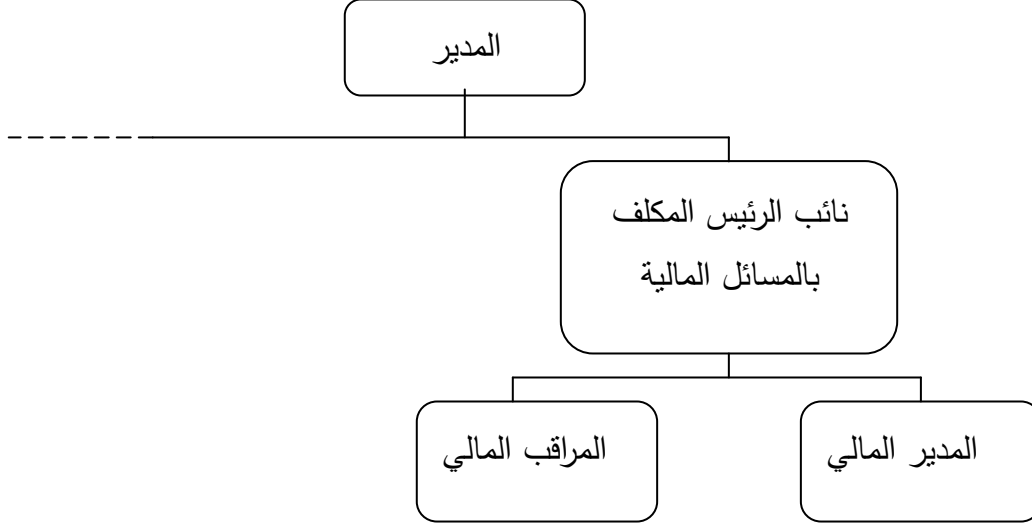
تتميز المؤسسات الكبيرة بضخامة تعاملاتها الأمر الذي يستدعي تخصصا في المهام واستقلالية الإدارات، وتبعاً لذلك فإن هذه المؤسسات تتوفر على إدارة مالية مستقلة تتناول المسائل المالية دون إشرافها على الجانب الإداري، بل إن تعدد وتعقد أنشطة هذه المؤسسات يستدعي الفصل بين مختلف الأنشطة الموكلة للإدارة المالية، ونجد حينئذ قسمين من الأنشطة يخص الأول منها أنشطة الإدارة المالية، أما القسم الثاني فيتعلق بمراقبة هذه الأنشطة.

^(*) التنظيم الوظيفي يتم فيه التنظيم على أساس الوظائف الفعلية للمؤسسة بحيث تظهر كل وظيفة واضحة منفصلة.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

ويأتي هذا التمييز بين القسمين من خلال اهتمام أنشطة القسم الأول بتقديم حصيلة مالية لكل ما تقوم به المؤسسة سواء على المدى القصير أو الطويل، في حين تعنى أنشطة المراقبة المالية بالتحليل المستمر لمجمل الأنشطة المالية للمؤسسة.

الشكل (1-2): موقع الإدارة المالية بالمؤسسات الكبيرة



Source : Pirre Branger et al, Op.cit, P 272

ومهما كان موقع الإدارة المالية داخل المؤسسة فإنها تؤدي جملة من المهام التي من شأنها خدمة الأهداف العامة للمؤسسة، وتتجسد هذه المهام من خلال القرارات المالية التي تتخذها.

المطلب الثاني: أهداف الإدارة المالية

لا يمكن لأي مؤسسة مهما كان شكلها أو الظروف المحيطة بها أن تكون ناجحة، كما لا يمكن لها أن تحافظ على هذا النجاح إلا إذا توفرت لديها المقومات لذلك، فأهمية الإدارة المالية تنبع من اعتبار أنها متطلبا رئيسيا لقيام المؤسسة باستثمار ما لديها من موارد مالية بغية تحقيق أهدافها، فهي تعكس الأهداف الخاصة بالأطراف المعنية بنشاطها على اعتبار أن هدف الإدارة المالية هو المعيار الذي على أساسه تتخذ القرارات المالية وتقيم.

وقد امتد الجدل في الأوساط المالية ليشمل ما إذا كان الهدف الأكثر قبولا من طرف المديرين هو تعظيم الربح أم تعظيم قيمة المؤسسة، هذه القيمة التي يعتبر تحديدها من أصعب المشاكل في مالية المؤسسة، ويمكن استعراض أوجه هذا الجدل فيما يلي:

الفرع الأول: هدف تعظيم الربح

1- مفهوم تعظيم الربح:

يعتبر الربح المبرر الأساسي لوجود أي مؤسسة لأنه يسمح لها بتعزيز طاقتها التمويلية التي تستعملها في توسيع قدراتها الإنتاجية وتطويرها أو على الأقل الحفاظ عليها، وبالتالي الصمود أمام منافسة المؤسسات الأخرى والاستمرار في النشاط، حيث أن نظرية الاقتصاد الجزئي النيوكلاسيكي منذ وقت طويل تقر بأن الهدف الأساسي للمؤسسة والمالية هو تعظيم الربح¹، ما يعني أن المؤسسة قادرة على تعويض ومكافأة الملاك الذين ساهموا في نشاطها مما يعزز من ثقتهم فيها ويشجعهم على مواصلة التعامل معها، كما يحتل مفهوم الربح مكانة هامة في تقييم أداء الإدارة المالية من طرف الملاك بواسطة النسب المالية.

فالربح عبارة عن مقدار الكسب الناتج عن الاستثمار في مشروع ما سواء كان هذا المشروع صناعيا أو تجاريا أو خدميا، فالربح يتضمن بعدا ماليا، بحيث تتحصل المؤسسة المعنية على نتيجة محاسبية ايجابية، أي على فائض من الإيرادات على التكاليف خلال فترة معينة.

2- الانتقادات الموجهة لهدف تعظيم الربح:

وجهت العديد من الانتقادات لهدف تعظيم الربح كهدف للإدارة المالية بالمؤسسة نذكر منها:

- **كلمة غامضة:** فقد يكون المقصود تعظيم الربح في الأجل الطويل حتى ولو تعارض مع تحقيقه في الأجل القصير، أو يقصد به معدل العائد على السهم أم على رأس المال، أم يقصد به العائد على المبيعات أو على إجمالي أصول المؤسسة؛
- **غير إنساني:** حيث ينطوي عليه استغلال الإنسان أسوأ استغلال، والرفع من الأسعار كلما أمكن ذلك حتى يتم الوصول بقيمة الأرباح إلى أقصى حد ممكن؛
- **يتجاهل المخاطر:** وهذا بشأن التدفقات النقدية المستقبلية²، فالمؤسسة تفضل التدفقات النقدية المؤكدة على التدفقات النقدية غير المؤكدة في حالة تساوي تلك التدفقات في المشاريع الاستثمارية، ففي حالة الاعتماد على الربح فالانحياز يكون تجاه المشروعات الأكثر ربحا بغض النظر عن المخاطر، في حين أن المساهمين لا يقبلون بالمشاريع ذات المخاطر المرتفعة؛
- **قصير الأجل:** ويمثل وجهة نظر محدودة، فيمكن للمؤسسة أن تحقق أرباح في المدى القصير و هذا لا يعني استمرار نشاطها في المستقبل إذا كانت هذه الأرباح ضئيلة مقارنة بحجم الموارد

المستخدمة من طرف المؤسسة، أو أن هذه الأرباح غير متوافقة مع نتائج المؤسسات المماثلة في نفس القطاع؛

¹ Hervé Hutin, *Toute la finance d'entreprise en pratique*, éditions: d'Organisation, Paris, 2000, P 253.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 10-13.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

➤ لا يأخذ بالقيمة الزمنية للنقود: فلو حقق مشروعان ربحا مقداره 10000 دينار أحدهما حققه في السنة الأولى، والثاني حققه في السنة الثانية، فالربح بالمفهوم المطلق متساو في الحالتين، ولكن إذا أخذ عنصر الزمن بعين الاعتبار فلن يتساويا أبدا إلا إذا كان سعر الفائدة أو الخصم يساوي صفرا، ومثل هذا الإشكال لا يثار إلا عند استعمال فكرة صافي القيمة الحالية (Van) ¹ في عملية الاختيار بين المشروعين؛

➤ اعتماده على المعطيات التي توفرها المحاسبة العامة: في الوقت الذي تمتثل فيه المحاسبة العامة لقواعد قانونية وضريبية تؤثر كثيرا على المعنى الذي تؤديه مختلف المقادير المحاسبية والتي من بينها الربح، وبالتالي تقلل من مصداقية التحليل؛

➤ لا يعد معيارا للأداء: تعتبر المردودية معيارا أفضل من الربح للحكم على أداء الإدارة المالية فالربح عبارة عن رقم مطلق لا يشير إلى حجم رأس المال أو الاستثمارات التي حققتها، بينما المردودية تربط بين الطرفين، الأمر الذي يسهل إجراء مقارنات مع معدلات المردودية للسنوات السابقة ودراسة تطورها وإجراء مقارنات مع مؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع لكن تختلف في أعبائها الضريبية وتختلف في هيكلها المالي ².

الفرع الثاني: تعظيم قيمة المؤسسة

يعتقد العديد من رواد الإدارة المالية وعلى رأسهم كل من "هالاي" (Haley)، "شول" (Schall)، "بوغ" (Pogue)، "لال" (Lall) و "فان هورن" (Van Horne)، إن تعظيم قيمة المؤسسة أو ما يعبر عنه أحيانا بالقيمة السوقية للأسهم العادية أو تعظيم ثروة الملاك يمكن أن يكون مقبولا من وجهة نظرهم كهدف للإدارة المالية ³، على اعتبار أن هدف تعظيم قيمة المؤسسة ^(*) يمكن أن يتخذ كمعيار للحكم على القرارات المالية ويتجاوز القصور في اعتبار هدف تعظيم الربح كهدف للإدارة المالية من وجهة نظر الأطراف المعنية بنشاطها.

1- اعتبارات هدف تعظيم قيمة المؤسسة:

➤ يعكس الكثير من المتغيرات التي تهم المستثمر مثل: مقدار العائد المحقق، وتوقيت حدوثه ومدى استمراره ومدى التأكد من إمكانية تحقيقه ⁴؛

¹ تستخدم عبارات : القيمة السوقية للأسهم العادية وقيمة المؤسسة وثروة الملاك لتعني شيئا واحدا في اغلب الدراسات وخلال هذا البحث أيضا.

² تشير إلى الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية لاقتراح استثماري معين وهي تحسب كما يلي:

³ عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2002، ص 83.

⁴ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 14.

⁵ جمال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحج، مرجع سابق، ص 25.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- يعتبر معيارا لتقييم كفاءة الإدارة المالية من خلال قراراتها المالية خصوصا بعد انفصال الملكية عن الإدارة وتعدد الأشكال القانونية للمؤسسات؛
- يعكس الاستخدام الفعال للموارد الاقتصادية الوطنية من خلال الكفاءة في تخصيص مدخرات المستثمرين عبر الزمن بإحداث أفضل توليفة بين العائد والمخاطرة؛
- يؤدي إلى تنشيط النظام الاقتصادي من خلال ارتفاع في القيمة المضافة للمؤسسات نتيجة انخفاض استهلاكها الوسيط؛
- تعتبر إستراتيجية طويلة الأجل تأخذ في الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة بغض النظر عن حجمها¹.

2- وجهة نظر الأطراف المعنية بتعظيم قيمة المؤسسة:

إن الجدل القائم في ظل النظرية المالية حول المعيار الذي يمكن الحكم به على مدى كفاءة القرارات المالية في تحقيق هدف الإدارة المالية امتد ليشمل ما إذا كان هذا الهدف الأكثر قبولا من طرف المعنيين بنشاط المؤسسة وهم الملاك، الإدارة، الدائنون، العمال والمجتمع وفيما يلي عرض لها:

2-1- وجهة نظر الملاك:

في إطار الإدارة المالية تنشأ علاقة الوكالة بين الملاك والإدارة، وبموجب هذه العلاقة تصبح إدارة المؤسسة وكيل الملاك يفوض لها سلطة اتخاذ بعض القرارات، لذا فمن المتوقع أن يقوم الوكيل برعاية مصالح موكله بأن يسعى إلى تحقيق الهدف الذي يصبون إليه وهو تعظيم قيمة المؤسسة ومن ثم تعظيم ثروتهم، فالملاك هم أصحاب المصلحة في بقاء المؤسسة واستمرارها فمن الضروري أن يحقق نشاط الإدارة المالية الأهداف الخاصة بهم، وبالتالي يظهر مدى صحة هدف تعظيم قيمة المؤسسة للحكم على القرارات المالية من طرف الملاك.

2-2- وجهة نظر الإدارة:

إن الإدارة لا تسعى دائما إلى تحقيق هدف الملاك كما يبدو، وإنما تسعى بدورها إلى تعظيم الثروات الخاصة بأعضاء الإدارة والتي تتمثل في الحصول على أقصى ما يمكن من المكافآت والحوافز وكذلك البقاء في وظائفهم أطول فترة ممكنة، مما قد يدفعها إلى رفض قرارات تؤدي إلى تعظيم قيمة

المؤسسة لأن هذه القرارات تنطوي على مخاطر كبيرة قد تؤدي في حال فشلها إلى عزلهم من الوظيفة، وتسعى كذلك إلى تخصيص جزء من الموارد المالية لتحسين الأوضاع الاجتماعية للعمال من خلال تحسين مرتباتهم، والزيادة في حجم المكافآت والعلوات وغيرها من القرارات وهذا ما يؤثر حتما على ثروة الملاك و يناقض هدف تعظيم قيمة المؤسسة.

¹ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002، ص 25.

لذا نجد أن هدف تعظيم قيمة المؤسسة يتحقق بواسطة الإدارة عن طريق الوسائل التي يستطيع بها الملاك (الموكلين) إقناع الإدارة (الوكيل) على تحقيقه كالاتي¹:

➤ **الحوافز أو التعويضات الإدارية:** يقوم هذا الأسلوب على منح الإدارة تعويضات أو حوافز مالية مناسبة، حيث يراعى عند تصميم هيكل الحوافز أن يحقق هدف الملاك من خلال الرواتب، العلاوات... وغيرها، ويراعى عند تصميم هيكل الحوافز أن يهدف إلى جذب والحفاظ على الكفاءات الإدارية العالية.

➤ **التدخل المباشر من المساهمين:** تزايد في العقود الأخيرة حجم المشروعات والشركات فتزايدت أهمية المستثمر المؤسسي على المستثمر الفردي، ونظرا لأهمية هذه المؤسسات وخصوصا المؤسسات المالية وشركات التمويل في هيكل الملكية وامتلاكها حصصا معتبرة في المشروعات يمكنها أن تتدخل إذا رأت مبررا لذلك وهذا لتحسين أداء المشروع حفاظا على مصالحها. وبصفة عامة يمكن للمساهمين أفرادا كانوا أو مؤسسات التدخل بشكل مباشر لتقويم أداء الإدارة من خلال الجمعية العمومية للشركة عن طريق حق التصويت.

➤ **التهديد بالفصل:** في حالة تدهور قيمة المؤسسة فإن الجمعية العمومية للشركة قد تقدم على عزل مجلس الإدارة وإحلاله بمجلس جديد مما يدفع الإدارة على بذل الجهد الكافي لإرضاء المساهمين.

➤ **التهديد باستيلاء الغير على الشركة:** يقصد بها هو إقدام المستثمرين على شراء نسبة من رأس مال المؤسسة تتيح لهم إمكانية التحكم فيها، مما قد يؤدي إلى استبدال الإدارة الحالية، مما يؤدي بالإدارة الحالية إلى حماية مصالح الملاك بهدف تعظيم قيمة المؤسسة حتى لا يقدموا على بيع حصصهم في المؤسسة.

2-3- الدائنون:

يبحث المقرضون بالدرجة الأولى عن إمكانية الحصول على مكافأة جيدة وتسديد أكيد للقروض التي يقدمونها للمؤسسة، حيث يفضل هؤلاء التعامل مع المؤسسة التي لها قدرة على سداد التزاماتها، فيكون هناك تعارض بين مصالح الملاك التي تسعى الإدارة في المؤسسة إلى تحقيقها-كاستخدام الأموال المقترضة في قرارات استثمارية تنطوي على قدر كبير من الخطر- ومصالح الدائنين الذين يسعون إلى توفير الحماية لأنفسهم من خلال تكلفة الوكالة للاقتراض.

عادة ما ينقل المقرضون تكاليف الوكالة للاقتراض إلى الملاك من خلال الرفع في معدل الفائدة على الأموال، الناتجة عن متابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكلاء، وما مدى التزام الإدارة بعقد الاقتراض الذي ينص عادة على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ قرارات تؤثر على مصالحهم مثل قرارات شراء أصول جديدة، والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات أو زيادة في المرتبات وغيرها، وهو ما

¹ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 37.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

يعطي الحق للمقرضين بالمطالبة فوراً بقيمة القرض قبل تاريخ الاستحقاق¹، وهذا ما يدل على وجود آليات تحد من التعارض بين أهداف الملاك وأهداف الدائنين دون أن يحدث انتقال للثروة دون وجه من طرف إلى طرف آخر، وهو ما يعني أن يظل هدف تعظيم قيمة المؤسسة هدفاً قابلاً للتحقيق.

2-4- العاملون:

يعتبر العاملون شركاء في ملكية المؤسسة، شأنهم في ذلك شأن المساهمين، فالعمال يقدمون العمل ويحصلون على أجره لذا فمن المتوقع أن يتمثل هدف العاملين في تعظيم ثروتهم أي تعظيم الأجر الذي يحصلون عليه مقابل الجهد الذي يبذلونه ولتحقيق هذا الهدف يجب على الإدارة أن لا تخصص مداخلها بالكامل للقرارات التي تهدف فقط إلى تعظيم ثروات الملاك، بل ينبغي تخصيص جزء من هذه المداخل نحو مجالات تسهم في تعظيم ثروات العاملين كرفع مستوى الأجور، والاستثمار في برامج الأمن الصناعي.

2-5- المجتمع:

برز بوضوح في مجال الأعمال مصطلح المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات وأصبح موضوع نقاش للباحثين، وعموماً هناك إجماع على أن هذا المفهوم يدخل في إطار احترام أخلاقيات العمل والقيم المثلى، فالمجتمع ينظر إلى إدارة المؤسسة على أنها مسؤولة ليس فقط عن تحقيق أهداف الملاك، العاملون والإدارة بل أنها مسؤولة أيضاً عن تحقيق الرفاهية والرخاء للمجتمع كالإسهام في تمويل برامج التعليم، النظافة، الصحة العامة، الحد من البطالة وما شابه ذلك.

- وباستبعاد الأساليب غير الشرعية كتكوين احتكارات ضخمة ومخالفة قواعد السلامة والأمان فإن هدف تعظيم القيمة يؤدي إلى تحقيق المنفعة للمجتمع، من خلال ما يلي²:
- إن هدف تعظيم القيمة يتطلب من المؤسسات أن تكون أكثر كفاءة وأقل تكلفة مما ينتج عنه سلع وخدمات بجودة عالية وبأقل الأسعار؛
 - يتطلب ذلك عملية تطوير للمنتجات مما يؤدي إلى ظهور تكنولوجيا ومنتجات جديدة؛
 - توفير تسهيلات ضرورية لتحقيق أكبر قدر من المبيعات التي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: القرارات المالية

إن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف جوهري يعتبر نتيجة لقرارات مالية، استثمارية كانت أم تمويلية أم تلك الخاصة بتوزيع الأرباح، فالتوليف الجيد بين قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يساهم في ذلك بسبب الارتباط الوثيق بينها، فقرار الاستثمار يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي سوف تستثمر وكذلك اختيار نوع الأصول مما يترتب عنه أخطار على المؤسسة.

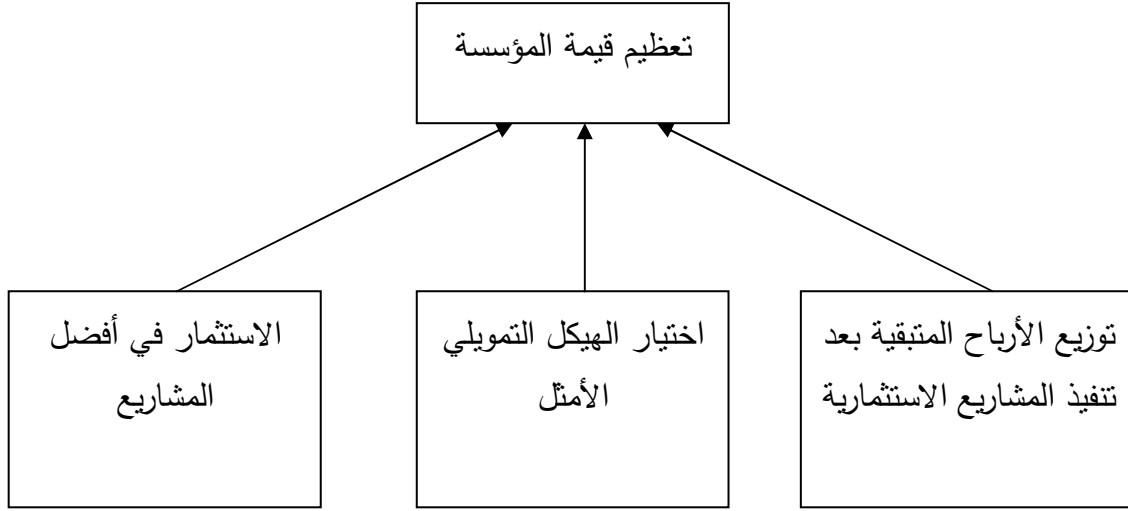
¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: دروس وتطبيقات، ط 1، دار وائل، الأردن، 2006، ص 385 .

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 39-40.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

أما قرار التمويل فهو يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال لتنفيذ قرار الاستثمار، وقرار التمويل مرتبط بقرار الاستثمار من خلال المقارنة بين المردودية والتكلفة. وفيما يخص قرار توزيع الأرباح فهو ناتج عن القرارين السابقين ويتعلق بالجزء من الأرباح التي توزع على المساهمين والجزء الذي يعاد استثماره. والشكل التالي يوضح هذه العلاقة:

الشكل (1-3): علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة



Source: Octave. Jokung Ngeréna, Jean Luc Arrégle, Yves de Rongé, Wolfgang Ulage, **Introduction Au Management de La Valeur**, Dunod, Paris, 2001, P 57.

1- قرارات الإستثمار:

تعتبر قرارات الاستثمار التي تتخذها المؤسسة جوهر العمليات التي تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، لذلك يتوجب على المؤسسة العمل على ترشيد القرار الاستثماري خاصة إذا كانت الموارد المتاحة محدودة.

إن ترشيد القرار الاستثماري يقتضي اختيار مجموعة من الاقتراحات الاستثمارية والتي تسهم أكثر من غيرها في تعظيم القيمة وذلك لن يتم إلا من خلال دراسات معمقة للتأكد من وجود سوق كاف

لنصريف إنتاج المؤسسة وإمكانية تطور هذا السوق وتوافر المواد الأولية والأيدي العاملة والبنية التحتية اللازمة، بالإضافة إلى توافر مصادر التمويل بالقدر الكافي وفي الوقت المناسب، هذه الدراسة هي ما يطلق عليها بدراسة الجدوى المشاريع، ثم يتم بعد هذا اللجوء إلى تقييم هذه الاقتراحات والتي تتطلب هي الأخرى مجموعة من البيانات أبرزها إيرادات، تكاليف والعمر الإقتصادي للاقتراح الاستثماري. إن تقييم الاقتراحات

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

الاستثمارية يتم من خلال عدة معايير، معايير مخصصة كصافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومؤشر الربحية، وأخرى غير مخصصة كمعيار فترة الاسترداد والمعدل المتوسط للعائد.

في الواقع إن صلاحية أي مشروع استثماري تتأسس على مقدرته في تحقيق تدفقات نقدية داخلية تزيد عن تلك الخارجة، ومع ذلك فإن الأموال التي يتم الحصول عليها في السنوات المستقبلية ستقل قوتها الشرائية بسبب ظروف التضخم، ومن أجل قياس القيمة الحقيقية للتدفقات النقدية الداخلة يتعين أن يتم التعبير عن قيمة تلك التدفقات باستخدام قيم ثابتة معادلة لقيم التدفقات النقدية الخارجة في السنوات الأولى من حياة المشروع.

من هذا المنطلق فإنه يتعين على المؤسسة استخدام المعايير المخصصة لتقييم الاقتراحات الاستثمارية والتي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وذلك عن طريق التعبير عن التدفقات في صورة قيم حالية، وطالما أن هدف المؤسسة المنشود هو تعظيم القيمة فإنه ينبغي الحكم على تلك المعايير من منظور الهدف المشار إليه، بعبارة أخرى فإن المعيار السليم والمقبول هو ذلك الذي ينجح في اختيار الاقتراحات التي تسهم أكثر من غيرها في تعظيم القيمة، وسنتطرق فيما يلي إلى معياري صافي القيمة الحالية (VAN) ومعدل العائد الداخلي (TRI) باعتبارهما الأكثر استخداماً في الحياة العملية.

1-1- صافي القيمة الحالية:

هي الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية السنوية الصافية ومبلغ الإنفاق الاستثماري وتحسب كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + K)^t} - I \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

I : تكلفة الاستثمار؛

CF_t : التدفقات النقدية الصافية ؛

K : معدل الخصم؛

n : مدة حياة المشروع.

يمكن استخدام معيار VAN في اتخاذ القرار الاستثماري على النحو التالي:

- كميّاس للرفض (الإلغاء): يرفض تنفيذ كل مشروع يحقق قيمة حالية صافية سالبة و يتم الموافقة على المشروع الذي يحقق قيمة حالية صافية موجبة.
- كميّاس للاختيار والمفاضلة: يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية موجبة من بين المشروعات المقترحة.

1-2- معدل العائد الداخلي:

هو معدل الخصم الذي تكون عنده صافي القيمة الحالية لمشروع استثماري ما مساوية للصفر، بعبارة أخرى هو معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة وتكلفة الاستثمار المبدئي، ويمكن حسابه عن طريق المعادلة التالية :

$$\sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t} = I_0 \dots\dots\dots(2)$$

حيث :

CF_t : التدفقات النقدية الصافية خلال الفترة t ؛

r : معدل العائد الداخلي؛

I_0 : تكلفة المبدئية للاستثمار .

ومن خلال المعادلة يتم البحث عن قيمة معدل العائد الداخلي ثم مقارنته مع معدل تكلفة الأموال:

- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل تكلفة الأموال يعتبر المشروع مربحا.
- إذا كان معدل العائد الداخلي أصغر من معدل تكلفة الأموال يعتبر المشروع غير مربح.

2- قرارات التمويل:

تعتبر إشكالية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من أكبر الموضوعات جدلا في مجال الإدارة المالية، وبتعبير أكثر دقة تأثير الاقتراض على تكلفة الأموال وبالتالي على قيمة المؤسسة، ذلك أنه مازال محل خلاف بين المفكرين، ففي هذا الصدد طرح ومازال يطرح سؤال رئيسي مفاده: هل حقا هناك هيكل مالي أمثل يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة ؟ هل هناك مزيج أمثل بين الأموال الخاصة والديون تكون عنده تكلفة رأس المال أقل ما يمكن ؟ للإجابة على هذا التساؤل تعددت وجهات النظر أو المداخل التي عالجت تأثير الاقتراض على تكلفة الأموال وذلك في ظل افتراض أن السوق الكفاء أو عدمه¹.

3- قرارات توزيع الأرباح:

يصاحب قرارات الاستثمار وقرارات التمويل نوع ثالث من القرارات المالية هي قرارات توزيع الأرباح حيث تتضمن هذه الأخيرة تقسيم صافي الربح بعد الضرائب إلى فائض قابل للتوزيع على المساهمين وفائض

¹ سيتم التعرض في الفصل الثاني إلى المداخل التي حاولت تبين العلاقة بين قرار التمويل الممثلة في هيكل المالي على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال التسلسل الزمني لهذه المداخل والاقتراضات التي قامت عليها، وصولا إلى المداخل الحديثة التي حاولت تجاوز القصور في المداخل التقليدية.

محتجز يعاد استثماره في المؤسسة، ويعتبر الجزء المحتجز في هذه الأخيرة أحد مصادر الأموال الرئيسية لتمويل نمو المؤسسة.

لكن كيف تتحدد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها؟ وهل يمكن أن يكون لسياسة التوزيعات مغزى آخر غير كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح؟¹، فنجد أن العديد من النظريات حاولت الإجابة على هذا التساؤل و لا يزال الجدل إلى الآن، منها ما يقر أن التوزيعات لا تخرج عن كونها وسيلة لتوزيع الفائض من الأرباح أن حجم التوزيع يتوقف في المقام الأول على قرارات الاستثمار، معناه أن قيمة المؤسسة إذا ارتفعت فهذا راجع إلى وجود فرص استثمارية العائد فيها أكبر من العائد المطلوب، ومن النظريات ما يقر بوجود تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة معتمدا في ذلك على فروض أخرى (*).

المطلب الثالث: المتغيرات المؤثرة على المحيط المالي للإدارة المالية

مما لا شك فيه أن المحيط قد أصبح أكثر خطرا وتهديدا مما كان عليه في الوقت الماضي وذلك نتيجة للتطور التكنولوجي وبروز دور نظم المعلومات وتحرير الأسواق وما صاحبه من اتجاه إلى عولمة نشاط المؤسسات، جعلت من عملية التأقلم معه أمرا صعبا ومعقدا من جهة، وضروريا وحتميا من جهة أخرى. ويمكن لمكونات المحيط المالي أن تعيق بلوغ الإدارة المالية هدفها لذا يجب التعرف على المتغيرات ذات التأثير.

الفرع الأول: الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في النشاط الاقتصادي، إذ إن وجود أسواق مالية تتميز بالكفاءة له مزايا عديدة سواء في تخفيض تكاليف التمويل، وتسهيل خلق الأدوات المالية التي يتجه إليها الأفراد والمؤسسات، كما تعمل على تحفيز المؤسسات على تحسين مستوى الأداء والرفع من معدلات نمو قيمتها عبر الزمن، حيث نجد أن السوق المالية تؤثر على أداء الإدارة المالية من خلال ما توفره من أدوات ومعلومات مالية حسب طبيعة السوق سواء كانت أولية أو ثانوية كما يلي:

1- السوق الأولية:

يتم التعامل فيها بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها للاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها حيث تقوم الجهات العارضة للأوراق المالية بالشركات والمؤسسات والبنوك بعرضها عن طريق طرحها للاكتتاب لأول مرة بقيمتها الاسمية في هذه السوق.

¹ للمزيد من المعلومات حول علاقة قرارات التوزيع بقيمة المؤسسة والمداخل التي تناولت هذه العلاقة في ظل ظروف التأكد التام و في حالة عدم التأكد انظر: الفصل الثاني ص 82.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 699-700.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

فالسوق الأولية هي السوق التي يكون فيه البائع للورقة المالية (السهم أو السند) هو مصدرها الأصلي¹، في هذه الحالة فإن الشركة المصدرة لهذه الأوراق تكون طرفاً في التعامل، مثال ذلك أنه عندما تعترز مؤسسة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام، أو حين تقوم مؤسسة قائمة أصلاً بإصدار سندات جديدة أو أسهم فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في السوق الأولية.

2- السوق الثانوية:

يتم فيها تداول الأوراق المالية بين مالكيها والمستثمرين الجدد الراغبين في شراء هذه الأوراق بعد إصدارها من خلال وسطاء في البورصة وبالتالي فإن البورصة تمثل الجهاز الذي يحدد ثمن الأوراق المالية التي يتم تداولها ويمكن أن نميز هنا بين نوعين من أسواق التداول هما:

2-1- السوق المنظمة:

تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق.

2-2- السوق غير المنظمة:

يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث تتم عمليات الشراء في أكثر من مكان سواء لدى السماسرة أو الوسطاء الماليين المنتشرين²، ويتم الربط بينهم من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

الفرع الثاني: المؤسسات المالية والمصرفية

إن وجود المؤسسات المالية في الاقتصاد اليوم يعد ضرورة حيوية ليس فقط لكونها متعامل اقتصادي مهم، ولكن لكونها سمحت بإيجاد الحلول للعديد من المشكلات المرتبطة بالتمويل، وفي الحقيقة يمكن تسجيل أهمية وجود المؤسسات المالية لكل طرف من أطراف علاقة التمويل من خلال تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، و يمكن تقسيم المؤسسات المالية إلى نوعين هما:

- مؤسسات المالية النقدية؛

- مؤسسات المالية غير النقدية.

1- المؤسسات المالية النقدية:

¹ عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 41.

² عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، المرجع نفسه، ص 47.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

وهي مؤسسات مالية وسيطة تتمثل مهمتها الأساسية في تلقي الودائع من الأفراد والمؤسسات وتقديم قروضا لطالبيها¹. ويتيح لها ذلك القدرة على إنشاء نقود الودائع فتؤثر بسلوكها في مقدار العرض النقدي، فتساهم بصفة فعالة في تمويل الأنشطة الاقتصادية، والقيام بتقديم الاستشارات المالية أثناء عملية الاندماج والسيطرة وإعادة التنظيم وإنشاء الشركات.

2- المؤسسات المالية غير النقدية:

تشتمل تلك المؤسسات على شركات التأمين وصناديق المعاشات، وهي مؤسسات مالية وسيطة تجمع مواردها على فترات دورية وعلى أساس تعاقدية²، حيث نجد أن الجزء الأكبر من مواردها يتشكل من الأموال الناتجة عن بيع أوراق تجارية وإصدار أسهم وسندات، وهذه المؤسسات لا يمكنها إنشاء نقود الودائع في المقابل فقد حققت المؤسسات المالية مزايا عديدة للشركات نذكر منها:

- مصادقية المؤسسات المالية مضمونة نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين؛
- إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت؛
- تجنب خطر عدم التسديد الذي يكون كبيرا في حالة الإقراض المباشر؛
- توفر الجهد و الوقت، فالمؤسسات المالية وبحكم طبيعتها نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت وإقراضها.

الفرع الثالث: المتغيرات الاقتصادية

تتمثل في مجموعة عوامل النظام الإقتصادي الذي تتواجد فيه المؤسسة، فالنظام الإقتصادي قد يتيح عناصر إيجابية أو سلبية للمؤسسة، وأهم المتغيرات الاقتصادية معدلات: الفائدة، التضخم، الصرف.

1- معدلات الفائدة:

عادة ما تقترن معدلات الفائدة بمصادر التمويل سواء كانت هذه المصادر طويلة أم قصيرة، وتتفاوت هذه المعدلات حسب تفاوت آجال الاقتراض، فمعدلات الفائدة على القروض قصيرة الأجل تكون أقل منه في حالة القروض طويلة الأجل، كما يمكن لمعدلات الفائدة أن ترتفع نتيجة الزيادة في الطلب على رؤوس الأموال الحاصل عن الرواج الاقتصادي وهذا الارتفاع يؤثر على أداء الإدارة المالية بالمؤسسات التي تقوم بتمويل أصولها عن طريق القروض.

2- معدلات التضخم:

¹ احمد أبو الفتوح علي الناقه، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص 16.

² احمد أبو الفتوح علي الناقه، المرجع نفسه، ص 17.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تعتبر معدلات التضخم من أهم المتغيرات التي تعيق عمل الإدارة المالية في المؤسسة، حيث أن معدلات التضخم تؤثر على التكاليف الإنتاج نتيجة الزيادة في مستوى أجور العاملين الحاصلة في حالة الاقتصاديات ذات التضخم المرتفع، كما تؤثر معدلات التضخم على كل من¹:

- أفساط الاهتلاك المجمع المحتسبة على أساس القيمة التاريخية التي تقل عن القيمة الإحلالية بالنسبة للأصول بسبب ارتفاع في مستوى الأسعار المصاحبة لظاهرة التضخم؛
- النسب المالية التي تكون الأصول الثابتة طرفاً فيها للحكم على كفاءة الإدارة المالية طالما أنها تظهر بقيمة تقل عن القيمة الإحلالية؛

3- معدلات الصرف:

من بين الصفات التي تميز المحيط الدولي للمؤسسة عدم الاستقرار في معدلات صرف العملات، والتي تفرض على المؤسسة الاقتصادية أثناء ممارستها لأنشطتها على المستوى الدولي التعامل بعملات تختلف عن العملة الوطنية، وعليها اتخاذ قرارات ملائمة لمواجهة هذه التقلبات في معدلات الصرف، فالإدارة المالية معنية بالاهتمام بحركة العملات وهذا ما يتطلب تحديد مختلف المخاطر المتعلقة بصرف العملات حتى تتمكن من تغطيتها، ومن بين هذه المخاطر²:

➤ **خطر الصرف الاقتصادي:** هو ذلك الخطر الذي تلاحظه المؤسسة من خلال التطور غير المتوقع لمعدلات الصرف والذي ينتج عنه آثار على الجانب التنافسي للمؤسسة.

➤ **خطر الصرف التحويلي:** ينجم هذا الخطر عن تحويل وترجمة الوضعيات والقوائم المالية بين المؤسسات وفروعها في الخارج، أو من خلال إعادة تقييم لممتلكات المؤسسة بعملة أخرى من طرف البنوك والمؤسسات المالية.

➤ **خطر المعاملات أو الصفقات:** هذا الخطر ينشأ نتيجة تقلبات في معدل الصرف خلال فترة انجاز الصفقة أو التسوية.

الفرع الرابع: المتغيرات السياسية والتشريعية

تعتبر هذه المتغيرات من المحددات المهمة للقرارات التي تتخذها الإدارة المالية كونها لا تؤثر فقط على النتائج التي تحققها المؤسسات، بل يتعداها ليشمل حتى رؤوس الأموال المستثمرة على مستوى الدولة، لذا يولي المسؤول المالي أهمية بالغة لهذه المتغيرات لما تنتجها من فرص وتحديات، ويمكن تقسيمها إلى:

1- المتغيرات التشريعية:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 137.

² السعيد عناني، آثار تقلبات سعر الصرف وتدبير المؤسسة الاقتصادية لمواجهةها، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الحاج لخضر - بانتة، 2006، ص 63-65.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تحدد المتغيرات التشريعية الحقوق و الواجبات على الإدارة المالية بالمؤسسة ولمختلف المتعاملين الاقتصاديين معها، إذ أن الاتصاف بالمرونة مع التغيرات الظرفية للقوانين يعطي أكثر كفاءة وفعالية للإدارة المالية ويساعدها كثيرا على تحقيق أهدافها، كما قد تفسر هذه المتغيرات جزءا مهما من فشل أو نجاح الإدارة المالية.

وتبين الأطر القانونية الشروط التي يجب أن تتوفر داخل القطاع وقواعد العمل فيه مثل: القوانين الضريبية، القوانين المتعلقة بالبيئة، قوانين الاستثمار وحركة رؤوس الأموال وكذلك بالنسبة للاحتياطي الإجباري... الخ.

2- المتغيرات السياسية:

يعبر عن مجموع المتغيرات السياسية بالمناخ السياسي السائد في المجتمع، ويعتبر هذا المناخ محددًا مهما لقرار الاستثمار لكونه لا يؤثر فقط على النتائج المحققة من قبل المؤسسة، بل يتعداها ليشمل حتى رؤوس الأموال المستثمرة بها، لهذا تولى الإدارة المالية بالمؤسسة أهمية بالغة لطبيعة المتغيرات السياسية بما تحدثه من مخاطر تؤثر على درجة العائد.

وبصفة عامة فإن المتغيرات السياسية تؤثر في البيئة المالية للإدارة المالية بالمؤسسة بصفة مباشرة أو غير مباشرة من خلال ما تفرضه من قيود أو ما توفره لها من امتيازات مثل: النظم الاقتصادية، الشراكة، التكتلات الإقليمية... الخ.

المبحث الثاني: السياسة التمويلية للمؤسسة

من منطلق أن الإدارة المالية تساهم بالتكامل مع الوظائف الأخرى في تحمل مسؤولية بقاء ونمو المؤسسة من خلال سياسة تمويلية^(*) محددة تركز على تحديد إطار مرجعي للقرارات المالية، وتسمح من التدرج في الأولويات واتخاذ القرارات الصائبة لبلوغ الأهداف المسطرة في خطط المؤسسة خصوصا هدف تعظيم قيمة المؤسسة الذي أصبح يشكل أساس الأهداف في الأدبيات المالية الحديثة، الذي لا يمكن بلوغه إلا عن طريق تحقيق أهداف وسيطة.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول السياسة التمويلية للمؤسسة

إن التعقيد الحاصل في دور الإدارة المالية بالمؤسسة جعلها تحتاج إلى تحديد إطار مرجعي عام، فهي تعمل على تحديد متغيرات السياسة التمويلية للمؤسسة في إطار تحليل استراتيجي مالي، ثم التدرج بالطريقة التي تحدد هذه السياسة، لكن ما يزيد الأمر تعقيدا ليس نقص مصادر التمويل بل كثرة القيود المفروضة على هذه العملية، وبالتالي فالمؤسسة مجبرة على إيجاد سياسة تمويلية متكاملة ومتناسقة ومنسجمة في أهدافها، مستنبطة من الإستراتيجية العامة، وتخدم الأهداف العامة للمؤسسة، ويتحقق ذلك بإتباع منهج محدد يركز على بعض الأولويات ويهمل أخرى، وفيما يلي سنتطرق إلى مفهوم السياسة التمويلية للمؤسسة وأهدافها.

الفرع الأول: ماهية السياسة التمويلية للمؤسسة

تعرف الإستراتيجية على أنها العمل على تحقيق الأهداف الإستراتيجية بعيدة المدى وتخصيص الموارد لتحقيقها، فالسياسة التمويلية تتحدد بناء على توجهات السياسة العامة والتي تركز على مخطط إستراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر السياسة التمويلية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ الإستراتيجية¹.

1- مفهوم السياسة التمويلية للمؤسسة:

السياسة التمويلية للمؤسسة تركز على تحديد إطار مرجعي للقرارات المالية بالاتفاق مع السياسة العامة للمؤسسة، فهي تسمح بالتدرج في الأولويات، انتقاء القرارات وتحديد الأهداف². هذه السياسة ستحدد تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة في ظل تكلفة الأموال، لكن تقدير هذه التكلفة والرغبة في الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة يرفع من حجم العقبات في الإطار العملي، وفي هذا الصدد تعمل السياسة التمويلية للمؤسسة على تحديد توضيحات ووسائل من أجل تذليلها.

^(*) يستعمل بعض المنظرين الماليين مصطلح "السياسة المالية" ليدل على السياسة التمويلية للمؤسسة.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 235.

² Hervé Hutin, Op.cit, P 253.

2- أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة:

من خلال سعي الإدارة المالية للمؤسسة إلى تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة تحتاج لأهداف وسيطة تتمثل في ضمان مستوى أمثل من السيولة كذلك تحقيق مردودية عالية، إلى جانب تمويل دورة الإستثمار والاستغلال، وفيما يلي عرض لهذه الأهداف الوسيطة:

2-1- ضمان السيولة:

تعني السيولة قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو بتعبير آخر تعني كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد إضافة إلى ما يمكن للمؤسسة الحصول عليه من أموال من مصادر أخرى¹، وهو ما يعني قدرة الإدارة المالية تحويل البعض من الأصول المتداولة (المخزونات والقيم القابلة للتحقيق) إلى أموال متاحة، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يقود المؤسسة إلى عدم المقدرة على الوفاء أو مواجهة التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات مما يؤدي إلى الإضرار بثلاث مصالح هي:

➤ **المؤسسة:** تحد السيولة من تطور ونمو المؤسسة، وذلك بعدم تمكين المؤسسة أو السماح لها مثلاً من استغلال الفرص التي تظهر في المحيط ك شراء مواد أولية بأسعار منخفضة مقارنة بمستوياتها الحقيقية، والاستفادة من تخفيضات لقاء تعجيل الدفع أو الشراء بكميات كبيرة.

➤ **أصحاب الحقوق:** تخلق مشكلة نقص السيولة عدة أزمات اتجاه الأطراف التي لها حقوق على المؤسسة، ففي الكثير من الأحيان يؤدي هذا النقص إلى تأخير تسديد فوائد القروض، وفي دفع مستحقات الأجراء... الخ.

➤ **عملاء المؤسسة:** قد تؤدي هذه المشكلة إلى تغيير شروط تسديد العملاء وبالتالي انتقالها من اليسر المالي إلى العسر المالي وهذا الأمر ينتج عنه تدهور العلاقة التي يجب على المؤسسة تحسينها وخاصة في ظروف المحيط الحالي، فكل هذه المشاكل المترتبة عن نقص السيولة تفرض على المؤسسة الاهتمام بها وتسييرها بأسلوب جيد، حتى تتمكن من بلوغ هدف تعظيم القيمة.

2-2- ضمان المردودية:

المردودية كمفهوم عام يدل على قدرة الوسائل على تحقيق النتيجة، والوسائل التي تستعملها المؤسسة المتمثلة في رأس المال الإقتصادي وهذا يعكس المردودية الاقتصادية والرأس المال المالي يعكس المردودية المالية²، فحسب نوع النتيجة والوسائل المستخدمة يتحدد نوع المردودية حيث أن المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الأموال المستثمرة وهذا للوصول إلى معدل عائد مرتفع.

¹ عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سابق، ص 28.

² Alain Capiez, *élément de gestion financière*, 4^{ème} éditions : Masson, Paris, 1994, P 121.

2-3- ضمان تمويل دورة الاستثمار والاستغلال:

يعتبر التوازن المالي هدفا ماليا تسعى الإدارة المالية لبلوغه لأنه يمس بالاستقرار المالي للمؤسسة، ويمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين رأس المال الثابت(*) والأموال الدائمة، يستوجب ذلك التعادل بين المدفوعات والمتحصلات أو بصفة عامة بين استخدامات الأموال ومصادرها¹.

يتضح أن الرأس المال الثابت والمتمثل عادة في الاستثمارات يجب أن تمويل عن طريق الأموال الدائمة- رأس المال الخاص مضافا إليه الديون الطويلة والمتوسطة الأجل- وهذا يضمن عدم اللجوء إلى تحويل جزء منه إلى سيولة لمواجهة مختلف الالتزامات، وتحقيق تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة.

وتكمن أهمية بلوغ هدف التوازن المالي في النقاط التالية:²

- تأمين تمويل احتياجات الاستثمارات بأموال دائمة؛
- ضمان تسديد جزء من الديون أو كلها في الأجل القصير وتدعيم اليسر المالي؛
- الاستقلال المالي للمؤسسة اتجاه الغير؛
- تخفيض الخطر المالي الذي تواجهه المؤسسة.

الفرع الثاني: إطار السياسة التمويلية للمؤسسة

تحثل السياسة التمويلية صدارة الأولويات في معظم المؤسسات لما لها من أثر كبير على بقية الوظائف، وهذا في إطار كل من الإستراتيجية التي تنتهجها المؤسسة، مكانة المساهمين بها والمحيط المالي لذا وجب عليها أن تراعي كل هذه المتغيرات عند تبني أي سياسة تمويلية.

1- الإستراتيجية:

إن الإستراتيجيات المعتمدة من طرف المؤسسات تهدف كلها من الناحية المالية لإتاحة الفرصة للمؤسسة لتحقيق عائد في السوق بهامش أكبر من المنافسين، لذلك تعتمد هذه المؤسسات أولا عند تبني إستراتيجية ما إلى تحليل المحيط الإقتصادي والصناعي والتجاري والتكنولوجي...الذي يشكل محيط المنافسة لها³، وذلك من أجل تبني سياسة التمويلية، كما يجب على كل إستراتيجية مهما كانت أن تؤثر على أهداف السياسة التمويلية التي سبق لنا تحديدها.

¹ يتمثل رأس المال الثابت في الأصول الثابتة، وهي موجودات المؤسسة التي لا تتحول إلى سيولة إلا بعد مدة زمنية طويلة.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000، ص 247.

³ السعيد فرحات جمعة، المرجع نفسه، ص 259.

³ رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001، ص 136.

2- مكانة المساهمين:

على اعتبار أن السياسة التمويلية للمؤسسة تحدد الإطار المرجعي للقرارات المالية التي تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، فإن مكانة المساهم تؤثر على السياسة التمويلية للمؤسسة التي تختلف باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة، فيمكن أن نجد عدة حالات لمكانة المساهم في المؤسسة أهمها:¹

- يمكن أن يملك المساهم أغلبية أسهم المؤسسة والذي يكون في العادة هو المسير؛
- يمكن أن يكون هو المسير رغم امتلاكه لأسهم قليلة في المؤسسة؛
- لا يرغب أي مساهم في تولي تسيير المؤسسة، ولذلك توكل مهمة التسيير إلى مسير خارجي.

➤ **الحالة 1:** في هذه الحالة يوجد مزيج بين الذمة الشخصية للمساهم وذمة المؤسسة، ولهذا لا تمثل السياسة التمويلية سوى وسيلة للوصول إلى أهداف المساهم.

➤ **الحالة 2:** عندما لا يمتلك المسير سوى جزء ضئيل من أسهم المؤسسة فإنه يهدف إلى المحافظة على مراقبة المؤسسة، ومن ثمة مكانته كمسير، ويستعين في ذلك بالسياسة التمويلية التي تخدم هذا الغرض من توزيع للأسهم المجانية، توزيع واسع للأرباح على المساهمين، تفضيل الاعتماد على الاستدانة بدلا من رفع رأس المال الذي قد ينتج عنه فقدان السيطرة على المؤسسة.

➤ **الحالة 3:** إذا كان المسير ليس مساهما في المؤسسة، فإنه يمكن أن ينتهج أهدافا مختلفة إن لم نقل متعارضة مع أهداف المساهمين (مثلا الإفراط في الامتيازات المالية لصالحه في محاولة لكسب الشهرة على حساب المؤسسة)، بينما على مستوى السياسة التمويلية يمكن أن يعتمد على:

- توزيع واسع للأرباح على المساهمين لإشباع رغباتهم وصرف نظرهم عن وجوب تحسين قيمة المؤسسة؛
- معارضة اللجوء إلى الاستدانة لأن ذلك يزيد من خطر الإفلاس ومن ثم قد يفقد منصبه؛
- كما يمكن أن يعارض عملية رفع رأس المال لأن ذلك يضم مساهمين جدد إلى المؤسسة الذين قد يعيدون النظر في مدة تفويضه.

3- المحيط المالي:

تتوقف السياسة التمويلية على المحيط المالي إذ ليست متطابقة في اقتصاديات الأسواق المالية واقتصاديات المديونية، فالاختلاف في المميزات والخصائص من شأنه أن يؤدي إلى تنوع في السياسات التمويلية للمؤسسة.

¹ Pierre Vernimmen, **Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion** , tome 3, éditions : Economica, Paris,1989, P 2134.

3-1- اقتصاديات المديونية:

في هذا الاقتصاد لا تغطي الاحتياجات المالية باقتناء الأوراق المالية سوى بنسب ضئيلة، ويكون لجوء المؤسسة إلى الجهاز المصرفي بشكل واسع بسبب هيمنة هذا الأخير في عملية تمويل الاقتصاد، وتتحدد معدلات الفائدة وأسعار الصرف من طرف البنك المركزي، كما تقترب معدلات الفائدة من معدلات التضخم الشيء الذي يحفز المؤسسات على الإفراط في الاستدانة ما دامت عملية التسديد تتم في ظروف تخفض فيها قيمة العملة ومن ثمة المعدل الحقيقي للفوائد، في هذا الاقتصاد تميل المؤسسات إلى:¹

- الإفراط في الاستثمار لأن كل استثمار له مردودية تضخم؛
- انجاز استثمارات ذات قيمة عالية، التي يعاد تقييمها بوتيرة على الأقل مماثلة للتضخم؛
- الإفراط في الإنتاج لتكوين مخزون معتبر لتحقيق فائض قيمة الناتج عن التضخم.

3-2- اقتصاديات الأسواق المالية:

من المتفق عليه وصف اقتصاد السوق باقتصاد ذو نظام مالي مباشر، ففيه تغطي احتياجات المؤسسات من الأموال السائلة بواسطة الأوراق المالية المتداولة في سوق المالية²، بينما تتولى المصارف توزيع القروض على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يمكنها الدخول في السوق المالية، كما أن تحديد معدلات الفائدة يكون بتلقي قوى العرض والطلب على الأموال، الشيء الذي يجعل من معدل الفائدة أعلى بكثير من معدل التضخم، فالمستثمرون في السوق المالية ليسوا على استعداد لاقتناء أوراق مالية ما لم يحققوا معدل مردودية أكبر من معدل توظيف الأموال لدى البنك.

وبصفة عامة فإن هذا المحيط المالي يعد إطارا محددًا لتبني المؤسسة سياسة تمويلية رشيدة.

الفرع الثالث: أولويات وقيود السياسة التمويلية للمؤسسة

يتضح من خلال تحديد العناصر الأساسية المكونة للسياسة التمويلية أن هناك حدودا لا يمكن تجاوزها عند وضع الأولويات المالية، واتخاذ القرارات المالية، وفيما يلي هذه الأولويات وحدودها.

1- أولويات السياسة التمويلية للمؤسسة:

تعتبر السياسة العامة للمؤسسة الإطار الموضح للسياسة التمويلية أثناء وضع الأهداف المالية واتخاذ القرارات في ذلك، إذ لا يمكن تجاوزها باعتبار أن خصائص السياسة العامة للمؤسسة هي: الربح (P)، الأمان (S)، التطور (D)، هذه الخصائص العامة توافق الخصائص المالية التالية: المردودية (R)، الاستقلالية المالية (I)، النمو (C) ومن هنا يمكن استخراج ستة سياسات تمويلية ممكنة³.

¹ رفاع توفيق، مرجع سابق، ص 137.

² مليكة زغيب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس - سطيف، 2006، ص

137.

³ Hervé Hutin, Op - cit, P 260.

1-1- المردودية- الاستقلالية المالية- النمو (PSD/ RIC): الأولوية لمردودية الأموال الخاصة لذلك تعتمد المؤسسة على المخاطرة والتضحية بالنمو، كما يكون مستوى الاستدانة بها قليلا للتقليل من المخاطر والاستفادة من أثر الرافعة المالية، فهذه سياسة تضحى بإمكانية تحقيق أرباح على المدى الطويل، وهي السياسة المطبقة على المدى القصير من المسيرين لتصحيح المؤسسة التي لا تحقق مردودية كافية بدلا من التسيير الذي يتطلب مدة أطول.

1-2- المردودية- النمو- الاستقلالية المالية (PDS/ RCI): رغم أولوية المردودية إلا أن الهدف الثاني هو النمو لضمان مستقبل المؤسسة، ولذلك تخاطر المؤسسة ماليا وتقنيا وتجاريا، حتى وإن وصلت إلى درجة التضحية باستقلالية المؤسسة، أي تطبيق سياسة تعظيم المردودية دون التضحية بمستقبل المؤسسة على المدى الطويل ولكن بمخاطرة أكبر.

1-3- الاستقلالية المالية- المردودية- النمو (SPD/ IRC): المؤسسة تبحث عن الأمان وبالتالي الاستقلالية المالية، ولكن مع محافظتها على المستوى الجيد للمردودية لضمان توزيع الأرباح على المساهمين والحفاظ على التسعيرة السوقية للأسهم.

1-4- الاستقلالية المالية- النمو- المردودية (SDP/ ICR): تعطي الأولوية للاستقلالية المالية للمؤسسة دون إهمال مستقبل المؤسسة، وذلك بعدم المخاطرة والاعتماد على التمويل الذاتي لتحقيق النمو.

1-5- النمو- المردودية- الاستقلالية المالية (DSP/ CRI): الأولوية للنمو وهذا باللجوء الواسع للاستدانة على حساب الاستقلالية المالية، الذي يتيح تحقيق مردودية أعلى للأموال الخاصة من جراء الرافعة المالية، هذا النمو قد يتطلب زيادة في رأس المال ومن ثم الزيادة في خطر فقدان المراقبة على المؤسسة.

1-6- النمو- الاستقلالية المالية- المردودية (DPS/ CIR): في هذه الحالة تبحث المؤسسة على النمو دون المخاطرة وتراجع استقلاليتها، بينما لا تعطي أولوية للمردودية وذلك بتوزيع ضئيل للأرباح على المساهمين لضمان أفضل تمويل داخلي.

2- قيود السياسة التمويلية للمؤسسة:

يواجه تطبيق السياسة التمويلية عدة قيود والمتمثلة في تلك العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة ويمكن إيجازها فيما يلي:¹

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة، بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الاستقلالية المالية والاستدانة؛
- تمويل نمو المؤسسة يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة الذي يؤدي إلى خطر رأس المال؛

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 236-237.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- اللجوء إلى الاستدانة يخضع لقيود تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية؛
- توزيع أرباح الأسهم لمكافأة التمويل الذاتي، يساهم في تعزيز الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء إلى الاستدانة.
- وعليه يمكن الاعتماد على السياسة التمويلية التي تقوم مسبقا بتحديد أولوية الهدف في ظل هذه القيود قبل اتخاذ أي قرار، لأنه لا توجد سياسة مثالية تستوفي تحقيق كل الأهداف دفعة واحدة في ظل القيود السابقة.

المطلب الثاني: السياسات التمويلية للمؤسسة ومصادر التمويل

عرف النشاط الإقتصادي نموا قويا خلال عقد الثمانينات ما أدى إلى تزايد في حدة مشكلة تمويل المؤسسات من خلال التكلفة والحجم والتوقيت، حيث ظهرت أنماط تمويل متعددة تأخذ في الاعتبار المردودية، النمو، والاستقلالية المالية ينبغي التعرف عليها لتحديد توافقها مع أولويات السياسة التمويلية للمؤسسة.

ونتناول في هذا الصدد ثلاث مصادر أساسية للتمويل هي:

- التمويل الذاتي، والذي يمثل القاعدة الأساسية لتمويل النمو؛
- الرفع في رأس المال، الذي يتوقف على علاقة المؤسسة بالمحيط المالي، ويمثل قاعدة للاستقلالية المالية
- الاستدانة، وهي المصدر الأكثر استخداما في الوقت الراهن، وتمثل قاعدة للمردودية.

الفرع الأول: سياسة التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل أساسي في التقليل من المصادر الخارجية، ولأجل التعرف على هذا المصدر وكذلك إبراز إيجابياته وسلبياته كما يلي:

1- تعريف التمويل الذاتي:

يعرف التمويل الذاتي على أنه جملة المبالغ المفترزة من طرف المؤسسة والتي تبقى تحت تصرفها سواء بصفة مؤقتة أو طويلة نسبيا¹، من خلال هذا التعريف فإن التمويل الذاتي يعبر عن مردودية عمليات المؤسسة خلال الفترة الماضية والذي يستخدم لتمويل النشاط المستقبلي، حيث يسمح بضمان حرية كبيرة للمؤسسة بعيدا عن الضغوط والرقابة من طرف الدائنين، وبهذا يضمن التمويل الذاتي للمؤسسة الاستقلالية المالية التي تهدف السياسة التمويلية للمؤسسة إلى تحقيقها عن طريق مصادر التمويل والتي تعتبر قاعدة لاتخاذ قرارات مالية أخرى.

¹ Michel Dimartino, **Guide Financier de la PME**, 2^{ème} éditions : Organisation, Paris, 1981, P 120.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

ومنه يفهم التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهلاكات والمؤونات.

إن مبلغ النتيجة الصافية المحصل عليها في نهاية الدورة والتي تكون أحد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة، لأنها سوف توزع على الشركاء، ولهذا فالمقدار الذي تستطيع المؤسسة أن تتصرف فيه فعلا بعد نهاية الدورة يتكون من قيمة النتيجة الصافية غير موزعة إضافة إلى الإهلاكات والمؤونات، إذن فهذه القيمة تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها.

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

2- أهداف التمويل الذاتي:

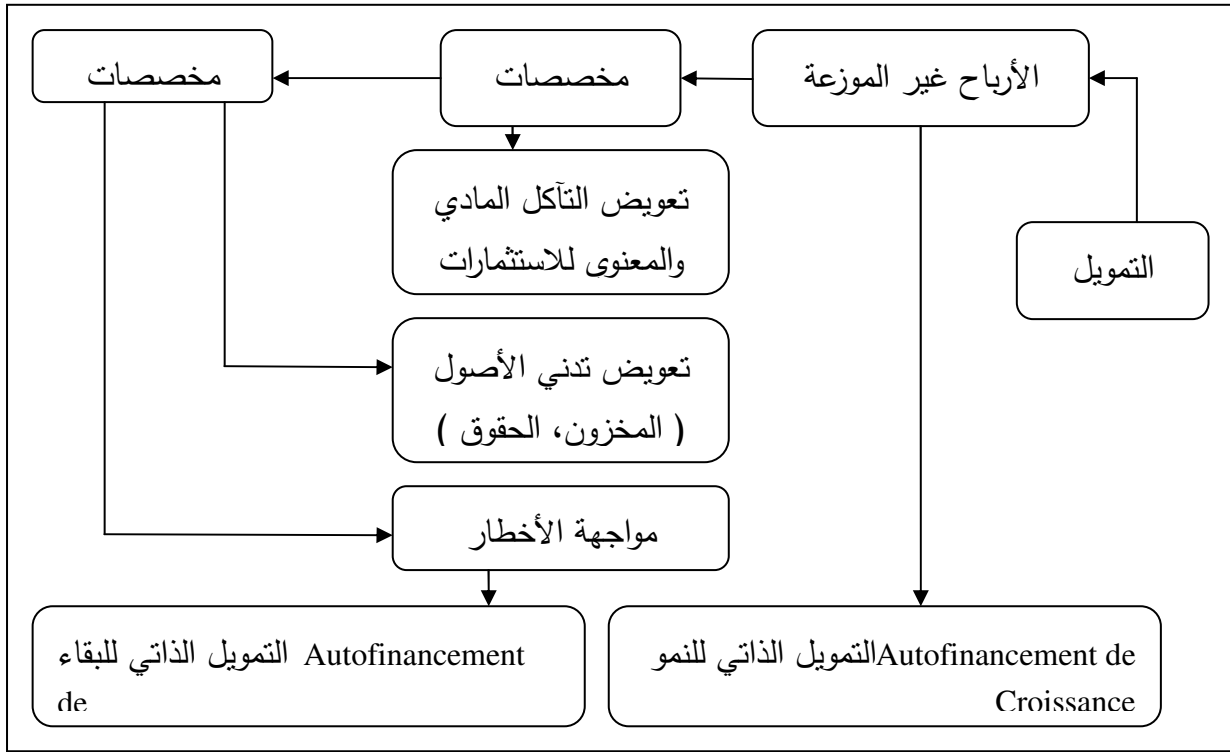
تعتمد المؤسسة بشكل أساسي على التمويل الذاتي لأجل تحقيق البقاء والنمو، واللذان يتحددان من خلال العناصر المكونة له كما يلي:¹

2-1- التمويل الذاتي للبقاء: تضمن المؤسسة بقاء استمرار نشاطها بواسطة مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات، وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات مؤونات تدني الأصول المتداولة ومؤونات الأخطار والتكاليف فهي اعتمادات مالية تحتفظ بها المؤسسة لمواجهة تدهور الأصول.

2-2- التمويل الذاتي للنمو: يتحقق النمو بواسطة الأرباح الصافية قبل توزيع الأرباح، حيث تمول استراتيجيات النمو التي تتمثل في استراتيجيات الاندماج، الابتلاع، الجمع في البورصة... الخ.

¹ إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005، ص 349.

الشكل (1-4): أهداف التمويل الذاتي



المصدر: إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 248.

3- ايجابيات و سلبيات التمويل الذاتي:

3-1- ايجابيات التمويل الذاتي:

- إن تحقيق المؤسسة لمستوى مرتفع من التمويل الذاتي له العديد من الإيجابيات منها:
- التمويل الذاتي يرفع من مستوى السيولة، وهو وسيلة لتدعيم قوة المؤسسة التي يمكن أن تستعمله في العمل على تراكم رأس مالها؛
- يضمن مرونة رأس مال المؤسسة، إذ لا يتطلب تكوين ملفات ولا قبولاً من الآخرين لاستعمال هذه الأموال؛
- يحافظ على استقلالية المؤسسة إذ لا توجد رقابة للدائنين عليها، ويتيح حرية التصرف فيه بحيث يمكن تخصيصه للاستثمار أو تسديد الديون أو توزيعه على الشركاء أو تمويل دورة الاستغلال؛
- يفتح المجال للاستدانة، حيث تتقبل البنوك تقديم قروض إضافية للمؤسسة؛
- تشجيع الدولة له بواسطة التخفيض الضريبي، ولا يكلف أعباء مالية إضافية؛
- يساهم في استبعاد المخاطر المالية كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي؛

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- يعتبر الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل، وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.

3-2- سلبيات التمويل الذاتي:

بالرغم من الدور الذي يؤديه التمويل الذاتي والمزايا التي يوفرها للمؤسسة فإنه ينطوي على بعض العيوب، منها ما يتعلق باستعماله داخل المؤسسة ومنها ما يعكس وجهة نظر بعض الأطراف الأخرى الخارجية كما يلي:

- يكمن عيب استعمال هذا المورد في إهمال المؤسسات لتكلفتها التي تبدو ظاهريا معدومة لكنها ليست كذلك كما توجه للتمويل الذاتي انتقادات بخصوص كونه معرقل لحركة رؤوس الأموال بين القطاعات¹، حيث يعاد استثمار الفائض النقدي المحتجز في قطاعات معينة دون أخرى.

- التمويل الذاتي محل انتقاد من طرف الأجراء الذين يرون أن مصدر قسم معتبر من الأرباح المتراكمة غير الموزعة هو الارتفاع في إنتاجية العمل، وبالتالي فإن العمال لهم حق في الفائض المحقق وذلك عن طريق زيادة أجورهم.

- كما يرى المستهلكون أن تحقيق مستويات معتبرة من التمويل الذاتي مرده الارتفاع في أسعار السلع والخدمات التي يقبلون عليها.

- فيما يخص المساهمين فإن آرائهم مختلفة بخصوص التمويل الذاتي للمؤسسة، فالمساهمين بالأقلية يفضلون عادة التوزيعات، غير أن المساهمين بالأغلبية يفضلون احتجاز الفائض دون توزيعه².

الفرع الثاني: سياسة رفع رأس المال

1- مفهوم رفع رأس المال:

يمثل مصدر تمويل تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية احتياجاتها المالية عن طريق الموارد الداخلية، وهي عملية مالية تؤدي إلى الزيادة في قيمة أحد العناصر المكونة لرأس المال أو إعادة ترتيبها، وتختلف عمليات الرفع في رأس المال حسب الشكل القانوني للمؤسسة.

تتخذ هذه السياسة أهدافا حتى تتمكن من تحديد الوسيلة التي تتوافق مع السياسة التمويلية للمؤسسة، ومن بين هذه الأهداف نذكر¹:

¹ Josette Pilverdier-Lateryete, **Finance d'entreprise**, 2^{ème} éditions : Economica, Paris, 1984, P 315.

² Josette Pilverdier-Lateryete, Op.cit, P 316.

- تحديد فئة المساهمين المحتملين؛
- وضع كفاءات لتحفيز وجذب المساهمين؛
- تقدير النتائج المحتملة للشراكة على المؤسسة؛
- التوفيق بين سلبيات وإيجابيات مختلف وسائل رفع رأس المال.

2- آليات رفع رأس المال:

هناك عدة آليات للرفع في رأس المال وهذا بعد تحديد الأهداف من العملية وتوجهات السياسة التمويلية للمؤسسة، من بين هذه الآليات نذكر ما يلي:

2-1- الأموال الخاصة:

إن الزيادة في رأس المال باللجوء إلى الأموال الخاصة يغير من نسب هيكل الملكية بالمؤسسة أو إعادة ترتيب في عناصر الأموال الخاصة، والأموال الخاصة تحقق للمؤسسة الخصائص التالية:²

- عدم إلزامية هذه الأموال، بمعنى استغلال المؤسسة لهذه الأموال يكون لمدة غير محددة؛
- عائد هذه الأموال يتوقف على نتيجة المؤسسة ولا يتميز بالأولوية في التسديد؛
- في حالة التصفية فإن نصيب المساهمين هو قيمة الأصول بعد تسديد الديون.

ومن بين أساليب الرفع في رأس المال عن طريق عناصر الأموال الخاصة نذكر لا على سبيل الحصر:

➤ **الأسهم العادية:** وهي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل، تصدرها المؤسسة لتحصل من خلالها على أموال، من مزاياها أنها ليس لها تاريخ استحقاق ولحملتها الحق في عوائد نتيجة أرباح الشركة، كما لها أولوية في السداد في حالة التصفية بعد الديون³، أما عيوب الأسهم العادية فإنها تؤدي إلى زيادة عدد المالكين وبالتالي التأثير على سلطة المالكين القدامى، وانخفاض العائد على السهم مع زيادة عددهم، وتخضع أرباحها الموزعة للضريبة.

➤ **الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة إلا أن المؤسسة غير ملزمة بدفع قيمة الربح في حالة تحقيق خسائر، يتم إصدارها لتتلاءم مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر، أي استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة ودون إشراكهم في الإدارة، كذلك من مزاياها أنه في حالة عدم دفع عوائدها لا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة، ومن عيوبها هو ارتفاع تكلفتها نظرا لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية.

➤ **شهادات الاستثمار:** تمثل شهادات الاستثمار نوعا خاصا من الأسهم رغم إدراجها من طرف البعض ضمن الأوراق المالية المختلطة (hybrides) فهي تجمع بين صفات الأسهم والسندات يتم

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 245.

² Nathalie MOURGUES, *Capitaux propres et quasi-Fonds propres*, éditions : Economica, Paris, 1996, P 10.

³ عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 38.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

إصدارها في حالة زيادة رأس مال المؤسسة أو عند تجزئة الأسهم الموجودة، حيث أن شهادات الإستثمار عبارة عن أسهم قابلة للتداول، يتمتع حاملها بحقوق مالية فقط دون الحق في التصويت، وبالتالي فإن إصدارها يعزز من الأموال الخاصة بالمؤسسة دون التأثير على استقلالية اتخاذ القرارات بالنسبة للمساهمين القدامى، وتصدر شهادات الإستثمار بنفس القيمة الاسمية للأسهم العادية، كما لا يجب أن تتعدى قيمة مجموع شهادات الإستثمار التي يتم إصدارها ربع رأس المال الاجتماعي للمؤسسة.

2-2- تحويل الدين:

وهو تحويل ديون الغير على المؤسسة من خلال دمجها في الأموال الخاصة، ويتوقف أثر هذا التحويل على المؤسسة حسب طبيعة هذه الديون، ففي حالة ما إذا كانت هذه الديون قصيرة الأجل فإن ذلك يؤدي إلى تحسن في رأس المال العامل الصافي^(*)، أي تدعيم للهيكل المالي بزيادة الأموال الدائمة التي تغطي الأصول المتداولة، أما في حالة تحويل الديون الطويلة الأجل فإن ذلك لا يغير من تركيبة الهيكل المالي لكن في المقابل تصبح المؤسسة أكثر استقلالية تجاه الغير بسبب استبعاد آجال الاستحقاق، وتحسين مستوى المردودية نتيجة انخفاض المصاريف المالية¹.

2-3- ضم الإحتياطات:

يتمثل في ضم الإحتياطات المحتفظ بها في شكل أرباح غير موزعة، وهذا لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو مجرد إعادة ترتيب لموارد المؤسسة لكنه يحسن من صورتها أمام المقرضين.

2-4- الزيادة عيناً:

وتتمثل في زيادة حجم الأصول الثابتة أو المتداولة، والتي تحدث عادة في أغلب حالات الاندماج بين المؤسسات، ينجم عن هذه العملية زيادة الأموال الخاصة والأصول في آن واحد وبنفس المقدار الشيء الذي يحافظ على التوازن المالي للمؤسسة.

2-5- الزيادة نقداً:

عند الزيادة النقدية لرأس المال يتم إصدار أسهم جديدة في مقابل المبالغ المالية التي قدمها المساهمون الحاليون أو الجدد، ويتم إصدار الأسهم الجديدة إما بقيمة مساوية لقيمتها الاسمية أو تزيد عنها بعلاوة تدعى علاوة الإصدار، هذه العلاوة تهدف إلى المساواة بين المساهمين الحاليين والجدد وذلك بجعل المساهمين الجدد يدفعون ثمن الحق الذي يكتسبونه في الإحتياطات.

2-6- أشباه الأموال الخاصة:

^١ رأس المال العامل الصافي هو الفرق بين الأصول الثابتة والأموال الدائمة ويعبر عن ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يتم تغطيته بأموال مدة استحقاقها تزيد عن سنة.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 246.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

تفهم أشباه الأموال على أنها أموال تتوسط الديون التي لا تحوي عنصر الخطر والأموال الخاصة، وهي عبارة عن مصادر أموال تكتسي الموصفتين التاليتين، ففي المقام الأول استحقاقها منخفض أو معدوم، وفي المقام الثاني مكافأتها يمكن تأجيلها في حالة العسر المالي للشركة، إذ أن أشباه الأموال الخاصة لها وظيفة الضمان إزاء المقرضين كما تزيد من الاستقلالية المالية للشركة¹.

هناك العديد من العناصر التي تكوّن أشباه الأموال الخاصة وهذا حسب تطور السوق المالية:

➤ **سندات المساهمة Titres participatifs**: وهي تقترب من السندات إذ تعد سندات دين قابلة للتداول ولا يتم الوفاء بقيمتها إلا في حالة تصفية المؤسسة وهذا بعد الوفاء بكامل الحقوق والديون، كما يمكن أن يشترط عقد الإصدار الوفاء بقيمة سندات المساهمة بعد انقضاء أجل لا يقل عن خمس سنوات ابتداء من تاريخ الإصدار²، كما أنه ليس لحامل السند المساهمة الحق في التصويت إلا أن المشرع الجزائري يمنح لحاملي سندات المساهمة عدة صلاحيات تسمح لهم بالمشاركة في تسيير المؤسسة، ومن بين هذه الحقوق نذكر³:

- الاجتماع لاستماع تقرير مسيري الشركة الخاص بالسنة المالية المنصرمة وتقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية والعناصر المستعملة لتحديد عائد سندات المساهمة؛
- حضور جماعة حاملي السندات جمعيات المساهمين وإمكانية استشارتهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة أو إقالتهم؛
- إمكانية الإطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين.

➤ **الأوراق المالية التابعة Titres subordonnées**: وهي الأوراق التي لا تتطلب تسديدا فوريا للمقرض ولا تستلزم تسديد عائدها في حالة عدم وجود أو ضالة الأرباح، حيث نميز بين نوعين من هذه الأوراق المالية وهي:

- الأوراق المالية التابعة ذات الأجل غير المحدد (TSDI): فهي تقترب أكثر من الأموال الخاصة باعتبار أنها غير قابلة للاسترداد إلا في حالة تصفية المؤسسة، كما تأخذ مكافئة هذا النوع شكل فائدة سنوية تكون قابلة للتأجيل بقرار من مجلس الإدارة⁴.
- الأوراق المالية التابعة القابلة للتسديد (TSR): حيث يميل هذا النوع من الأوراق المالية إلى القروض أو السندات باعتباره يمثل دين يستحق خلال فترة محددة.

¹ Nathalie MOURGUES, Op.cit, P 30.

² المادة 715، مكرر 76 من القانون التجاري.

³ المادة 715، مكرر 78-80 من القانون التجاري.

⁴ Jaques Teulié, Patrick Topsacalian, **Finance**, 3^{ème} édition : Vuibert, Paris, 2000, P 706

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

➤ **قروض الاستثمار:** تمثل جزءا كبيرا من حجم الديون، تقدم إلى المؤسسة من البنك و/أو الوسطاء الماليين بآجال متوسطة وطويلة (أكثر من سنة)، بهدف تمويل الاستثمارات المادية والمعنوية حيث تشكل أهم عناصر الموارد المالية الدائمة بعد التمويل الذاتي والرفع في رأس المال.

➤ **قروض الاستغلال:** تهدف قروض الاستغلال إلى تمويل دورة الاستغلال، وهي قروض قصيرة الأجل تنتج أساسا عن التباعد الزمني بين عمليات البيع وآجال التحصيل، حيث يسعى المسؤول المالي إلى البحث عن آجال زمنية طويلة بين المورد والمؤسسة، حيث لهذه القروض ارتباط مباشر بالتوازن المالي على المدى القصير، إذ يؤثر حجم هذه القروض بشكل مباشر على الخزينة.

➤ **قروض الخزينة:** هي قروض قصيرة الأجل تخصص لدعم التوازن المالي، بتوفير السيولة النقدية للخزينة خاصة عند معدل نمو مرتفع، إذ يزداد معدل استهلاك السيولة بمستويات مرتفعة، تسمى كذلك بالإعتمادات البنكية الجارية فمصدرها البنك.

2- حدود الاستدانة:

رغم ما للاستدانة من أهمية في عملية التمويل إلا أن ذلك مرتبط بعوامل وقيود تفرض على المؤسسة التقليل من حجم الاستدانة وأهم هذه العوامل هي:

2-1- خطر الإفلاس: هي قاعدة تقليدية تستخدم لثبیت الهيكل المالي، تجنباً للمخاطر التي يمكن أن تمس الوضعية المالية في حالة تغيير تركيبة الهيكل المالي، فقد يؤدي الفشل في سداد الديون والفوائد إلى تعريض المؤسسة إلى الإفلاس.

2-2- الخطر المالي: يتمثل الخطر المالي في الخطر الذي يواجهه مالكي المؤسسة فيما يخص المردودية المالية، والتي تتوقف مباشرة على عاملي خطر الاستغلال ومستوى الاستدانة¹، أي خطر تراجع المردودية المالية نتيجة انخفاض في أثر الرافعة المالية نتيجة ارتفاع في الاستدانة.

2-3- القيود من المؤسسات المالية: تعتمد المؤسسات المالية على عدم المخاطرة في عملية تقديم القروض للمحافظة على مواردها المالية، فتعتمد إلى تحديد معايير يستند إليها في حالة تقديم قروض للمؤسسات من خلال الضمانات المقدمة وكذلك قدرة المؤسسة على توليد أرباح في المستقبل، وهذا ما يحد من قدرة المؤسسة على الاستدانة بشكل واسع.

¹ Pierre Paucher, *Mesure de la performance de l'entreprise*, éditions : OPU, Algérie, 1993, P 143.

المبحث الثالث: مداخل تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية

يندرج موضوع قيمة المؤسسة ضمن الميادين الأساسية لمالية المؤسسة، وهو محل اهتمام أطراف عديدة تربطها مصالح بالمؤسسة، كما يطرح إشكال تقدير قيمة المؤسسة في مناسبات عديدة منها: الاكتساب أو التنازل عن المؤسسة، اندماجها مع مؤسسة أخرى، خوصصتها أو فتح رأس مالها أو تصفيتها وغيرها من الحالات.

وتتميز قيمة المؤسسة بصعوبة التقدير نظرا لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة في حد ذاتها، وكذلك ارتباط عملية التقدير بعوامل منها المنفعة التي يراها منها كل شخص والتي على أساسها يصدر حكم معين بشأن القيمة، مما يؤدي إلى تعدد القيم المنسوبة لنفس المؤسسة، كذلك تتعدد النماذج المستعملة في عملية تقدير هذه القيمة، حيث سننظر خلال هذا المبحث إلى الطرق المعتمدة في تحديد قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: قيمة المؤسسة ومدخل النماذج المحاسبية

إن النظرية المالية حاولت تحديد قيمة المؤسسة تارة من خلال موجودات المؤسسة الناتجة عن عملية الاستثمار وتارة من خلال القراري التمويل وتوزيع الأرباح. فصعوبة ممارسة التقييم تظهر من خلال وجود عدة مقاربات لتحديد القيمة والتي لا تبنى على نفس المبادئ، فبعض الطرق تفضل القيمة المحاسبية التي تعتبر محصلة قرارات الاستثمار والبعض الآخر يأخذ في الاعتبار التدفقات المستقبلية الناتجة عن الأداء المستقبلي للمؤسسة.

الفرع الأول: مفاهيم حول القيمة

لقي موضوع القيمة اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما الفلسفة، علم الاجتماع وفي مجال علم الاقتصاد أحثل مجالا واسعا نظرا لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح للإلمام به من فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية.

فالنظريات الاقتصادية عبر حقبات متتالية اختلفت في تحديد مفهوم دقيق للقيمة، فقد تتحدد القيمة بالعرض والطلب أو بالمنفعة أو بتكلفة الإنتاج أو العمل. حيث تظهر القيمة في الوقت الراهن كمفهوم شامل في علوم التسيير، حيث يرى كل من "بريشيت و ديسرومو" (Brechet et Desreumaux) بأن: " القيمة مفهوم نظامي متحرك في علوم التسيير"¹.

¹ Christian Hoarau, Robert Teller, *Création de valeur et management de l'entreprise*, édition : Viubert, Paris, 2001, P 8-9.

إن القيمة تختلف عن السعر الذي يعبر عن الترجمة النقدية لقيمة المبادلة (ال شراء، البيع)، أي أن السعر هو المبلغ المدفوع فعليا أثناء القيام بعملية تجارية أو صفقة ما فهو يمثل بذلك حدث فعلي، غير أن القيمة عبارة عن مفهوم نظري يعبر عن رأي أو حكم¹، وقد يحدث أن ينتج عن هذا الحكم تقدير مساوٍ للسعر المدفوع فعلا كما قد يظل السعر منقلب حول القيمة حيث يكون أكبر منها أو أقل.

1- القيمة في العلوم الاقتصادية:

نجد أن مفهوم القيمة يكون دائما مقرونا بـ "آدم سميث" (Adam Smith) و"دافيد ريكاردو" (David Ricardo) و"كارل ماركس" (Karl Marx)، حيث كتب "آدم سميث" عن القيمة ما يلي: "يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحيانا منفعة شيء محدد، وأحيانا تعني الاختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال، والأخرى قيمة الاستبدال"².

في إطار قيام "آدم سميث" تناول كيفية تحديد قيمة المبادلة وبناءا على فكرة تقسيم العمل يفرق بين استعمالين لكلمة القيمة، يوضح أن إحداها تدعى قيمة الاستعمال ويقصد بها منفعة الشيء، أما الأخرى فتدعى قيمة المبادلة وتعني ما للشيء من قدرة على شراء سلع أخرى، وقد قدم مثال عن التناقض الذي يمكن أن يسفر عن وجود هذين المفهومين للقيمة، فالواقع أثبت أنه يمكن أن نجد شيئا يتمتع بقيمة استعمال كبيرة في حين أن قيمته التبادلية ضئيلة أو منعدمة، والعكس صحيح ومثال ذلك الماء والماس³.

فالقيمة الإستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكيتها وإنما مرتبطة بكيانه التشغيلي، أما القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك، والقيمة التبادلية أقل من القيمة الإستعمالية، ومثال ذلك وسائل العمل في المؤسسة، فقيمتها الإستعمالية أعلى بكثير من قيمتها التبادلية.

2- القيمة في النظرية المالية:

إن محور النظرية المالية يقوم حول تقدير قيمة المؤسسة التي تعتبر مهمة صعبة جدا ومتطلب أساسي يمكن من تتبع تطور هذه القيمة عبر الزمن وتحديد العناصر التي تؤثر عليها، وهكذا فإن فهم آليات تقييم المؤسسات يعد شرطا أساسيا لمشاركة أي شخص في اتخاذ القرارات ذات الطابع المالي، ليس فقط بسبب أهمية التقييم في عمليات الشراء والبيع والاندماج، ولكن أيضا لأن عملية التقييم تحدد مصادر القيمة المتعلقة بمدى فعالية وملائمة أساليب التسيير.

فمحددات القيمة وكذلك نماذج التقييم كانت ولا تزال موضع بحث في إطار النظرية المالية، وهكذا فإن مختلف النماذج التي حاولت تقدير قيمة المؤسسة تبحث عن أثر الهيكل المالي وتوزيعات

¹ Jean Brilman, Claude Maire, Manuel d'évaluation des entreprises : Sociétés cotées et non cotées, éditions : d'Organisation, Paris, 1990, P 19.

² Bernard Gerrien, Dictionnaire d'analyse économique, éditions : La découverte, Paris, 1996, P 508-509.

³ عادل أحمد حشيش، تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، دون تاريخ، ص 174.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

الأرباح ، وكذلك محاولة إيجاد مصادر أخرى تؤثر على قيمة المؤسسة في ظل ثورة المقاييس المالية.

3- مفاهيم أخرى للقيمة:

تأخذ القيمة معاني أخرى كثيرة منها:

3-1- القيمة السوقية:

هي تعبير عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل، فالقيمة السوقية للأصل مثلاً" تتحدد على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للشركة¹، ويطلق عليها كذلك القيمة النقدية للمؤسسة عند تحويلها من مالك إلى آخر.

3-2- القيمة الدفترية:

تعبر عن القيمة المحاسبية التاريخية للأصل المعني ناقص الاهتلاك المجمع، أما بالنسبة لشركات المساهمة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساساً في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية وذلك بعد خصم جميع الالتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة، أي قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة على الأسهم العادية.

3-3- القيمة المتبقية:

هي قيمة الأصل بعد اهتلاكه كلياً أي محاسبياً ولكن لا يزال ذو فائدة أي أنه يمكن الاستفادة منه، والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه.

3-4- القيمة عند التصفية:

وهي صافي المبالغ النقدية والتي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول ناقص الخصوم، وهذه القيمة تكون عادة أقل من قيمتها الاقتصادية كمشروع قائم بالفعل ومستمر، وهي ذات أهمية في عمليات المساومة لأنها تمثل الحد الأدنى للقيمة²، عند تصفية الأصل هناك مؤسسات أخرى يمكنها استخدامه، ومقابل حصولها على الأصل تدفع ثمن وهذا ما يعبر عنه بالاستخدام البديل أو القيمة عند التصفية، وما تجب الإشارة إليه هو أنه هناك نوعان من التصفية هما:

- التصفية المرتبة: وتكون لما تتخلى المؤسسة على نشاطها فتباع الأصول على فترات مما يسمح بالاستفادة إلى أقصى درجة أخذاً في الاعتبار الظروف الخاصة بكل تصفية.

- التصفية الإجبارية: فتخص حالة الإفلاس وهنا عادة لا نحصل على أفضل الأسعار.

¹ جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت-لبنان، 1984، ص 480.

² زينات دراجي، نعيمة غلاب، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2004، ص 3.

عموما فإننا نستخدم المجموعة الأولى من مداخل التقييم والمتمثلة في المداخل المحاسبية عندما يكون هناك شك في استمرارية نشاط المؤسسة، ومع هذا فقد تستخدم عندما يكون من المحتمل مواصلة النشاط، خاصة عندما تعكس عناصر الأصول إمكانية تحقيق الربح.

يهتم مدخل الذمة المالية بتقييم المؤسسة اعتمادا على صافي مركزها المالي الذي نحصل عليه بطرح قيمة الديون من إجمالي الأصول، حيث أنه لا يوجد اتفاق حول كيفية تقييم المؤسسة، حيث نميز بين نوعين من وجهات النظر:

هناك من يعتبر أن القيمة الدفترية للأصول والخصوم المستحقة هي معبّرة بشكل كافي عن صافي المركز المالي للمؤسسة لأنها تأخذ بعين الاعتبار التقادم أو التذني الذي تتعرض له مختلف الأصول، وهناك من يرى أن القيمة الدفترية ليست دائما معبرة عن القيمة الحقيقية لصافي المركز المالي خصوصا فيما يتعلق بالأصول، ومثال ذلك أنه في بعض الحالات يكون للمؤسسة أصل قيمته الدفترية معدومة ولا يزال محل استعمال فالقيمة الدفترية لا تعبر عن قيمته الحقيقية المستمدة من أهميته في نشاط المؤسسة الأمر الذي يستدعي تعديل مختلف قيم الأصول.

1- طريقة صافي الأصول المحاسبية:

تسمى أيضا بالقيمة الرياضية المحاسبية، تعرف الأصول المحاسبية الصافية أو ما يعرف بالمركز المالي للمؤسسة على أنها: " فائض أصول وحقوق المؤسسة على مجموع الديون التي عليها تجاه الغير"¹. ونحصل على قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة كما يلي:

$$ANC = \sum A - \sum D \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

ANC: صافي الأصول المحاسبية؛

$\sum A$: إجمالي الأصول؛

$\sum D$: إجمالي الخصوم.

من خلال هذه المعادلة يمكن الحصول على قيمة الأصول المحاسبية الصافية بتقدير قيمة كل من الأصول الإجمالية للمؤسسة، وتقدير قيمة الخصوم المستحقة عليها من جهة أخرى، وفيما يلي أهم مكونات الرئيسية لكل طرف:

¹ Jean Brilman, Claude Maire, Op.cit, P 135.

1-1- إجمالي الأصول:

تصنف أصول المؤسسة وفقا لمعايير مختلفة وبالنظر إلى طبيعة الموضوع فإننا نعتمد على تصنيف أصول المؤسسة إلى أصول الاستغلال وأصول خارج الاستغلال وأصول مالية.¹ ونجد ضمن أصول الاستغلال مجموعة من الأصول التي لها صلة مباشرة بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث يتوقف سيرها العادي على ضرورة حيازة كل أصل منها، وتضم هذه المجموعة كل من الأصول غير المادية أو القيم المعنوية كشهرة المحل وحقوق الملكية الصناعية والتجارية، والأصول المادية الثابتة كالمباني وتجهيزات الإنتاج كما نجد في هذه المجموعة الأصول المتداولة كالبيضاة والمواد الأولية¹. وتضم الأصول خارج الاستغلال مجموعة الأصول التي ليس لها علاقة مباشرة بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة ولكن متواجدة ضمن أصول المؤسسة، حيث أن دورها يعد ثانوي بالنسبة لنشاط المؤسسة، ويمكن التنازل عنها دون التأثير في النشاط الحالي أو المستقبلي للمؤسسة، ومن بين هذه الأصول العقارات. أما فيما يخص الأصول المالية فتتمثل في مجموعة الأوراق المالية كسندات المساهمة وسندات التجهيز، وكذلك بالنسبة للمبالغ المقرضة للغير، ولا تطرح هذه الأصول عادة أي مشكلة فيما يخص عملية تحديد قيمة المؤسسة، إذ تعد الأسعار السوقية وكشوفات الأرصدة البنكية مصادر معلومات لتحديد قيمة الأصول المالية.

1-2- إجمالي الخصوم المستحقة:

تنقسم الخصوم حسب ملكيتها إلى أموال خاصة وأموال مقترضة، وبما أنه ليس لأموال الملكية تاريخ استحقاق محدد من جهة، فإن قيمتها لا تنقص من صافي الذمة المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن الاهتمام سيكون حول الخصوم المستحقة والتي نميز منها الخصوم المستحقة للاستغلال والخصوم المستحقة خارج الاستغلال والخصوم المستحقة المالية. تتمثل الخصوم المستحقة للاستغلال في مجموعة الخصوم التي تنشأ عن النشاط الاستغلالي بفعل التعاملات التي تجريها المؤسسة مع مورديها، فهي تشكل مجموعة حسابات الائتمان الممنوحة من طرف الموردين، في حين أن الخصوم المستحقة خارج الاستغلال فهي عبارة عن كل الديون المتعلقة بالالتزامات الناشئة بفعل اقتناء منافع أو أصول تعتبر خارج الاستغلال². أما فئة الخصوم المستحقة المالية فهي عبارة عن القروض المتوسطة والطويلة الأجل الممنوحة من طرف البنوك أو المؤسسات المالية، إضافة إلى القروض السندية المحصل عليها من السوق المالي بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة.

¹ بوشملة زهير، الهيكل المالي و أثره على قيمة المنشأة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري-قسنطينة، 2004، ص 117.

² بوشملة زهير، المرجع نفسه، ص 118.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

والملاحظ أن قيمة الأصول المحاسبية الصافية تعتمد على مبدأ التكلفة التاريخية التي تقيد بها مختلف أصول المؤسسة، الأمر الذي يجعل من قيمة الأصول المحاسبية الصافية المحصل عليها غير معبرة عن القيمة الحقيقية لصافي الذمة المالية للمؤسسة، وذلك لعدة أسباب منها:

➤ **التضخم:** يتمثل التضخم في الزيادة في المستوى العام للأسعار على مدى فترة معينة، وسبب هذه الزيادة هو الانخفاض في قيمة النقود ومن ثم تراجع قدرتها الشرائية، كما أن النقود هي المعبر بها عادة عن أسعار السلع والخدمات، سيؤدي ارتفاع في معدلات التضخم بالتبعية إلى الرفع من قيمة أصول المؤسسة وهي تمثل القيمة الحقيقية لها، وهو ما يجعل من القيمة المحاسبية الصافية تتعد عن الواقع.

➤ **التقادم:** يمثل التقادم " تراجع قيمة الموجودات بسبب اختراع موجودات جديدة أكثر تقدماً أو بسبب بطلان موضة الموجودات السابقة"، ومن هنا فإن من نتائج التقادم هو انخفاض قيمة الأصل بالمؤسسة إلى ما دون القيمة المحاسبية المتبقية، وهناك طريقتان رئيسيتان لقياس التقادم هما:¹

- ملاحظة الفرق بين القيمة السوقية للأصل وقيمه المحاسبية وذلك أمر صعب وغير ممكن في بعض الحالات خاصة ببعض الأصول لاسيما تلك التي لم تعد تنتج بفعل ظهور أصول بديلة وحديثة في آن واحد، ومثال ذلك الأجهزة القديمة للإعلام الآلي التي قد تتضمنها دفاتر المؤسسة والتي لم يعد الاتجار فيها، في حين أنه من السهل ملاحظة هذا الفرق في حالة وجود سوق ثانوية للأصل المعني.

- تقدير قيمة الأصل بناء على قدرته الإيرادية المستقبلية حيث يمثل التقادم في هذه الحالة الفرق بين القيمة المحاسبية الصافية للأصل والقيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة.

يمكن اعتبار هذه الطريقة مناسبة في حالة تقدير قيمة مؤسسة حديثة النشأة (من 3 إلى 5 سنوات) وكذلك المؤسسات التي لا تمتلك الكثير من الأصول الثابتة أو المؤسسات التي وصلت بسرعة إلى العمل بطاقتها الكاملة وكانت أرباحها جد ضعيفة ومستقرة وقد تم إجراء إعادة تقدير لاستثماراتها.²

إن طريقة صافي الأصول المحاسبية تعتبر طريقة سهلة وسريعة لتقدير القيمة، ولكنها لا تعكس الحقيقة إلا بصفة جزئية، فمن جهة نجد أن قيم عناصر الميزانية تكون مبنية على اعتبارات جبائية وليس على معايير اقتصادية، ومن جهة أخرى فإن مختلف عناصر الميزانية لا تأخذ في الاعتبار تدهور قيمة النقود، فحسابات الأصول الثابتة لا تعكس القيمة الحقيقية، لأنها تقيد في الميزانية المحاسبية بقيمتها التاريخية.³

2- طريقة صافي الأصول المحاسبية المعدلة (المصححة):

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 35.

² Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, collection objectif, 6^{ème} éditions : Litec, Paris, 2000, P 134.

³ Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière**, 9^{ème} éditions : Dunod, Paris, 1999, P 514.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

نظرا لاعتماد المدخل الأصول المحاسبية الصافية على التكلفة التاريخية لمختلف أصول المؤسسة والتي لا تعكس في أغلب الأحيان القيمة الفعلية لهذه الأصول، وبالتالي فإنه يصبح من الضروري القيام بمعالجة قيمة الأصول المحاسبية الصافية وذلك من أجل الكشف عن مختلف فروق إعادة التقدير، ومنه تقرب القيمة المحاسبية من القيمة الحقيقية لمجموعة أصول المؤسسة، والحصول بذلك على قيمة جديدة تتمثل في قيمة الأصول الصافية المعدلة، ويتعلق الأمر في هذه الحالة بما يلي:¹

- الجرد الكمي والنوعي لمختلف عناصر الأصول والحقوق الموجودة.
- استبعاد العناصر غير المرتبطة بالاستغلال من القيمة الإجمالية للأصول كالمصاريف الإعدادية والأعباء الواجب توزيعها على عدة دورات.
- إعادة تقدير بعض الأصول لإزالة أثر التضخم وهذا إما بواسطة المعاملات المنشورة من قبل إدارة الضرائب، أو المؤشر العام للأسعار، بواسطة تحديد تكاليف استبدال الأصول الموجودة بعناصر أخرى لها نفس الخصائص.

و يمكن حساب صافي الأصول المحاسبية المصححة وفق العلاقة التالية:

$$ANCC = ABCC + DC \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

ANCC: صافي الأصول المحاسبية المصححة؛

ABCC: الأصول الإجمالية المحاسبية المصححة؛

DC: الديون المصححة.

2-1- إعادة تقدير أصول المؤسسة:

إن عملية إعادة تقدير أصول المؤسسة تتمثل في مختلف الإجراءات القاضية بإعادة النظر في القيمة الواردة بدفاتر المؤسسة، وبما أن المبالغ الواردة بميزانية المؤسسة هي عبارة عن حاصل طرح أقساط الاهتلاك والمخصصات من المبالغ الإجمالية المتمثلة في التكلفة التاريخية لهذه الأصول، ومنه مراجعة كل من القيم الإجمالية من جهة وأقساط الاهتلاك والمخصصات من جهة أخرى، ونتناول أهم العناصر في إعادة تقييم أصول المؤسسة وهي:

➤ **الأصول الثابتة:** تتميز الأصول الثابتة بعمر إنتاجي طويل نسبيا، مما يبقيها لفترة طويلة بملكية المؤسسة، وتعد هذه الأصول عرضة للتقادم، كما قد تشهد زيادة في قيمتها مع مرور الزمن، ويعبر الاهتلاك في العادة عن تراجع قيمة الأصول الثابتة، ويعرف "ديبالانس" (Dépallens) الاهتلاك على أنه "إثبات التدني التدريجي الذي يصيب قيمة الأصول الثابتة بفعل استخدامها، انقضاء مدتها أو بفعل

¹ مليكة زغيب، مرجع سابق، ص 80 .

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

النقد التكنولوجي¹، ومن هذا المنطلق فإن الاهتلاك ينظر إليه على أنه نفقة يتم اقتطاعها من إيرادات المؤسسة لغرض استبدال أصل ما.

تظهر أهمية الاهتلاك من الناحية المحاسبية في تسجيل النقص الذي يصيب عناصر الأصول الثابتة، ومن الناحية الاقتصادية فإنه توزيع تكلفة الإستثمار على عدد من الدورات أما من الناحية المالية فهو يسمح بتجديد الاستثمارات ويدخل ضمن عناصر التمويل الذاتي بالنسبة للمؤسسة².

➤ **الأصول المتداولة:** تتميز الأصول المتداولة بعدم بقائها لفترة طويلة لدى المؤسسة، حيث لا تتجاوز في العادة السنة الواحدة ورغم ذلك فإنها تكون عرضة للتغير في القيمة سواء بسبب حالة الأصل أو بسبب ظروف السوق، فإن إثبات انخفاض قيمة الأصول المتداولة يكون طبقاً لمبدأ الحيطة والحذر الذي يقضي اعتماد بعض المؤونات لمواجهة الأخطار المحتملة المرافقة لنشاط المؤسسة، وتعرف المؤونة على أنها "عبارة عن أعباء تتضمن عنصر عدم اليقين بالنسبة لمبلغها، وفي بعض الأحيان بالنسبة لوجودها، هذه الأعباء محتملة لكنها تواجدت خلال الدورة المحاسبية، لذلك لا بد من تسجيلها في نهاية الدورة حتى تكون النتيجة المحددة من قبل المؤسسة دقيقة"³.

وعلى هذا الأساس فإن عملية تعديل قيم الأصول المتداولة تتمثل في مراجعة قيم المؤونة الخاصة بكل من المخزونات وبعض عناصر الحقوق.

2-2- إعادة تقدير خصوم المؤسسة:

تخص عملية إعادة تقدير عناصر خصوم المؤسسة بشكل أساسي إعادة النظر في حجم المؤونة المكونة كالالتزام في جانب الخصوم، وبالتالي فإن المؤونة المكونة لعناصر الخصوم تتمثل في مؤونة الخسائر و التكاليف لأجل مواجهة حوادث إما محتملة أو أكيدة الوقوع.

بالنسبة لمخصصات الخسائر المحتملة يتم تشكيلها لمواجهة خسائر محتملة قد يزول السبب الذي أنشئت من أجله مما يستدعي إعادة النظر فيها، أما مخصصات التكاليف الواجب توزيعها على عدة دورات فإن مبالغها قد تتغير في المستقبل مما يستدعي إعادة تقدير قيمتها.

المطلب الثاني: قيمة المؤسسة في النماذج الاقتصادية (قيمة المردود)

إن القصور في نموذج الذمة المالية بسبب النظر للمؤسسة على أنها عبارة عن مجموعة أصول صافية يمكن تقدير قيمة كل أصل بشكل منفصل، وبسبب تغير النظرة للمؤسسة باعتبار أن أصولها تتفاعل فيما بينها من أجل تحقيق عوائد مستقبلية وهو ما يكسب المؤسسة قيمة إضافية.

¹ Georges Dépallens, *Gestion financière de l'entreprise*, 10^{ème} éditions : Sirey, Paris, 1990, P 48.

² هوام جمعة، تقنيات المحاسبة المعمقة وفقاً للمخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص 54-55.

³ هوام جمعة، المرجع نفسه، ص 247.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

ومنه فإن تحديد قيمة المؤسسة سينصب على القدرة الايرادية لهذه الأصول، ويسمى المدخل الذي يأخذ بهذه النظرة المدخل الديناميكي أو مدخل قيمة المردود، الذي يعتمد على النتائج المحققة أو التي سيتم تحقيقها من طرف المؤسسة، ويفترض هذا المدخل استمرار المؤسسة في مزاولة نشاطها على مدى فترة زمنية قابلة للتوقع، حيث يعتمد المدخل الديناميكي في تحديده لقيمة المؤسسة على ثلاثة عناصر أساسية هي:

- طبيعة وحجم التدفق النقدي المعتمد؛
- معدل المردود المستعمل؛
- المدة الزمنية المأخوذة في الاعتبار.

و يتم معالجة التدفقات المحققة أو التي سيتم تحقيقها من طرف المؤسسة وفق طريقتين رئيسيتين هما:

- رسملة التدفقات النقدية المحققة أو تحديد القيمة الرأسمالية للمؤسسة؛
- القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي سيتم تحقيقها في المستقبل.

الفرع الأول: طريقة القيمة الرأسمالية للمؤسسة

تعتمد طريقة رسملة نتائج المؤسسة على مفهوم قيمة المردود التي تساوي حاصل قسمة الربح على معدل المردود المنتظر من طرف المستثمر¹، وبالتالي يمكننا كتابة الصيغة التالية:

$$\text{القيمة الرأسمالية} = \text{الربح} / \text{معدل المردود المنتظر}$$

إلا أنه في طريقة رسملة نتائج المؤسسة يتم التعبير عن فكرة المردود المستقبلي المنتظر بكيفية أخرى يستبدل فيها معدل المردود بمعامل آخر هو معامل الرسملة، حيث أن معامل الرسملة هنا هو مقلوب معدل المردود.

$$\text{معدل الرسملة} = 1 / \text{معدل المردود}$$

وبالتالي تصبح القيمة الرأسمالية على النحو التالي:

$$\text{القيمة الرأسمالية} = \text{الربح} \times \text{معامل الرسملة}$$

وبالتالي فإن القيمة الرأسمالية للمؤسسة سوف تتبع كل من الربح أو التدفق النقدي المراد رسملته وكذلك معامل الرسملة المعتمد.

1- تحديد التدفق النقدي:

توجد عدة نتائج يمكن رسملتها لأجل الحصول على قيمة المؤسسة من بينها: الربح، التوزيعات، الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.

يعتبر الربح أهم تدفق مستعمل في الرسملة، حيث يعبر عن حصيلة نشاط المؤسسة ككل، ومن ثم فهو يسمح بإعطاء صورة عن مردود المؤسسة، كما يعد الربح أساس تقدير التدفقات الأخرى، والمقصود

¹ Norbert Guedj, *Finance d'entreprise : les règles du jeu*, éditions : d'Organisation, Paris, 1997, P 468.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

هنا هو الربح المحاسبي بعد الضريبة ويتم تحديد الربح عن طريق حساب المتوسط الحسابي لأرباح عدد من السنوات، وعند ملاحظة أن هناك تطور مهم للأرباح فإنه يتم اللجوء إلى حساب المتوسط الحسابي المرجح حيث تعطى فيه أوزان متباينة لأرباح السنوات المعينة، وإذا ما كانت الفترة ثلاث سنوات فإنه عادة ما يضرب ربح السنة الأخيرة بالقيمة (3)، ربح السنة الوسطى بالقيمة (2)، ورباح السنة الأولى بالقيمة (1)¹.

أما الاهتمام بجزء فقط من الأرباح وهي الأرباح الموزعة فهي تعني بشكل خاص المساهمين الصغار أو المساهمين بالأقلية الذين لا يساهمون بشكل مباشر في تسيير المؤسسة واتخاذ مختلف القرارات المالية بها، الأمر الذي يكسب التوزيعات التي يحصلون عليها أهمية كبيرة وكذا يجعل منها محددًا أساسيًا في قرار توظيف أموالهم².

تأتي فكرة استعمال الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي كتدفق في عملية الرسملة لتغطية بعض نقائص الربح المحاسبي والتي قد تنتج عن سياسة المؤسسة فيما يخص الاهتلاكات والمخصصات، التي قد تبالغ في اقتطاعها كما قد لا ترصد لها مبالغ كافية، وهو ما يؤثر بالسلب أو الإيجاب على نتيجة الدورة بغض النظر عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة، لذلك فإنه يتم إضافة قسط الاهتلاكات والمخصصات ذات الطابع الاحتياطي والتي كانت قد اقتطعت من قبل في شكل تكاليف وذلك لأجل حساب نتيجة الدورة، وتضاف هذه الأقساط إلى النتيجة غير الموزعة للحصول على الهامش الإجمالي للتمويل الذاتي.

2- تحديد معامل الرسملة:

معامل الرسملة عبارة عن المعامل الذي يسمح بتحديد قيمة المؤسسة عن طريق مضاعفة قيمة معينة، و بالتالي يكون عبارة عن نسبة.

إن قيمة المعامل سوف تختلف باختلاف كل من قيمة البسط وكذلك النتيجة المعتمدة في المقام، ويعد معامل الرسملة المستعمل عادة عبارة عن نسبة الربح إلى السعر (PER)^(*) ولكنه ليس معامل الرسملة الوحيد حيث توجد معاملات أخرى يمكن اعتمادها، ونذكر منها معامل رسملة التوزيعات ومعامل رسملة قدرة التمويل الذاتي وفيما يلي عرض لأساليب تحديد هذه المعاملات:

2-1- نسبة الربح إلى السعر -PER:

نسبة الربح إلى سعر السوق تتمثل في المعامل الذي يحول بموجبه الدخل إلى رأسمال³ وهو مفهوم يرتكز على منطق تقدير السوق للمردودية المستقبلية للمؤسسة والتي تتحدد بموجبها قيمة أسهمها في السوق وبما أن السعر المقصود هنا هو السعر السائد في البورصة وهو خاص بالسهم الواحد.

ومنه فإن PER سوف يتخذ الصيغة التالية:

¹ Price Ernning Ratio

¹ بوشملة زهير، مرجع سابق، ص 131.

² Georges Dépallens, *Gestion financière de l'entreprise*, 8^{ème} éditions : Sirey, Paris, 1983, P 247.

³ Jean Brilman, Claude Maire, Op.cit, P 55.

$$\dots\dots\dots(3) PER = \frac{Bd}{C}$$

حيث:

PER: المعامل المضاعف للأرباح؛

C: سعر السهم؛

Bd: الربح الموزع.

وكون PER عبارة عن نسبة بين مقدارين فإن قيمته سوف تتبع طبيعة وقيمة كل من هذين المقدارين، ففيما يتعلق بالبسط الذي هو عبارة عن سعر السهم بالبورصة فإن هناك عدة قيم يمكن أن يأخذها هذا المقدار منها:

- السعر المتوسط لفترة معينة يمكن أن تكون شهر، ثلاثي، سداسي...؛
- سعر 31 ديسمبر من السنة السابقة؛
- آخر سعر معلوم أو أحدث سعر؛
- سعر السهم بتاريخ التقييم.

كذلك فيما يخص المقام المتمثل في ربح السهم الواحد أو الربح بصفة عامة، هناك عدة قيم منها:

- طبيعة الربح المعتمد؛

- الفترة المعنية: السنة الماضية، السنة الجارية، الفترة القادمة.

إذ أن معامل نسبة الربح إلى السعر طريقة تتعلق بالمؤسسات المسعرة في البورصة كون أسهمها تتميز بقيمة سوقية تمكن من تحديد PER، كذلك يمكن استنتاج قيمة PER لمؤسسة غير مسعرة في البورصة وهذا بتطبيق PER المؤسسات المسعرة في البورصة والتي تنتمي لنفس القطاع.

2-2- معامل رسملة التوزيعات:

تعتبر النماذج الكلاسيكية التوزيعات كمتغير محدد في مجال تقييم أسهم المؤسسة¹، لذلك فإن نماذج تقييم الأسهم عن طريق التوزيعات تتركز على مبدأ أن سعر السهم عبارة عن قيمة التدفقات المتعاقبة للتوزيعات التي سوف تتولد عنه محسوبة بقيمتها الحالية وذلك باستعمال معدل المردودية المفروض من طرف المساهمين، وبما أن معامل الرسملة هو عبارة عن مقلوب معدل المردود فإن التقييم عن طريق رسملة التوزيعات سوف يتخذ الصيغة التالية:

$$\dots\dots\dots(4) P_0 = Div \cdot \frac{1}{K_c}$$

حيث:

P₀: السعر البورصي؛

¹ لمزيد من المعلومات انظر: Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P 374-391.

Div: قيمة التوزيع؛

k_c : معدل المكافئة المنتظرة من أصحاب الأموال الخاصة

وعند نمو التوزيعات بمعدل ثابت g على مدى ما لانهاية، تصبح العلاقة على النحو التالي:¹

$$P_0 = Div \cdot \frac{1}{K_c - g} \dots\dots\dots(5)$$

2-3- معامل رسملة قدرة التمويل الذاتي:

يتمثل معامل رسملة قدرة التمويل الذاتي في النسبة التالية:

$$C.C.CAF = \frac{CB}{CAF} \dots\dots\dots(6)$$

حيث:

C.C.CAF: معامل رسملة القدرة على التمويل الذاتي؛

CB: سعر البورصة.

من خلال فكرة قيمة الرسملة وكذا صيغة حسابها يتضح أنها بسيطة من حيث الحساب، وذلك إذا ما توفرت المعلومات الخاصة بكل من معامل الرسملة وكذلك النتيجة المراد رسملتها، ولكن ما يأخذ على هذه الطريقة هو افتراض استمرار المؤسسة في تحقيق نفس المستوى من المردود، التي قد تكون حالة مستبعدة، حيث أنه يمكن للمؤسسة ذات المردود في الوقت الحاضر أن تحقق خسائر متتالية في السنوات اللاحقة. ومن هذا المنطلق فإن الاهتمام سينتقل من فرضية استمرار المؤسسة في تحقيق نفس المستوى من المردود إلى محاولة تقدير المستويات المستقبلية لتدفقات المؤسسة ثم القيام بعملية حساب القيمة الحالية لهذه التدفقات لأجل تحديد قيمة المؤسسة، وهو ما يشكل موضوع الطريقة الموالية.

الفرع الثاني: طريقة القيمة الحالية لتدفقات المؤسسة

حسب هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تتحدد حسب قدرتها على توليد نتائج في المستقبل، وترتكز هذه الطريقة على مبدأ النظرية المالية الذي يقر بأن قيمة أي أصل تتحدد وفقاً للتدفقات التي تتولد عنه في المستقبل، ويمكن التمييز بين عدة أنواع من القيم الناتجة عن تطبيق هذا المبدأ وذلك حسب طبيعة التدفق الذي يتخذ في الغالب شكل التدفق الصافي للخزينة.²

1- مبدأ تحيين التدفقات النقدية:

¹ Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P 522.

² بوشملة زهير، مرجع سابق، ص 135.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

يقوم مبدأ التقييم بالاعتماد على التدفقات المستقبلية للمؤسسة على فكرة أن قيمة الأصل تساوي مجموع القيم الحالية للتدفقات المستقبلية لهذا الأصل، وذلك باستعمال معامل تحيين (i) يعكس المخاطر المرتبطة بهذه التدفقات¹، وتبعاً لهذه الفكرة فإن قيمة المؤسسة سوف تتحدد من خلال العلاقة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{F_t}{(1+i)^t} \quad (7)$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة؛

F_t: التدفق المتوقع الخاص بالسنة (t)؛

t: سنة تحقق التدفق؛

i: معامل التحيين.

حيث أن عملية التحيين تقتضي ضرورة التوقع بالتدفقات المستقبلية للمؤسسة، وكذلك فإن الفترات المعنية بتوقع التدفق المراد تحيينه تمتد إلى ما لا نهاية يجعل من إمكانية التوقع به أمراً صعباً، إلا أن هذا الإشكال قد لا يطرح بنفس الحدة إذا علمنا أنه كلما ابتعدنا عن تاريخ إجراء التحيين فإن القيمة الحالية للتدفق سوف تصغر إلى أن تصبح قيمة يمكن إهمالها وذلك في الآفاق البعيدة.

من أجل تبسيط التحليل يتم تقسيم عمر المؤسسة إلى مرحلتين، المرحلة الأولى على مدى (n) سنة يتم التوقع خلالها بالتدفقات السنوية المستقبلية، أما المرحلة الثانية التي تمتد من السنة (n+1) إلى ما لا نهاية فيتم على مستواها تقدير قيمة تقريبية لمجموع التدفقات الباقية، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة تأخذ الصيغة التالية:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+i)^t} + \frac{VT}{(1+i)^n} \quad (8)$$

في العادة فإن فترة التوقع بالتدفقات السنوية F_t على مدى 10 سنوات، في حين أن المرحلة الثانية فإن تقدير القيمة التقريبية للتدفقات الباقية VT تبدأ من السنة 11 إلى ما لانهاية. كما أن عملية تحديد معامل التحيين المستعمل في حساب القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية يأخذ في الاعتبار عاملين هما²:

- تميز عملية التوقع بالتدفق المستقبلي بعدم اليقين، الأمر الذي يتولد عنه مخاطرة؛
- مطالبة المستثمرين بعلاوة أو مكافئة نظير تحمل المخاطرة.

¹ Armand Dayan, **Manuel de gestion**, éditions : Ellipes, volume 2, Paris, 1999, P 269.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 110.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

وبفعل هذين العاملين فإنه من الضروري أن يكون معامل التحيين أكبر من معدل الفائدة الخالي من المخاطرة وذلك بمقدار علاوة المخاطرة المحتملة، و هنا يطرح إشكال تحديد مقدار هذه العلاوة حيث يعد هذا الأمر من بين أصعب النقاط التي يواجهها المستثمرون والمدراء الماليون على حد سواء، وعادة ما يتم استعمال معدل التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال كمعامل للتحيين، كما قد يتمثل هذا المعامل في معدل المردود المطلوب من طرف المساهمين إذا اقتصر الأمر على تحيين التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين.

2- تقدير حجم التدفق النقدي:

يقصد بالتدفق النقدي كل عملية تعبر عن دفع أو استلام الأموال¹، ومهما كانت التدفقات النقدية سواء كانت داخلة والتي هي عبارة عن عمليات التحصيل أو القبض مثل تسديد الزبائن، القروض البنكية، المساهمون ومساهمات الدولة، أو تدفقات خارجة والتي هي كل عملية تسديدات أو دفع مثل دفع أجور العمال، تسديدات القروض، فإنها تتعلق مباشرة بالخزينة أي أنها تنطلق منها وتعود إليها، وهنا تندمج كل المقبوضات والمدفوعات، وتصنف التدفقات النقدية حسب نشأتها إلى ما يلي:

2-1- التدفقات النقدية الناتجة عن دورة الاستغلال: وهي التدفقات الحقيقية للإيرادات والمصاريف

التي ينتج عنها تدفقات نقدية سواء مقبوضات أو مدفوعات، حيث تنتج الأولى عن عمليات البيع والثانية عن عمليات الشراء والمصاريف.

2-2- التدفقات النقدية خارج الاستغلال: وهي التدفقات الناتجة عن العمليات التي لا ترتبط بنشاط

المؤسسة كالتنازل عن بعض الاستثمارات أو بيع أصل من أصول المؤسسة، وهذه الأخيرة تعتبر كمقبوضات، أما المدفوعات فهي التي ترتبط بعمليات الإستثمار.

يمكن ملاحظة أن هذه التدفقات لا يمكن التحكم فيها على مستوى الخزينة لأنها تدفقات طويلة أو متوسطة الأجل، بينما التدفقات النقدية قصيرة الأجل فهي من التدفقات الضرورية في تسيير الخزينة من حيث تمويلها لتغطية العجز أو توظيف الفائض.

المطلب الثالث: قيمة المؤسسة في النماذج الهجينة

من خلال ما سبق فإنه يمكن تحديد قيمة المؤسسة حسب طريقتين هما: طريقة الذمة المالية التي تعبر عن قيمة المؤسسة من وجهة نظر مكوناتها والتي عادة ما يعبر عنها بقيمة الأصول الحقيقية الصافية، وطرق المردودية التي تعالج قيمة المؤسسة أخذا بعين الاعتبار مختلف التدفقات الممكن إفرزها، وقد تبين لنا عجز هذه الطرق في التعبير عن قيمة المؤسسة عند اعتماد كل على حدا.

¹ Gilbert RIEBOLD, Cash-flow et tableau de financement intégral, édition : d'Organisation, Paris , 1984, P 14.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

ومن أجل تجاوز هذا القصور تم الجمع بين هذين المدخلين عبر مدخل ثالث يضم مجموعة الطرق الهجينة، حيث تمثل طريقة تقييم شهرة المحل المحور الرئيسي الذي تتناوله النماذج الهجينة.

الفرع الأول: شهرة محل المؤسسة (Goodwill)

تختلف النتائج المحققة من مؤسسة إلى أخرى تبعا لاختلاف قطاع النشاط، غير أن ذلك لا يمنع من أن نصادف تفاوتاً مهماً في مردودية المؤسسات التي تستثمر نفس الحجم من الأموال وتنتمي إلى نفس القطاع، والسبب يعود إلى أن النتائج التي حققتها مؤسسة ما لا تتوقف على حجم الأموال الموظفة أو الإمكانيات المادية المتوفرة لديها فحسب، وإنما تمتد لتشمل كذلك عناصر ذات طابع معنوي أثبت الواقع العملي تأثيرها على مردودية المؤسسة، ومن بينها: موقع المؤسسة، كفاءة العاملين، نوعية التسيير... وغيرها. وعلى اعتبار وجود هذه العناصر المعنوية سيجعل مردودية المؤسسة أعلى مقارنة بتلك الممكن تحقيقها في ظل غياب هذه العناصر، فسيكون من المهم تقدير قيمة هذه العناصر وإضافة إلى أصول الصافية المعدلة التي كانت قد أهملتها من قبل ما دامت تساهم إلى جانب باقي الأصول في تحقيق المردودية، وأطلق عليها تسمية شهرة المحل، ولتقييمها توجد طريقتين:

- الطريقة غير المباشرة التي تفترض المرور بالقيمة الكلية للمؤسسة للحصول على قيمة شهرة المحل؛
- الطريقة المباشرة التي تعتمد على فائض الربح في حساب قيمة هذه العناصر.

الفرع الثاني: الطريقة غير المباشرة(*)

سميت هذه الطريقة كذلك لأنها تقوم بحساب القيمة الكلية للمؤسسة أولاً ثم تستنتج قيمة شهرة المحل بعد ذلك، حيث نحصل عليها بحساب الفرق بين القيمة الكلية للمؤسسة وصافي ذمتها المالية. إن هذه الطريقة تعتمد على مفهومين في التعبير عن قيمة صافي الذمة المالية للمؤسسة وهما: قيمة الأصول الصافية المعدلة التي سبق التعرض إليها. الطريقة المعتمدة على قيمة الأصول الصافية تقدر شهرة المحل من خلال المرور بالقيمة الكلية للمؤسسة التي نحصل عليها إما:

- إضافة شهرة المحل GW إلى قيمة المؤسسة المتوصل إليها حسب طريقة الأصول الصافية المعدلة ANCC، أي: $VE = ANCC + GW$
- حساب المتوسط الحسابي لقيمة المردود VR الذي يساوي إلى نسبة الربح المرجعي B إلى معدل الخصم $VR = B/k$ ، K، وقيمة الأصول الصافية المعدلة، ونعبر عن ذلك كما يلي:

$$VE = \frac{ANCC}{2} + VR \dots\dots\dots(9)$$

(*) سميت هذه الطريقة كذلك بطريقة الممارسين Praticiens، وكذلك الطريقة الألمانية Méthode Allemande

ويبدو أن المساواة بين هاتين المعادلتين سيمكننا من الحصول على قيمة شهرة المحل ما يمكن توضيحه كما يلي:

$$GW = VE - ANCC \quad \dots\dots\dots(10)$$

$$\dots\dots\dots(11) \Rightarrow GW = \frac{ANCC + VR}{2} - ANCC$$

$$\dots\dots\dots(12) \Rightarrow GW = \frac{1}{2} (VR - ANCC)$$

الفرع الثالث: الطريقة المباشرة

تقوم الطريقة المباشرة على التقدير المباشر لقيمة شهرة المحل، التي تضاف إلى قيمة الأصول الصافية لأجل الحصول على القيمة الكلية للمؤسسة وتندرج ضمن هذه الطريقة طريقتين رئيسيتين هما:

- طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين؛
- طريقة الانجلوساكسونيين.

1- طريقة الخبراء المحاسبين الأوربيين:

تتطلق هذه الطريقة من المعادلة: $VE = ANCC + GW$ وعلى اعتبار أن $ANCC$ معلومة أمكن الحصول عليها باستعمال صافي مدخل الذمة المالية، فلن يتبقى سوى تحديد قيمة GW لأجل التوصل إلى حساب قيمة المؤسسة، وبما أن مصدر شهرة المحل هو زيادة المردودية المحققة من طرف المؤسسة عن المردودية التي من المفروض أن يحققها رأس المال الإقتصادي، فإن هذا الفرق يكون بمثابة المكون الرئيسي لقيمة شهرة المحل، كما يشكل هذا الفرق الربح السنوي الناتج عن العناصر المعنوية غير المسجلة بدفاتر المؤسسة.

1-1- تقدير الربح السنوي الإضافي:

يسمى الفرق بين مستوى المردودية المحقق والمنتظر بالربح الإضافي، وهو عبارة عن الفرق بين النتيجة الفعلية ونتيجة نظرية يتم حسابها على أساس حجم أصول مرجعي وكذا على أساس معدل عائد معين من جهة أخرى¹.

$$\text{الربح الإضافي} = \text{النتيجة الفعلية} - (\text{قيمة صافي الأصول المحاسبية المعدلة} \times i)$$

حيث:

i : معدل العائد الذي يقيس النتيجة العادية للأصول الصافية للمؤسسة.

¹ بوشملة زهير، مرجع سابق، ص 150.

الفصل الأول — الإطار النظري العام لمالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

ولتحديد طبيعة هذا المعدل فإنه يوجد إختلاف بشأنه، حيث هناك من يعتبره معدل العائد على السندات الحكومية، في حين أن آخرون يعتبرون أنه عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة، أما البعض الآخر فيقولون بأنه يعبر عن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

1-2- تقدير شهرة المحل:

يتم تقدير قيمة شهرة المحل بحساب القيمة الحالية للأرباح الإضافية المستقبلية، وذلك على مدى فترة زمنية محدودة نفترض من خلالها أن المؤسسة سوف تستمر في تحقيق نفس الحجم من الربح الإضافي، و تعطى صيغة القيمة الحالية للأرباح الإضافية كما يلي:

$$GW = SP \frac{1 - (1 + i')^{-n}}{i'} \quad (13)$$

حيث:

GW: قيمة شهرة المحل؛

SP: الربح الإضافي؛

I': معامل القيمة الحالية؛

N: مدة التحيين.

وبعد تقدير قيمة GW يمكن التعويض في المعادلة أعلاه للوصول إلى قيمة المؤسسة.

2- طريقة الانجلوساكسونيين:

تقترب طريقة الانجلوساكسونيين من الطريقة السابقة، وذلك من خلال اعتمادها على نفس الخطوات تحديد قيمة المؤسسة، من خلال تحديد قيمة شهرة المحل ثم إضافة هذه القيمة إلى قيمة صافي الأصول المحاسبية المعدلة.

ولكن الاختلاف بين الطريقتين يكمن في كيفية تحديد قيمة شهرة المحل، حيث لا تقوم هذه الطريقة على افتراض ثبات الأرباح الإضافية على مدى فترة محددة، وإنما تفترض أن المؤسسة سوف تستمر في تحقيق أرباح إضافية متساوية على مدى فترة زمنية غير محددة. لذلك فإن صيغة شهرة المحل حسب هذه الطريقة تكون كما يلي:

$$GW = \frac{SP}{i'} \quad (14)$$

بصفة عامة: فإن مختلف الطرق الهجينة المقدمة حاولت تجاوز النقص في مدخلي الذمة المالية وقيمة المردود، حيث أنها تعتمد على تقدير ما هو موجود من الأصول والخصوم، إضافة إلى أنها تأخذ في الاعتبار العوائد الإضافية التي ستحققها هذه الأصول وأصول معنوية أخرى.

خلاصة الفصل الأول

تعتبر الإدارة المالية من بين العلوم الإدارية الأكثر تطورا في الوقت الحالي، حيث تعنى باتخاذ القرارات المالية التي تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة هذا الهدف الذي أصبح هو المسيطر في الأدبيات المالية الحديثة بسبب تطور أشكال المؤسسات وانفصال الملكية عن التسيير، وبلوغ هذا الهدف على أحسن وجه لابد عليها من احترام مجموعة من القيود التي تنشأ بفعل المتغيرات المحيطة المالي ويكون ذلك من خلال استقراء العديد من المؤشرات التي تخص المنظومة الاقتصادية والسياسية والتشريعية.

فالإدارة المالية من خلال سعيها لتحقيق هدف التعظيم فإنها تسترشد في ذلك بأهداف بسيطة تتمثل في أهداف وأولويات السياسة التمويلية التي تعتبر الإطار المرجعي للقرارات المالية، كما أن السياسة التمويلية تطورت بفعل الاكتشافات المالية عبر الزمن، ففي الاقتصاديات المتطورة نجد أشباه الأموال التي توفر إمكانية تمويل المؤسسة مع تخفيض في المخاطر الناجمة عن ذلك.

كما تطرقنا في هذا الفصل إلى قيمة المؤسسة التي تتميز بصعوبة التقدير نظرا لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة في حد ذاتها، وكذلك تعدد المداخل منها المدخل المحاسبي الذي يعتمد في تقديرها على المعلومات التي توفرها ميزانية المؤسسة، في حين أن المدخل الديناميكي الذي يقر بأن قيمة المؤسسة تتحدد بما تولده من تدفقات نقدية مستقبلية، وعلى اعتبار أن المؤسسة عبارة عن مجموعة من العناصر المادية والمعنوية ظهر المدخل الهجين الذي يقدم تقديرا لقيمة المؤسسة بالاعتماد على قيمة الأصول المعنوية وقدرتها الإيرادية.

ومن خلال هذا الفصل يمكن القول أنه إضافة إلى تعدد مداخل تقدير قيمة المؤسسة نجد أن هناك

متغيرات تؤثر في هذه القيمة تتمثل في القرارات المالية.

الفصل الثاني

محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

إن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف جوهرى للإدارة المالية يعتبر نتيجة لقرارات مالية استثمارية كانت أم

تمويلية أم تلك الخاصة بتوزيع الأرباح، ففي هذا الصدد يقع على عاتق الإدارة المالية القيام بما يلي:

- الاستثمار في المشاريع التي يكون فيها معدل العائد أكبر من معدل العائد المطلوب؛

- اختيار المزيح التمويلي الذي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة؛

- توزيع الأرباح أو احتجازها.

من جهة أخرى طرحت إشكالية تأثير السوق على تقدير حجم العائد في ظل المخاطر التي تتعرض

لها المؤسسة باعتبار أنهما العنصرين المحددين لهذه القيمة الناتجين عن القرارات المالية، حيث أن العائد

يزداد بزيادة المخاطر في ظل كفاءة السوق.

وقد ارتأينا التطرق في هذا الفصل من خلال المبحث الأول إلى الهيكل المالي وعلاقته بقيمة

المؤسسة، وفي المبحث الثاني إلى سياسة التوزيع وقيمة المؤسسة، أما المبحث الثالث فنتناول فيه قيمة

المؤسسة في ظل كفاءة السوق.

المبحث الأول: علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة

تعتبر العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة التي يدور جدل حولها بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية، يعتبر هذا الجدل المدخل لتفسير قرارات التمويل بالمؤسسة، حيث أن كل نظريات الهيكل المالي حاولت تفسير كيفية تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

بغرض الإلمام بجوانب الموضوع المختلفة، سيتم في هذا المبحث التطرق في المطلب الأول إلى الهيكل المالي وخصائصه ومحدداته، ثم في المطلب الثاني إلى محاولة عرض مختلف الآراء التقليدية المفسرة لعلاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، وفي المطلب الأخير سوف نورد بعض النظريات الحديثة وإسهاماتها في الموضوع محل البحث.

المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة

إن اختيار المؤسسة لمصدر تمويل تتعلق أساساً بهيكل مالي مناسب يحافظ على توازن واستقرار في السياسة التمويلية للمؤسسة باعتبارها الإطار العام والمرجعي، فمحاولة فهم أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة يستدعي أولاً الإلمام ببعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بطبيعة الهيكل المالي في حد ذاته وكذا الخصائص المميزة للعناصر المكونة له.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

يطلق مصطلح الهيكل المالي على الطريقة التي يتم بها تمويل أصول الشركة، وعادة ما يوجد الهيكل المالي في الجهة اليسرى من الميزانية، أما مصطلح هيكل رأس المال فيشير إلى التمويل الدائم المتمثل في أموال الملكية والقروض طويلة الأجل¹. إن هيكلاً رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمؤسسة يحتوي مختلف مصادر الأموال طويلة الأجل²، أي استبعاد كافة القروض قصيرة الأجل التي تستخدم عادة في تمويل العمليات الجارية.

ويقع على عاتق الإدارة المالية بالمؤسسة مهمة تحقيق مزيج من الأموال تمثل الهيكل المالي الذي يتمشى والاحتياجات المالية للمؤسسة بأفضل الشروط وأقل التكاليف.

¹ أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 56.

² تستخدم عبارة "مصادر الأموال طويلة الأجل" خلال هذا البحث لتدل على المصادر التي تفوق فترة استحقاقها السنة الواحدة.

الفرع الثاني: خصائص الهيكل المالي

تختلف طبيعة المصادر المالية المتاحة باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة، فمؤسسات القطاع الخاص تكون لديها مرونة عند التوليف بين المصادر المتعددة المتاحة، ومؤسسات القطاع العام التي تكون عادة مقيدة في ذلك، فالمؤسسة من خلال سعيها لتحديد هيكل مالي مناسب يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة وكذلك يحقق نمو وتوسع في المستقبل عليها أن تراعي الخصائص التي من أهمها ما يلي:¹

1- الربحية:

بمعنى أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون، على أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة للحد من الآثار السلبية للمخاطر المالية.

2- السيولة:

وتعني أن لا يتم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي سواء الفني أو الحقيقي (*).

3- المرونة:

ينبغي على الهيكل المالي أن يتميز بالقدرة على تعديل مصادر الأموال، أي إنه يتيح للمؤسسة التصرف في المواقف المتغيرة والتكيف معها، مع مراعاة الحصول على الاحتياجات بأقل تكلفة.

4- الرقابة:

بمعنى أن يحتوي هيكل التمويل على أفضل الشروط التي تحد من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة، أي خطر فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة.

5- التحفظ:

أي المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الارتباك المالي بحيث لا ينبغي الاقتصار على تدعيم القدرة على الاقتراض فحسب، بل يمتد إلى العمل على توليد تدفقات نقدية التي من خلالها يتم الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض.

وتشير هنا إلى أنه يمكن أن تزداد الأهمية النسبية لأحد العناصر السابقة وفقاً للظروف المحيطة بالمؤسسة، أي أنه لا يوجد هيكل تمويلي صالح لجميع المؤسسات، وحتى لمؤسسة واحدة طوال حياتها، بل ينبغي أن يتميز بالمرونة حتى تسهل عملية تكيفه مع أي ظرف يطرأ على المؤسسة ومحيطها.

¹ مليكة زغيب، مرجع سابق، ص 138-139

○ العسر المالي الفني هو قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في حال إعطائها الوقت الكافي للتصرف وهذا بعد بلوغ آجال استحقاق هذه الالتزامات، منتهجة في ذلك العديد من السياسات كإعادة ترتيب الأصول والاستغناء عن بعضها، أما العسر المالي الحقيقي وهو الحالة التي لا تستطيع المؤسسة الوفاء بالتزاماتها حتى ولو أعطيت الوقت الكافي.

الفرع الثالث: محددات الهيكل المالي

من خلال سعي المؤسسة إلى تبني هيكل مالي مناسب فإن هناك العديد من الضوابط والمحددات التي تتحكم في مكوناته، سنحاول استعراض أهم المحددات تم التطرق إليها من طرف الباحثين في مجال الإدارة المالية، والتي يمكن لها أن تحكم المدى الذي يمكن للمؤسسة أن تعتمد فيه على القروض في هيكلها المالي لما يتمتع به هذا المصدر من خصوصية تميزه عن باقي مصادر التمويل، كونه يمارس تأثيرا مباشرا على عوائد المؤسسة ومخاطرها، وهذه العوامل هي كما يلي:

1- حجم المؤسسة:

تشير بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض بالهيكل المالي¹. وحسب نموذج "هاري ورافيف" (Harris & Reviv) فإن المؤسسات التي لها قيمة تصفوية كبيرة بسبب حجم أصولها المادية لها معدلات اقتراض مرتفعة وقيمة سوقية مرتفعة أيضا²، إذن فإن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرة المؤسسة على الاقتراض أو الاعتماد على التمويل الذاتي أو إصدار أسهم جديدة، فالمؤسسات ذات الأحجام الكبيرة تتميز أنشطتها بقدر معين من التنوع مما يقلل لديها من مخاطر الإخفاق على عكس المؤسسات الصغيرة.

2- هيكل الأصول (الضمانات):

إن هيكل أصول المؤسسة يعبر عن طبيعة موجوداتها الذي يؤثر بأنماط مختلفة على قرار اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها، حيث أن المؤسسات التي تكون لديها نسبة معتبرة من الأصول الثابتة فإنها تميل إلى استخدام القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة ضمن هيكلها المالي، بينما المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من أصول متداولة تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل³. إن الاقتصادي "ويليامسون" (Williamson) في مقال له سنة 1988⁴ أكد أن اختيار أسلوب التمويل يعتمد بشكل كبير على درجة قابلية بيع الأصول دون خسائر معتبرة، ومنه فإن كل أصل يتمتع بقابلية تسويقية كبيرة أمكن تمويله عن طريق القروض، ويقترح "ويليامسون" أسلوب تمويل مختلط (الاعتماد على القروض كأداة طبيعية للتمويل، في حين أن الأموال الخاصة تبقى كحل أخير)، حيث أنه إذا تعارضت بنود عقد الاقتراض مع هدف تعظيم قيمة المؤسسة يمكن للإدارة المالية بالمؤسسة الاستغناء عن القروض والاعتماد على الأموال الخاصة مؤقتا.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 625.

² Alain Capiet, *éléments de gestion financières*, 4^{ème} éditions : Masson, Paris, 1995, P 161.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 268-269.

⁴ Alain Capiet, Op.cit, P 163.

3- طبيعة القطاع:

يمكن لطبيعة القطاع أن تؤثر على الاقتراض بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن المؤسسات التي تقوم بنفس النشاط تواجه نفس المحيط الإقتصادي والتكنولوجي، فتكون لديها مستويات متقاربة من الاستدانة، في حين تختلف هذه المستويات ما بين القطاعات.

4- معدل نمو المؤسسة:

كشفت أغلب الدراسات على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة والاقتراض، حيث تتفق كل من نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة على وجود هذه العلاقة العكسية، بينما تخالف نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل هذه الفرضية¹.

ففي إطار نظرية تكلفة الإفلاس وأمام وجود إمكانية للنمو يتوقع عزوف المؤسسة على اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون معدومة في حالة التصفية، أما فيما يتعلق بنظرية الوكالة، وفي حالة وجود تناقض بين مصالح المساهمين والمدراء فإن اختيار نمط التمويل يتأثر بالنمو، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل، بالمقابل في ظل غياب إمكانية النمو يصبح الاقتراض المجددي وذلك لدوره في تهذيب سلوك المدراء.

5- الوفورات الضريبية البديلة:

هي المنافع التي حققتها المؤسسة من غير الفوائد على القروض كالوفورات الضريبية لأقساط الاهتلاك والإعفاءات الضريبية المقدمة بغرض تشجيع الاستثمار، حيث أن المؤسسات ذات الوفورات الضريبية المرتفعة مقارنة مع دخلها تلجأ إلى الاقتراض بشكل قليل مقارنة مع المؤسسات المشابهة، حيث أن قيام المؤسسة بالاقتراض لتمويل استثماراتها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة لتمويل هذه الاستثمارات وذلك لطرح الفوائد على القروض من دخل المؤسسة قبل الضرائب.

6- مخاطر التشغيل:

تشير مخاطر التشغيل إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة، وتنشأ هذه المخاطر بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيرات هذا الأداء، والمتمثلة في السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين وتغير في ظروف المنافسة، فقد أوضحت العديد من الدراسات تأثر نسبة الاقتراض بمخاطر الأعمال التي تزيد من درجة التقلب في الدخل مما يحد من قدرة المؤسسة على خدمة الدين.

7- المرودية:

¹ يوسف قريشي، سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005، ص 64.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

إن تأثير عنصر المردودية يستمد مفهومه من مفهوم الرفع المالي، ويسمح أثر الرفع المالي بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على مردوديتها المالية، يعتقد "بريجهام" (Brigham) أن مردودية المؤسسة تؤثر على الهيكل المالي، لأنه كلما زادت هذه المردودية كلما تمتعت المؤسسة بمرونة أكبر في تغطية التزاماتها المالية¹.

8- سلوك المقرضين:

لا يمكن تجاهل سلوك المقرضين ودورهم في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، ففي أغلب الحالات فإن المؤسسة تناقش تركيبة أموالها مع المقرضين وتعطي أهمية بالغة لأرائهم. ولقد أشار نموذج "جونسون و ماكلينج" (Jensen & Mackling) إلى النزاع القائم بين المساهمين وأصحاب السندات، فحسب هذا النموذج فإن الاقتراض قد يدفع بالمؤسسة للاستثمار بطريقة غير عقلانية وأكثر خطورة، وحتى يتمكن أصحاب السندات من كبح حرية تصرف المساهمين في أصول المؤسسة فإنهم يضعون قيودا ونظاما للرقابة على أعمال مسيري المؤسسة².

وعليه على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم الهيكل المالي آخذة في الاعتبار العناصر المكونة له، كما ينبغي عليها الالتزام بهذا الهيكل المالي قدر الإمكان إذ أنه يكون من المتوقع اختيار الهيكل المالي الذي يساهم في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي

ظهرت عدة مداخل لدراسة علاقة الهيكل المالي بالقيمة المؤسسة منها التقليدية والحديثة محاولة الإجابة فيما إذا كان يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة؟ وسنحاول عرض أهم هذه المداخل فيما يلي:

الفرع الأول: مدخل دافيد دوران (DAVID DURAND)

في سنة 1952 اقترح "دافيد دوران" وجهتا نظر على طرفي النقيض فيما يتعلق بتأثير الرافعة المالية على قيمة المؤسسة وهما: أسلوب صافي الربح (NI)^(*)، وأسلوب صافي ربح العمليات (NOI)^(*) كما يلي:

1- مدخل صافي الربح:

يهدف مدخل صافي الربح أساسا إلى توضيح أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على كل من معدل تكلفة القروض ومعدل تكلفة حق الملكية¹، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على

¹ ملكية زغيب، مرجع سابق، ص 146.

² لمزيد من المعلومات انظر: Alain Capier, Op.cit, P 160

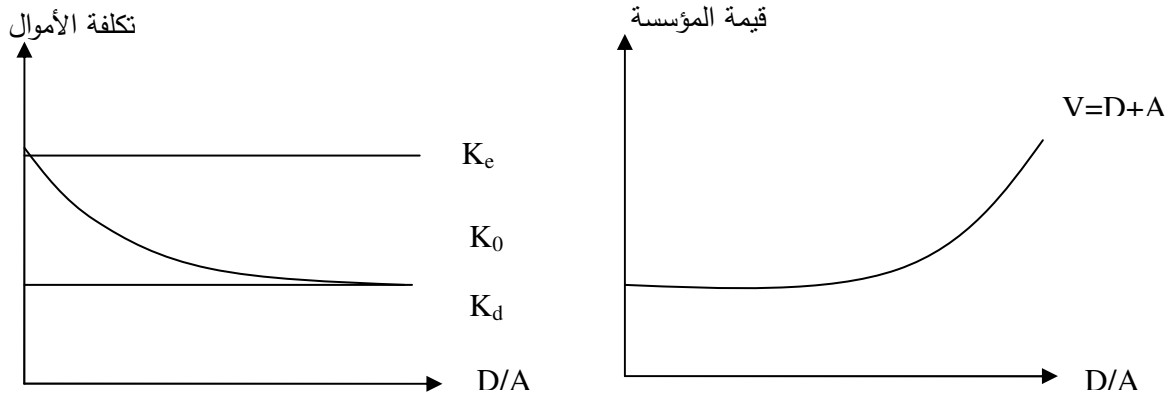
° NI : NET INCOME

° NOI : NET OPERATING INCOME

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

السندات لن يتغير بتغير نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وبما أن تكلفة الاقتراض هي أقل من تكلفة الأسهم العادية فإن زيادة نسبة القروض سيعمل على تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ويرفع من قيمة المؤسسة بالتبعية، وفق هذا المدخل فإن من مصلحة المؤسسة أن يحوي هيكلها المالي على أكبر نسبة من القروض حتى ولو وصلت إلى 100 %.

الشكل (2-1): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة الاقتراض حسب مدخل صافي الربح



Source : James Van-Horn, **Gestion et politique financière**, tome 1, Dunod, Paris, 1972, P 154

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز الدالتا للطباعة، الإسكندرية، 1998. 180 ص

- إن أهم ما يعاب على مدخل صافي الربح NI افتراضه المتعلق بثبات كل من تكلفة السندات K_d وتكلفة الأسهم العادية K_e عندما يرتفع مستوى اقتراض المؤسسة.
- كما أن هذا المدخل لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المالية للمؤسسة من وجهة نظر المستثمرين والتي تنجم عن ارتفاع نسبة القروض في هيكلها المالي.

2- مدخل صافي ربح العمليات:

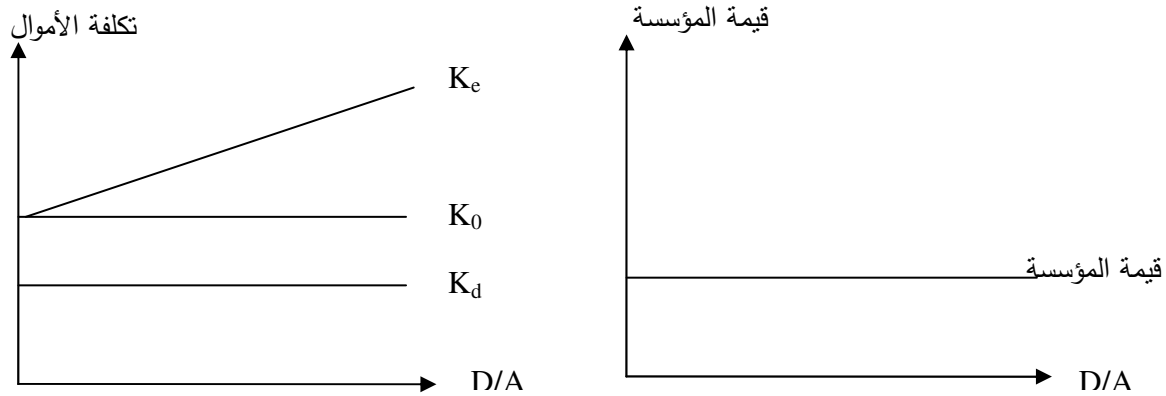
إن الهدف الأساسي من هذا المدخل هو إظهار أنه لا أثر لزيادة الرافعة المالية على معدل تكلفة القروض، فيفترض أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير حجم اقتراض المؤسسة، أما تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع بشكل خطي تبعاً لارتفاع نسبة القروض بسبب زيادة المخاطر المالية.

وبالتالي فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة التي تنجم عن زيادة نسبة القروض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة زيادة الاعتماد على القروض المنخفضة التكلفة.

¹ محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 382-406.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

الشكل (2-2): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة القروض حسب مدخل صافي ربح العمليات



Source : James Van-Horn, Op.cit, P 154

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال
185. مصادر التمويل، مرجع سابق، ص

- حسب نظرية صافي ربح العمليات فإن كيفية تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأموال الخاصة والديون لا أهمية لها، حيث أن قيمة المؤسسة تظل ثابتة في كل الأحوال.
- إن من بين الانتقادات التي وجهت لمدخل صافي ربح العمليات هو إهماله للمخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها المقرضون بسبب زيادة نسبة القروض، أي لا أثر للرافعة المالية على التكلفة المتوسطة المرجحة أو على قيمة المؤسسة، مما يعني أن القرارات المالية المتعلقة بتغيير الهيكل المالي لا أهمية لها، ولعل ذلك ما دفع أصحاب الفكر التقليدي إلى الاعتقاد بوجود الهيكل المالي المثالي.

الفرع الثاني: المدخل التقليدي

يفترض الاتجاه التقليدي أن هناك هيكل أمثل للتمويل، إذ يمكن للمؤسسة من خلال تحديد معدل للاقتراض أن تخفض تكلفة الأموال وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة إلى أقصى حد، فمع زيادة نسبة الاقتراض ذات التكلفة المنخفضة سيرتفع معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين سواء كانوا دائنين أو ملاكا حاليين أو محتملين بسبب ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه، إلا أن التكلفة تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي¹. وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاقتراض ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة إلا أنها لا تزال مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال.

ورغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة K_e بزيادة نسبة الاقتراض فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض، لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة²، ويستمر هذا الانخفاض التدريجي

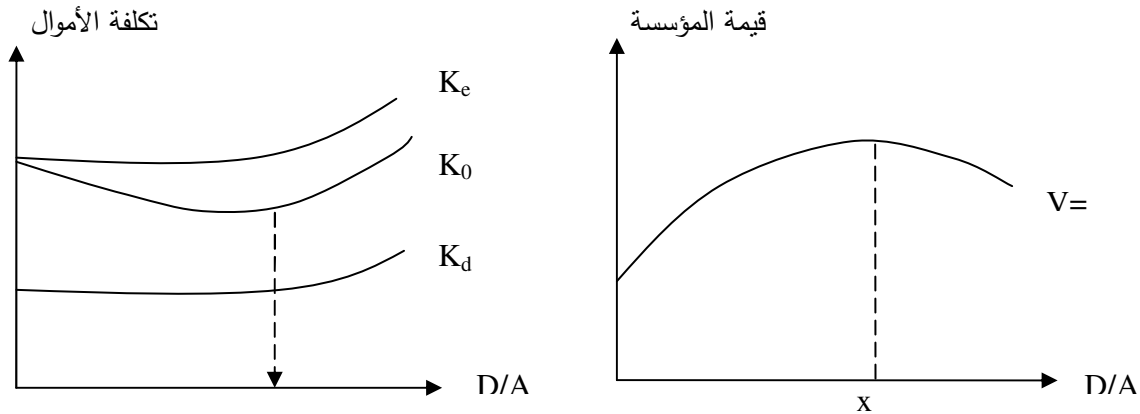
¹ James Van-Horn, Op.cit, P 158.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز الدالتا للطباعة، الإسكندرية، 1998، ص 187.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

في تكلفة الأموال حتى تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين (X) حيث تصل قيمة المؤسسة إلى أقصى حد، ثم تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع التدريجي من جديد بسبب ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات أكبر تفوق الوفورات الضريبية المحققة من استعمال القروض في التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض قيمة المؤسسة بالتبعية.

الشكل (2-3): تكلفة الأموال بدلالة نسبة القروض حسب المدخل التقليدي



Source : James Van-Horn, Op.cit, P 177

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال
187. مصادر التمويل، مرجع سابق، ص

من خلال ما سبق فإن المدخل التقليدي يؤيد فكرة وجود هيكل مالي مثالي عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها، وبعد هذه النقطة تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون لأن المؤسسة قد تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة.

الفرع الثالث: مدخل مودقلياني وميلر (Modigliani & Miller)

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى سنة 1958 حيث تعرض التقليديون إلى انتقاد من طرف كل من العالمين "مودقلياني وميلر" (M & M)¹، حيث استبعدا فكرة الهيكل المالي المثالي وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال ومن ثم على قيمة المؤسسة، ويقوم تحليلهما على الافتراضات التالية:²

- عدم وجود ضرائب سواء على الأفراد أو الشركات؛
- يمكن تغيير نسبة الديون إلى أموال الملكية دون تغيير حجم الأموال المستثمرة؛
- ثبات معدلات النمو، وبالتالي تأخذ التدفقات النقدية شكل دفعات؛
- إمكانية الاقتراض سواء للأفراد أو الشركات وفق معدل فائدة خالي من المخاطر أيًا كان حجم الأموال المقترضة؛

¹ جرى العرف في الأدبيات المالية أن يرمز لهذين العالمين بـ M & M وهو الرمز الذي نستخدمه في هذا البحث.

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 507.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

- تماثل التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين، سواء بالنسبة لإيرادات أو مخاطر المشروع؛

- يمكن تصنيف المؤسسات في مجموعات متماثلة من حيث العائد أو المخاطرة؛

- سوق رأس المال هو سوق كامل تتوافر فيه كافة المعلومات من ناحية، وتسود فيه الأسعار العادلة.

1- حالة غياب الضرائب:

حسب العالمين فإنه في محيط خال من الضرائب لا يوجد هيكل أمثل، بحيث لا يؤدي تغيير هذا الأخير إلى تغير مردودية الأصول، بل يؤثر فقط على توزيع النتيجة بين المساهمين والدائنين، كما ليس له أي تأثير على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة.

فنبات تكلفة الأموال بالمؤسسة يعني أن هذه التكلفة مستقلة تماما عن الهيكل المالي، والسبب أن هذا المدخل يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتوقف على استثماراتها (قرار الإستثمار) والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الاستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على قيمة المؤسسة، والتي يمكن تحديدها وفق العلاقة التالية:

$$V_i = \frac{y_i}{ka_i} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

y_i : معدل العائد على الاستثمار؛

ka_i : تكلفة الأموال الثابتة؛

v_i : قيمة المؤسسة.

وبالتالي إذا كان هناك مؤسستين متماثلتين في كل شيء ماعدا تركيبة الهيكل المالي لهما، فالمؤسسة الأولى ممولة كلياً بواسطة الأموال الخاصة، بينما الثانية ممولة بواسطة الديون والأموال الخاصة، وأن كلا المؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطر فإن قيمتهما متساويتان وإذا حدث أن ارتفعت قيمة أحدهما فإن عملية المراجعة* كفيلاً بإعادة التوازن بين المؤسستين¹.

- إن من بين الانتقادات الموجهة لنظرية (M & M) انصببت بالأساس حول الفرضيات التي قامت عليها هذه النظرية خاصة منها افتراضات السوق الكامل وآلية المراجعة في السوق.

- كما أنها أهملت نهائياً الزاوية المالية والمخاطر الناتجة عن الإفراط في الديون كمصدر تمويل للمؤسسة.

* المراجعة هي الآلية التي تسمح للمستثمر في السوق المالي بتحقيق أرباح فورية دون تغير المخاطر الكلية لتوظيفاته، وذلك بالاستفادة من الاختلال غير المبرر للأسعار، كما يستعمل في هذا الصدد مصطلحي التحكيم أو الموازنة كترجمة للمصطلح الفرنسي arbitrage.

¹ James Van-Horn, Op.cit, P 160.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

إن التحليل علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة في ظل افتراضات السوق الكامل لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل حول وجود هذه العلاقة من عدمها، الأمر الذي تطلب المزيد من الجهود في ظل افتراضات واقعية أهمها وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات.

2- حالة وجود الضرائب:

في ظل الأسواق غير الكاملة لرأس المال^(*) قدم "مودقلياني و ميلر" (M & M) تحليلاً أثبتنا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على الأموال الخاصة بالإضافة إلى الوفورات الضريبية الناتجة عن الافتراض وفق المعادلة التالية:

$$V_t = V_u + TD \quad \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

V_t : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة؛

V_u : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة؛

TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الافتراض.

و بما أن الوفورات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل المؤسسة،

فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقاً للمعادلة التالية:

$$TD = \frac{Kd \times D \times t}{Kd} \quad \dots\dots\dots(3)$$

حيث:

t: معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

Kd: تكلفة الاقتراض؛

D: القيمة السوقية للقروض.

وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة، وفي هذه

الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن¹.

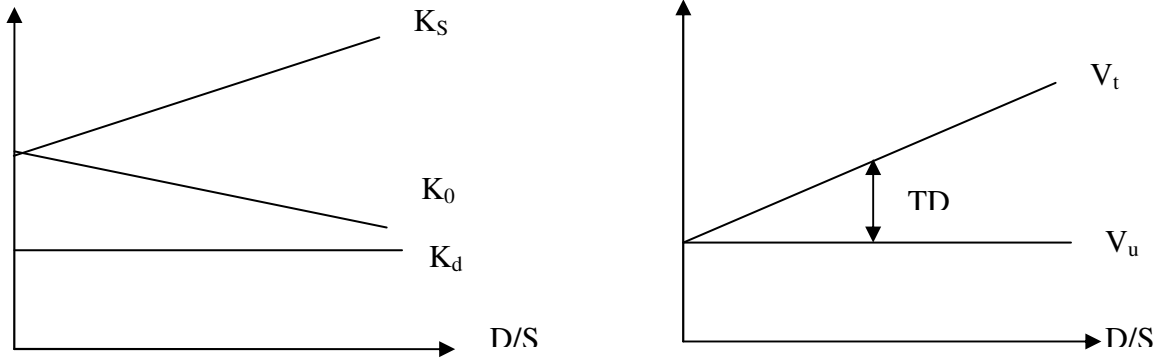
الشكل (2-4): قيمة المؤسسة في حالة وجود ضرائب

تكلفة الأموال

قيمة المؤسسة

^١ الأسواق غير الكاملة لرأس المال هي التي يتم فيها إدخال بعض المتغيرات كالضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وعدم تماثل المعلومات، كذلك دحض الفرض القائم على التأكد التام المرتبط بتوقعات المستثمرين في السوق.

¹ James Van-Horn, Op.cit, P 165.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 242.

و يؤكد (M & M) على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين.

مما سبق يمكن تقديم العديد من الانتقادات لنموذج (M & M) كما يلي:

- بساطة النموذج لدرجة عدم أخذه في الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي تحد من قدرة المستثمر على تنفيذ المراجعة؛
- افتراض عدم وجود تكلفة للإفلاس لا أساس له، ففي حالة احتمال حدوث إفلاس فإن المؤسسة الممولة بالقروض تكون أقل جاذبية للمستثمر؛
- عدم واقعية افتراض أن الرافعة المالية هي المؤثر الوحيد في تكلفة الأموال نظرا لوجود متغيرات أخرى أهمها هيكل الاستثمارات.

المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

ينجر على اعتماد المؤسسة على الاقتراض آثار ايجابية تتمثل في الاستفادة من الوفورات الضريبية، ولكن في المقابل تتولد مخاطر من شأنها الرفع من تكلفة الأموال، حيث نجد أن أطروحة "مودقلياني وميلر" تجاهلت عدة متغيرات أخرى تدخل في تحديد الهيكل المالي الأمثل، فظهرت عدة تفسيرات أخرى. في حالة التصفية قد يكون المقرضون أقل تأثرا من المساهمين إلا أنهم ليسوا متأكدين تماما من إمكانية استرجاع كل أموالهم على الأقل في الآجال المتفق عليها.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

من جانب آخر يمكن للمساهمين أن تكون لهم مصلحة في تمويل مشاريعهم عالية الخطورة عن طريق الديون من أجل تحميل المقرضين نسبة من المخاطر التي يتعرضون لها، وهو ما يدفع المقرضين في هذه الحالة إلى طلب ضمانات وكذا إلى رفع المعدلات التي يطالبون بها على قروضهم.

الفرع الأول: نظرية تكاليف الإفلاس

عند بلوغ المؤسسة مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمرًا واردًا 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 طويلة¹. أي يضاف للتكاليف المباشرة كل التكاليف غير المباشرة التي تسبق التصفية القانونية للمؤسسة من تكاليف ناتجة عن التراجع الذي قد يسجل في نشاط المؤسسة 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 والمقرضون.

كما يضيف "لitzenberger" أن التكاليف غير المباشرة للإفلاس تنقسم بدورها إلى نوعين هما:²

- التكاليف الخاصة التي تُحْمَل للمستثمرين أي الملاك والدائنين؛
- التكاليف الاجتماعية التي تحمل للعملاء.

إذا اعتبرنا أن $V_a(F)$ هي القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس، فإن قيمة المؤسسة المقترضة تتحدد وفق الصيغة التالية:

$$V_t = V_u + TD - V_a(F) \quad (4)$$

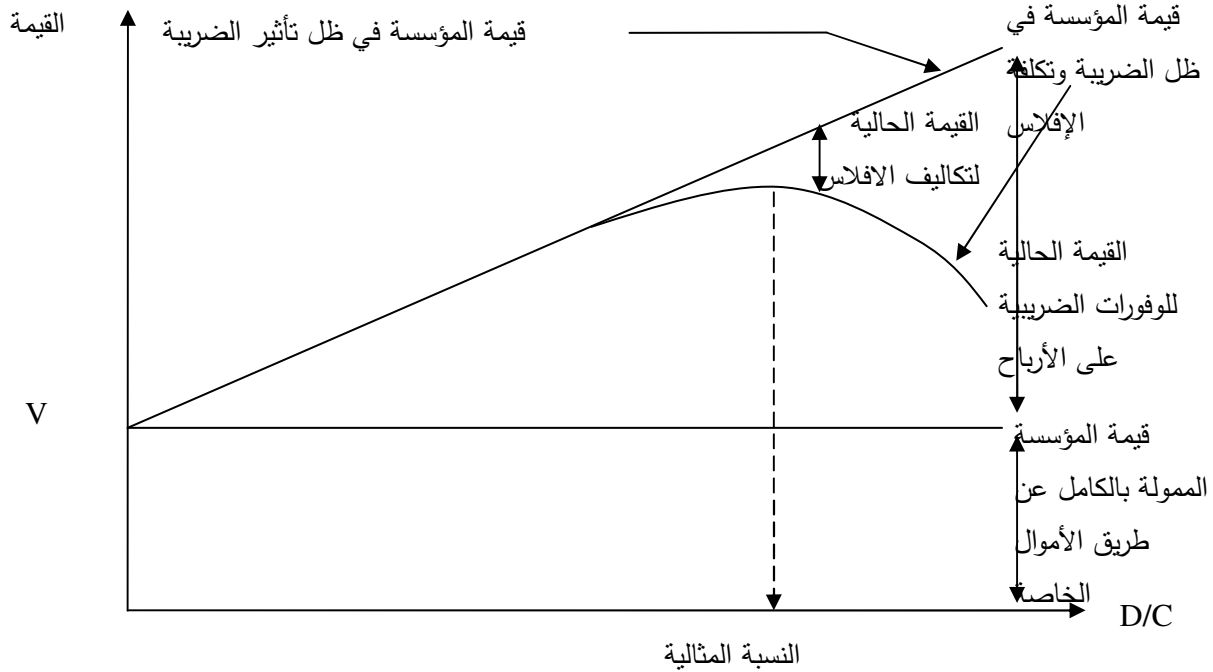
أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرًا عكسيًا على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، أي تتحد نسبة الاقتراض المثالية عند هذه النقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

¹ Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, *gestion financière de l'entreprise*, 11^{ème} édition : DALLOZ, Paris, 1997, P 820.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 249-250.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

الشكل (2-5): تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة في ظل الضريبة و تكلفة الإفلاس



Source : Gérard Charreaux, *Gestion financière*, Litec, Paris, 1996, P 215.

من الشكل السابق يتبين أن زيادة النسبة القروض إلى الأموال الخاصة حدًا معينًا تؤدي إلى ظهور مخاطر تكلفة الإفلاس والتي تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال نتيجة الرفع من معدلات العائد المطلوبة من قبل الملاك والدائنين ومنه انخفاض قيمة المؤسسة، حيث لا يصبح المنحنى الممثل لهذه القيمة ينطبق على ذلك المتعلق بتأثير الضريبة فحسب، بل إن تكاليف الإفلاس ستسحب هذا المنحنى نحو الأسفل وذلك بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس $V_a(F)$ ، و بدلا أن يتحقق الهيكل المالي عند الاستدانة الكاملة فإنه عند إدراج تكاليف الإفلاس في التحليل يتضح أن النسبة المثلى للاقتراض التي تكون عندها أقصى قيمة للمؤسسة تتحقق بين ميزات الاستدانة (الوفورات الضريبية) وتكاليفها (تكاليف الإفلاس).

الفرع الثاني: نظرية تكاليف الوكالة

تقدم نظرية الوكالة لكل من "جونسن وماكلينج" (Jenson & Meckling) تحليلاً للعلاقات القائمة بين مختلف الفئات المكونة للمؤسسة¹، كما تشير هذه النظرية إلى أن المؤسسة عبارة عن مجموعة من العقود بين الملاك والإدارة حيث يسعى كل فريق إلى تحقيق أهدافه الذاتية. وبما أن الإدارة تعد وكيلاً على تسيير المؤسسة فإنها ومراعاة لمصالح موكلها تسعى إلى تحقيق أهدافهم من خلال تعظيم ثرواتهم، فقد يحدث أن تحيد هذه الإدارة عن هذه المهمة وتتصرف إلى إشباع مصالحها

¹ Alain Capier, Op.cit, P 159.

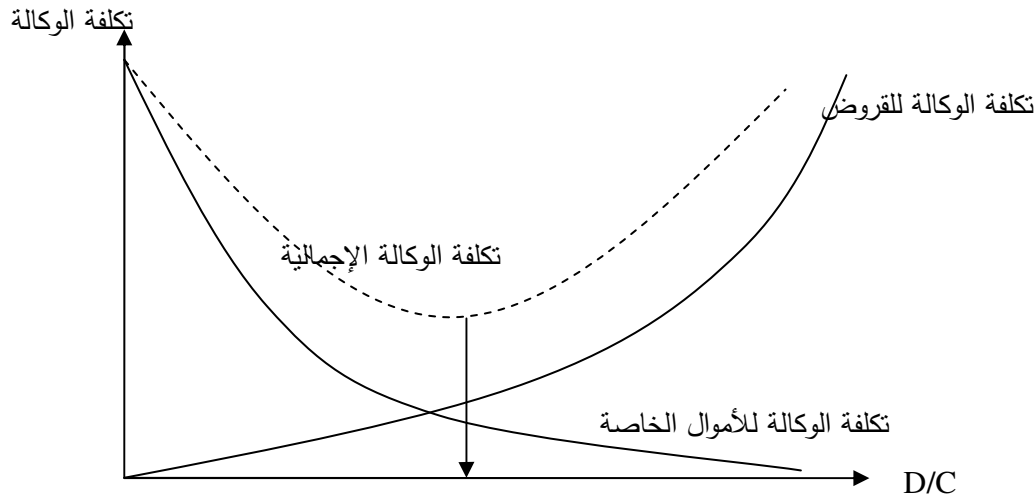
الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

الخاصة على حساب الملاك، وبفعل هذه الوضعية تنشأ تكاليف الوكالة التي تعبر عن التكاليف التي يتحملها الملاك لأجل التحقق من خدمة الإدارة لمصالحهم يطلق عليها تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.

كذلك بالنسبة للمصاريف الإضافية الواجب دفعها من طرف المقرضين من أجل متابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو عن طريق وكيل عنهم، للتأكد من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد الذي ينص على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة أو إجراء توزيعات أو رفع مرتبات المديرين، فينجر على هذا أن يقوم المقرضون برفع معدل الفائدة على القروض لتغطية التكاليف التي يتحملونها فيطلق عليها تكلفة الوكالة للقروض.

كما هو الشأن بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن تكلفة الوكالة للقروض سوف ترفع من تكلفة التمويل بالاستدانة الأمر الذي يرفع من معدل التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وانخفاض قيمة المؤسسة.

الشكل(2-6): تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة



Source : Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P369.

ويتضح من الشكل أن تكلفة الوكالة للقروض على علاقة طردية بالنسبة إلى الاستدانة بالمؤسسة، وهذا نظرا لأن التكاليف الناجمة عن القرارات المتخذة من طرف الدائنين تكون أكثر صرامة كلما كان حجم القروض الموضوعة تحت تصرف الإدارة أكبر، كما أن ارتفاع هذه النسبة يزيد من حرص الدائنين على عدم خسارة أموالهم وهذا بالرفع من معدل الفائدة على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض.

أما منحنى تكلفة الوكالة للأموال الخاصة فيتجه نحو الانخفاض كلما ارتفعت نسبة القروض على الأموال الخاصة، وذلك لتراجع المصاريف التي يتحملها الملاك لأجل التأكد من حسن تأدية الإدارة لمهامها والتزامها بتحقيق معدلات مردودية مقبولة على أموالهم المستثمرة، ذلك لأن حجم الأموال الخاصة يتناقص لصالح القروض لتنتقل مهمة مراقبة الإدارة إلى الدائنين.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

من خلال ما سبق يتضح أن لجوء المؤسسة لمصادر تمويل معينة ينجم عنه نشوء تكاليف من شأنها التأثير بالسلب على قيمة المؤسسة، وهي تكاليف الوكالة بسبب تضارب المصالح داخل المؤسسة، ولا تعد هذه التكاليف المؤثرة لوحدها على التكلفة المتوسطة المرجحة، بل توجد إلى جانبها كذلك تكاليف الإفلاس المرتبطة بلجوء المؤسسة إلى القروض التي تحقق للمؤسسة وفوات ضريبية.

الفرع الثالث: النظرية المتعددة الأشكال

سنحاول من خلال هذا الفرع عرض بعض النظريات الحديثة وما أتت به من جديد في مجال اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، وسنركز بالخصوص على كل من نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أو النظرية السُّلمية لترتيب مصادر التمويل.

1- نظرية الإشارة:

تقوم نظرية الإشارة على افتراض قوي مفاده أن المسيرين يمتلكون معلومات حول الشركة أكثر من باقي الأطراف الأخرى بما فيها حاملي الأسهم والسندات، وهذا معناه أنهم أدري بما ستكون عليه التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، في هذا الإطار فإن المستثمر يبحث دائما عن الإشارات التي تمكنه من الحصول على عائد أكبر أو تمكّنه من تقليص درجة المخاطرة، وهذا بطبيعة الحال يقوم أساساً على فرضية صحّة الإشارات المتلقاة وعلى أنها تعكس الواقع.

فوفق منطق الإشارة هذا، فإن المسير الذي يقترض من أجل تمويل مشروع استثماري عالي المخاطرة سوف يزيد من احتمال فقدانه لوظيفته خصوصا إذا أدّى إلى إفلاس الشركة في حالة فشله، وبالتالي فمن المستبعد أن يعتمد على الديون في التمويل إذا لم يكن متأكدا من قدرة الشركة على سداد ديونها عند وصول أجل الاستحقاق.

لقد بين روس (S.ROSS) أن أي تغيير في السياسة التمويلية للمؤسسة يؤدي إلى تغيير نظرة المستثمرين لها فهي بذلك تشكل إشارات للسوق¹.

لنفترض على سبيل المثال أن مسيري مؤسسة ما، كانت أمامهم فرصة استثمارية مربحة تتطلب الحصول على تمويل إضافي، وأنهم يعتقدون أن التوقعات بشأن مستقبل الشركة جد إيجابية وأن السوق - ومن خلال ما تعكسه القيمة السوقية لأسهم المؤسسة - لم يعط القيمة المستحقة أو الفعلية للشركة (بمعنى أن أسهم الشركة مسعّرة بأقل من قيمتها الحقيقية). في مثل هذه الحالة فإنه سيكون من مصلحة حملة الأسهم الحاليين أن يقوم المسيريون بالحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض بدلا من إصدار أسهم جديدة، وعليه فإن اللجوء إلى الاقتراض لتمويل الاستثمارات الجديدة يُنظر إليه على أنه إشارة تعكس نظرة المسيرين إلى قيمة أسهم الشركة، بمعنى أن التمويل باستعمال الديون ينظر إليه على أنه

¹ Pierre Vernimmen, *finance d'entreprise*, 4^{ème} éditions : Dalloz, Paris, 2000, P 586-587.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

إشارة إيجابية مفادها أن المسيرين يعتقدون أن أسهم الشركة مسعرة بأقل من قيمتها، وعندما يتمكن السوق من معرفة الآفاق المستقبلية الإيجابية من خلال هذه الإشارة، فإن الارتفاع في القيمة السوقية جراء هذه الإشارة سوف يستفيد منها حملة الأسهم الحاليين كلية بدلا من تقاسمها مع حملة الأسهم الجدد لو أُعتمد على إصدارها في تمويل الإستثمار.

لنفترض الآن أن الآفاق المستقبلية للشركة غير واعدة وأن المسيرين يرون أن أسهم الشركة مسعرة بأعلى من قيمتها، ففي هذه الحالة سيكون من مصلحة المساهمين الحاليين أن تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة وعليه فإن المستثمرين يترجمون عملية إصدار أسهم جديدة على أنها إشارة سلبية - معلومات سلبية حول مستقبل الشركة- وهو ما يؤدي إلى انخفاض قيمة الأسهم الحالية، هذا الانخفاض في قيمة الأسهم علاوة على التكاليف الباهظة لإصدار أسهم جديدة (مقارنة بتكاليف الاستدانة) يجعل من عملية التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة عملية باهظة التكاليف.

وعندما يتلقى المتعاملون في السوق المالي هذه الإشارة السلبية حول آفاق الشركة، فإن الانخفاض المسجل في قيمة الأسهم سيشارك حملة الأسهم الجدد في تحمل آثاره السلبية عوضا عن تحملها كلية من قبل المالكين الحاليين.

في ظل وجود مبدأ الإشارة وعدم تماثل المعلومات فإنه ينبغي على الشركات أن تترك هامشا من قدرتها على الاقتراض من خلال الحفاظ على نسبة منخفضة من الديون، هذا الهامش سيسمح لها بأن تحصل على فرص استثمارية مربحة جديدة دون أن يكون عليها أن تقوم بإصدار أسهم جديدة بقيمة منخفضة من شأنها أن تؤثر سلبا على قيمة أسهمها في السوق وبالتالي فقدان تلك المزايا الجديدة التي قد تنجر عن تبني هذا الاستثمار الجديد.

من خلال ما تقدم يمكن الوصول إلى نتيجة مفادها أنه في ظل وجود عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة، فإن المؤسسة يكون من مصلحتها أن تسعى إلى تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق الديون بدلا من الاعتماد على إصدار الأسهم الجديدة باعتبار أن هذه الأخيرة تعطي إشارات سلبية حول أداء المؤسسة من شأنها أن تؤثر على السعر الحالي لأسهمها وهو ما قد يؤدي إلى محو الآثار الإيجابية الممكن تحقيقها من الاستثمارات الجديدة.

2- نظرية الانقراط التدريجي للتمويل(*):

يعالج نموذج "مايرز" (Mayers) الرهانات والقرارات التي تتخذها المؤسسة في الأجل البعيد، تحت فرضية تعظيم قيمة المؤسسة كهدف أساسي يسعى المسيرون إلى تحقيقه، حيث تتلخص نظرية الانقراط التدريجي الذي قدمها "مايرز" في أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي،

○ Packing Ordre Theory, La théorie du financement hiérarchique

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

كما أنها تفضل ضمن التمويل الخارجي التمويل بالقروض على التمويل بالأسهم، ويقدم المدخل المقترح من طرف "مايرز" الترتيب الآتي لأفضل المصادر:¹

- تفضل المؤسسات في المقام الأول التمويل الذاتي، وهي تكيف بذلك معدل توزيع الأرباح مع الفرص الاستثمارية؛

- إذا لم يكف التمويل الداخلي واضطرت المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي فإنها تفضل أولاً الاستدانة، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة^(*) ليأتي في النهاية دور إصدار الأسهم.

ويرجع سبب اختيار هذا الترتيب إلى الأخذ بعين الاعتبار المزايا التي يتمتع بها كل مصدر من مصادر التمويل، حيث أن التمويل الذاتي في المرتبة الأولى يبرره عدم مواجهة أية معارضة إلى جانب محافظته على الاستقلالية المالية للمؤسسة، ويسهل من عملية الاستدانة مستقبلاً، كما أن عملية الحصول عليه لا تتطلب على تكاليف إصدار، كذلك بالنسبة للأموال المقترضة فإنها تواجه معارضة أقل من عملية إصدار الأسهم التي تأتي في المرتبة الثانية.

يعد هذا النموذج من أحدث النماذج التي تفسر سلوك الهيكل المالي حيث بدأ على يد "دونالدسن" (Donaldson) سنة 1961 من خلال دراسته لعينة من الشركات الأميركية التي تفضل المصادر الداخلية للتمويل ولا تلجأ للتمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي لا يغطي الاحتياج، ولا يكون أيضاً على حساب التوزيعات التي تضل ثابتة، والتمويل الخارجي يبدأ بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ولا يلجأ إلى إصدار أسهم عادية إلا كمالأخير.

وفي نفس الصدد جاء "مايرز" سنة 1984 ليدعم هذا النموذج ليرتقى بعدها إلى نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل المشار إليها آنفاً، ويتميز هذا النموذج بعدم ارتباط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة ولا بالهيكل المالي المثالي ويمكن إتباع سياسة التمويل التدريجي للأسباب التالية³:

- إصدار أسهم عادية من طرف كبريات المؤسسات يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة مما يصاحبه انخفاض في أسعار الأسهم الحالية؛

- إن استخدام أموال التوزيعات في تمويل الاحتياجات نتيجة لعدم كفاية الأرباح المحتجزة له دلالة إعلامية على المستوى السوقي؛

- عدم وجود مصاريف إصدار للأرباح المحتجزة وانخفاض مصاريف إصدار السندات عن مصاريف إصدار الأسهم العادية؛

¹ Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Op.cit, P 370.

² لمزيد من المعلومات بشأن الأوراق المالية الهجينة (أشباه الأموال الخاصة) انظر الفصل الأول من المذكرة ص 36 .

³ شعوبي محمود فوزي، دادن عبد الغني، المؤسسة الاقتصادية بين خيار التمويل المصرفي و التمويل البورصوي في ظل الإصلاح المصرفي وحداثة السوق المالي، الملتقى الدولي: سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، جامعة 7-6. محمد خيضر -بسكرة، 2006، ص

- إصدار أسهم عادية جديدة من شأنه إنهاك ذوي الأسهم العادية بالعبء الضريبي في حين أن إصدار سندات يؤدي إلى وفر ضريبي للمؤسسة؛
- إصدار ملكية جديدة يهدد الملاك الحاليين بفقدان مركزهم السابق وحق التصويت، وعليه فإن حسب مبدأ الانتقال التدريجي لا يوجد هناك تمويل مثالي وإنما سلوك تمويلي يفضل التمويل الداخلي.
- إن معظم المؤسسات تحتجز جزء معتبر من الأرباح واعتماد نسبة منخفضة من الديون حتى تتمتع بنسبة عالية من الطاقة الإقتراضية (قدرة الاستدانة) حيث تستخدم هذه الطاقة في تمويل الاستثمارات دون إصدار لأسهم، إلا كمالاً نهائياً في كون الإستثمار ذو مردودية عالية ولا يمكن تأجيله.
- وبصفة عامة: إن تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة إلى جانب تمتع كل مصدر منها بحجم من المخاطر التي تحدد معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب هذه الأموال، قامت العديد من النظريات في محاولة للربط بين كل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، غير أن هذه المداخل لم تكن لها وجهة نظر واحدة بشأن هذه العلاقة، حيث انقسم أصحابها بين مؤيد لوجود تأثير لطبيعة الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وبين مقر بعدم وجود مثل هذا التأثير.
- وفي ظل عدم حيازة أي مدخل الإجماع فإن هذه المداخل كانت تتطور في كل مرة لتقدم تفسيرات لبعض المخاطر و المميزات التي تصاحب لجوء المؤسسة إلى كل مصدر من مصادر التمويل.

المبحث الثاني: سياسات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تعتبر الأرباح بمثابة الحصيلة عن الأموال المستثمرة، حيث تسعى الإدارة المالية إلى التخصيص الجيد للأرباح التي تحققها المؤسسة من خلال توزيعها على المساهمين أو الاحتفاظ بها لغرض إعادة استثمارها.

إذن الإدارة المالية تحدد سياسة توزيعات الأرباح التي من خلالها يتم تعظيم قيمة المؤسسة، فقد تعددت المداخل التي تناولت العلاقة بين سياسة التوزيعات وقيمة المؤسسة منها ما يؤيد وجود تأثير لسياسة التوزيعات مثل نموذج "والتر" ونموذج "قوردن"، ومنها ما ينفي تأثير سياسة التوزيعات على القيمة مثل مدخل "مودقلياني و ميلر".

المطلب الأول: الأرباح وسياسات توزيعها

نتعرض في هذا المطلب إلى المعالجة النظرية لتأثير سياسة التوزيع على قيمة المؤسسة، من خلال التطرق إلى مفهومها والعناصر التي تتحكم في عملية توزيع الأرباح بالمؤسسة.

الفرع الأول: الأرباح المحتجزة بالمؤسسة

إن أرباح المؤسسة يمكن الاحتفاظ بها بغرض إعادة استثمارها، أو توزيعها على المساهمين أصحاب الشركة، كما قد تحتفظ بجزء وتوزع الباقي على المساهمين¹، ومنه فإن دراسة الجدوى من احتجاز المؤسسة لأرباحها أو جزء منها لإعادة استثمارها أو توزيعها يجزنا إلى تعريف الأرباح المحتجزة بالمؤسسة، وكذلك العناصر المكونة لها كما يلي:

1- مفهوم الأرباح المحتجزة:

" ويقصد بالأرباح المحتجزة الأرباح التي لم تقم المؤسسة بتوزيعها على المساهمين أو الشركاء وذلك لتقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور، كما تعتبر الأرباح المحتجزة صمام أمان بالنسبة للمؤسسة تستطيع الرجوع إليه في حالة تعرضها لأي طارئ"².
والأرباح المحتجزة أرباح تحققت فعلاً ولكن المؤسسة قررت احتجازها وذلك للحصول على مصدر تمويلي لتوفير السيولة اللازمة للوفاء بالالتزامات أو تمويل عمليات المؤسسة أو التوسع في العملية الإنتاجية.

¹ محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، دون تاريخ.

² عبد الحليم كراجه و آخرون، مرجع سابق، ص 87.

2- عناصر الأرباح المحتجزة:

2-1- الاحتياطي القانوني:

لابد للمؤسسة من تكوينه ويمثل 5 % من صافي أرباح السنة الماضية ويتراكم حتى يصل 10 % من رأس مال المؤسسة.
ويستخدم في تغطية خسائر المؤسسة وفي زيادة رأس المال، ولا يجوز التصرف فيه إلا طبقاً لما ورد في القانون.

2-2- الاحتياطي الاختياري:

تلجأ كثير من المؤسسات إلى حجز جزء من الأرباح وتجميعها على شكل احتياطي اختياري، أي ليس هناك نص قانون يجبرها على القيام بذلك.

2-3- الاحتياطات الأخرى:

وتكونها المؤسسة وتوزعها وفقاً للقانون الأساسي للمؤسسة أو قانون الضرائب منها:
- الاحتياطات المنظمة: وهي التي تكون طبقاً لقانون الضرائب؛
- الاحتياطات التعاقدية: وهي المكونة طبقاً للعقود المبرمة بين المؤسسة والغير؛
- الاحتياطات النظامية: وهي المكونة طبقاً للقانون الداخلي للمؤسسة (القانون النظامي).

3- مزايا و عيوب الأرباح المحتجزة:

3-1- مزايا الأرباح المحتجزة:

يمكن عرض أهم مزايا احتجاز المؤسسة لأرباحها في النقاط التالية:

- تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرًا أساسيًا لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تجد صعوبة في دخول الأسواق المالية بسبب صغر حجمها وضعف مركزها المالي، كذلك بالنسبة للمؤسسات كبيرة الحجم رغم تنوع مصادر تمويلها فإنها لا تعتمد إلى توزيع كل الأرباح لأنها تدرك بأن التمويل الذاتي يسمح لها بمواجهة المخاطر المالية ويوفر لها الاستقلالية؛
- يوفر للمؤسسة سيولة سريعة بسهولة وبدون مشقة كبيرة كما في القروض، من إجراءات و ضمانات وتأخر الموافقة ومفاوضات وعقود وغير ذلك؛
- إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى كالأسهم والسندات؛
- إن الأرباح المحتجزة تزيد من قدرة المؤسسة على الاقتراض، بالإضافة إلى أن الإستثمار الجيد لهذه الأرباح داخل المؤسسة سيؤدي إلى ارتفاع ربحية الأموال الخاصة؛
- إن تجديد المؤسسة لمعدات وتجهيزاتها يتطلب توفر مبالغ مالية ضخمة تفوق في أغلب الأحيان مبالغ الاهتلاكات والمخصصات، مما يدفع بالمؤسسة إلى الاحتفاظ بالأرباح؛

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

- يخفف العبء الضريبي، إذ يفضل الملاك حجز الأرباح واستثمارها، مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، كما أن تدوير بعض الأرباح إلى سنوات قادمة تكون فيها الأرباح قليلة لتحقيق الانتظام في نسبة الأرباح الموزعة¹.

- إن التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين نظرا لعدم دخول مساهمين جدد².

3-2- عيوب احتجاز الأرباح:

يمكن تناول أهم عيوب استعمال الأرباح المحتجزة في التمويل من خلال مدخلين، المدخل الأول يأخذ في الاعتبار وجهة نظر المؤسسة، أما المدخل الثاني فيتناول الأرباح المحتجزة من منظور كلي يأخذ في الاعتبار مصالح جميع الأطراف في المجتمع.

➤ **وجهة نظر المؤسسة:** من أهم ما يعاب على احتجاز الأرباح داخل المؤسسة ما يلي:

- من مصلحة المؤسسة الاعتماد على أموال الغير إذا فاق معدل العائد على الإستثمار تكلفة تلك الأموال؛

- هناك الكثير من المؤسسات تهمل في كثير من الأحيان إدماج تكلفة هذا النوع من التمويل اعتقادا أنه ليس لهذا المصدر تكلفة؛

- إن اختيار المؤسسة لاحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها قد يدفع بالمساهمين إلى بيع أسهمهم مما قد يعرض أسعار أسهم المؤسسة إلى الانخفاض مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها؛

- عدم توفر هذا المصدر في بداية حياة المؤسسة، خصوصا إذا كانت منتجات المؤسسة تتعرض إلى منافسة شديدة.

➤ **وجهة نظر عامة:** من منظور كلي فإن من سلبيات احتجاز الأرباح نذكر ما يلي³:

- إن التمويل الداخلي عن طريق استعمال الأرباح المحتجزة يعيق تعبئة رؤوس الأموال، وبالتالي يعرقل من حركتها بين مختلف القطاعات الاقتصادية؛

- إن احتفاظ المؤسسة بأرباحها بدلا من توزيعها على المساهمين قد يبقي الإستثمار حكرًا على قطاعات ذات مردودية عالية، حتى ولو كانت هذه الإستثمارات غير مفيدة للمجتمع؛

- إن العمال في المؤسسة ينزعجون من احتفاظ المؤسسة بالأرباح، لأنه كان بالإمكان الاستفادة من هذه الأرباح في شكل زيادات في الأجور والمكافآت؛

- يرغب المستهلكون دائما في أن تكون أسعار السلع والخدمات أقل ارتفاعا ولا يتم ذلك حسبهم إلا باستعمال جزء من الأرباح في تخفيض هذه الأسعار.

¹ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر و التوزيع، عمان، 2000، ص 95.

² عبد الحليم كراجه و آخرون، مرجع سابق، ص 88.

³ Josette Pilverdier- Latreyete, Op.cit, P 315.

الفرع الثاني: سياسات توزيع الأرباح بالمؤسسة

1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في " قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها"، وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح، فهي تعتبر بمثابة تعويض عن الأموال المستثمرة من قبل المساهمين¹.

2- العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح:

قبل أن تباشر المؤسسة في وضع سياسة لتوزيعات الأرباح على المساهمين عليها التأكيد من تطابق هذه السياسات مع الأهداف المالية للمؤسسة، حيث أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر في تحديد سياسة توزيع الأرباح ومنها:²

2-1- التشريعات والقواعد القانونية:

تختلف التشريعات والقوانين المتبعة من بلد لآخر، فبعض القوانين تنص على عدم جواز توزيع الأرباح إذا كان المشروع في حالة عسر، أي في حالة زيادة الخصوم على الأصول، كذلك ينص البعض على عدم توزيع الأرباح إذا كان الأمر سيؤدي إلى تخفيض في قيمة المشروع أي تخفيض في رأس المال القانوني له، ثم إن بعض القوانين تضع حدوداً لعملية التوزيع أي هناك حد أدنى وحد أعلى يتم بموجبه توزيع الأرباح.

2-2- المركز المالي للمؤسسة:

قد تحقق المؤسسة أرباحاً وقد يظهر رقم هذا الربح في الجانب الأيسر من الميزانية إلا أنه بالمقابل لا تتوفر النقدية الكافية لتغطية رقم الربح هذا أي أن الأرباح المحققة ذهبت سيولتها النقدية لتغطية بعض جوانب الصرف على الأصول، وبالتالي لا يمكن التصرف بهذه الأصول من أجل توزيع الأرباح وإلا تحقق ضرر كبير في المؤسسة، والمؤسسة الناجحة تكون في الواقع العملي بحاجة مستمرة إلى توفر الأموال أو السيولة لتمويل احتياجاتها وتسيير فعاليتها، أما في المؤسسات المستقرة أي ذات معدلات أرباح متوقعة مستقرة فإنها تكون قادرة على تحديد معدلات لتوزيع أرباحها.

2-3- طبيعة الديون المترتبة بذمة المؤسسة:

إذ أن الديون إبتداءً تحد من حرية المشروع في التصرف بالنقدية وبالتالي في توزيع الأرباح، ذلك أن بعض عقود الديون غالباً ما تنص على عدم التلاعب مثلاً برصيد نقدية معين أو عدم المساس برصيد الأرباح المحتجزة السابق كضمان للدائنين، كذلك فإن المشروع عند التوسع يحتاج إلى قرض

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 699.

² عدنان هاشم السمرائي، الإدارة المالية: مدخل كمي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 288-290.

لتغطية نفقات هذا التوسع، عندها تواجه المؤسسة إما تسديد القرض بقرض آخر أو الاعتماد على المصادر الذاتية كالأرباح المحتجزة في تسديده لما توفره له من امتيازات تجعله يلجأ إليها دون التفكير بالاقتراض الخارجي، كذلك فإن إمكانية المؤسسة في الحصول على الأموال من مصادر عديدة، قد يكون بسبب استقرارها أو لكونها مؤسسة كبيرة سجلت أرباحا كبيرة في سنين عملها، الأمر الذي يوفر لها إمكانية أكبر في توزيع نسب أعلى لأرباحها من تلك المؤسسات الحديثة أو الصغيرة وتلك المؤسسات التي تمر بظروف عدم الاستقرار.

2-4- معدل التوسع ومعدل العائد على الأصول:

كلما كان معدل النمو في الأصول كبيرا زادت الحاجة إلى التوسع، وبالتالي تمويل هذا التوسع وبهذا تكون الحاجة إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، كذلك الحال في معدل العائد على الأصول، فكلما زاد هذا العائد شجع على زيادة الإستثمار وبالتالي احتجاز الأرباح للاستفادة منها.

2-5- عدد مالكي المؤسسة والوضع الضريبي لهم:

وهو أحد العوامل التي تؤثر في تحديد المؤسسة لنسبة الأرباح التي ستوزع ونسبة الأرباح التي تحتجز فإذا كان عدد المالكين قليلا وكانوا يخضعون لشريحة ضريبية عالية، فإنهم يفضلون احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح وإعادة استثمارها داخل المؤسسة على توزيعها. أما إذا كان العدد كبيرا فإن الأرباح الموزعة ستشكل رقما قد لا يؤثر كثيرا في موضوع الضريبة إلا أنه في بعض الأحيان يكون العدد قياسيا ويكونون متفاوتين في الشريحة الضريبية التي يخضع لها كل منهم وهنا يكون التفاوت فالبعض يريد زيادة نسبة الأرباح الموزعة والآخرين يرغبون في زيادة الأرباح المحتجزة وهنا على المؤسسة التوفيق بينهم في تحديد نسبة معينة للتوزيع وأخرى للاحتجاز.

2-6- استقرار الأرباح:

إذا كانت الأرباح مستقرة نسبيا، كانت المؤسسة في موقع جيد يسمح لها بالتنبؤ بأرباحها المستقبلية، فالمؤسسة ذات الأرباح المستقرة توزع نسبة كبيرة من أرباحها مقارنة بمؤسسة أخرى تتميز بأرباحها بالتذبذب وعدم الاستقرار لأن التحفظ يطبع عملية توزيعها للأرباح، فنجدها تحتفظ بنسبة عالية من الأرباح من أجل الاستمرار في دفع القسائم في السنوات التي تخفض فيها الأرباح بشكل كبير¹.

2-7- إمكانية الحصول على الأموال من الأسواق المالية:

إن المؤسسة الكبيرة المستقرة التي سجلت أرباحا كبيرة واستقرارا في أرباحها يكون من السهل عليها الحصول على الأموال من الأسواق المالية و بالتالي فإنها تستطيع أن توزع ربحا بمعدل أكبر من

¹ J.Fred Weston, Eugène F.Brigham, Paul Halpern, *Gestion financière*, 3^{ème} éditions : HRW Itée, Montréal, 1981, P 548.

المؤسسات الصغيرة الجديدة التي تحمل معها قدراً أكبر من المخاطر بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي فإن هذه المؤسسات الصغيرة الجديدة تجد نفسها أمام ضرورة الاعتماد على أرباحها لتمويل التوسع¹.

2-8- الرقابة على المؤسسة:

بعض المؤسسات تلجأ لتمويل نفسها بنفسها عن طريق أرباحها المحتجزة من أجل تجنب اللجوء لمصادر تمويل خارجية، وهذا بهدف الحفاظ على مراقبة المؤسسة والحد من خطر تقلبات الأرباح إن هي لجأت إلى القروض. فمن المعروف أن التمويل بالقروض يزيد من مخاطر تقلبات الأرباح في ظل الأحوال الاقتصادية المختلفة بالنسبة للمساهمين الحاليين، ومن المعروف أيضاً أن التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يخفف من سيطرة المساهمين الحاليين أصحاب الأسهم العادية، من أجل ذلك فإن بعض المؤسسات تجد أن أسلوب التمويل المناسب هو الاعتماد على الأرباح المحتجزة، معنى ذلك أن الأرباح الموزعة يجب أن تكون نسبتها قليلة.

المطلب الثاني: نظريات توزيع الأرباح

أن الجدل الحاصل حول إمكانية تأثير الأرباح الموزعة على القيمة المؤسسة جعل العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية يحاول تقديم تفسير للعلاقة التي يمكن أن توجد بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، فتعددت النظريات في هذا المجال، ويمكن تقسيم هذه النظريات إلى مجموعتين:

- نظريات سياسة التوزيعات في ظل التأكد؛

- نظريات سياسة التوزيعات في ظل عدم التأكد.

الفرع الأول: نظريات توزيع الأرباح في حالة التأكد التام

عموماً هناك العديد من المدارس الفكرية التي تعرضت لهذا الموضوع، ارتبطت بكل من "لينتير" (J.lintner) و "جوردن" (M.Gordon) بالإضافة إلى "سولمن" (solomon) و "والتر" (walter) وكذلك (M & M)، سنحاول التطرق إلى بعض منها:

1- نموذج والتر (Walter):

يشير هذا النموذج إلى الدور الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة الأموال في تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم قيمة المؤسسة، و قدم "التر" الافتراضات التالية:²

¹ سيد الهواري، الإدارة المالية: منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين شمس، مصر، طه، 1996، ص 216.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 360.

- يتم تمويل الاستثمارات عن طريق الأرباح المحتجزة ولا تستخدم أموال إضافية من اقتراض أو إصدار أسهم جديدة؛
- كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة رأس المال ثابتة؛
- كل الأرباح المتاحة للمؤسسة إما يتم توزيعها بالكامل فوراً أو يتم احتجازها كلها؛
- لا تتغير التوزيعات والأرباح والمؤسسة مستمرة ولن تقتضي.

1-1- نتائج نموذج والتر:

وفقاً لوالتر فإن سياسة التوزيعات تعتمد على العلاقة بين معدل العائد الداخلي وتكلفة الأموال، ومنه يمكن تلخيص هذه النتائج كما يلي:

➤ **مؤسسات النمو:** وهي المؤسسات التي يكون معدل العائد الداخلي لديها أكبر من تكلفة رأس المال، وهو ما يعني أن هذه المؤسسات لديها فرص مربحة للاستثمار، ويمكنها إعادة استثمار الأرباح بمعدل أعلى من معدل العائد المتوقع من المساهمين، معنى هذا أن قيمة المؤسسة تتزايد كلما كانت نسبة توزيع الأرباح تقترب من النسبة 0 %، حيث أن "التر" يلخص أن سياسة التوزيعات المثلى بالنسبة لشركات النمو هي تلك السياسة التي تقتضي احتجاز كل الأرباح.

➤ **المؤسسات العادية:** وهي المؤسسات التي تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد يعادل تكلفة الأموال، فقيمة هذه المؤسسات لا تتأثر بسياسة التوزيعات، ووفقاً لوالتر فإنه لا توجد سياسة مثلى للتوزيعات.

➤ **المؤسسات الهابطة:** وهي المؤسسات التي ليس لديها فرص استثمارية مربحة، حيث تحقق معدلات عائد على استثماراتها أقل من تكلفة رأس المال، حيث يفضل المستثمرون في هذه المؤسسات توزيع كل الأرباح لإعادة استثمارها في فرص أخرى تدر عائداً أعلى، فحسب "التر" فإن سياسة التوزيع في هذه المؤسسات تقتضي توزيع جميع الأرباح.

1-2- نقائص نموذج والتر:

رغم أن نموذج "التر" حاول تحديد تأثير توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة إلا أن اعتماده على افتراضات من شأنها أن تؤدي إلى نتائج غير واقعية، وفيما يلي أهم هذه النقائص:

➤ **افتراض عدم وجود تمويل خارجي:** يفترض "التر" أن الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة سيتم تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة، بحيث لا تعتمد المؤسسة على الزيادة في رأس المال بواسطة إصدار أسهم جديدة أو عن طريق الاقتراض، مما يعني أن سياسة الاستثمار وسياسة التوزيعات أو كلاهما سياسات غير مثالية.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

➤ **ثبات معدل العائد:** حيث يفترض ثبات معدل العائد على الاستثمارات والواقع يشير إلى غير ذلك، فمعدل العائد على الفرص الاستثمارية سينخفض لذلك تلجأ المؤسسة إلى استغلال الفرص الاستثمارية الأكثر ربحية ثم التي تليها، حتى تتوقف عندما تتعادل تكلفة الأموال مع معدل العائد.

➤ **ثبات تكلفة الأموال:** يفترض ثبات تكلفة الأموال، على الرغم من أن تكلفة الأموال سوف تتغير بتغير درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

2- نموذج جوردين (Gordon):

يختلف فكر "جوردين" إختلافًا جوهريًا عما سبق، إذ يعتقد أن سياسة التوزيعات تؤثر على قيمة المؤسسة و ذلك في ظل الافتراضات التالية:¹

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على حقوق الملكية لتمويل استثماراتها؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو المستثمر للضريبة؛
- معدل العائد المتوقع على الاستثمارات ثابت وكذلك تكلفة الأموال ثابتة؛
- معدل النمو ثابت وهو أقل من تكلفة الأموال؛
- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير.

ووفقا لهذا النموذج فإن القيمة السوقية للسهم تعادل القيمة الحالية لتيار لا نهائي من التوزيعات، كما

يلي:²

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+t)^{-i} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

D_i : تمثل الأرباح الموزعة خلال الفترة t .

وبما أن الأرباح الموزعة تنمو بمعدل ثابت g تصبح المعادلة (1) كالتالي:

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{(1+g)(1+t)^{-1} - 1} \dots\dots\dots(2)$$

حيث أنه عندما تؤول n إلى ما لا نهاية فإن $(1+g)^n(1+t)^{-n}$ تؤول إلى 0 مع افتراض $g < t$ و عندها نجد ما يلي:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 704-705.

² سيتم شرح نموذج جوردين بالتفصيل خلال الفصل الثالث عند الاعتماد عليه في حساب تكلفة الأموال الخاصة.

$$C_0 = \frac{D_1}{g-t} = \frac{D_1}{t-g} \quad (3)$$

الفرع الثاني: نظريات توزيع الأرباح في حالة عدم التأكد

1- نموذج مودقلياني وميلر (M&M):

يعتقد "مودقلياني وميلر" أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الإستثمار، أي بقدرة الأصول على توليد الأرباح، حيث أن كل من "مودقلياني وميلر" أشارا إلى مجموعة من الفروض تتلخص فيما يلي:¹

- تعمل المؤسسة في ظل سوق كاملة، حيث يتصف فيه المستثمرون بالرشد، و تتاح فيه المعلومات، ولا توجد تكلفة معاملات، كما أن المستثمر لا يمكنه أن تأثير على أسعار الأسهم في السوق؛
- لا توجد ضرائب، ولا يوجد اختلاف في معدلات الضريبة على التوزيعات ومعدلات الضريبة على الأرباح؛
- تتبع المؤسسة سياسة استثمار ثابتة؛
- لا توجد مخاطر، كما أن المؤسسة تعمل في ظل ظروف عدم التأكد التام بمعنى أن المستثمرين لا يستطيعون التنبؤ بالتوزيعات والأسعار المستقبلية بشكل مؤكد.

حيث تمثل الافتراضات التي بنى عليها "مودقلياني و ميلر" مبسطة وجاءت بعيدة عن الواقع، ومن بينها:

➤ اختلاف معدلات الضريبة: عادة ما يدفع المستثمرون ضرائب على دخولهم من التوزيعات أو الأرباح بمعدلات مختلفة؛

- تكاليف المعاملات: في الواقع فإن تكلفة التمويل الخارجي أكبر من تكلفة التمويل الداخلي بفعل تكاليف المعاملات الخاصة بالإصدارات الجديدة من الأسهم و السندات؛
- السوق الكاملة: صعوبة وجود سوق كاملة في الواقع العملي تتاح فيه المعلومة للمستثمرين.

2- نموذج العصفور في اليد (Bird in hand):

حسب "جوردن" وفي ظل الافتراضات السابقة أي في حالة التأكد التام وفي حالة تعادل معدل العائد على الإستثمار مع تكلفة الأموال فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن "جوردن" عاد وأثبت أن لسياسة التوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة حتى في حالة تعادل معدل العائد على الإستثمار مع تكلفة الأموال، وأطلق "جوردن" على هذا النموذج اسم العصفور في اليد، الذي يفترض عدم ثبات تكلفة الأموال.

حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل أعلى من تلك التي تحدث في فترة قصيرة نظرا لأن سلوكهم يتصف بالرشد، ومن ثم

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 380.

يجتنبون المخاطر بفعل عدم التأكد، لذلك يفضلون التوزيعات القريبة على التوزيعات البعيدة ومن غير الملائم ثبات معدل تكلفة الأموال في الحالتين.

المطلب الثالث: سياسات توزيع الأرباح في الواقع العملي

من الصعب إيجاد سياسة محددة تمكّن الإدارة المالية بالمؤسسة من تحديد الكيفية التي يتم بها توزيع أو احتجاز أرباحها حتى تتمكن من تعظيم قيمتها في ظل وجود العديد من التفسيرات، وفي هذا الصدد سوف نتطرق إلى بعض السياسات البديلة في الواقع العملي:

الفرع الأول: الاعتبارات العملية المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح

في الواقع العملي تكشف الممارسات عن عدد من الاعتبارات والعوامل العملية التي تؤثر على قرار الإدارة المالية الخاص بالسياسة توزيع الأرباح والذي من شأنه التأثير على قيمة المؤسسة ويمكن عموماً ذكر أهم هذه الاعتبارات فيما يلي:¹

1- تجنب عدم التأكد:

إن قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح يجنب المستثمر الشعور بعدم التأكد بشأن احتمال حصوله على نصيبه من الأرباح المحققة، فالمستثمرون يفضلون الحصول على الأرباح في الوقت الحالي على الحصول عليها مستقبلاً وهذا تجنباً لعدم التأكد بشأن الحصول على هذه الأرباح مستقبلاً في حال تعرض المؤسسة لهزات تضيق معها الأرباح التي تم احتجازها.

2- التوزيعات كمؤشر نجاح:

ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا تتاح لهم فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة، ومن ثم فإنهم ينظرون لسياسة التوزيعات على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه، فزيادة قيمة الأرباح من سنة إلى أخرى يمكن أن يترك انطباعاً إيجابياً لدى المتعاملين، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة.

3- تكلفة الإصدار:

إذا كان أمام الإدارة فرصة لتنفيذ إستثمارات جديدة فإنه من الأفضل من وجهة نظر تعظيم قيمة المؤسسة احتجاز الأرباح لهذا الغرض، بدلاً من توزيعها واللجوء إلى إصدار أسهم لتمويل هذه الاستثمارات نظراً لارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم مقارنة بالأرباح المحتجزة، على اعتبار أن تكلفة الأموال تؤثر بطريقة عكسية على قيمة المؤسسة، فسياسة توزيع الأرباح تتأثر بتكلفة الإصدار هذه.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 714-716.

4- تكلفة سياسة التوزيع الخاصة:

يعتقد كل من "مودقلياني وميلر" أن المستثمر يمكنه تشكيل سياسة توزيع خاصة به، فإذا لم تكف التوزيعات التي تجريها المؤسسة لتلبية احتياجاته فيمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يوفر له مبلغ يعادل قيمة التوزيعات التي كان يريد الحصول عليها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن حاجته فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة.

ولكن بسبب وجود تكلفة المعاملات المرتفعة التي سيدفعها المستثمر للسماحة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع الأوراق المالية، وكذلك بسبب وجود الحد الأدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية فإن المستثمر قد يجد نفسه مضطراً لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجه، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى للصفقة، من هذا المنطلق فإنه من الأفضل للمؤسسة إتباع سياسة توزيع تناسب المستثمر.

5- تباين رغبات المستثمرين:

لكل سياسة توزيع فريق من المستثمرين يفضلها عن غيرها من السياسات، ويترجم هؤلاء المستثمرين إعجابهم بتلك السياسة وذلك بشراء أسهم المؤسسة التي تتبعها، وهذا ما يسمى بنظرية "العميل"، حيث كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة توزيع معينة ارتفعت قيمة المؤسسة التي تتبعها.

الفرع الثاني: جوانب أخرى لسياسات توزيع الأرباح

1- سياسة استقرار التوزيعات:¹

1-1- سياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة:

يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنة لأخرى، غير أن هذا يعني من ناحية أخرى أن يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة للتذبذب الذي يطرأ على الأرباح، كأن توزع المؤسسة 50 % من أرباحها و تحتجز 50 % الباقية.

1-2- سياسة استقرار نصيب السهم من التوزيعات:

يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة لأخرى، وقد يعنى ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعنى زيادة أو نقص مضطرد ومنتظم من سنة لأخرى.

1-3- سياسة استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية:

يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من التوزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يحقق فيها مستوى عال من الأرباح.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 337-338.

1-4- سياسة توزيع الأرباح أكثر من مرة في السنة:

وتعتمد هذه السياسة على توزيع حد أدنى من الأرباح بشكل منتظم وثابت دوريا سواء كان ذلك ربع سنوي أو نصف سنوي أو سنويا، فعادة ما تنص المؤسسة على نسبة توزيعات منخفضة نسبيا تضمن الالتزام بها، وفي نهاية السنة وعندما تصبح الأرباح المحققة معروفة فقد تقرر إجراء المزيد من التوزيعات.

2- سياسة التوزيع في صورة أسهم:

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية، ويتحدد نصيب كل مستثمر من التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم بالمؤسسة، ومن بين الآثار الجوهرية هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليه المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، ومن المتفق عليه أن إجراء التوزيعات في شكل أسهم بدلا من إجرائها في شكل نقدي لا يؤثر على القوة الايرادية للمؤسسة، غير أن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، والنتيجة هي انخفاض قيمته بالتبعية.

مثال رقمي¹:

يتألف هيكل حقوق المساهمين لمؤسسة قبل توزيع الأرباح من الحسابات التالية:

5000000	أسهم عادية (10 دج قيمة اسمية، 500 000 سهم)
2000000	علاوة إصدار
9000000	أرباح محتجزة
16000000	إجمالي حقوق المساهمين

لنفترض أن للمؤسسة 05 % أرباحا موزعة بشكل أسهم، وأن السهم يباع في السوق بـ50 دج.

➤ **التأثير على هيكل حقوق المساهمين:** إن 05 % أرباح موزعة بشكل أسهم تعني أن على المؤسسة أن تصدر 25000 سهم جديد تبلغ قيمتها السوقية 1250000 دج، ويجب أن يقتطع هذا المبلغ من مبلغ الأرباح المحتجزة ويوزع على حسابي الأسهم العادية وعلاوة الإصدار، بحيث يضاف إلى حساب الأسهم العادية القيمة الاسمية للأسهم الصادرة والبالغة 250000، ويضاف لحساب علاوة الإصدار الفارق بين سعر السهم في السوق وقيمه الاسمية مضروبا بعدد الأسهم الجديدة المصدرة والبالغة قيمته 1000000 دج وبذلك يصبح هيكل حقوق المساهمين كما يلي:

5250000	أسهم عادية (10 دج قيمة اسمية، 525000 سهم)
3000000	علاوة إصدار

¹ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، ط3، 1999، ص 690-694.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

7750000

أرباح محتجزة

16000000

إجمالي حقوق المساهمين

➤ **التأثير على سعر السهم** : تؤثر الأرباح الموزعة في شكل أسهم على سعر السهم في السوق حيث ينخفض سعر السهم في السوق بنسبة تعادل نسبة الزيادة في عدد الأسهم والبالغة 5%.
في مثالنا: وباستعمال المعادلة الآتية يتبين أن سعر السهم في السوق ينخفض بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم من 50 دج إلى 47.62 دج.

$$\frac{50}{0.05 + 1} = \frac{\text{السعر السابق للسهم}}{1 + \text{معدل توزيع الأرباح بشكل أسهم}} = \text{سعر السهم بعد توزيع الأرباح في شكل أسهم}$$

$$= 47.62 \text{ دج}$$

➤ **المنفعة للمساهم**: من الناحية النظرية لا يحصل المساهم على أي شيء ذي قيمة في هذه الحالة والسبب في ذلك أن حصته في ملكية وأرباح المؤسسة تبقى ثابتة وكذلك قيمة الأسهم التي يملكها تبقى ثابتة و لا تتغير.
لنفترض أن مساهم في مثالنا يملك 100 ألف سهم في الأصل.

بعد توزيع الأرباح بشكل أسهم	قبل توزيع الأرباح بشكل أسهم	
$\frac{105000}{525000} = 20\%$	$\frac{100000}{500000} = 20\%$	حصة المساهم في الملكية
$105000 \times 47.62 = 5000000 \text{ دج}$	$100000 \times 50 = 5000000 \text{ دج}$	قيمة السهم التي يملكها

من الممكن للأرباح الموزعة بشكل أسهم أن تعطي المساهم قيمة إضافية إذا حافظت المؤسسة على الأرباح الموزعة النقدية للسهم، فإذا كانت المؤسسة تدفع 1.5 دج أرباحًا موزعة نقدية للسهم واستمرت في ذلك بعد توزيع الأرباح في شكل أسهم فإن المساهم يحصل على زيادة في إجمالي الأرباح الموزعة النقدية تبلغ 7500 دج وذلك كما يلي:

- إجمالي الأرباح الموزعة النقدية بعد توزيع أرباح بشكل أسهم:
1.5 دج \times 105000 سهم = 157500 دج

- إجمالي الأرباح الموزعة النقدية قبل توزيع أرباح بشكل أسهم:

$$1.5 \text{ دج} \times 100\,000 \text{ سهم} = 150\,000 \text{ دج}$$

وتعتبر هذه زيادة في ثروة المساهم، ومن الممكن لهذه الزيادة أن تكون أكبر وأن يكون لها تأثير على سعر السهم أعظم إذا زادت المؤسسة الأرباح الموزعة النقدية بالسهم.

➤ **المنفعة للمؤسسة:** المنفعة الأساسية التي تحصل المؤسسة عليها هي المحافظة على النقدية، وكذلك تحقيق نتيجتين مرغوب فيهما، الأولى هي احتجاز 100 % من الأرباح الصافية لاستعمالها في تمويل إستثمارات المؤسسة، أما الثانية فهي التعويض عن الأثر السيئ لوقف الأرباح الموزعة النقدية بتوزيع أرباح بشكل أسهم قد يكون لها وقع نفسي إيجابي عند المساهمين. كذلك منفعة ثانية هي أن المؤسسة قد تعتمد على هذه السياسة لزيادة الرأس مال المدفوع للمؤسسة دون أن تطلب من المساهمين تقديم مساهمات جديدة.

3- سياسة إعادة شراء الأسهم:

إذا كانت الموارد المالية المتاحة تفوق الاحتياجات الاستثمارية للمؤسسة، فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض، وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء المؤسسة لأسهمها، ونظرا لأن هذه السياسة لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإيرادية للمؤسسة، فمن المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم إلى ارتفاع ربحية السهم.

ولإعادة شراء الأسهم دوافع يمكن ذكرها في ما يلي:¹

- رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العمال في ملكية المؤسسة.
- تحويل السندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.
- تنفيذ خطة لإعادة شراء مؤسسة أخرى، يتم ذلك من خلال بعض حملة أسهم المؤسسة المستهدفة، وإقناعهم باستبدال ما يملكونه من أسهمها في مقابل عدد من أسهم المؤسسة المعنية.
- يمكن أن يكون الدافع كذلك هو تحويل المؤسسة من مؤسسة تتداول أسهمها بين الجمهور إلا مؤسسة تتداول أسهمها بين عدد محدود من المستثمرين.
- كما قد يكون الدافع إجراء تعديل في هيكل رأس المال.
- كما قد يكون الدافع هو اعتقاد الإدارة أن القيمة السوقية أقل مما ينبغي، وأن إعادة شراؤه يعد بمثابة استثمار مربح.

ولإعادة شراء الأسهم هناك أسلوبين شائعين:²

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 391.

² منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 398.

3-1- أسلوب العطاءات:

حيث تعلن المؤسسة من خلال الصحف أو بأي وسيلة أخرى من وسائل الاتصال عن رغبتها في شراء عدد من الأسهم بسعر محدد، وعادة ما يكون ذلك السعر أعلى من القيمة السوقية للسهم وقت الإعلان ويستمر العرض لمدة أسبوعين أو ثلاثة، وإذا كان المعروض للبيع أكبر مما تخطط المؤسسة لشراؤه، يكون لها الخيار في أن تشتريه كله أو تشتري جزء منه فقط، ويعاب على هذا الأسلوب في الشراء ارتفاع تكلفته مقارنة بالشراء المباشر من السوق، ومن أهم عناصر تلك التكاليف هي أتعاب التجار الذين يقع على عاتقهم حث حملة الأسهم على البيع.

3-2- أسلوب الشراء من السوق المفتوح:

فيقصد به الشراء المباشر من السوق من خلال بيوت السمسرة، ويشير "فان هورن" إلا أنه إذا لم يكن برنامج الشراء تدريجي بشكل كافي فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم. وعادة ما تضع لجنة الأوراق المالية والبورصة قيودا على الطريقة التي يتم بها الشراء، وبمقتضى تلك القيود يتطلب الأمر فترة زمنية أطول لتجميع الأسهم المطلوبة، وهو ما يعني أن أسلوب العطاءات ربما يكون هو الأفضل، عندما يكون العدد المطلوب شراؤه من الأسهم كبير.

مثال رقمي:¹

بالعودة إلى المثال السابق، نفرض أن المؤسسة تقوم بدراسة بديلين لسياسة توزيع الأرباح:

- يتضمن البديل الأول توزيع 1.5 مليون دج بالكامل على المساهمين.
 - و يتضمن البديل الثاني إعادة شراء أسهم المؤسسة بتقديم عرض يرضي إلى المساهمين بسعر 53 دج للسهم.
 - فإذا اختارت المؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين فإن كل مساهم سيحصل على 03 دج أرباحًا موزعة لكل سهم.
 - أما إذا اختارت المؤسسة بديل شراء الأسهم فإنها تستطيع أن تشتري 28 302 سهم.
- لنحلل تأثير إعادة شراء الأسهم على الأرباح السهم وعلى سعر السهم في السوق ولنبدأ بالأرباح السهم ونحسبها قبل وبعد إعادة شراء الأسهم:

$$\text{الأرباح السهم قبل إعادة شراء الأسهم} = \frac{1500000}{500000} = 03 \text{ دج}$$

$$\text{أرباح السهم بعد إعادة شراء الأسهم} = \frac{1500000}{471698} = 3.18 \text{ دج}$$

¹ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص 697-698.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

يلاحظ أن أرباح بالسهم تزداد من 03 دج إلى 3.18 دج بعد شراء الأسهم لأن عدد الأسهم القائمة ينخفض من 500 ألف إلى 471698 سهم، وبافتراض أن نسبة السعر إلى أرباح السهم تبقى ثابتة على ما هي عليه ($3/50 = 16.67$) مرة فإن سعر السهم الذي هو مضاعف أرباح السهم سيرتفع إلى 53 في السوق، وذلك كما يلي:

$$\text{سعر السهم في السوق} = 3.18 \times 16.67 = 53 \text{ دج}$$

إن القيمة السوقية للسهم في ظل التوزيعات التي تمثلت في إعادة شراء الأسهم ترتفع غير أن إعادة شراء الأسهم تؤدي خدمة ممتازة للمستثمرين الذين يخضعون إلى شريحة ضريبية عالية إذ يمكنهم تجنب دفع الضرائب على هذا النوع من التوزيعات فارتفاع القيمة السوقية لا يتولد عنه أية أرباح رأسمالية طالما لم يتم بيع السهم، ومما يذكر في هذا الصدد أن هذه السياسة لا تستخدم للتخلص من الموارد المالية الفائضة فحسب ولكن قد تستخدم إذا أرادت المؤسسة أن تغير هيكلها المالي.

4- سياسة التوزيع الأمثل للأرباح:

تعتمد هذه السياسة على مبدأ تعظيم ثروة المالكين أي أن المالكين يفضلون احتجاز أرباحهم أو نسبة كبيرة منها إذا تمكنت المؤسسة من استثمارها لهم بنسبة عائد أعلى من تلك التي سيحصلون عليها من الفرص المتاحة خارج المؤسسة.

فإذا استطاعت المؤسسة على سبيل المثال الحصول على عائد استثمار الأرباح المقرر توزيعها للمالكين بمقدار 15 % و يتوقع المالكون حصولهم على نسبة عائد 7.5 % في أحسن الأحوال عند استثمارهم للربح من الفرص المتاحة لهم خارج المؤسسة فإنهم في هذه الحالة يفضلون حجز الأرباح بدلا من توزيعها. إن هذا الأمر يجب ألا يعني انحدار المؤسسة في استثمار أرباح المالكين بالشكل الميكانيكي للعملية لأن ذلك يفقدها استقرارها وعليه يجب أن تكون هناك موازنة تأخذ في الاعتبار عاملي الاستقرار وسياسة التوزيع الأمثل للأرباح¹.

وبصفة عامة: بعد التعرض لوجهات النظر المختلفة بشأن التوزيعات فإنه يمكن القول هو عدم وجود إجابة محددة فيما يخص تأثير سياسة توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة.

¹ عدنان هاشم السمراي، مرجع سابق، ص 290.

المبحث الثالث: قيمة المؤسسة في ظل توازن السوق

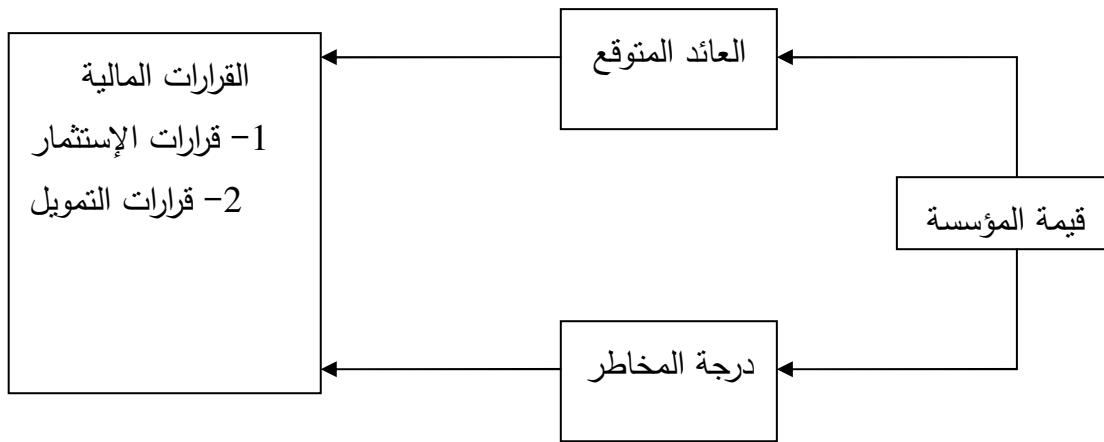
يمكن النظر إلى هدف تعظيم قيمة للمؤسسة أنه محصلة القرارات المالية، ويأتي تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد الذي يتوقع أن تحققه، ومن خلال تأثيرها على حجم المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد.

حيث أن سعي المؤسسة لتحقيق هذا العائد ترافقه إمكانية لتحقيق خسائر، فالمؤسسة تجد نفسها مطالبة في أي وقت على تحقيق التوازن الأمثل بين العوائد المنتظرة من أموالها المستثمرة من جهة وبين المخاطر التي تتعرض لها من جهة أخرى، ونتناول في هذا المبحث العلاقة بين العائد والمخاطرة وطرق تحديد العائد في ظل درجة معينة من المخاطر.

المطلب الأول: العلاقة بين العائد والمخاطرة

في أدبيات الإدارة المالية تبنى مختلف القرارات المالية على مفهومين متلازمان وهما مفهومي: العائد والمخاطرة، يوضح الشكل التالي هذه العلاقة:

الشكل (2-7): العناصر المحددة لقيمة المؤسسة في ظل توازن السوق



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 29.

وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة طردية، حيث تزيد العوائد المتوقعة كلما زادت المخاطر، ففي مجال الإستثمار نجد أن الإستثمار في الموجودات الثابتة يتطلب عائدا أعلى لارتفاع المخاطر المرتبطة به بعكس الوضع في حالة الإستثمار في الموجودات المتداولة حيث تقل المخاطر ويكون المستثمرون على استعداد للقبول بعائد أقل.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

أما في مجال التمويل، فتؤدي زيادة اعتماد المؤسسة على القروض لتمويل استثماراتها إلى زيادة في العائد المتوقع (إذا كانت عوائد الإستثمار في المؤسسة تزيد عن تكلفة الاقتراض)، إلا أن هذا يؤدي في نفس الوقت إلى زيادة مخاطر عدم قدرة المؤسسة على خدمة دينها وفيما يلي تحديد لمفهومهما:

الفرع الأول: مفهوم العائد

لكل مشروع استثماري وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا المشروع والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في هذا الإستثمار، هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضاً المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء مخاطر يتعرض لها المستثمر¹.

فيعرف العائد بأنه " المقابل الذي يطمح المستثمر بالحصول عليه مستقبلاً نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يتطلع دائماً إلى هذا العائد بهدف تنمية ثروته وتعظيم أملاكه"².

ففي الأدبيات المالية فإن العائد يتمثل في المردودية المالية التي تقيس معدل العائد نتيجة استخدام الأموال الخاصة، كما لا يمكن فهم المردودية المالية دون التطرق للمردودية الاقتصادية.

1- المردودية الاقتصادية:

هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو بنتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة، إلا أن البعض يستخدم الأصول الثابتة مضافاً إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية، فقياس المردودية الاقتصادية يسمح للمؤسسة بمعرفة قدرتها على تحقيق الأرباح بعيداً عن تأثير التمويل.

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية:³

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

¹ زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 1998، ص 289.

² حسني على خريوش و آخرون، الإستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1990، ص 40.

³ الياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص 267.

وتسمى أيضا بمردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية (Rcp)} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث أن هذين المؤشرين غير متساويين في القيمة إلا في حالات خاصة، ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي، هذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية. قبل التطرق إلى مفهوم الرفع المالي، ينبغي التطرق بداية إلى موضوع ذي صلة وارتباط قوي به ألا وهو المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة

إن عنصر الخطر يجعلنا نأخذ في الحسبان التغيرات التي يمكن أن تحدث في قيمة المؤسسة نتيجة تأثير هذه المخاطر على العائد، فتنشأ ظروف المخاطرة نتيجة الأحداث المستقبلية التي لا يوجد علم تام بشأنها، و من بين هذه الأحداث:¹

- التضخم غير المتوقع: والذي يسبب زيادة في أسعار المخرجات والمدخلات، وبالتالي عدم دقة النتائج التي تم التوصل إليها.
 - التغير التكنولوجي: يؤدي إلى تغيرات كمية ونوعية في مدخلات ومخرجات المشروع.
 - التغيرات غير المتوقعة في الطلب: تؤدي إلى عدم إمكانية التشغيل عند مستوى الطاقة المتوقع، مما يترتب عليه عدم دقة البيانات الخاصة بالمبيعات المتوقعة للمشروع، ومن ثم التقليل من مصداقية البيانات المتوقعة للإيرادات والتكاليف.
- فإنه من الضروري التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وتحليل مسيبتها باعتبارها العامل الثاني بعد العائد المحدد لقيمة المؤسسة.

1- تعريف المخاطرة:

هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلاً، فتعرف المخاطرة بأنها " الانحراف النسبي لعوائد الإستثمار المتوقعة، فتعني درجة التقلب في هذه الأخيرة، وتزداد درجة المخاطر كلما زادت درجة التقلب في العوائد والإيرادات المتوقعة"².

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسة الجدوى التجارية والإقتصادية والاجتماعية مع المشروعات BOT ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 485-486.

² مبارك لسوس، مرجع سابق، ص 137.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، كما أن لكل مشروع درجة معينة من المخاطر، وأن ما يسعى إليه المستثمر هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطرة.

2- أنواع المخاطر:

تقليديا نميز بين نوعين من المخاطر، مخاطر الأعمال (النشاط) و المخاطر المالية، إذ أن الخطر يعتبر عنصرا مؤثرا في اتخاذ القرار فهو يتطلب تحديد نوع الخطر حتى تتمكن من تجنبها أو التقليل منها و هناك عدة أنواع للمخاطرة منها:

2-1- مخاطر الأعمال(النشاط):

يقصد بمخاطر الأعمال تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وتختلف مخاطر الأعمال من صناعة إلى أخرى بل ومن مؤسسة إلى أخرى في الصناعة نفسها ومن أهم المتغيرات، المؤثرة عليها: التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، التغير في أسعار منتجاتها ومدخلاتها، ومرونة الطلب على ما تنتجه من سلع وخدمات، ونسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية¹، كما يلي:

➤ **التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة:** مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تزداد مخاطر الأعمال كلما اتسم الطلب على منتجات المؤسسة بالتقلب، ويعزى هذا التقلب في حجم الطلب إلى أسباب عديدة من بينها إدخال المؤسسة لمنتجات جديدة تسهم في زيادة حجم الطلب على منتجاتها أو نجاح المنافسين في تقديم منتجات بديلة من شأنها أن تُضعف الطلب على منتجات المؤسسة، كذلك قد يعزى التغير في حجم الطلب إلى الرواج أو الكساد الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة أو يتعرض لها الإقتصاد القومي ككل.

➤ **التغير في أسعار المنتجات:** مع ثبات العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد تقلب أسعار المنتجات، ويعزى التقلب في أسعار بيع المنتجات إلى حدة المنافسة، أو التدخل الحكومي من وقت لآخر بهدف التحكم في الأسعار.

➤ **التغير في أسعار المدخلات:** قد تنخفض أسعار الخامات نتيجة لزيادة المعروض منها كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب عمال مصانع الموردين مما يؤدي إلى إنخفاض في الكميات المعروضة. كذلك قد ترتفع تكلفة العمالة نتيجة لضغوط العمال أو نقاباتهم كما قد تنخفض تلك التكلفة بسبب تطور تكنولوجي أدخل على الآلات المستخدمة في الإنتاج، ومهما كان السبب في تغيير تكلفة المدخلات، تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد التغير في تلك التكلفة بالزيادة أو النقصان.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 118.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

➤ **مرونة الطلب على منتجات المؤسسة:** كلما إنخفضت مرونة الطلب على المنتجات، كلما تمكنت المؤسسة من مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغيير في أسعار منتجاتها، وبهذا قد تستطيع تحقيق نوع من الإستقرار في صافي ربح العمليات يترتب عليه تخفيض مخاطر الأعمال.

➤ **نسبة التكاليف الثابتة إلى الكلية:** كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة كلما ترتب على التغيير في المبيعات تغيرا أكبر في صافي ربح العمليات، بما يعني زيادة حجم مخاطر الأعمال والعكس صحيح.

2-2- المخاطر المالية:

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة، أما المؤسسة التي تتحمل قدرًا كبيرًا من التكاليف المالية الثابتة، فتتعرض لتغير أكبر في معدل العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها¹، وهي الظاهرة المعروفة باسم الرفع المالي.

ولما كان جانب من المخاطر المالية يرتبط بالظروف العامة، ومن ثم لا يمكن للمؤسسة التخلص منها تماما، فإنه يمكن القول إن تضمين الهيكل المالي قروض وأسهم ممتازة من شأنه أن يضيف مزيدا من المخاطر (تقلب العائد).

3- قياس المخاطر الكلية:

إن المخاطر الكلية، أي التقلب الكلي في العائد يمكن قياسها بجمع كل مخاطر النشاط والمخاطر المالية لأي مؤسسة، وتقاس المخاطر أيضا انطلاقا من تصنيفها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة كما يلي:

3-1- المخاطر المنتظمة: تصيب المخاطر المنتظمة كل الموجودات في السوق، بفعل عوامل مشتركة تؤثر في النظام الاقتصادي ككل مثل العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية... الخ فهي تمس الاقتصاد الوطني ككل، وبالتالي تشمل كل المؤسسات الاقتصادية ولو بدرجات متفاوتة ولا ينفع معها التنقل من قطاع إلى آخر أو من مؤسسة إلى أخرى وتشمل:

- **مخاطر سعر الفائدة:** تعزى مخاطر سعر الفائدة إلى التغير في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة لذا تصف ضمن المخاطر الكلية أي أنها مخاطر تصيب كافة الاستثمارات بغض النظر عن ظروف الإستثمار بذاته، وتبرز هذه المخاطر عندما يضطر المستثمر لبيع السندات التي يملكها لحاجته إلى النقد الجاهز فإذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أعلى من أسعار الفائدة التي تحملها سندات فإنه

¹ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 129.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

سيضطر لبيع سنداتَه بأقل من قيمتها الاسمية والعكس أيضا صحيح بمعنى أنه سيتمكن من بيعها بأعلى من قيمتها الاسمية إذا كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق أقل من الفائدة التي تحملها السندات¹.

- **مخاطر السوق:** تنشأ مخاطر السوق نتيجة لتغيرات التي تطرأ في سوق رأس المال نتيجة أسباب اقتصادية، سياسية أو اجتماعية... الخ في الدولة أو في الدول الأخرى التي تربطها علاقات وثيقة بها، والتي تؤثر على كل التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار ومن أمثلة مخاطر السوق نجد:

- الحالة التي أصابت بورصة نيويورك عام 1963 بعد أنباء اغتيال الرئيس الأمريكي "جون كندي"، حيث حصلت عملية بيع للأوراق المالية بشكل هستيري.

- الانهيار الكبير الذي حدث في أسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية بتاريخ 19 أكتوبر 1987 و هو ما عرف بيوم الاثنين الأسود.

- أحداث 11 سبتمبر 2001 بالولايات المتحدة الأمريكية عندما تعرض مركز التجارة العالمي في نيويورك ومبنى البنناغون بواشنطن لهجوم هزّ أركان الولايات المتحدة والعالم بأسره، هذه الأحداث لا تنعكس على أسواق رأس المال في الدولة المعنية فقط بل إن أثارها تمتد لأسواق رأس المال بالدول الأخرى، كما تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق مثل الولاء لأسهم معينة أو الاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار².

3-2- المخاطر غير المنتظمة: وهي المخاطر التي تصيب قطاع دون قطاع آخر أو مؤسسة دون

أخرى ولا تشمل الاقتصاد الوطني ككل منها:

- **مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات:** تتمثل مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات في ذلك الجزء من المخاطر الذي ينشأ من سلامة المركز المالي للمؤسسة، فمثلا عندما تصدر المؤسسة أوراقا مالية جديدة أسهما كانت أم سندات فقد يكون لذلك تأثير على مدى سلامة مركزها المالي، إذا تقترب بذلك أو تبتعد عن مخاطر التوقف عن سداد ما عليها من الالتزامات، وهو ما يؤثر على معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها وعلى قيمتها بالتبعية وهو ما يطلق عليه بالمخاطر الخاصة أو غير المنتظمة. وهنا تجدر الإشارة إلى أن مخاطر التوقف عن السداد لا تعني حدوث توقف فعلي، بل تعني فقط احتمال التوقف، ومع ذلك يظل لها تأثير على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة المعنية.

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 331.

² حسني على خريوش و آخرون، مرجع سابق، ص 45.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

- **مخاطر الإدارة:** تنشأ مخاطر الإدارة نتيجة لاتخاذ قرارات خاطئة في مجال الإنتاج أو التسويق أو الإستثمار أو غيرها، من شأنها أن تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة، نتيجة لتأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة، ومعدل العائد المطلوب على الإستثمار في تلك الأوراق، وطبقا لتكلفة الوكالة لحقوق الملكية فإن بعض تلك القرارات قد يكون مقصودا وطالما أن تلك المخاطر ترتبط بالمؤسسة المعنية، فإنها تصنف ضمن المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة.

- **مخاطر القوة الشرائية:** ونعني بها احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، مثلا فيما لو ارتفعت معدلات التضخم تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثرا بانخفاض القوة الشرائية للنقود عن غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الإستثمار تتخفف مما يؤدي إلى انخفاض المعدل للعائد على الإستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد¹.

المطلب الثاني: المخاطرة وآلية الرفع في المؤسسة

يعكس الرفع مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة من أجل تضخيم تأثير صافي المبيعات على العائد. ويمكن تشبيه هذه الأعباء الثابتة بذراع رافعة يكون لها تأثير ايجابي إذا كان إيراد المؤسسة قبل الضرائب والمصاريف المالية أكبر من التكاليف الثابتة²، ويكون له أثر سلبي إذا ما فاقت التكاليف الثابتة إيراد المؤسسة وهو نوعان:

الفرع الأول: الرفع التشغيلي في المؤسسة

يكون هناك مجال للرفع التشغيلي إذا ما تم استخدام تكاليف ثابتة في هيكل التكاليف التشغيلية للمؤسسة، وهو يتعلق أساسا بالتركيبات التكنولوجية والفنية لعمليات المؤسسة وبالتالي فهو يخرج عن نطاق سيطرة المدير المالي، وتعرف الرافعة التشغيلية بأنها استخدام وإحلال التكاليف الثابتة مكان التكاليف المتغيرة بهدف تعظيم أثر التغير في صافي المبيعات على صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفائدة والضريبة)، بافتراض ثبات العوامل الأخرى فإن أي تغير في المبيعات يؤدي إلى تغير أكبر في صافي ربح العمليات.

الفرع الثاني: الرفع المالي في المؤسسة

¹ حسني على خريوش و آخرون، مرجع سابق، ص 44.

² James Van-Horn, Op.cit, P 239.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

تبدأ الرافعة المالية حيث تنتهي الرافعة التشغيلية، فالرافعة المالية ترتبط بقدرة الإدارة المالية بالمؤسسة على تشغيل أموال الغير ذات التكلفة الثابتة سواء كان في شكل قروض طويلة الأجل أو عبارة عن أسهم ممتازة بشكل يمكنها من زيادة العائد.

ومن بين دلائل ومؤشرات ارتفاع درجة الرفع المالي في المؤسسة ما يلي:¹

- الزيادة في الدخل المتحقق لأصحاب المؤسسة أو مساهميتها نتيجة المتاجرة بأموال الغير؛
 - زيادة العائد المتحقق عن استخدام أموال الغير (الاقتراض) عن فائدة ذلك الاقتراض؛
 - زيادة معدل العائد على حقوق المساهمين عن معدل الفائدة المدفوعة؛
 - زيادة معدل العائد على الإستثمار عن الواحد الصحيح.
- ويسمح أثر الرفع المالي بمعرفة الأثر الإيجابي أو السلبي لديون المؤسسة على مردوديتها المالية، ويمكن إبراز هذه العلاقة كما يلي:

يمكن إدخال المتغيرات التالية في التحليل وهي:

CP: الأموال الخاصة؛

D: الديون؛

K: الأصول الاقتصادية؛

i: معدل الفائدة على القروض؛

t: معدل الضريبة

Rn: صافي الربح بعد الفائدة والضريبة = (صافي ربح العمليات - الفوائد) (1 - معدل الضريبة)

$$Rn = (Re - iD).(1 - t)$$

$$Rcp = \frac{Rn}{CP} = \frac{[(Re .K - iD)(1 - t)]}{CP}$$

$$\Rightarrow Rcp = Re(1 - t) + \frac{D}{CP}(Re - i)(1 - t)$$

$$\dots\dots\dots(1) \quad \Rightarrow Rcp = (1 - t) \left[Re + \frac{D}{CP}(Re - i) \right]$$

¹ هيثم محمد الزعي، مرجع سابق، ص 282.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

إذن المردودية المالية تساوي إلى المردودية الاقتصادية مضافا إليها المقدار : $(Re-i) \frac{D}{CP}$ و الذي

يعبر عن أثر الرفع المالي، ويمكن أن يلعب أثر الرفع المالي ثلاثة أدوار هي¹:

- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تتخفف المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية يساوي معدل الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظراً للتأثير الإيجابي للديون على الأموال الخاصة (المردودية المالية) نظراً لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.

الفرع الثالث: طريقة قياس العائد في ظل المخاطرة

إن الاعتماد على المعايير الإحصائية (الانحراف المعياري، معامل الاختلاف) في قياس الخطر يتعرض لانقباد أساسي يتمثل في أنها مقاييس للمخاطر الكلية دون أن تميز بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، ولأن المخاطر المنتظمة هي التي يصعب تجنبها من خلال التنوع والتي ترتبط عموماً بظروف الاقتصاد، في حين أن المخاطر غير المنتظمة يمكن تجنبها عن طريق التنوع، وفيما يلي نماذج تحديد العائد في ظل المخاطرة:

1- نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) :

يعتبر نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) أحد النماذج الهامة التي تأخذ بعين الاعتبار المخاطر المنتظمة التي تواجه المؤسسة، ولقد قدم "وليم شارب" (W.Sharpe) هذا النموذج لأول مرة في عام 1964 ليستخدم كأساس لتقييم الإستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة العلاقة التبادلية بين الخطر والعائد المتوقع للأوراق المالية، حيث يسعى المستثمر إلى تعظيم الربحية في ظل درجة من الخطر أو تدنئة الخطر في ظل مستوى من الربحية.

وقام كل من "لاتنر" (Linter) سنة 1965 و "روبرت حمادة" (Hamada) سنة 1972 و"روبينستين" (Rubinstein) سنة 1973 وغيرهم بتطوير النموذج من أجل استخدامه في تقييم الإنفاق الرأسمالي².

¹ مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الامثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 3، جامعة بسكرة، 2002، ص 92.

² منير ابراهيم هندي، الادارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 433.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

أما عن استعمال هذا النموذج في القياس يهدف أساسا إلى حساب قيمة الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب، والذي يمثل معدل العائد المصحح بالمخاطرة وهي المخاطر المنتظمة والتي تقاس بالمعامل β .

1-1- فروض النموذج: يقوم نموذج توازن الأصول المالية على الفروض التالية:

- أن المستثمر يبغض المخاطر ويجري تقييمه للمحافظ البديلة على أساس متغيرين هما العائد والمخاطرة.
- أن المستثمر يمكنه أن يقرض ويفترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر وأن ذلك المعدل متماثل لدى كل المستثمرين.
- أن للمستثمرين توقعات متماثلة ومتجانسة بشأن العوائد المتوقعة الحصول عليها، وكذلك بشأن الانحرافات المعيارية لها والتباين.
- أن المعلومات تصل إلى كل المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة.
- أن الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أن المستثمر يمكنه شراء أي كمية يريدونها من ورقة مالية معينة.
- عدم وجود ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.

1-2- معادلة النموذج: يقوم نموذج (MEDAF) بتقدير معدل العائد المطلوب على الإستثمار Rc

إنطلاقا من ثلاث متغيرات يتكون منها هي:¹

1- معدل العائد الخالي من المخاطر R_f (كالعائد على سندات الخزينة).

2- عائد محفظة السوق R_m .

3- معامل المخاطر النظامية أو مخاطرة السوق B_c .

وعليه فإن معادلة النموذج تكون من الشكل:²

$$R_c = R_f + B_c [R_m - R_f] \quad (2)$$

إن معدل العائد المطلوب حسب هذا النموذج يتضمن عنصرين هما:

1- R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر.

2- $B_c[R_m - R_f]$: علاوة المخاطرة، حيث أن المعامل B_c يعبر عن حساسية عائد الأصل المالي (السهم) للتغيرات التي تحدث على عائد محفظة السوق.

ومنه فإن معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطرة.

¹ Jean-Albert Collomb, **Finance d'entreprise**, éditions : ESKA, Paris, 1999, P 136.

² Farid Latreche, **création de valeur et données comptables**, mémoire de magister, université Ferhat Abbas-Sétif, 2002, P 99.

1-3- تقدير مكونات النموذج: يقصد بمكونات النموذج أو مكونات معدل العائد المطلوب R_c ،

معدل العائد الخالي من المخاطر والذي نرسم له بالرمز R_f وعلاوة المخاطرة والتي نرسم لها بـ $Bc[R_m]$ $- R_f$ ، والذين سيتم شرحهما بشيء من التفصيل في ما يلي:

➤ **معدل العائد الخالي من المخاطر R_f :** إن مفهوم الإستثمار الخالي من المخاطر وفقا لتحليل " H. Markowitz " هو أن المستثمر الذي يشتري إستثمارا في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق النقدي الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للإستثمار¹.

ويمثل العائد الخالي من المخاطر R_f بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال للإستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة (سندات الخزينة) والتي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائدا مؤكدا، ذلك أن إصدارها يتم من طرف جهات يصعب أن تعجز عن سداد ما عليها من التزامات لحامل الأوراق المالية².

➤ **علاوة المخاطرة $Bc[R_m - R_f]$:** هي ذلك الجزء من العائد المطلوب زيادته على العائد الخالي من المخاطر، ويرجع ذلك إلى المخاطر النظامية وخاصة إلى جزئها الذي يعرف بعلاوة السوق $[R_m - R_f]$ والتي تعرف بأنها العائد الإضافي المتوقع نتيجة إحتفاظ المستثمر بمحفظة السوق، أما المعامل Bc فيتم عن طريقه التعبير عن المخاطر النظامية، والذي يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية.

سنتطرق فيما يلي إلى المعلمتين الأكثر أهمية في تشكيل علاوة المخاطرة، وهما عائد محفظة السوق R_m ومعامل المخاطرة Bc .

أ- **عائد محفظة السوق R_m :** يقصد به المتوسط الحسابي لعوائد كل الأصول المتداولة في السوق المالي، وذلك كالتالي³:

$$RM = \sum_{j=1}^n \frac{R_j}{N}$$

¹ منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 140.

² قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM: دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد 5، سطيف، 2005، ص 9.

³ المرجع نفسه، ص 9-11.

الفصل الثاني — محددات قيمة المؤسسة الاقتصادية

في الولايات المتحدة الأمريكية عادة ما يستخدم عائد مؤشر S & P 500 كمقياس لعائد محفظة السوق، وتُعنى بيوت السمسرة الكبيرة مثل " Merrill Lynch " بالنتبؤ بالعائد المستقبلي لذلك المؤشر، ويشير " Van Horne " إلى أن عائد محفظة السوق عادة ما يفوق معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر بنسبة تتراوح بين 3 % و 7 %، بعبارة أخرى فإن علاوة السوق $[R_m - R_f]$ تتراوح بين هذين المعدلين، وهذا يعني بالتبعية أنه لو كان تقدير معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر هو 6 %، فإن معدل العائد المستقبلي على محفظة السوق يتوقع أن يتراوح بين 9 % و 13 %¹.

ب- معامل المخاطرة Bc: يعتبر المعامل Bc أحد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج (MEDAF)، لاستخدامه في تقييم المشاريع الإستثمارية، فهو من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر النظامية (مخاطر السوق)، ذلك أنه يقيس مدى تأثر عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وباستخدام معادلة الإنحدار لخط سوق الأصل نستطيع صياغة معادلة Bc وفق ما يلي:

$$BC = \frac{COV (R_c , R_M)}{VAR (R_M)} \quad (3)$$

حيث:

Cov (Rc, Rm): يمثل التغاير بين عائد الورقة المالية وعائد محفظة السوق؛
Var (Rm): تباين عائد محفظة السوق.

يمكن أيضا صياغة المعادلة أعلاه كما يلي:

$$BC = \frac{COV (R_c , R_M)}{\sqrt{VAR(RM)VAR(RM)}} \quad (4)$$

إن المخاطر النظامية الممثلة بالمعامل Bc تتكون هي الأخرى من نوعين من المخاطر، مخاطر الإستغلال والمخاطر المالية، وذلك كما يلي:

$$BC = Ba \left[1 + (1 - t) \frac{D}{CP} \right] \quad (5)$$

$$BC = Ba + Ba \left[(1 - t) \frac{D}{CP} \right] \quad (6)$$

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 440 - 441.

حيث:

Ba: تمثل مخاطر الإستغلال والمستقلة عن سياسة التمويل المنتهجة من طرف المؤسسة؛

$\frac{D}{CP}$: نسبة القروض إلى الأموال الخاصة؛

$Ba \left[(1-t) \frac{D}{CP} \right]$: تمثل المخاطر المالية، والتي ترتبط بسياسة تمويل المؤسسة.

2- نظرية التسعير بالمراجعة (APT):

على الرغم من أهمية نموذج توازن الاصول المالية (MEDAF) في تقدير العائد، إلا أنه تعرض للعديد من الإنتقادات، أهمها أنه يعتبر أن المخاطر النظامية التي تقاس بمعامل β_C هي وحدها دالة العائد المتوقع أن يتولد عن ورقة مالية، هذا في الوقت الذي يسود فيه الإعتقاد بأن العائد المتوقع هو محصلة العديد من العوامل وليس عامل واحد فقط، من بين تلك العوامل المقترحة نجد السيولة، الضرائب، نسبة السعر إلى الربحية، حجم الإصدار، طبيعة الصناعة وحتى توقيت إبرام صفقات البيع والشراء¹.

نتيجة هذه الإنتقادات ظهرت نماذج العوامل المتعددة التي يمكن أن تشتمل على أي عدد من المتغيرات (العوامل) التي تؤثر على عائد الورقة المالية، أما أهم النماذج على الإطلاق فهو نموذج تسعير المراجعة أو نظرية تسعير المراجعة (APT) والتي قدمها "روس" (Ross) سنة 1977، حيث أنه يتضمن عددا من العوامل التي تؤثر على عائد الورقة المالية، أما الإختلاف فيمكن في أنه بينما لا تشير نماذج العوامل المتعددة بل ولا تهتم بمسألة التوازن فإن نموذج (APT) شأنه في ذلك شأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)، تدرج التوازن بين إهتماماتها².

هكذا يتبين أن نظرية تسعير المراجعة (APT) هي نظرية للتوازن تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية (السهم) والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد، وذلك كما تبينه المعادلة التالية:

$$re = b_0 + b_1 F_1 + b_2 F_2 + b_3 F_3 + \dots + b_i F_i + \dots + b_n F_n \dots \dots \dots (7)$$

حيث:

re: معدل العائد المطلوب؛

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص 489.

² المرجع نفسه، ص 515.

b0: معدل العائد الخالي من المخاطر؛

Fi: العامل المؤثر على معدل العائد المطلوب؛

bi: معامل حساسية عائد السهم للعامل Fi.

يقوم النموذج على قانون السعر الواحد الذي يقضي بأن تسعير عائد الورقة المالية يتوقف على ما تتعرض له من عوامل، وإذا تعرضت ورقتين لذات العوامل أي ذات المخاطر، فلا بد أن يحققا نفس العائد، وإلا تدخل المراجعون حتى تختفي المراجعة المربحة بين الورتين، ويصبح عائد الورقة مساوياً للعائد على الإستثمار الخالي من المخاطر إضافة إلى المكافأة عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الورقة المالية.

وعليه فإن نموذج تسعير المراجعة (APT) يعني النموذج الذي يفصل جهود المراجحين، حيث يختفي عائد المراجعة ليتمثل العائد النهائي للورقة المالية في عائد التعويض عن المخاطر المصاحبة للعوامل إضافة إلى عائد مقابل عنصر الزمن، أي العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر¹.

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص 519.

من خلال سعي العديد من رواد الإدارة المالية عبر الزمن حصر العناصر المؤثرة على قيمة المؤسسة من خلال القرارات المالية سواء تعلق الأمر بقرارات التمويل أو توزيع الأرباح فإن الجدل لا يزال قائماً إلى حد الآن.

كذلك من خلال ما تقدم فإن مختلف المداخل التي حاولت تفسير العلاقة بين تركيبية الهيكل المالي من جهة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من جهة أخرى، منها ما يؤيد وجود تأثير ومنها ما ينفي ذلك التأثير وفي ظل عدم حيازة أي مدخل الإجماع فإن دراسة هذه المداخل من شأنه الإلمام بأهم المخاطر، التكاليف والمزايا التي تتجم عن اعتماد بديل تمويلي معين في ظل ما تمليه البيئة الخارجية وما يتعلق بخصوصائص المؤسسة في حد ذاتها.

نفس شيء فيما يخص قرارات توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة من الصعب إيجاد سياسة محددة تمكن الإدارة المالية بالمؤسسة من تحديد الكيفية التي يتم بها توزيع أو احتجاز أرباحها حتى تتمكن من تعظيم قيمتها في ظل وجود العديد من التفسيرات منها ما يؤيد وجود تأثير لسياسة التوزيعات مثل نموذج "والتر" ونموذج "جوردن"، ومنها ما ينفي تأثير سياسة التوزيعات على القيمة مثل مدخل "مودقلياني و ميلر"، ففي الواقع العملي تكشف الممارسات عن عديد من الإعتبارات والعوامل العملية التي تؤثر على قرار الإدارة المالية الخاص بالسياسة توزيع الأرباح.

ويأتي تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد ودرجة المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد في ظل كفاءة السوق، وهذا ما تطلب تحديث أدوات لقياس حجم العائد في ظل المخاطرة تجسدت في نموذج توازن الأصول المالية ونموذج التسعير بالمراجعة.

الفصل الثالث

تقييم خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

نتيجة للدور الجديد الذي تضطلع به الإدارة المالية والمتمثل في التقييم الإقتصادي وليس المحاسبي للنظر بأفق أبعد، فقد أصبح لزاماً عليها أن تتخلص من النموذج المحاسبي التقليدي الذي يركز على الربح الذي يمثل مقياساً مشوهاً للقيمة ولا يمكن من خلاله تقييم تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، وهذا ما تطلب تحديث أدوات ووسائل القياس التي تركز على القيمة، والذي تجسد في نماذج خلق القيمة والتي من بينها القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي تعتبر أداة عملية لمعرفة مدى مساهمة أي من القرارات المالية في تعظيم قيمة المؤسسة وهذا من خلال تحليل مكوناتها.

كما أن مؤشرات خلق القيمة تعتبر أكثر متانةً وارتباطاً مع التقييم وحتى في حالة عدم وجود أسواق مالية فيما يخص الاقتصاديات الانتقالية، وفي هذا الفصل نتطرق إلى مفهوم خلق القيمة والأدوات المالية الحديثة المستخدمة في قياسها و كيف يمكن تعظيم قيمة المؤسسة عن طريق خلق القيمة.

المبحث الأول: خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية

ارتبط مفهوم خلق القيمة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة، هذا التعظيم يقاس من خلال الرسملة في البورصة، حيث يُفترض وجود أسواق مالية نشيطة حتى يتمكن من تقدير خلق القيمة للمؤسسة بالنسبة لتلك المسعرة في البورصة، لكنه يعتبر أمرا صعبا بالنسبة للمؤسسات غير المسعرة، أو في حالة عدم وجود أسواق مالية خصوصا للاقتصاديات الانتقالية فيظل للمعلومات التي توفرها المحاسبة الدور الكبير في إبراز تلك القيمة.

المطلب الأول: الخلفية النظرية لخلق القيمة

عرف مفهوم خلق القيمة في الدول الانجلوساكسونية، وقد ظهر في السنوات الأخيرة كهدف أساسي والجديد بالنسبة لمسيري كبريات المؤسسات العالمية، حيث أن ثلث (3/1) التقارير السنوية المنشورة سنة 1998 الخاصة بـ 100 مجمع صناعي وتجاري في فرنسا تتمحور كلها حول مصطلح خلق القيمة، والشيء نفسه بالنسبة لثلاثي (3/2) المجمعات الأوربية المسعرة في السوق المالي بالمؤشر (Europe Stoxx)¹. فمفهوم خلق القيمة يرتكز على المدخل التعاقدية بين الملاك والمسيرين بالمؤسسة وهذا بعد انفصال الملكية عن التسيير، فتجلى هذا الهدف الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه المرتبط ارتباطا وثيقا بتعظيم قيمة المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم خلق القيمة

يعتبر مفهوم خلق القيمة من المسائل المعقدة على مستوى الساحة المالية، كما لا يعتبر مفهوما حديثا فقد تناوله "الفرد مارشال" (Alfred Marshall) سنة 1980 تحت اسم "الربح الإقتصادي" وهو يعرفه بأنه "رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال"². أما "دونالدسون براون" (Donaldson Braown) فقد تناول هذا المفهوم في مقال كتبه سنة 1924 بقوله: "إن هدف التسيير ليس بالضرورة تحقيق مردودية عالية على رأس المال، لكن أكثر من ذلك ضمان نمو في النشاط يحقق ربح على الأقل مساوٍ لتكلفة رأس المال الإضافي المطلوب"³. فأصبح موضوع خلق القيمة المحور الأساسي في مناقشات المسيرين والمحللين الماليين ذلك لأنه يعالج الأمور المتعلقة باتخاذ القرارات الحساسة مثل: الإستثمار، التمويل، وجميع المداخل التي تتبنى خلق القيمة

¹ Jaques Richard, Becom Simons et associés, Secafi Alpha et associés, **Analyse financière et gestion des groupes**, édition : Economica, Paris, 2000, P 326.

² Denis Dubois, **la création de valeur**, IEF, Paris, 2000, P 4.

³ Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, P 7.

تركز على عنصري المردودية (العائد) وتكلفة الأموال (الخطر)، ومن هنا فإنه لا يمكن الحكم على قرارات المؤسسة إلا بالعودة إلى الفرق بين العنصرين السالفي الذكر باعتبارهما المحددين لقيمة المؤسسة في ظل النظرية المالية الحديثة.

الفرع الثاني: أسباب تطور مفهوم خلق القيمة

تجدر الإشارة إلى أن هناك العديد من العوامل التي أدت إلى تطور هذا المفهوم نحاول تلخيصها في العناصر التالية لا على سبيل الحصر، كما يلي:

1- التحولات في البيئة الاقتصادية للمؤسسة:

شهدت السنوات الأولى من القرن الماضي بروز مداخل التقييم طورت لتتلاءم و ما يمليه السوق، وتجنبنا لكل المؤشرات التي تعتمد على التقييم المحاسبي وحده ظهر مفهوم خلق القيمة، كذلك الحركة الواسعة لعروض الشراء (OPA)^(*) أدت إلى إعادة تحديد مكانة ودور المساهم في إستراتيجية المؤسسة¹.

2- العولمة و التمويل:

في السنوات الأخيرة من القرن الماضي يلاحظ الانتشار الكبير لظاهرة تدويل أنشطة المؤسسات، ما أدى إلى تطور الهندسة المالية و ظهور صيغ جديدة للتمويل، فالهيكل المالي للمؤسسة أصبح يخضع لمنطق آخر مختلف عما كان سائدا من قبل بسبب إستراتيجيات الاندماج التي تتبناها المؤسسات سعيا منها لتحقيق الهيمنة الكاملة على الأسواق العالمية، ما أدى إلى بروز مفهوم خلق القيمة بسبب هيمنة هذه المؤسسات و لتقييم قراراتها ذات الصيغة المالية.

3- الحاجة إلى الأموال:

أدى ارتفاع أسعار الفائدة في سنوات الثمانينات إلى تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الاقتصاديين الخواص منهم والعموميين في سوق رأس المال، ما صعب من عملية الحصول على الأموال بحرية أكبر، الأمر الذي جعل المؤسسات تبحث عن معيار تحتكم إليه لتحقيق الاستقرار المالي خلال المدى الطويل والمعبر على قدرة المؤسسة من الناحية المالية على ضمان حقوق الدائنين، فيتم في الوقت الحالي تصنيف المؤسسات في الأسواق العالمية حسب معايير خلق القيمة.

4- التغير في اديولوجية المسير:

خلق القيمة ليس سهل التحقيق بل لا يتم إلا بإتباع إستراتيجيات جد معقدة في جميع المستويات بالمؤسسة (العليا و الدنيا)، فالمؤسسة لم تعد عبارة عن تلك العلية السوداء المغلقة، بل هي منفتحة على محيطها من خلال مدخلاته ومخرجاتها فيه، ما أدى إلى تطور تفكير المسير الحالي للنظر بأفق أبعد

⊙ Offre Publique d'Achat.

¹ Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, P 3.

لتحقيق هدف خلق القيمة لضمان استمرار المؤسسة في السوق على المدى الطويل وبالتالي الحصول على أكبر قدر من المكافآت.

الفرع الثالث: نتائج تطور مفهوم خلق القيمة

نتج عن تطور مفهوم خلق القيمة ما يلي:

1- التركيز على المردودية:

لقد جعلت التطورات التي حدثت في نهاية الثمانينات المؤسسة الاقتصادية تركز على المردودية نظرًا لارتفاع معدلات الفائدة في تلك الفترة، ونتج عن ذلك إعادة النظر في مردودية المؤسسة وذلك في محاولة تحديد العناصر الأساسية لزيادتها.

بالموازاة شهدت نفس الفترة نمو لمقاييس المردودية وتعددها بسبب ظهور منتجات مالية جديدة¹، ومن هنا زاد التركيز في عملية تقييم قرارات الإدارة المالية على المردودية باعتبارها إضافة لعنصر الخطر المحددين لقيمة المؤسسة.

2- إدماج تكلفة الأموال الخاصة:

تكلفة الأموال في ظل خلق القيمة ليست هي تكلفة الديون فقط، لأن الأموال الخاصة ليست مورد عديم التكلفة، باعتبار السهم أصل ذو خطر وحامله يطلب معدل مردودية مرتفع، ففي حالة انخفاض المردودية التي يحققها المساهمون فإن سلوكهم في السوق يتغير من خلال توجههم إلى قطاع آخر قادر على تقديم مردودية أعلى.

3- التغيير في نمط إدارة المؤسسة:

إن تغيير نمط اتخاذ القرارات على مستوى المؤسسة الاقتصادية وسبل إدارتها من خلال ما يسمى في الوقت الراهن حوكمة الشركات (corporate governance) أعطى لعملية التسيير شفافية أكبر من خلال إدماج سلطة المساهمين وباقي الشركاء، وهذا بسبب الاضطرابات والفضائح المالية المسجلة على مستوى الأسواق العالمية والتي ميزت السنوات الأخيرة، حيث أن إفلاس العديد من الشركات العالمية والمجموعات الكبرى قد سارع بإظهار مدى أهمية هذا المفهوم وضرورة تطبيقه في المؤسسات بالصورة التي تخدم مصالح جميع الأطراف الفاعلة في المؤسسة (مساهمين، مسيرين، دائنون...).

المطلب الثاني: نماذج تقييم خلق القيمة

عموماً يمكن تصنيف مقاييس خلق القيمة وفقاً لعدة معايير، إلا أننا سوف نعتمد على نموذجين هما نماذج التقييم الإستراتيجية ونماذج التقييم المالية، فالأولى تستند إلى مفهومين أساسيين هما الأداء الماضي والأداء المستقبلي دون الاهتمام بالقياس الكمي، عكس المقاييس المالية التي تعتمد على هذه الأخيرة لمعرفة قدرة المؤسسة على خلق القيمة من عدمها.

¹ Bulletin COB, création de valeur actionnariale et communication financière, n° 346, Bourse de Paris, Mai 2000, P 5.

الفرع الأول: النماذج الإستراتيجية لتقييم خلق القيمة

نماذج التقييم الإستراتيجي لخلق القيمة تهدف كلها إلى تحديد خلق القيمة في المؤسسة ومحاولة مقارنتها بنتيجة كمية.

1- منحى القيمة:

أقترح هذا النموذج من طرف strategic planning associates ، يجسد العلاقة الأساسية بين نسبتين تبينان خلق القيمة في المؤسسة وهما: المؤشر I_V و النسبة Q .

1-1- المؤشر I_V :

ويسمى أيضا " رافعة القيمة "، حيث أن I_V عبارة عن النسبة بين مردودية الأموال الخاصة R_{CP} وتكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة K_{CP} ، حيث أن :

- مردودية الأموال الخاصة تقاس بالنسبة: " نتيجة صافية / الأموال الخاصة "؛

- تكلفة الأموال الخاصة تعطى بنموذج توازن الأصول المالية MEDAF .

$$I_V = \frac{R_{cp}}{K_{cp}} \quad (1)$$

حيث انه:

$I_V < 1$: هناك خلق للقيمة؛

$I_V > 1$: هناك هدم للقيمة؛

$I_V = 1$: ليس هناك لا خلق ولا هدم للقيمة.

لكن من مساوئ هذا المؤشر هو إهماله لقدرات الاستثمار المستقبلية في المؤسسة الذي يعتبر من بين مصادر خلق القيمة في المؤسسة، ومثال ذلك إذا كان المؤشر I_V أقل من الوحدة يمكن أن يقابل استثمارات مهمة جداً وذات قيمة أنجزت من طرف المؤسسة وتولد عوائد في المستقبل.

ومن أجل تصحيح هذا الضعف وإدخال أثر الأسواق على تقدير خلق القيمة عن طريق النسبة (Q)

لـ "ماريس" (Marris) التي تبين العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة المحاسبية لرؤوس الأموال.

1-2- النسبة (Q)^(*) :

تعتبر من بين المؤشرات التي تهتم مباشرة بالقيمة السوقية للأموال الخاصة ومقارنتها بقيمتها

المحاسبية لإبراز خلق القيمة التي تتحقق في السوق وتعطى بالعلاقة:²

$$Q = \frac{\text{القيمة السوقية للأموال الخاصة}}{\text{القيمة المحاسبية للأموال الخاصة}}$$

¹ كما ان النسبة Q لجيمس توبان (James Tobin) التي تستعمل كذلك لتحديد خلق القيمة بالعلاقة التالية:

$Q = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{قيمة استبدال الاصول}}$ ، التي لا تختلف عن نسبة (Marris) اذا كانت القيمة السوقية للديون تقترب من القيمة المحاسبية لها.

² Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, **la création de valeur de l'entreprise**, éditions: Economica, Paris, 2001, P16.

- إذا كانت $Q < 1$ هناك خلق للقيمة؛

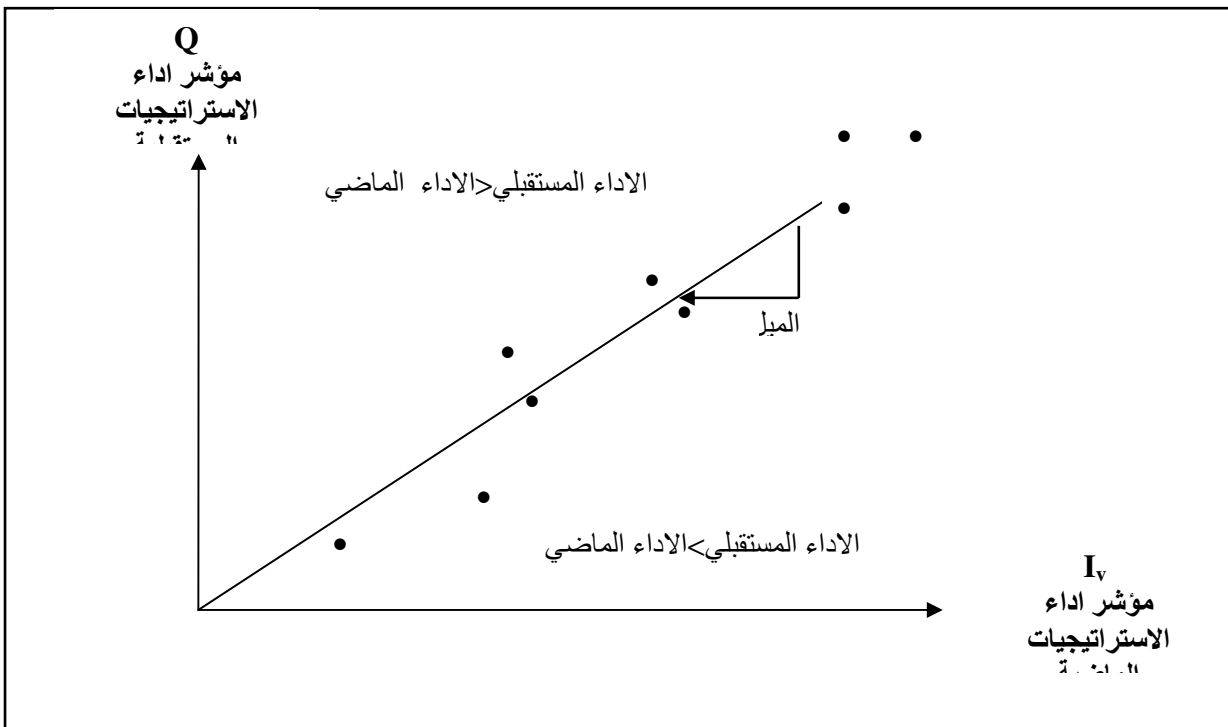
- إذا كانت $Q > 1$ هناك هدم للقيمة.

➤ القيمة السوقية للأموال الخاصة: تتمثل في رسملة السوق إذا كانت المؤسسة مسعرة في البورصة، وفي القيمة المحيئة لتدفقات الخزينة المتاحة إذا كانت المؤسسة غير مسعرة في البورصة.

➤ القيمة المحاسبية للأموال الخاصة: الأموال الخاصة المحاسبية تستلزم إعادة تسويتها، من أجل الأخذ في الاعتبار الأداء المجمع للمؤسسة حتى تاريخ القيام بالتقييم، هذه القيمة نتحصل عليها باستعمال طريقة صافي الأصول المحاسبية المعدلة¹.

منحنى القيمة يمكن الحصول عليه عن طريق الجمع بين النسبتين السابقتين، حيث (Q) تعتبر كمؤشر لأداء الإستراتيجيات المستقبلية للمؤسسة و (I_v) يعتبر كمؤشر للحكم على أداء الإستراتيجيات الماضية، والمخطط التالي يوضح هذه العلاقة:

الشكل (3-1): نموذج strategic planning associates



Source :THIETRAT Raymand-Alain, **La stratégie de l'entreprise**, éditions : Ediscience international, Paris, 1997, P 121.

¹ للمزيد من المعلومات، انظر ص 40.

2- النماذج المتنوعة:

هناك نموذجان يمثلان مدخل التقييم الإستراتيجي لخلق القيمة باستعمال النماذج المتنوعة و هما:

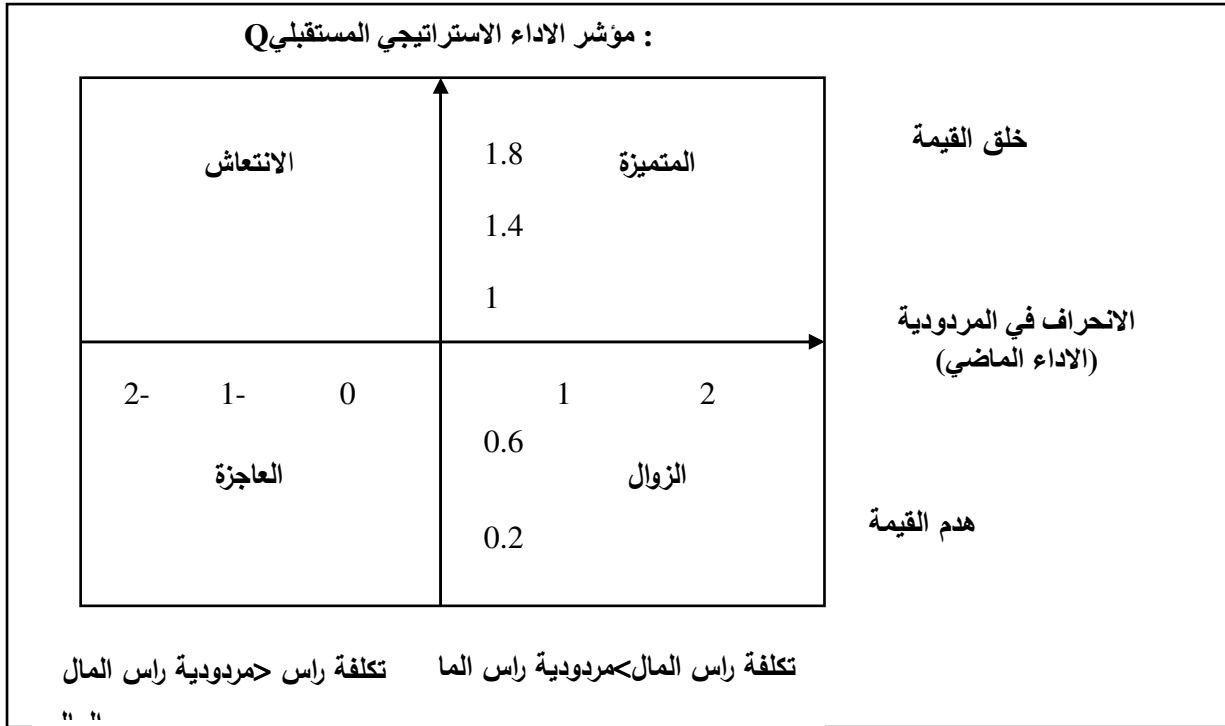
- نموذج Marakon Associates؛

- نموذج FRUHAN-MCKINSEY.

2-1- نموذج Marakon Associates:

إن نموذج Marakon Associates مقارب جدا لنموذج strategic planning associates ، ففي هذا النموذج النسبة (I_v) لا تعطى بالعلاقة النسبية بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفة الأموال، ولكن عبارة عن الإنحراف بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفة هذه الأموال وهي مبينة في الشكل التالي:

الشكل (2-3): نموذج Marakon Associates



Source : Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, Op.cit, P 20.

هذه المقاربة طورت من طرف "هاكس و ماجيلف" (N.S.Majulf & A.C.Hax) سنة 1984 بحيث سمحت بترتيب المؤسسات في أربعة أصناف هي:¹

- المؤسسات المتميزة: وهي المؤسسات التي تحافظ في المستقبل على أدائها الجيد في السابق؛
- المؤسسات في طريق الانتعاش: وهي المؤسسات التي يكون أداؤها في المستقبل أفضل من أدائها الضعيف في الماضي؛
- المؤسسات العاجزة: وهي المؤسسات التي لا تستطيع تحسين أداؤها في المستقبل، كما أن أداؤها في الماضي ضعيف؛

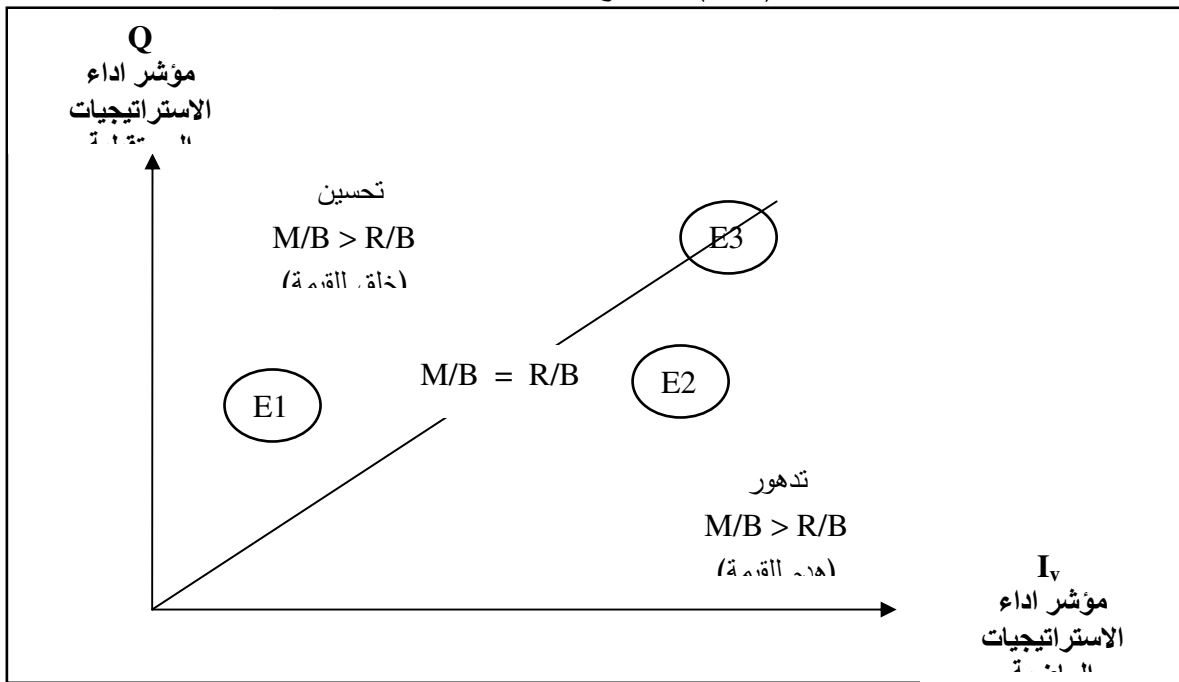
¹ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, Op.cit, P 19.

➤ **المؤسسات في طريق الزوال:** وهي المؤسسات التي حققت أداء جيد في الماضي ولكن في السوق تقدر على أنها ستزول.

2-2- نموذج FRUHAN-MCKINSEY:

هذه المقاربة أسست على أعمال FRUHAN (1982) المستنبطة من طرف (Cabinet McKinsey)، التي تركز من جهة على النسبة Q كمؤشر للأداء المستقبلي، وعلى النسبة R/B من جهة أخرى كمؤشر للأداء الماضي، حيث أن R تمثل في القيمة المستقبلية للمؤسسة مقدرة اعتماداً على المعلومات التاريخية، و B تمثل القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

الشكل (3-3): نموذج FRUHAN-MCKINSEY



Source : Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, Op.cit, P 20.

الفرع الثاني: النماذج المالية لتقييم خلق القيمة

إن الفكرة الأساسية التي تقوم عليها مختلف مقاييس المالية لخلق القيمة من طرف المؤسسة تؤكد أن المؤسسة تخلق قيمة عندما تصبح مردودية الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة، هذا يبين أنه لا يكفي أن تحقق المؤسسة ربحاً محاسبياً حتى تعتبر خالقة للقيمة، وهذا راجع إلى كون أنه إذا كانت تكلفة القروض مأخوذة بعين الاعتبار لحساب النتيجة المحاسبية من خلال خصم المصاريف المالية (فوائد القروض) فإن الأمر ليس كذلك بالنسبة للأموال الخاصة والتي لا تمثل مصدر تمويل مجاني، فالمساهمون يجب أن يحصلوا على مكافأة للخطر مقابل استثمارهم في المؤسسة.

ومنه يمكن تقسيم المؤشرات المالية التي تحتل مكانة مهمة لدى كبريات المؤسسات التي حاولت

قياس خلق القيمة في المؤسسة على النحو التالي:

1- المقاييس المحاسبية:

1-1- القيمة الاقتصادية المضافة¹ (EVA):

القيمة الاقتصادية المضافة أقتراح كمؤشر للدلالة على مدى نجاعة الإدارة المالية بالمؤسسة وتسمح بقياس مكافأة رأس المال المستثمر، حيث ترتبط بالربح الإقتصادي الذي عرفه "الفرد مارشال" على أنه "الربح المتاح للمساهمين بعد خصم مكافأة رأس المال المستثمر"².

يتبين من هذه العبارة أن خلق القيمة من طرف المؤسسة خلال فترة معينة يجب أن لا يأخذ في الحسبان الأعباء المسجلة في المحاسبة المتعلقة بتكلفة الأموال والمتمثلة في الفوائد المالية (فوائد القروض) فقط بل كذلك تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للأموال الخاصة المستثمرة من طرف المساهمين.

وتعطى بالعلاقة التالية:³

$$EVA_t = (r_{et} - k_t) \times C_t \dots \dots \dots (2)$$

أو

$$EVA = NOPAT - (CI \times CMPC) \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:

C_t : مبلغ الأموال المستثمرة في الفترة t؛

r_{et} : المردودية الإقتصادية خلال الفترة t للأموال المستثمرة؛

k_t : التكلفة المتوسطة المرجحة رأس المال خلال الفترة t .

فالمؤسسة تخلق قيمة خلال دورة الاستغلال إذا كانت مردودية الأموال المستثمرة أكبر من تكلفتها أي $(EVA > 0)$ و تحطمها إذا كانت $(EVA < 0)$.

1-2- عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI:

إن هذا النموذج هو نتيجة اقتراح مجموعة الاستشارة بيبوسطن (B.C.G)^(*) التي تشكل إحدى المكاتب الأمريكية المتخصصة في الاستشارة في التسيير.

ويتمثل عائد التدفق النقدي على الإستثمار في المعدل الذي يساوي بين قيمة الأصول وقيمة التدفقات النقدية المنتظرة على طول حياتها الاقتصادية، وبأسلوب آخر يتمثل هذا العائد في أسلوب معدل لمعدل المردودية الداخلي، حيث أن هذه المقاربة تفرض إجراء مجموعة من المعالجات من أجل حساب القيمة الإجمالية للأصول والتدفقات النقدية الإجمالية⁴. ولحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة CFE، والتي تحسب كما يلي:⁵

¹ سنتناول بالتفصيل الجوانب المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة خلال المبحث الثاني من هذا الفصل.

² Michel Albouy, Op.cit, P 367.

³ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, Op.cit, P 23.

⁴ BCG : Boston Consulting Groupe.

⁵ Farid Latreche, Op.cit, P 35.

⁶ Christian Hoarau, Robert Teller, Op.cit, P 33.

التدفقات النقدية التشغيلية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة- الاهتلاكات+ مؤونات الاستغلال- الحاجة من رأس المال العامل للاستغلال

ومنه يمكن حساب CFROI بالعلاقة التالية:¹

$$CFROI = \frac{CFE (1 + CMPC)}{AEB} \dots\dots\dots(4)$$

حيث:

CFE: التدفقات النقدية التشغيلية؛

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

AEB: الأصول الاقتصادية الإجمالية.

- تتمكن المؤسسة من خلق القيمة إذا كان عائد التدفق النقدي على الإستثمار يفوق تكلفة رأس المال، وتكون المؤسسة هادمة للقيمة إذا حصل العكس.
- عائد التدفق النقدي على الإستثمار يشكل مقياسا للأداء السنوي، يمكن مقارنته من سنة لأخرى.
- تطبيق هذا الأسلوب يعتمد على صحة توقعات التدفقات النقدية في المستقبل وهذا شيء صعب جدا، نظرا لتغيرات المحيط المستمرة.

2- المقاييس السوقية:

2-1- العائد الإجمالي للسهم (TSR)²:

عبارة عن مؤشر يستخدم لتحديد خلق القيمة من وجهة نظر خارجية، نستطيع من خلاله قياس ما تستطيع المؤسسة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة، حيث أنه وفي هذه الطريقة تعتبر المؤسسة كأصل مالي يحتوي مخاطر، يفرز تدفقات مستقبلية للأرباح وقيمة متبقية، فقيمة المؤسسة يمكن الحصول عليها عن طريق تحيين التدفقات المستقبلية بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

- يمكن أن يعرف TSR كمعدل مردودية داخلي TRI للأصل المالي، ممثلا بسعر الشراء P₀ وتدفقات المداخل تشكل الأرباح div₁ الموزعة خلال فترة الدراسة وسعر البيع في نهاية الفترة P₁؛
- كما أن TSR يركز على توفر المعلومات الدقيقة في السوق وخصوصا تطورات أسعار الفائدة؛
- يمكن مقارنته مع TSR لمؤسسة أخرى أو قطاع معين؛
- يمكن مقارنة TSR مع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين حتى يمكن تقدير خلق القيمة؛
- يمكن حساب TSR من أجل فترة (دورة)، حيث أنه في هذه الحالة يعطى بالعلاقة التالية:

¹ Grégory Denglos, **la création de valeur : Modèles, Mésure, Diagnostic**, éditions : Dunod, Paris, 2003, P 27.

² Total Shareholder Return (rendement total pour actionnaire).

$$\dots\dots\dots(5) \text{TSR} = \frac{P_1 - P_0 + \text{div}_1}{P_0}$$

حيث:

P_0 : سعر السهم في بداية الفترة؛

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة؛

div_1 : الأرباح الموزعة خلال الفترة.

2-2- المردودية الاقتصادية السنوية (AER)^(*):

تتمثل المردودية الاقتصادية السنوية في المقارنة بين القيمة السوقية لرأس المال في نهاية الفترة والقيمة السوقية لرأس المال في بداية الفترة، مع الأخذ في الحسبان توزيع الأرباح وزيادة رأس المال¹.

$$\dots\dots\dots(6) \text{AER} = \left[\frac{(\text{VM}_t + \text{DIV}_t - \text{AC})}{\text{VM}_{t-1}} \right] - 1$$

حيث:

VM_t : القيمة السوقية لرأس المال و يحسب بناتج عدد الأسهم وسعر السهم السوقي خلال t أو t-1 ؛

DIV : مبلغ الأرباح الموزعة خلال الدورة؛

AC : زيادة رأس المال خلال الدورة.

- إذا كانت نتيجة المقياس السابق موجبة دل ذلك على تمكن المؤسسة من خلق القيمة، وإذا كانت النتيجة سالبة دل ذلك على العكس.

3- المقاييس المختلطة:

يقدم "ستيرن و ستيوارت" (J.M.Stern & G.B.Stewart) مقياس يطلق عليه القيمة السوقية المضافة (MVA)^(*) التي تتحدد عن طريق المعلومات المحاسبية ومصادر السوق، والتي توضحها المعادلة التالية:

$$\dots\dots\dots(7) \text{MVA} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1 + k)^t}$$

حيث:

k = تكلفة رأس المال

◊ Annual Economic Return.

¹ Farid Latreche , Op.cit, P 36.

◊ Market Value Added

- يمكن ترجمة القيمة السوقية المضافة MVA على أنها عبارة عن القيمة الحالية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المحققة والمستقبلية.
 - التغير في القيمة السوقية المضافة MVA من سنة إلى أخرى يمكن اعتباره كمؤشر لخلق أو هدم القيمة نتيجة القرارات المتخذة في الأجل الطويل.
 - تمثل القيمة السوقية المضافة MVA القيمة الإضافية التي يمنحها السوق للأموال المستثمرة أخذاً في الحسبان مجموع القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي تستطيع المؤسسة توليدها.
- ومنه يمكن كتابة قيمة المؤسسة انطلاقاً من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بالعلاقة التالية¹:

$$V_{t0} = C_{t0} + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \dots\dots\dots(8)$$

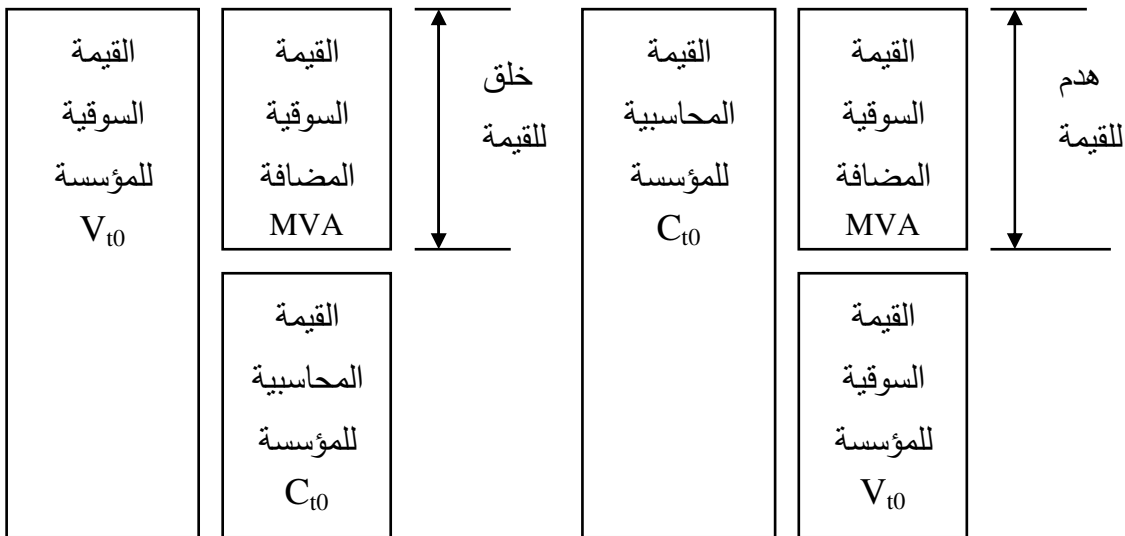
حيث:

V_{t0} : القيمة السوقية للمؤسسة لحظة التقييم؛

C_{t0} : رأس المال المستثمر في بداية الفترة.

وحتى يتم تعظيم قيمة المؤسسة يجب تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة لكل دورة.

الشكل (3-4): القيمة المضافة عن طريق السوق



المصدر: من إعداد الباحث

¹ Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN , Op.cit, P 23.

المبحث الثاني: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة

قام العديد من الممارسين والمحللين الماليين ومكاتب الاستشارة بعرض العديد من الطرق الحديثة لقياس خلق القيمة تعالج الضعف المرتبط بالطرق التقليدية والتي لا يراعى فيها عنصر الخطر والتي يمكن استعمالها في المؤسسات غير المسعرة بالبورصة، ومن هذه المداخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) التي تعتبر منتجاً مملوكاً ويملك براءة ابتكاره شركة "ستيرن و ستيرورات" (stern & Stewart)، وهي شركة استشارية مسجلة في نيويورك وتسوق هذا المؤشر تحت اسم " نظام الإدارة المالية للقيمة الاقتصادية المضافة ".

سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، ومن ثم خصائصها، ومدى استخدامها في الأوساط المالية لتقدير خلق القيمة في المؤسسة التي يمكن من خلالها تعظيم قيمة المؤسسة والتي تمكننا من تحديد أي القرارات المالية تخلق قيمة مضافة للمؤسسة.

المطلب الأول: أسس مدخل القيمة الاقتصادية المضافة

يقدم كل من "بريجهام و هوستن" (Brigham & Houston) مقياس بديل هو القيمة الاقتصادية المضافة EVA يعطي تقديراً مقبولاً لقياس القدرة على إدارة الأصول وكذا القدرة على إدارة الموارد المالية المستخدمة في تمويل تلك الأصول¹.

وهو ما يجعله أسلوباً ملائماً لتقييم أداء الإدارة المالية من خلال القرارات المالية حتى لو لم يكن للمؤسسة أسهماً متداولة في السوق المالية أو حتى إذا لم تكن هناك سوق مالية.

أما القيمة الاقتصادية المضافة فلا تركز على العملاء وإرضائهم أو المستخدمين وقناعتهم وهي مقاييس غير مالية تم اعتمادها لقياس أداء الإدارة المالية ولكنها تركز على خلق قيمة مضافة نتيجة استخدام الأموال في المؤسسة، والمتحمسون للقيمة الاقتصادية المضافة يعتقدون أنها المقياس الحقيقي لخلق القيمة في المؤسسة خلافاً للمقاييس التقليدية مثل ربحية السهم الواحد (EPS)^(*) الذي لا يدمج تكلفة الأموال و يعتبر أداة للتقييم على المدى القصير، أو العائد على حقوق الملكية (ROE)^(*) الذي لا يأخذ بالتغيرات التي يمكن أن تطرأ على الهيكل المالي للمؤسسة.

وبنظرة متأنية للقيمة الاقتصادية المضافة نجد أنها لا تختلف كثيراً عن مفهوم ظل سائداً لفترة طويلة في الأوساط المحاسبية، وهو مفهوم الدخل المتبقي (Residual Income) أعيد تغليفه وتسويقه تحت

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 19-20.

⊙ يطلق عليه أيضاً نسبة العائد الصافي لكل سهم و تعطى علاقته كما يلي: EPS = صافي الربح بعد الضريبة / عدد الأسهم العادية المكتتب فيها.

⊙ تقيس مردودية الأموال الخاصة المستخدمة و تعطى بالعلاقة: ROE = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.

هذا الاسم الجديد (القيمة الاقتصادية المضافة)، وقد تم استخدام الدخل المتبقي بواسطة شركة "جنرال موتورز" في العشرينات من القرن الماضي وشركة "جنرال إلكتريك" في الخمسينات منه ولكن كان الاستخدام لأغراض التقييم الداخلي لوحدهما المختلفة، وقد دفع ازدياد استخدام القيمة الاقتصادية المضافة ورشة عمل معهد المحاسبين القانونيين الأمريكي في عام 1995 إلى التنبؤ بأن القيمة الاقتصادية المضافة ستحل محل ربحية السهم في تقارير "ول ستريت جورنال" (journal of wool street)، فنجد أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA انتشرت بشكل واسع في الآونة الأخيرة، فإلى غاية سنة 1997 بلغ عدد المؤسسات التي تبنت هذا المفهوم حوالي 13069 منشأة أعمال في أستراليا، 499 منشأة أعمال في كندا، 1519 منشأة أعمال في بريطانيا، 1207 منشأة أعمال في فرنسا، وحوالي مليون منشأة أعمال في الولايات المتحدة الأمريكية¹.

الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

تتمثل الفكرة الأساسية لأسلوب القيمة الاقتصادية المضافة في الاعتماد على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي، حيث تتحرك قيمة المؤسسة ارتفاعاً أو هبوطاً تبعاً للربح الاقتصادي².

1- تعريف القيمة الاقتصادية المضافة:

فتعرف القيمة الاقتصادية المضافة كمفهوم بسيط على أنها عبارة عن تلك النتيجة الاقتصادية التي حققتها المؤسسة بعد دفع مجموع الأعباء على الأموال المستثمرة (أموال خاصة وديون)، وهذه الطريقة عبارة عن أداة تساعد المسيرين على اتخاذ قرارات وتقييم أثار القرارات السابقة، كما يمكن أن تستخدم من قبل الأطراف الخارجية في إطار التقييم الإجمالي للمؤسسة.

فالقيمة الاقتصادية المضافة هي صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة ناقص حسابات المصاريف التي تتعلق بتكلفة الأموال للمؤسسة.

$$EVA = \text{النتيجة الاقتصادية} - \text{تكلفة أموال المستثمرة}$$

و تعطى بالعلاقة التالية:

$$EVA = NOPAT - (CI \times CMPC) \dots \dots \dots (9)$$

CI: مبلغ الأموال المستثمرة في الفترة t؛

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة رأس المال خلال الفترة t؛

NOPAT: وهي عبارة عن نتيجة الاستغلال بعد الضريبة وقبل المصاريف المالية ويطلق عليها

النتيجة الصافية للعمليات في الأدبيات الأجلوساكسونية (NOPAT)³.

¹ ضامن وهيبة، مرجع سابق، ص 108.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 492.

³ Net Operating Profit After Tax= (Résultat d'Exploitation Minoré de l'Impot= REMIC)

وبصفة عامة: فإنه بمجرد حساب القيمة الاقتصادية المضافة فإن ذلك يعد مؤشرا لقياس قدرة الإدارة المالية على خلق قيمة إضافية بالمؤسسة أو تحطيمها، حيث يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر لقياس الأداء خلال فترة مالية واحدة أو من فترة لفترة¹.

2- عوامل الرفع في القيمة الاقتصادية المضافة

2-1- تحسين مردودية الأموال:

وهو الارتفاع في النتيجة الاقتصادية دون استخدام أموال إضافية، ويمكن أن يتم ذلك عن طريق الأسعار أو الهوامش، أو بإتباع إستراتيجيات الحجم.

2-2- النمو المفيد:

استثمار الأموال في مشاريع يكون معدل نمو العائد عليها أكبر من تكلفة الأموال، ويمكن أن يتم ذلك عن طريق القيام بسياسات للرفع في حجم المبيعات، أو إنتاج سلع جديدة، أو اختراق أسواق جديدة.

2-3- عقلنة المشاريع الاستثمارية:

استبعاد الأنشطة التي تتميز بالمردودية السالبة، أي لا يمكنها توليد مداخيل أكبر من تكلفة الأموال، من خلال زيادة استغلال الأصول والتخلص من الأصول العاطلة.

2-4- تخفيض تكلفة الأموال:

من خلال الاستفادة من الرفع المالي والذي يمكن أن يتم عن طريق اللجوء إلى مصادر تمويل ذات التكلفة والمخاطر المنخفضة².

الفرع الثاني: إيجابيات استخدام القيمة الاقتصادية المضافة

- خلصت كثير من الدراسات التطبيقية إلى أنه توجد علاقة وثيقة موجبة بين قيمة المؤسسة والقيمة الاقتصادية المضافة، وقد تبين أن القيمة الاقتصادية المضافة لها علاقة بقيمة المؤسسة أكبر من غيرها من مؤشرات الأخرى الأكثر استخداما مثل ربحية السهم الواحد، أو هامش العمليات، أو العائد على رأس المال، وأن أي تغير في قيمة المؤسسة يعود إلى التغير في القيمة الاقتصادية المضافة.
- يمكن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة³.
- كما خلصت دراسات أخرى إلى نتيجة مؤداها أن المديرين الذين يديرون شركاتهم على أساس القيمة الاقتصادية المضافة قد استطاعوا زيادة القيمة السوقية لشركاتهم كما استطاع المستثمرون الذين استخدموا القيمة الاقتصادية المضافة تحديد استثماراتهم وإدارتها وزيادة ثروتهم.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 506.

² للمزيد عن المعلومات حول هذا النوع من المصادر انظر الفصل الأول ص 29.

³ ضامن وهبية، دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2008، ص 107.

- سهولة فهم محتوى القيمة الاقتصادية المضافة ومن ثم تطبيقه، بحيث أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على البيانات والمؤشرات المالية التي يمكن معرفة أيها يجب أن تراقب لزيادة قيمة EVA.
- كما يذكر هندي بعض هذه الايجابيات كما يلي:¹

- يعد المقياس الملائم لقدرة الإدارة المالية على توليد الأرباح من الأصول أو ما يعبر عنه بالاستثمارات التي قامت بها المؤسسة؛

- استبعاده للفوائد، وهذا يرجع إلى أنها تظهر في تكلفة الأموال في الشق الثاني من المعادلة؛
- إمكانية استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم أداء الأقسام المختلفة داخل المؤسسة، خاصة إذا كانت الشركة تعمل بمفهوم مراكز الربحية؛
- يعد أساساً يمكن الاعتماد عليه في تقدير المكافآت على مستوى الأقسام.

الفرع الثالث: حدود استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة

هناك العديد من العناصر التي تحد استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة بشكل مطلق، على اعتبار أنه من المعايير الأكثر متانة في قياس خلق القيمة بالمؤسسة، ومن بينها ما يلي:

- إن سلامة استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة مشروطة بثبات مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة²، معنى ذلك أن لا تكون المخاطر بمختلف أشكالها سواء المتعلقة بالمخاطر الكلية أو المخاطر الخاصة التي تنتمي إليها المؤسسة قد تغيرت في السنة محل التحليل حتى يمكن مقارنتها بالسنوات السابقة.

- لا يمكن اعتبار EVA متوسط مراقبة يمكن الاعتماد عليه في تقييم أداء الفروع المختلفة الحجم؛
- اعتماد EVA على مناهج المحاسبة المالية التي يمكن أن يتلاعب بها المديرون؛
- تركيز EVA على النتائج الحالية فقط والتي يمكن أن تعرقل عمليات الإبداع في الأجل الطويل؛
- رغم بروز EVA في مجال تحسين الأداء، إلا أنه لا يشجع التعاون بين مسيري الوحدات؛
- رغم تفوق EVA على مقاييس تقييم خلق القيمة من خلال مكوناته، إلا أنه يزال غير كامل.

المطلب الثاني: طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة

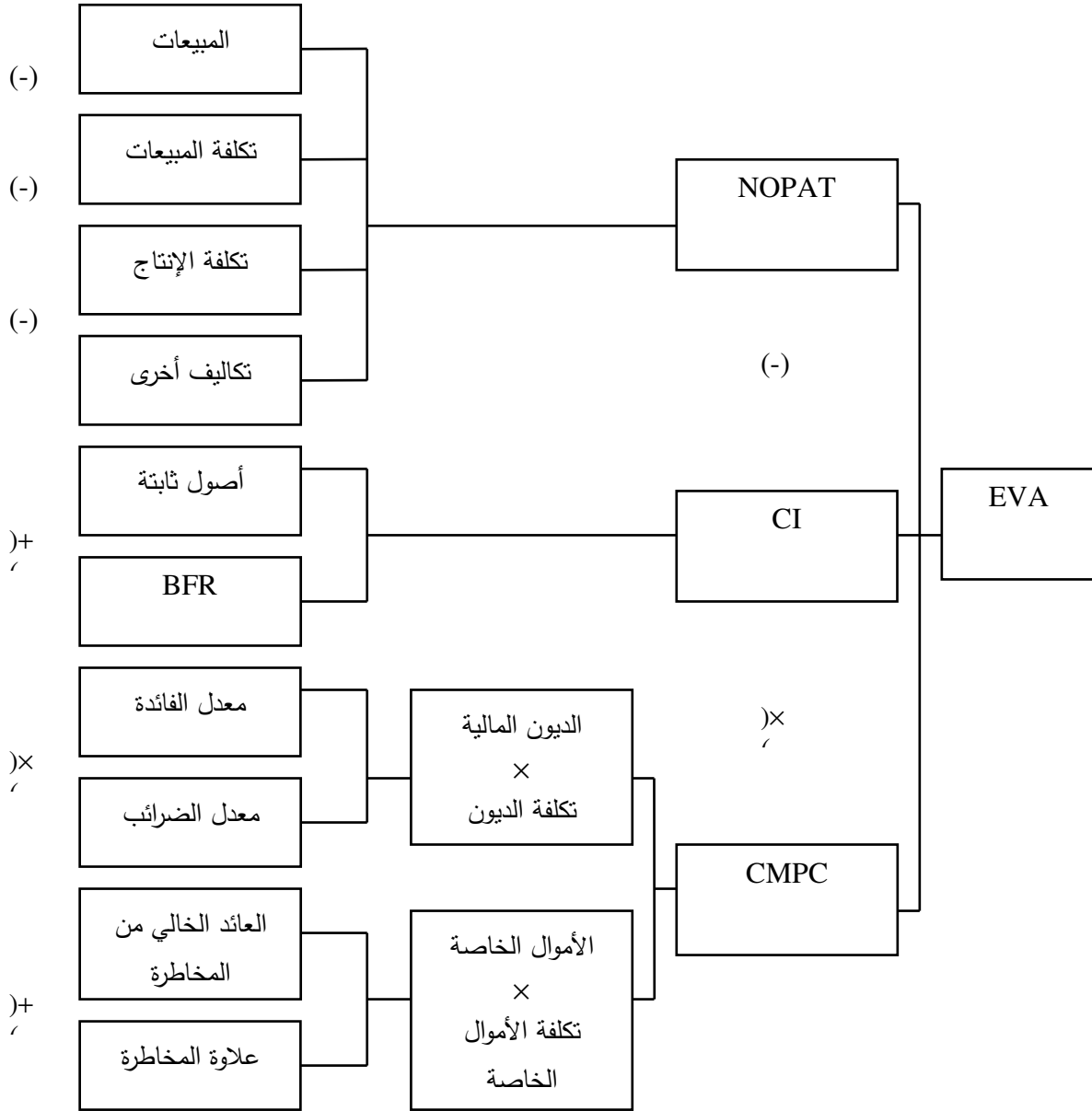
على حسب رأي "ستيرن و ستوربات" (stern & Stewart) فإن هناك أكثر من مائة وستون تعديلاً (160) يمكن إجراؤها على الدخل المحاسبي من العمليات وذلك لحساب القيمة الاقتصادية المضافة، ولكن في الواقع تقوم المؤسسات التي تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة بإجراء ما بين (5) إلى (15) تعديلاً وذلك تجنباً للتعقيد.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 20-21.

² المرجع نفسه، ص 21.

فتمثل الفكرة الأساسية في حسابها هي حساب الربح الاقتصادي، وهذا لدراسة العنصرين المكونين للقيمة الاقتصادية المضافة وهما: النتيجة الاقتصادية وتكلفة الأموال.
والشكل الموالي يوضح العناصر المكونة للقيمة الاقتصادية المضافة التي تتمثل في شجرة القيمة.

الشكل (3-5): شجرة القيمة



المصدر: اعتمادا على ضامن وهيبة، مرجع سابق، ص 117.

حيث تزداد الحاجة إلى معالجة المعطيات المحاسبية بسبب تأثر بعض العناصر بالواقع الإقتصادي، ومن بين الأسباب التي يمكن أن تؤثر على هذه العناصر نذكر:

- انخفاض قيمة النقد بسبب التضخم؛
 - تطور الأسعار في السوق؛
 - طريقة الاهتلاك المتبعة؛
 - طريقة التسجيل المحاسبي التي تختلف من بلد إلى آخر.
- المثال التالي يوضح فكرة تأثير طريقة التسجيل المحاسبي:

من أجل دخول المؤسسة (Hoechst) إلى بورصة نيويورك (NYSE)¹، فإن هذه المؤسسة التي تعتبر من أكبر المؤسسات الصناعية في ألمانيا برقم أعمال يزيد عن 50 مليار مارك ألماني عليها تطبيق المعايير المحاسبية الأمريكية، و الجدول الموالي يقارن بين نتائج الطريقتين:

الجدول(3-1): إسقاط نمط التسجيل المحاسبي على نتائج مؤسسة (Hoechst)

الانحراف (%)	المعايير المحاسبية الأمريكية (مليون مارك ألماني)	المعايير المحاسبية الألمانية (مليون مارك ألماني)	السنة
NM	-57	1.709	1995
-37	1.324	2.114	1996
-72	377	1.343	1997

Source : COPELAND.T, KOLLER.T, MURRIN.J, *La stratégie de la valeur*, éditions : d'Organisation, Paris, 2002, P 91.

الفرع الأول: النتيجة الاقتصادية

يمكن التعبير عن النتيجة الاقتصادية بالأرباح الصافية للاستغلال بعد الضريبة NOPAT ، أو نتيجة الاستغلال بعد الضريبة وقبل التكاليف المالية لأن التكاليف المالية مدرجة في تكلفة الأموال، ونتيجة الاستغلال ترصد لهذين أساسين هما:²

- تغطية التوزيعات المتعلقة برأس المال؛
- تغطية التكاليف الضريبية تحت الدفع على عاتق المؤسسة.

1- تحديد متغيرات النتيجة الاقتصادية:

1-1- NOPAT: حيث أن نتيجة الاستغلال بعد الضريبة تقيس أداء النشاط الاستغلالي للمؤسسة والمستقل عن النشاط خارج الاستغلال، حيث أن:

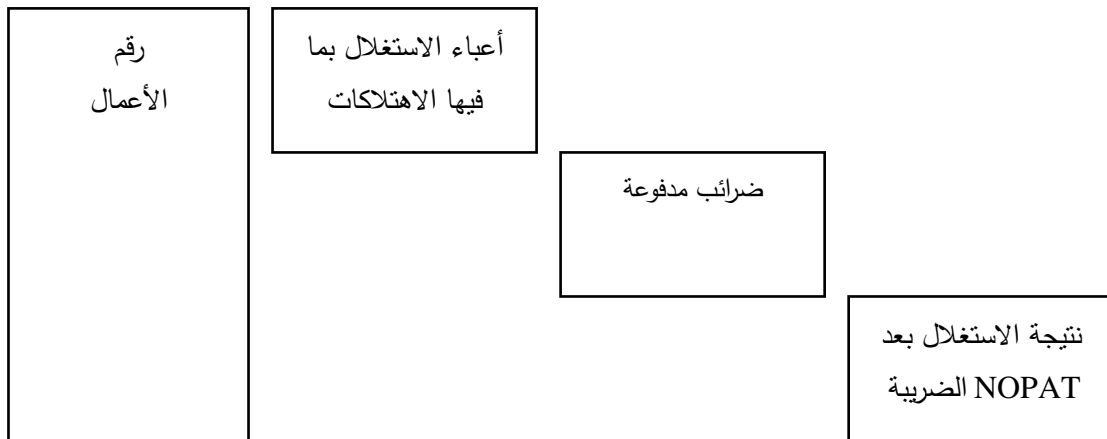
¹ New York Stock Exchange

² Denis Dubois, Op.cit, P 2.

➤ **نشاط الاستغلال:** وهو يتمثل في النشاط الأساسي للمؤسسة، والمرتبط بالنشاط الاستثماري والنشاط التجاري للمؤسسة.

➤ **نشاط خارج الاستغلال:** حيث لا يمثل أساس نشاط المؤسسة، وهو عبارة عن نشاط استثنائي غير متكرر، فنجد مرتبط ببعض العمليات الاستثنائية كالتنازل عن الاستثمارات التي يجب أن لا تأخذ في الاعتبار لتحديد القيمة الاقتصادية المضافة الناتجة عن القرارات المالية في المؤسسة لدورة ما.

الشكل(3-6): طريقة تشكل NOPAT



Source : Denis Dubois, Op.cit, P 28.

1-2- رأس المال المستثمر CI:

رأس المال المستثمر يمكن تسميته كذلك بالأصول الاقتصادية، والتي تتشكل من مبلغ الأموال الخاصة ومبلغ الديون المقدمة من طرف المقرضين، ومن أجل تقديرها هناك مقاربتان هما:

- المقاربة عن طريق الخصوم أو الموارد؛
- المقاربة عن طريق الأصول أو الاستخدامات.

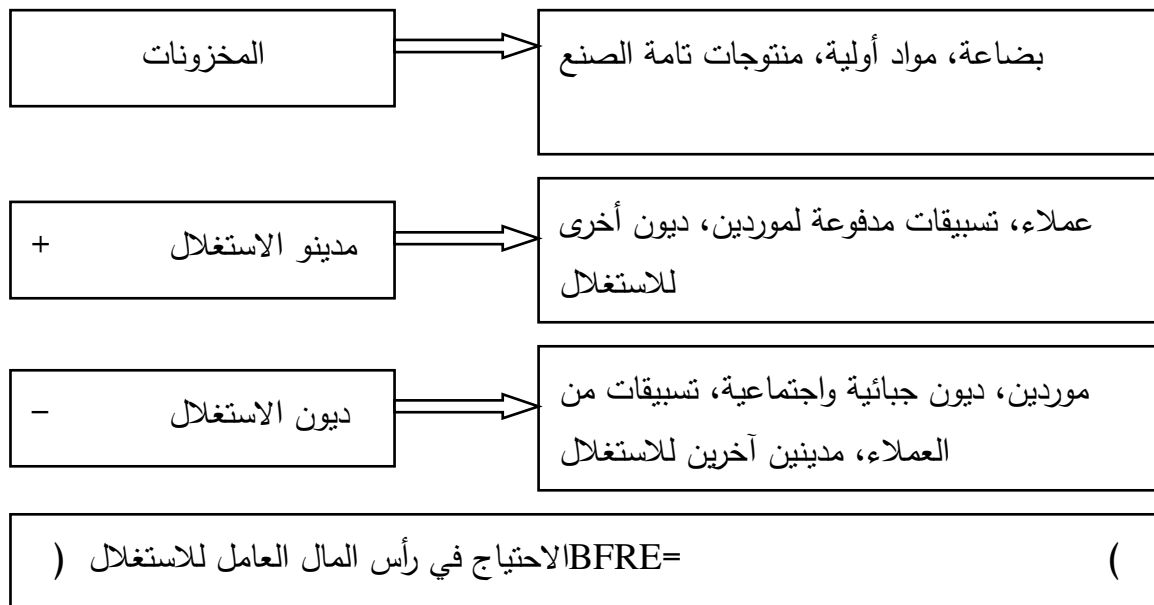
➤ **المقاربة عن طريق الخصوم أو المصادر:** رأس المال المستثمر بالنظر إلى الخصوم يتمثل في مبلغ الأموال الخاصة ومبلغ الديون الصافية التي تمثل الوضعية الحقيقية لديون المؤسسة.

رأس المال المستثمر = الأموال الخاصة + الديون الصافية

➤ **المقاربة عن طريق الأصول أو الاستخدامات:** وهي المقاربة الأكثر استعمالاً في الأوساط المالية والأكثر سهولة في التطبيق، حيث أنه في هذه الحالة فإن رأس المال المستثمر يتمثل في الموارد المستخدمة والمقدمة من طرف أصحاب الأموال والمتعلقة بالنشاط الاستغلالي في المؤسسة،

وبعبارة أخرى عبارة عن الأصول الثابتة الصافية^(*) والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) و الذي يحسب كما يلي:

الشكل (3-7): الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال



المصدر: من إعداد الباحث

2- المعالجات المتعلقة بالمنطق الاقتصادي لحساب القيمة الاقتصادية المضافة:

عند حساب القيمة الاقتصادية المضافة يتطلب الأمر عزل العديد من العناصر التي تشوه التدفقات النقدية، فيجب التمييز بين مفهوم التدفق النقدي ومفهوم النتيجة الاقتصادية، فالتدفق النقدي هو عبارة عن سيولة الخزينة المحصل عليها من الإستثمار، والتدفق النقدي لا تدرج فيه إلا الحسابات السائلة المادية أي التدفقية، ولا يهتم بالحسابات الأخرى المعنوية، ومن بين هذه التعديلات نتناول ما يلي:

2-1- معالجة الفروق الضريبية:

تبين قائمة الدخل مدفوعات الضريبة و التي يمكن أن تكون المؤسسة قد قامت بدفعها فعلاً أم لا، إن السجلات المحاسبية تعد وفق مبدأ الاستحقاق، ويطلق على الفرق بين ما تتحمله المؤسسة من ضرائب وما تدفعه فعلاً بالفروق الضريبية، لكن من وجهة نظر اقتصادية التي يتوجب طرحها من الإيرادات هي تلك التي دفعت فعلاً وليست تلك التي ستدفع لاحقاً، لذلك يجب إضافة الفروق الضريبية إلى الأموال الخاصة لإزالة التشوه الناتج عن الضرائب التي يتم دفعها¹.

^١ المجموع الظاهر بالميزانية في نهاية الدورة ناقص المؤونات والمخصصات الخاصة بالدورة

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 494.

2-2- الفائض الناجم عن استخدام مبدأ (LIFO):

في بعض الحالات تستخدم طريقة LIFO كقاعدة لتقييم المخزون في الميزانية، ففي هذه الحالة فإن المخزون يكون مقدر بأقل مما يجب، ولذلك يجب تقدير قيمة المخزون مرة أخرى بالاعتماد على مبدأ FIFO ثم يضاف الفرق بين التقديرين لرأس المال، ثم تضاف الزيادة في الفائض الناجم عن استخدام مبدأ LIFO إلى NOPAT .

2-3- معالجة استنفاد شهرة المحل:

تؤدي التدفقات غير النقدية مثل الشهرة إلى تشويه رأس المال، ونظراً إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة تركز على قياس العائد النقدي المتولد من النقدية المستثمرة في المؤسسة، لذلك يجب إضافة اهتلاك الشهرة إلى رأس المال، وكذلك إضافة اهتلاك الشهرة للعام الحالي إلى صافي ربح العمليات قبل الضريبة¹ . وشهرة المحل تعتبر بمثابة استثمار في الأصول الثابتة مع أنها لا تهتك بذات الطريقة، وليس لها مدة محددة كبقية الأصول المعنوية، مع العلم أنه قد تزداد أو تتخفض شهرة المحل مع مرور الزمن.

2-4- رسملة العناصر غير الملموسة:

العناصر غير الملموسة مثل نفقات البحوث والتطوير يترتب عليها منافع اقتصادية طويلة الأجل للمؤسسة، فإنه يتم رسملة التغيرات الناتجة عنها، حيث يتم فصل تكاليف البحوث والتطوير ومعالجتها في رأس المال، أما القسط السنوي لاهتلاك العناصر غير الملموسة فيتم تعديل نتيجة الاستغلال بعد الضريبة NOPAT به.

2-5- معالجة الاحتياطات والمؤونات الأخرى:

من بين هذه العناصر مؤونة الخاصة بالمخزون وحسابات الزبائن، وتعالج هذه العناصر بنفس الطريقة المتبعة في معالجة الفائض الناجم عن استخدام مبدأ (LIFO).

الجدول (2-3): حساب NOPAT و CI بعد التعديلات

¹ المرجع السابق، ص 494.

حساب NOPAT	
<p>نتيجة الاستغلال المحاسبية + (الزيادة في الفروق الضريبية + الزيادة في الفائض الناتج عن استخدام قاعدة LIFO + قسط اهتلاك الشهرة للعام الجاري + قسط اهتلاك العناصر غير الملموسة كمصاريف الأبحاث والتطوير + الزيادة في المؤونات والمخصصات الأخرى + فوائد عقود التمويل الإيجابي)</p> <p>= نتيجة الاستغلال قبل الضريبة - الضرائب</p> <p>= صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT</p>	
حساب CI - مدخل الأصول -	حساب CI - مدخل الخصوم -
<p>الأصول الثابتة بالقيمة المحاسبية الصافية</p> <p>+ الأصول المعنوية بالقيمة المحاسبية الخامة</p> <p>+ فارق الاندماج (شهرة المحل)</p> <p>+ القيمة المحاسبية الصافية لمصاريف الأبحاث والتطوير</p> <p>+ احتياجات رأس المال العامل بالقيمة المحاسبية الخامة</p> <p>+ الاستثمارات المالية</p> <p>= الأموال المستثمرة المعدلة CI</p>	<p>الأموال الخاصة</p> <p>+ الفروق الضريبية</p> <p>+ القيمة المحاسبية الصافية للعناصر غير الملموسة</p> <p>+ الفائض الناتج عن استخدام قاعدة LIFO</p> <p>+ الإهلاك المتراكم لشهرة المحل</p> <p>+ المؤونات والمخصصات الأخرى</p> <p>+ القيمة الحالية لأقساط البيع الإيجابي</p> <p>(مخصومة بتكلفة الاقتراض)</p> <p>= الأموال الخاصة المعدلة</p> <p>+ الديون المالية</p> <p>= الأموال المستثمرة المعدلة CI</p>

المصدر: ضامن وهيبة، مرجع سابق، ص 124.

الفرع الثاني: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

حساب القيمة الاقتصادية المضافة يأخذ في الحسبان تكلفة كل الأموال المستخدمة وهي تمثل العنصر الثاني بعد نتيجة الاستغلال بعد الضريبة، حيث أن لكل مصدر تمويل تكلفة خاصة، فالحصول على القروض يترتب عليه أعباء تتمثل في فوائد تفسر على أنها تكلفة حصول المؤسسة على هذه الأموال، كذلك حصول المؤسسة على الأموال عن طريق المساهمين في رأس المال، ويمكن أن نقول أن تكلفة الأموال هي تلك الأموال التي تدفعها المؤسسة لأصحاب الأموال نظير استغلالها لأموالهم، حيث يجب أن لا يقل هذا المعدل عن معدل العائد للفرصة البديلة.

1- مفهوم تكلفة الأموال:

يشير مفهوم تكلفة رأس المال إلى معدلات العائد المتوقعة عن طريق كافة مصادر الهيكل المالي¹، كما يمكن تعريفها على أنها معدل المردودية المطلوبة من مجموع موقري الأموال للمؤسسة للقبول بتمويلها (بشراء أوراقها المالية أو الإبقاء عليها). وبالتالي فهي تمثل تكلفة التمويل للمؤسسة وفي الوقت نفسه تمثل معدل المردودية الأدنى الذي ينبغي أن تحققه استثماراتها في الأمد المتوسط وإلا حَقَّت خسائر².
فهذه التكلفة سوف تتغير بتغير مصادر التمويل المستخدمة، وهذا التباين راجع إلى درجة المخاطر المرتبطة بكل مصدر، حيث أن درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضون أقل من المخاطر التي يتعرض لها المساهمون وذلك أن للمقرضين الحق في الحصول على عوائد دورية بغض النظر عن طبيعة النتائج المحققة من طرف المؤسسة.

2- أهمية حساب تكلفة الأموال:

إن حساب التكلفة الأموال سواء لكل عنصر من عناصر الهيكل المالي له أهمية تتمثل في:
- حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية على اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسبها، حيث يتم اختيار المصدر الذي يحتمل المؤسسة أقل تكلفة.
- يفيد حساب تكلفة الأموال في تحديد المزيج الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة؛
- إن العديد من القرارات، من ضمنها تلك المرتبطة بسياسة الاستدانة وسياسة رأس المال، تستدعي الحساب الدقيق لتكلفة التمويل.
- يتم استخدام تكلفة التمويل كمعيار في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية التي ستستخدم فيها الأموال؛
- إن تعظيم قيمة المؤسسة (كهدف للإدارة المالية) يستلزم أن تكون تكلفة جميع هذه العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة (الأموال) بحدودها الدنيا.

3- العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

تختلف العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال باختلاف مصادر التمويل المعتمد عليها في التمويل ويمكن إيجازها في مجموعة من النقاط كالاتي³:

3-1- الظروف الاقتصادية العامة:

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 115.

² PIERRE Vernimmen , Op.cit, P 569.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 72، وللمزيد انظر: حمزة الشمخي و إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان 1998، ص 369.

هي العوامل التي تؤثر على تكلفة العناصر المكونة للهيكل المالي على حد سواء، وأهمها:

➤ **معدل العائد المطلوب:** إن المستثمرين الذين يزودون المؤسسة بأموال ينتظرون الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن حرمانهم من استغلال أموالهم في الوقت الحاضر، وعلى عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

➤ **حجم العرض والطلب على الأموال في السوق:** إنه كلما زاد الطلب على الأموال في داخل السوق دون زيادة في مقدار العرض المتاح منها، زاد معدل العائد المطلوب¹ من وجهة نظر المانحين، و تكلفة رأس المال من وجهة نظر المؤسسة.

➤ **مستوى التضخم داخل السوق:** إن ارتفاع مستوى التضخم سيؤدي بالمستثمرين للمطالبة بمعدل مرتفع من العائد يعوضهم عن الخسائر المحتملة.

3-2- تأثير العناصر الخاصة بكل عنصر:

إن تكلفة كل مورد تمويلي تتوقف على المخاطر التي يتضمنها والتي تنعكس على حجم العائد الذي يطالب به المستثمرون أصحاب هذا المورد. فنجد أن الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة لكون المقرضين أقل تعرضاً للمخاطر، بينما نجد تكلفة التمويل بالأسهم العادية مرتفعة نسبياً بسبب ارتفاع مخاطر الإستثمار فيها، في حين أن تكلفة الأسهم الممتازة تكون بين الحالتين.

3-3- الظروف التشغيلية والمالية للمؤسسة:

بالإضافة إلى العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه بمجرد حرمانهم من استعمال أموالهم في إشباعات حاضرة، فهم في نفس الوقت يطالبون بعائد كاف لتعويضهم عن المخاطر المرتبطة بظروف عمل المؤسسة، فالمشروع تكون مخاطره كبيرة لا بد وأن تكون عوائده كبيرة لتتلاءم مع مخاطره، بالإضافة إلى ظروف المؤسسة التشغيلية فإن قرار المؤسسة المتعلق بهيكلها المالي سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه تؤثر على درجة المخاطر بالمؤسسة وهذا ما ينعكس على حجم العائد.

3-4- تشكيلة هيكل رأس المال:

تختلف تكلفة رأس المال وفقاً لقرار المؤسسة المتعلق باختيار العناصر المكونة لهيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه.

3-5- القابلية التسويقية للأوراق المالية:

¹ يجب التمييز بين الأنواع المختلفة للعائد و هي:

- العائد الفعلي الذي تم تحقيقه بالفعل
- العائد المطلوب و هو الذي يرغب فيه المستثمرون
- العائد المتوقع الحصول عليه من طرف المستثمرين

يقصد بالقابلية التسويقية سهولة الاتجار بالورقة المالية دون تكاليف أو خسائر كبيرة¹. إن أغلب مصادر تمويل المؤسسة تأخذ شكل أوراق مالية يمكن تسويقها في السوق المالية، وعادة ما تتأثر هذه الأوراق بقابليتها التسويقية لدى المستثمرين، وبالتالي فإن هذا عامل يعكس أساسا ظروف السوق وقدرتها على استيعاب الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات.

4- طريقة تقدير تكلفة الأموال:

إن عملية حساب تكلفة مصادر تمويل المؤسسة تعتبر من بين المسائل المالية الصعبة التي تواجه الإدارة المالية بالمؤسسات كما أن الحساب الحقيقي لتكلفة التمويل يعتمد التخمين والتقدير²، وهذا بسبب تعدد المداخل في هذا الشأن، ونشير إلى أنه يمكن التمييز بين نوعين من مصادر التمويل، وهي الأموال الخاصة من جهة والديون من جهة أخرى، فكانت هذه النماذج تقدرها كما يلي:

4-1- تكلفة الأموال الخاصة:

تعتبر الأموال الخاصة من أهم المصادر المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في عملية التمويل باعتبار أنها تقلل من المخاطر المالية خصوصا في السنوات الأولى من إنشائها نظراً للخوف الكبير الذي يبيده المقرضون وكذلك عدم وضوح في الاتجاه العام لمستقبل المؤسسة.

فتكلفة الأموال الخاصة تتمثل في المردودية المنتظرة من طرف المساهمين لقاء إعادة استثمار الفائض المحقق داخل المؤسسة، علما أنه بإمكانهم توظيف هذا الفائض في استثمارات خارج المؤسسة وهذا حسب عنصرى العائد والمخاطرة، وتحسب تكلفة الأموال الخاصة أما عن طريق نماذج التحيين أو عن طريق نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF).

➤ **نماذج التحيين:** تتعلق بنماذج تقييم الأسهم انطلاقا من أرباح الأسهم المأمول تحقيقها، كما يتعلق بالفترات المستقبلية، حيث تعتبر النظرية المالية أن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية (المحسوبة اعتمادا على معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية³.

وتتلخص هذه الطريقة في المعادلة التالية:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+t)^{-i} + C_n(1+t)^{-n} \dots\dots\dots(10)$$

حيث:

¹ زياد رمضان، مرجع سابق، ص 16.

² حمزة الشمخي و إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص 371.

³ إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 307.

C_0 : سعر السهم في الفترة 0؛

D_i : التوزيعات المنتظرة في الفترة i ؛

C_n : سعر السهم عند نهاية الفترة؛

n : عدد الفترات؛

t : معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين.

ونظرا لطول فترة استحقاق الأسهم، حتى أن هذه الفترة تكاد تكون إلى ما لا نهاية، فذلك يؤدي إلى انعدام القيمة الحالية لسعر السهم عند الفترة n أي عندما تؤول n إلى ما لانهاية تصبح العبارة $(1+t)^{-n}$ تؤول إلى الصفر، ولن تبقى لذلك إلا مجموع القيم الحالية للتوزيعات المنتظرة على طول فترة الاحتفاظ بالسهم:

$$C_0 = \sum_{i=1}^n D_i(1+t)^{-i} \dots\dots\dots(11)$$

و نميز هنا بين حالتين من التوزيعات هما:

أ. حالة ثبات التوزيعات: بفرض ثبات التوزيعات طوال فترة المساهمة تصبح المعادلة (10) على

النحو التالي:

$$C_0 = D(1+t)^{-1} + D(1+t)^{-2} + D(1+t)^{-3} + \dots\dots\dots + D(1+t)^{-n} \dots\dots\dots(12)$$

وباعتبار أن هذه الحدود تمثل متتالية هندسية حدها الأول D وأساسها $\frac{1}{(1+t)}$ فإن مجموع حدودها هو:

$$C_0 = D \frac{1-(1+t)^{-n}}{t} \dots\dots\dots(13)$$

حيث أنه عندما تؤول n إلى ما لا نهاية فإن $(1+t)^{-n}$ تؤول إلى 0 فإن المعادلة (13) تصبح كما يلي:

$$C_0 = \frac{D}{t} \dots\dots\dots(14)$$

ونجد عندها معدل العائد المطلوب يساوي إلى: $t = \frac{D}{C_0}$

ب. حالة نمو التوزيعات: إن صعوبة التنبؤ بالتوزيعات على طول الفترة المستقبلية جعل من عدم

اعتماد ثبات التوزيعات في الفرضية السابقة، ورغم ذلك فقد تم تطوير هذه الفرضية من خلال إدراج معدل

نمو هذه التوزيعات، ويتم حساب هذا المعدل من خلال الاتجاه العام لتطور مستوى التوزيعات لفترة معينة، ثم

اعتماد هذا التطور في التوزيعات مع فرضية الحفاظ على نفس مستوى التزايد.

وعلى هذا الأساس فإن المعادلة (12) تكون كما يلي:

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+t)^{-2}(1+g) + D_1(1+t)^{-3}(1+g)^2 + \dots\dots\dots + D_1(1+t)^{-n}(1+g)^{n-1} \dots\dots\dots(15)$$

حيث:

g : معدل تزايد التوزيعات.

وباعتبار أن هذه حدود متتالية هندسية حدها الأول $D_1(1+t)^{-1}$ وأساسها $(1+g)(1+t)^{-1}$ تصبح المعادلة (15) كما يلي:

$$C_0 = D_1(1+t)^{-1} \frac{(1+g)^n(1+t)^{-n} - 1}{(1+g)(1+t)^{-1} - 1} \dots\dots\dots(16)$$

حيث أنه عندما تؤول n إلى ما لا نهاية فإن $(1+g)^n(1+t)^{-n}$ تؤول إلى 0 مع افتراض $g < t$ وعندها نجد ما يلي:

$$C_0 = \frac{D_1}{g-t} = \frac{D_1}{t-g} \dots\dots\dots(17)$$

$$\Rightarrow t = \frac{D_1}{C_0} + g \dots\dots\dots(18)$$

حينها نتحصل على ما يعرف بعلاقة جوردن- شابيرو (M.j.Gordon & E.shapiro) التي يتبين من خلالها أن التمويل بالأسهم هي تابعة لحجم الأرباح الموزعة (D) ومعدل تزايدها (g) الذي يكون معلوماً وثابتاً.

➤ نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF): إن نماذج التحيين لا يمكن استعمالها في المؤسسات غير المسعرة في البورصة، وذلك راجع لعدم القدرة على تقدير قيمة السهم في السوق وسياسة توزيع الأرباح بهذه المؤسسات لا معنى لها. يصف هذا النموذج العلاقة النظرية بين العائد المطلوب على ورقة مالية ما والخطر المحتمل جراء حيازة هذه الورقة¹.

حيث أن صيغة نموذج توازن الأصول المالية كما يلي:²

$$R_c = R_f + B_c [R_m - R_f] \dots\dots\dots(19)$$

حيث:

R_c : تكلفة الأموال الخاصة؛

R_f : المعدل العائد الخالي من المخاطر؛

R_m : معدل العائد من السوق؛

β_c : معامل لعائد السهم، ويعكس حجم المخاطر المنتظمة.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص 240.

² للمزيد من المعلومات حول نموذج توازن الأصول المالية انظر الفصل الثاني.

إن نموذج توازن الأصول المالية هو إحدى أهم العناصر الرئيسية في النظرية المالية الحديثة، وهو يسمح بتقدير الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين الذي يساوي إلى معدل العائد الخالي من المخاطر زائد علاوة الخطر.

أ. **معدل العائد الخالي من المخاطرة:** يتحدد هذا المعدل أساساً بسعر الفائدة التي تصدرها الحكومات، وبالذات حوالات الخزينة (اذونات الخزينة) وأوراق مالية قصيرة الأجل خالية من الخطر كلياً و لذلك فإن سعر الفائدة منخفض جداً مقارنة بأسعار الأوراق الأخرى¹.

ب. **علاوة الخطر:** تعتمد هذه العلاوة على درجة نفور المستثمرين من المخاطر، وتتحدد هذه العلاوة بالفرق بين معدل العائد المتوقع في السوق ومعدل العائد الخالي من الخطر، ويضرب هذا الفرق في معامل β_c الذي يعتبر مقياساً للمخاطر النظامية.

4-2- تكلفة الديون:

تعرف تكلفة الديون سواء في شكل قروض تتعاقد عليها المؤسسة مع البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى بمعدل فائدة محدد أو في شكل سندات تصدرها للجمهور بمعدل كويون محدد على أنها معدل الفائدة الفعلي الذي تلتزم المؤسسة بدفعه مقابل حصولها على هذا القرض². وتعرف أيضاً على أنها "المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية سواء كان الاقتراض في صورة سندات تصدرها أو في صورة قرض تتعاقد عليه المؤسسة"³.

5- التكلفة المتوسطة المرجحة:

عادة ما تلجأ المؤسسة إلى مصادر تمويل متعددة لتغطية احتياجاتها المالية، لذلك يجب أن يعكس معدل تكلفة الأموال جميع الموارد الموظفة، لأنه من الخطأ اعتماد طرق اختيار الاستثمارات التي تركز على المقارنة بين المردودية المتوقعة وتكلفة المورد الممول لها، فقد يؤدي ذلك إلى رفض المشاريع ذات المردودية العالية بسبب عدم تغطيتها لتكلفة ذلك المورد الوحيد، كما أنه من غير الممكن استعمال الاستدانة على حدا لتمويل المشاريع بل يكون مقترناً بموارد أخرى بسبب محدودية القدرة على الاستدانة في المؤسسة وارتباطها بالضمانات المقدمة للدائنين والمتمثلة أساساً في الأموال المقدمة من المساهمين⁴.

¹ حمزة الشمخي و إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص 343.

² مبارك لسلوس، مرجع سابق، ص 191.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 588.

⁴ Mércier Guy, Théoret Raymond, **Traité de gestion financière**, éditions : presses de l'Université du Québec, 1994, P 352-353.

وتصبح تكلفة الأموال في هذه الحالة عبارة عن متوسط مرجح لكل عناصر التمويل المستعملة، ويقصد بالمتوسط المرجح الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل المستثمرين والمساهمين في المؤسسة، والمقصود هنا المساهمة النسبية لكل عنصر من عناصر أموال المؤسسة في هيكل رأس المال ككل¹.

في ظل الحديث عن تكلفة الأموال، يبرز إشكال أو تساؤل رئيسي وهو طبيعة الخليط أو المزيج الذي تتحدد على أساسه تكلفة الأموال، هل هو الخليط الذي يمثل الهيكل المالي الفعلي؟ أم أنه الخليط المستهدف الذي تطمح إليه الشركة؟ أم الخليط الذي سوف يستخدم في تمويل الاقتراح محل البحث؟ إن الإجابة عن هذه الأسئلة يقتضي التعرض للمداخل البديلة في حساب تكلفة الأموال والتي تتمثل في:

- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية.
- تقدير التكلفة على أساس الأوزان المستهدفة للعناصر.
- تقدير تكلفة الأموال على أساس أوزان العناصر التي سوف تستخدم في تمويل الاقتراح الاستثماري محل البحث.

وهذا ما يجعلنا أمام عدة مداخل حاولت التطرق لكيفية إجراء عملية الترجيح، و من بينها ما يلي:

5-1- مدخل الأوزان الفعلية:

يسمى هذا المدخل كذلك بالمدخل الساكن أو الأوزان التاريخية، ويتم حساب تكلفة الأموال وفقه بالاعتماد على الأوزان الفعلية لعناصر التمويل لحظة القيام بالتقدير، ويمثل مدخل التكلفة التاريخية تكلفة لأوضاع ماضية و ليست تكلفة مستقبلية، ولذلك فإنها لا تتماشى وطبيعة قرارات الاستثمار من حيث كون هذه الأخيرة عبارة عن قرارات مرتبطة بالمستقبل، كما أن اعتماد هذه التكلفة يفترض أن الأموال الإضافية التي سوف تتحصل عليها المؤسسة في المستقبل سوف تكون من نفس العناصر وبنفس النسب التي يتكون منها الهيكل المالي الحالي.

وتحسب تكلفة الهيكل الفعلي للتمويل إما على أساس القيمة المحاسبية أو أساس القيمة السوقية.

➤ **على أساس القيمة المحاسبية:** يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة وفقا لهذه الطريقة بالرجوع إلى دفاتر المؤسسة حيث يشير جانب الخصوم إلى قيمة مختلف العناصر ثم تتم بعدها عملية الترجيح.

➤ **على أساس القيمة السوقية:** حسب هذه الطريقة يتم تقدير تكلفة مختلف مصادر التمويل حسب قيمها السوقية، وتعتبر هذه الطريقة أنسب من الطريقة السابقة وهذا ليتماشى التقدير وفقا لما هو سائد في السوق، فقد يؤدي التغير في تركيبة مصادر تمويلها إلى تغير في النظرة السائدة في السوق، مما يؤثر على قيمتها السوقية دون تغير في القيم الدفترية.

¹ حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص 386.

5-2- مدخل الأوزان المستهدفة:

يفتضي هذا المدخل بوضع هيكل مالي مستهدف من طرف المؤسسة تسعى إلى تحقيقه، والذي يتضمن مصادر التمويل التي سوف تعتمد عليها المؤسسة والوزن النسبي لكل عنصر، ويعاب على هذا المدخل التفاوت الذي قد يحصل بين تكلفة الأموال للهيكل المالي الفعلي وتكلفة الأموال للهيكل المالي المستهدف.

5-3- مدخل الأوزان الحدية:

يهتم المدخل الحدي بقياس تكلفة الأموال التي سوف تتحصل عليها المؤسسة في المستقبل، ووفقا لهذا المدخل فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية، ولهذا المدخل أهمية كبيرة وذلك للأسباب التالية:

- يقيس التكلفة المستقبلية للأموال، وبذلك يتماشى مع قرارات الاستثمار من حيث كونها متعلقة بالمستقبل على عكس التكلفة التاريخية؛
- إن هذا المدخل لا يستند إلى القيمة الدفترية لعناصر التمويل، وإنما على القيمة الحقيقية لكل عنصر منسوب إلى إجمالي التمويل الإضافي المتاح للاستثمار؛
- يمكن التغلب على مسألة إحداث الخلل بالهيكل المثالي للتمويل بمراعاة النسب المثلى من المصادر المختلفة؛
- استخدام التكلفة المرجحة الحدية كمعيار تمنع قبول بدائل استثمارية عوائدها أقل من هذه التكلفة.

خلاصة الفصل الثالث

ارتبط مفهوم خلق القيمة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة، حيث أن النموذج المحاسبي التقليدي الذي يركز على الربح يعتبر مقياساً مشوهاً للقيمة ولا يمكن من خلاله تقييم تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، وهذا ما تطلب تحديث أدوات ووسائل القياس التي تركز على القيمة وتدمج كل من المردودية وتكلفة الأموال، وهذا حتى في حالة عدم وجود أسواق مالية فيما يخص الاقتصاديات الانتقالية أو حالة المؤسسات غير المسعرة في البورصة.

ومن أجل تحديد خلق القيمة في المؤسسة هناك نوعان من النماذج وهي النماذج الإستراتيجية والنماذج المالية حيث إن الأولى تركز أساساً على الأداء الماضي والأداء المستقبلي للمؤسسة ممثلة في المؤشر I_V أو عن طريق النسبة (Q) لـ "ماريس"، والنماذج المتنوعة التي تمثل مدخل التقييم الإستراتيجي لخلق القيمة منها نموذج Marakon Associates ونموذج FRUHAN-MCKINSEY في حين أن النماذج المالية تركز في مجملها على المردودية.

كما أن القيمة الاقتصادية المضافة في إطار النماذج المالية تمثل أداة تسيير ممتازة في ظل توجه كبريات المؤسسات نحو التسيير بواسطتها، وذلك لعزلها العديد من العناصر التي تشوه التدفقات النقدية وكذلك بسبب الإمكانية التي توفرها لتحديد القرارات المالية المؤثرة على قيمة المؤسسة من خلال مكونات شجرة القيمة.

الفصل الرابع

تقييم أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة "EMBAG"

تمهيد:

سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الواقع العملي، وذلك من خلال تقييم أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة باستخدام معيار خلق القيمة والمتمثل في أسلوب القيمة الاقتصادية المضافة EVA و هذا على مستوى المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج.

و وفقا لما تقدم سنستعرض في هذا الفصل المباحث الأربعة التالية:

المبحث الأول: تقديم عام للمؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة.

المبحث الثاني: تقييم خلق القيمة (*ex post*) باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

المبحث الثالث: تقييم قيمة المؤسسة باستخدام مؤشر EVA.

المبحث الرابع: تحليل عناصر EVA وأثرها على القيمة.

المبحث الأول: تقديم عام المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة

تعتبر المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة من المؤسسات العمومية الاقتصادية المتخصصة في الصناعة الورق في الجزائر، بل هي رائدة هذه الصناعة بخبرة طويلة في هذا المجال وذلك بسعيها الدائم إلى تحسين نوعية وجودة منتجاته وتوسيع حصتها السوقية من أجل ضمان إستمراريتها وتطورها، فرغم المنافسة الشديدة التي يشهدها قطاع إنتاج هذه المنتجات من طرف المستثمرين الخواص والأجانب فقد استطاعت الصمود أمام هذه المنافسة.

مرت المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة بمرحلتين وهذا حسب النظام الاقتصادي الذي كان سائدا في الجزائر، ذلك أنه في مرحلة الاقتصاد الموجّه تميزت بوضعية احتكارية حيث اهتمت أساسا بالجانب الكمي ولم يول العناية الكاملة لنوعية وجودة منتجاتها والتي كانت بعيدة عن جودة المنتجات الأجنبية، أما في مرحلة إقتصاد السوق فقد تبنت المؤسسة إستراتيجيات جديدة وفعالة لتحسين مستوى نوعية وجودة المنتجات والعمل على زيادة حصتها في السوق وقامت ببذل مجهودات معتبرة للتأقلم مع متطلبات المحيط الإقتصادي الجديد.

للقوف على هذا المؤسسة أكثر نقترح تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: لمحة عن المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة.

المطلب الثاني: تنظيم المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة.

المطلب الأول: لمحة عن المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة

عرفت المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة عدة تطورات منذ إنشائها حتى تحولت إلى مؤسسة ذات مكانة هامة في صناعة الأكياس والعلب المطوية في الجزائر، وللتعرف أكثر عليها سنتطرق فيما يلي إلى:

- نشأة وتطور المؤسسة.

- التعريف بالمؤسسة.

الفرع الأول: نشأة وتطور المؤسسة

ككل المؤسسات مرت المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة بعدة مراحل وسنحاول إبراز أهم هذه المراحل فيما يلي:¹

- ظهرت الشركة الوطنية للصناعات السيليلوزية إلى الوجود بموجب الأمر رقم 68/11 المؤرخ في 27 جانفي 1968، ثم تمت إعادة هيكلة الشركة وتغيير اسمها إلى المؤسسة الوطنية للتوضيب بالورق والورق المقوى بمقتضى المرسوم رقم 85/192 الصادر بتاريخ 23 جويلية 1985، وهذا في إطار المخطط الوطني للتنمية الاقتصادية والاجتماعية بهدف تسيير وتنمية نشاطات إنتاج العجين السيليلوزي وورق التغليف وكذا للورق السميك والمموج وتحويلها إلى منتجات تامة ونصف مصنعة.

- في أبريل 1995 تحولت إلى مؤسسة اقتصادية عمومية برأس مال قدره 80000000 دج، حيث ارتقت المؤسسة الوطنية للتوضيب بالورق والورق المقوى إلى مرتبة الزيادة في هذا المجال بالجزائر وتمت هيكلتها للمرة الثالثة في سنة 1999 لتصبح مؤسسة قائمة بذاتها.

- بتاريخ 2000/01/01 باشرت المؤسسة عملها باسم المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة وهي فرع مجموعة المجمع الصناعي للورق والسيليلوز والذي يقدر رأس مالها 170000000 دج وهذه المؤسسة مختصة في صنع أنواع التغليف بالورق والورق المقوى وهي أيضا حائزة على تقنية متطورة ومعرفة توفر لها القدرة على تلبية مختلف احتياجات القطاعات وأهم وحدات المجمع هي:

1. **مركب الورق بالسعيدة** : تختص في صناعة عجين الورق وورق التغليف وأكياس الكرتون وذلك لما تتوفر عليه المنطقة من المادة الأولية الحلفاء وتبلغ الطاقة الإنتاجية لهذه الوحدة 37000 طن سنويا.

2. **وحدة الحراش** : تنتج ورق التغليف والورق المقوى انطلاقا من عملية الاسترجاع وتبلغ الطاقة الإنتاجية لكل منتج كالتالي:

- إنتاج الورق المقوى 25000 طن سنويا؛

- إنتاج ورق التغليف 15500 طن سنويا؛

- إنتاج الورق العادي 3300 طن سنويا.

3. **وحدة الأكياس بواد السمار** : تقوم بتحويل الورق إلى أكياس وعلب بمختلف أنواعها وأحجامها

كالتالي:

- أكياس كبيرة الحجم بطاقة 20600 طن سنويا؛

- أكياس متوسطة الحجم بطاقة 1000 طن سنويا؛

- علب بكل الأحجام بطاقة 2850 طن سنويا.

¹ الوثائق الداخلية للمؤسسة.

4. وحدة الأكياس بوهران : يتمثل نشاطها في:
 - تحويل الورق إلى أكياس كبيرة الحجم بطاقة 5000 طن سنويا؛
 - تحويل الورق إلى أكياس متوسطة وصغيرة الحجم بطاقة 250 طن سنويا؛
 - تحويل الورق إلى علب مستديرة بطاقة 300 طن سنويا.
5. وحدة الأكياس بالحجار : تحتوي على سلسلة إنتاج جد عصرية وتعمل في مجال الأكياس كبيرة الحجم بطاقة إنتاجية تقدر 15400 طن سنويا.
6. وحدة العلب والأكياس القابلة للطي ببرج بوعريريج : المؤسسة محل الدراسة.

الفرع الثاني: التعريف بالمؤسسة

- تقع المؤسسة على بعد 01 كلم جنوب مدينة برج بوعريريج في المنطقة الصناعية على الطريق الوطني رقم 45 الرابط بين ولاية برج بوعريريج وولاية المسيلة وتتربع على مساحة قدرها 28 هكتار منها 7.5 هكتار مغطاة.
- قامت بعملية الإنشاء الشركة الإيطالية "أنجيكو" وقد انطلقت الأشغال بتاريخ 11/05/1975 وانتهت في 20/08/1978 حيث قامت الشركة المنجزة بتشغيل الوحدة على سبيل التجربة لمدة 03 أشهر بعدها بدأت المؤسسة فعليا في إنتاج في 11/01/1979.
- توفر المؤسسة 650 منصب عمل موزعين بين عمال منتجين في الورشات والذي يبلغ عددهم 565 عامل، وإداريون يبلغ عددهم 85 موظف.
- تبلغ الطاقة الإنتاجية للمؤسسة 25 مليون طن من العلب والأكياس سنويا تحقق منها 90 % سنة 1983، أما بعد 1985 أصبحت تنتج منتجات أساسية وهي العلب والأكياس بمختلف الأحجام كما أنها تنتج منتجات ثانوية.

- تملك المؤسسة خطين للإنتاج:

الخط الأول: مخصص لإنتاج الأكياس بمختلف الأحجام وبه قسمين:

- قسم خاص بالأكياس الصغيرة والمتوسطة الحجم؛

- قسم خاص بالأكياس الكبيرة الحجم.

الخط الثاني: مخصص لإنتاج العلب المطوية

وكما هو الشأن بالنسبة لكل المؤسسات الوطنية والوحدات التابعة لها والمتواجدة عبر التراب الوطني فان المؤسسة لها دور هام تلعبه في الحياة الاقتصادية للبلاد والمساهمة في تطوير وازدهار هذا القطاع، ونظرا لطبيعة نشاطها في كونها متخصصة في صنع علب وأكياس التغليف، فقد أنشئت هذه المؤسسة لتموين المؤسسات الصناعية بالعلب كمؤسسة صناعة الأحذية والشركة الوطنية للصناعات الصيدلانية كما أنها تزود العديد من المؤسسات بأكياس بمختلف الأحجام والأشكال.

المطلب الثاني: تنظيم المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة

تبعاً لمبدأ تقسيم المهام وتحديد الوظائف والمسؤوليات فان المؤسسة مهيكلت إلى عدة دوائر ومصالح في إطار عمل منسق ومنسجم لتحقيق التسيير الفعال والمتكامل. للوقوف أكثر على هذا التنظيم نقترح تحليل العنصرين التاليين:

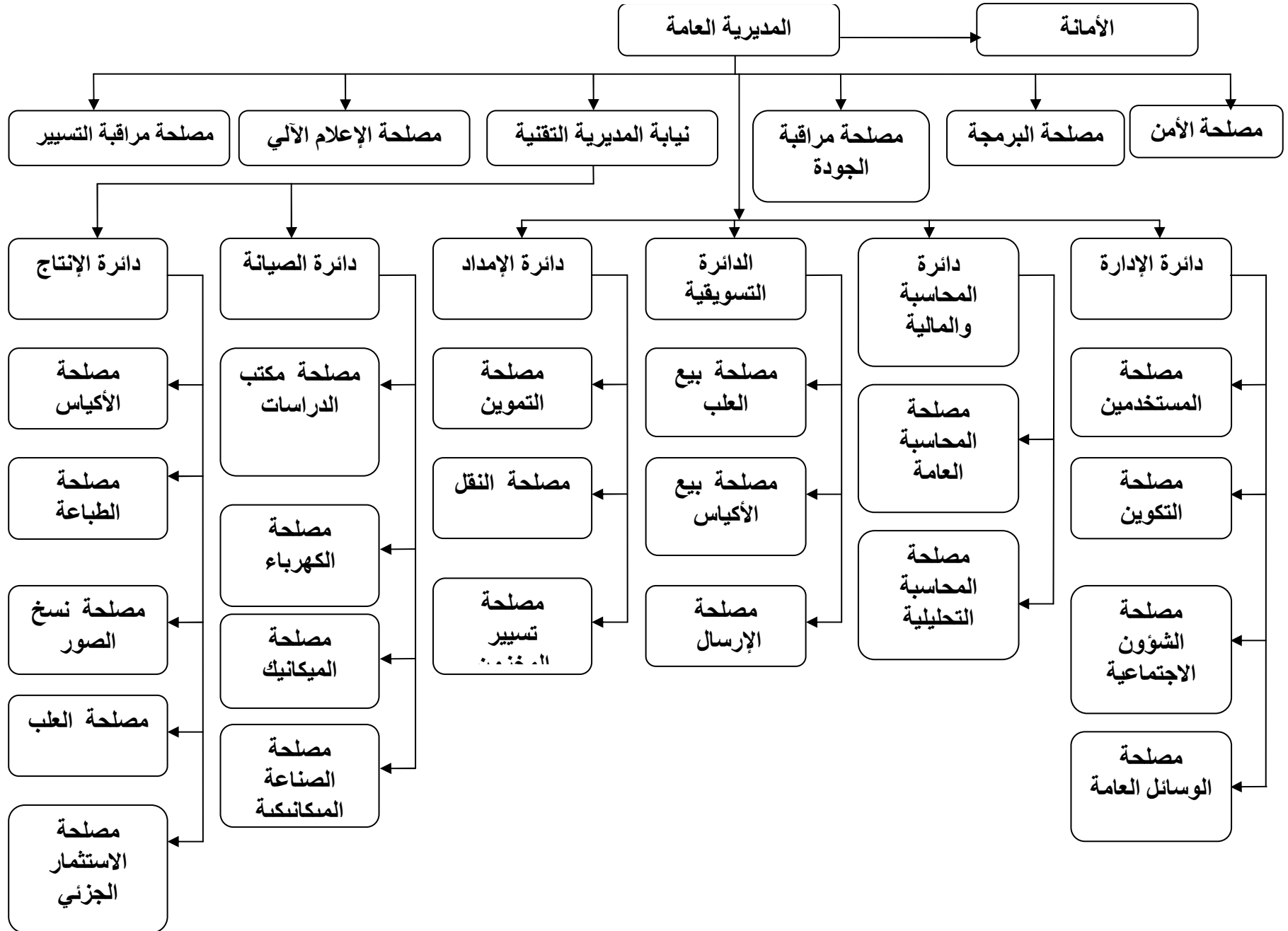
- الهيكل التنظيمي للمؤسسة.
- المستويات التنظيمية للمؤسسة.

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي للمؤسسة:

تمتلك المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة هيكل تنظيمي وظيفي يسمح بتحديد السلطة والمسؤولية بين الوظائف.

يتضح لنا من خلال الهيكل التنظيمي أن هناك نوعين من العلاقات، علاقات وظيفية تربط بين مختلف الدوائر والمصالح، وعلاقات استشارية مساعدة تقوم بتقديم المساعدة للمديرية العامة.

EMBAG الشكل (1-4): الهيكل التنظيمي لمؤسسة



الفرع الثاني: المستويات التنظيمية للمؤسسة:

يمكننا الهيكل التنظيمي من التمييز بين مختلف المستويات التنظيمية للمؤسسة، والتي نبينها فيما يلي:¹

1- المستوى الإستراتيجي: يوجد على رأسها الرئيس المدير العام وهي مركز قيادة المؤسسة وتسييرها وهذا بالتعاون والتنسيق مع مجلس الإدارة المكون من رؤساء الدوائر والذي يرأسه المدير العام، تتكفل بوضع إستراتيجيات هذه الأخيرة وتمثيلها مع الأطراف الخارجية، كما تتكفل بإبرام العقود في مجال الشراكة مع الشركات الوطنية والأجنبية.

2- المستوى المساعد: وهي مجموعة من المصالح تتولى مهام التنسيق و تقديم المساعدة للمديرية العامة، كما تقوم بعملية الدعم للدوائر في مجال التنفيذ دون أن تكون لها سلطة إلزامية عليها وتتمثل في:

1-2- مصلحة الإعلام الآلي: تهتم هذه المصلحة بمساعدة كل الدوائر في حل مشاكلها التسييرية اليومية باستعمال تقنيات الإعلام فنقوم بتطوير نظم التسيير، كما تسهر على ضمان إعداد خطط ودراسة حاجة الدوائر والمصالح في هذا المجال.

2-2- مصلحة الأمن والوقاية: المهمة هذه المصلحة هي السهر على نظافة المباني الإدارية وتنظيم المكاتب وتزيين محيط المؤسسة.

2-3- مصلحة التخطيط ومراقبة التسيير: وتوكل إلى هذه الأخيرة مهمة إعداد برامج الخاصة بالمؤسسة فيما يتعلق بجميع نشاطاتها، وفي الوقت نفسه تقوم بمتابعة مختلف العمليات الموكلة إلى كل الدوائر واتخاذ الإجراءات في حالة انحراف هذه المصالح عن الأهداف المسطرة.

2-4- مصلحة البرمجة: تهتم هذه المصلحة ببرمجة العملية الإنتاجية بالتنسيق مع مصلحة المبيعات وذلك بوضع برامج وخطوات للإنتاج باحترام المعايير والكميات والمواصفات واحترام آجال التسليم.

2-5- مصلحة مراقبة النوعية: اختصاصها هو مراقبة العملية الإنتاجية حيث عليها يتوقف إنتاج أي سلعة ونظرا لأهمية هذه المصلحة فهي تابعة لمدير المؤسسة حتى يكون لقراراتها الطابع الإلزامي والمحافظة على سمعة المؤسسة في السوق.

¹ الوثائق الداخلية للمؤسسة.

3- المستوى الوظيفي: تتكون من دوائر ومصالح وهي مرتبطة بالإدارة العامة وهي:

3-1- دائرة الإنتاج: وهي الدائرة التي تختص بعملية الإنتاج، تتمثل مهامها فيما يلي:

- إعداد برامج الإنتاج ومتابعتها ميدانياً؛
- دراسة التغيرات التي تطرأ على السير العادي للعملية الإنتاجية وذلك عبر إحصاءات يومية، شهرية، سنوية... الخ؛
- العمل على تحسين نوعية المنتج؛
- السهر على الرفع من فعالية الآلات.

حيث تتفرع إلى المصالح التالية:

➤ **مصحلة العلب:** تعمل على تحويل الورق من حالة طبيعية إلى علب بمختلف الأشكال والأحجام ومنها العلب اللاصقة الخاصة ذات 04 إلى 06 أركان والعلب ذات القاعدة الأوتوماتيكية ونصف الأوتوماتيكية والعلب المقفلة.

➤ **مصحلة الأكياس:** تقوم هذه المصحلة بتحويل الورق إلى أكياس مختلفة الأحجام والأشكال منها:
- أكياس للمحتوى الكبير حيث أن هذه الأخيرة تستعمل لحفظ المنتجات من المواد الكيميائية والأسمدة والحبوب الصلبة والاسمنت ومواد معدنية.

- أكياس ذات حجم صغير ومتوسط تتمثل في أكياس قاعدة مصطحة وأكياس مقطعة.
➤ **مصحلة الصور:** مهمة هذه المصحلة تتمثل في تحديد نوع الورق المستعمل حيث نجد عدة أنواع من الورق لإنتاج عدة أنواع من المنتجات ومن ثمة يتم تحديد شكل العلب أو الأكياس أو الرسم الملائم.

3-2- **الدائرة التسويقية:** تم إنشاء هذه الدائرة بالوحدة منذ قيام المؤسسة ومباشرتها لعملية الإنتاج ويعد القسم التجاري من أهم الأقسام في المؤسسة وهو يتولى مهمة تمثيل المؤسسة في عملية التفاوض مع العملاء ومهامها تتجلى في:

- دراسة تقنية الطلبات
- التفاوض مع العملاء
- دراسة الأسعار
- تحرير الطلبية لقسم الإنتاج على شكل أمر تصنيع
- متابعة برنامج الطلبات

3-3- دائرة الإمداد: تضم المصالح التالية:

➤ **مصلحة تسيير المخزونات:** وهي الدائرة التي تقوم بتنظيم حركة المخزونات و المنتجات و التي يمكن حصرها فيما يلي:

- متابعة المخزونات من حيث الكمية الموجودة و المستعملة؛

- تخزين المواد وترتيبها حسب الخصائص التقنية؛

- متابعة عناصر المخزون عبر بطاقات خاصة؛

➤ **مصلحة التموين:** تعمل هذه الدائرة على توفير المواد الأولية وقطع الغيار وبالتالي توفير جميع مستلزمات الشركة من مشتريات ومراقبة حركتها طوال السنة، حيث تتم عملية التموين بتحرير طلب الشراء يتم الموافقة عليه من قبل دائرة المالية ثم المدير العام، وغالبا ما يكون محتوى الطلب موافقا للتقديرات السنوية المعدة.

➤ **مصلحة النقل:** تقوم بنقل السلع من المؤسسة إلى الزبائن ونقل المواد الأولية ونقل العمال وخاصة فرق العمل أثناء الليل.

3-4- دائرة المحاسبة والمالية: تقوم بالبحث عن الفرص المالية على المدى الطويل والمتوسط

وذلك بتحليل النشاطات المالية وفق الأهداف المسطرة، كما تهتم بوضع الإستراتيجيات المالية للشركة بالإضافة إلى بحث ومتابعة العمليات التمويلية، وذلك من خلال اتخاذ القرارات المالية السليمة، وهي مقسمة إلى:

➤ **مصلحة المحاسبة العامة:** تهتم بإجراء العمليات المحاسبية اليومية وتدوينها في الوثائق والدفاتر المناسبة وذلك بعد التأكد من صحتها وصحة الوثائق والفواتير وتسجيل كل العمليات المتعلقة بالزبائن والموردين وتقوم أيضا بعمليات الجرد للمخزونات سواء مواد أولية أو منتجات تامة.

➤ **مصلحة المحاسبة التحليلية:** تتكفل بالمتابعة الملفات والطلبات وتحدد تكلفة كل طلبية من جهة ومن جهة أخرى تسهر على إبراز كل التكاليف حسب طبيعتها وحسب الوظيفة كما تقوم بتحديد أسعار المنتجات وتعمل على تقليص هذه التكاليف عن طريق الاقتراحات التي تقدمها إلى الإدارة كما تقوم بتحليل التكاليف والنواتج وتحديد الانحرافات للوصول إلى تقدير دقيق.

3-5- دائرة الإدارة: وتشمل هذه الدائرة على مصلحة المستخدمين ومصلحة التكوين المهني

ومصلحة الشؤون الاجتماعية ومهام كل مصلحة كما يلي:

➤ **مصلحة المستخدمين:** تقوم بمعالجة ملفات العاملين وذلك من اجل تحديد أجورهم وذلك بإعداد بطاقات تحتوي الغيابات، كما تقوم بمراقبة العمال داخل المؤسسة ومدى امتثالهم للقوانين الداخلية والفصل في النزاعات بين العمال.

➤ **مصلحة التكوين المهني:** تهتم بتكوين العمال الجدد والمتربصين بصفة خاصة ورفع الكفاءة والمستوى الإنتاجي لدى العمال القدامى ونظرا للدور الذي تلعبه هذه المصلحة فان لها علاقات خارجية تتمثل في إرسال بعض العمال إلى مراكز التكوين المهني وكذا إرسال بعض الموظفين إلى المعاهد التدريبية في الدول الأجنبية لإجراء التربصات في مجال التسيير.

➤ **مصلحة الشؤون الاجتماعية:** تهتم بالشؤون الاجتماعية للعاملين داخل المؤسسة حيث تتوفر على مطعم وعيادة طبية مجهزة بوسائل حديثة ومن مهامها القيام بعملية التدخل في حالة الحوادث.

3-6- دائرة الصيانة: الدور الأساسي الذي تلعبه هو الحفاظ على تجهيزات الإنتاج والتجهيزات، كذلك المعدات الميكانيكية والكهربائية ومعدات النقل، كما تعمل هذه الدائرة على برمجة التدخلات على مستوى دائرة الإنتاج في إطار الصيانة الوقائية.

المبحث الثاني: تقييم خلق القيمة (ex post) للمؤسسة للفترة 2004-2006

بما أن التوجه الحالي للإدارة المالية هو التقييم الإقتصادي وليس المحاسبي، سنحاول فيما يلي الانتقال من المنطق المحاسبي إلى الإقتصادي وذلك من خلال تطبيق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA على المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة وهذا لحساب خلق القيمة المحققة والتي يتم الاعتماد عليها في تقدير قيمة المؤسسة، لذلك تم تقسيم هذا المبحث إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: حساب النتيجة الاقتصادية.

المطلب الثاني: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

المطلب الثالث: حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

المطلب الأول: حساب النتيجة الاقتصادية

على هذا الأساس سنتطرق إلى:

- صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT

- الأموال المستثمرة CI للمؤسسة.

تتطلب عملية حساب كل من صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT والأموال المستثمرة CI كما سبق التطرق إليه إجراء عدة تعديلات على هذين العنصرين لعزل تأثير السياسات المحاسبية التي تشوه القيمة، ونظرا لكون هذا الإجراء يتطلب توفر معلومات عدة في غاية الدقة والتي يصعب على الأطراف الخارجية للمؤسسة الحصول عليها حتى من تلك الكشوفات المالية المعلنة للجمهور، فقد اكتفينا في هذه الخطوة من البحث ببعض التعديلات فقط، وهذا لن يخل بتاتا بمصداقية النتائج وإنما سيُنظر إلى هذه الأخيرة بأنها نتائج تقرينا من الوضعية الحقيقية للمؤسسة.

الفرع الأول: حساب صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT

يتضمن صافي نتيجة التشغيل مدفوعات مصادر التمويل كالفوائد على الديون المالية مما يعني أن هذه الأخيرة لا تدرج كتدفق نقدي خارج، بل يجب اعتبارها عائد أصحاب رأس المال المقترض، لذلك يجب إضافتها إلى نتيجة الاستغلال للمؤسسة حيث أنها كانت قد طرحت من قبل، حيث يتم حساب صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة كما يلي:

$$\text{NOPAT} = (\text{نتيجة التشغيل} + \text{المصاريف المالية} + \text{التغير في قيمة المؤنونات}) \times \text{معدل الضريبة}$$

الجدول (1-4): صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	البيان
-36 144 861	-32 686 700	-87 735 320	نتيجة الاستغلال
19 984 240	48 503 135	61 659 457	المصاريف المالية
470 570	-16 577 048	403 685	التغير في قيمة المؤونات (1)
-15 690 051	-760 613	-25 672 178	نتيجة الاستغلال قبل الضريبة
0	0	0	الضريبة 30 %
-15 690 051	-760 613	-25 672 178	صافي دخل التشغيل بعد الضريبة NOPAT

المصدر: من إعداد الباحث بناء على التقارير المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

(1): التغير في قيمة المؤونات: تسجيل المؤونات يتم وفق مبدأ الحيطة والحذر ولا تمثل تكاليف مدفوعة، لذلك يضاف إلى نتيجة الاستغلال التغير في المؤونات الخاصة بالدورة. انطلاقاً من الميزانية لدينا:

التغير في مؤونة 2004 = (مؤونة المخاطر والتكاليف + مؤونة تدني قيمة الأصول لسنة 2004)

(مؤونة المخاطر والتكاليف + مؤونة تدني قيمة الأصول لسنة 2003)

الفرع الثاني: حساب الأموال المستثمرة CI

سيتم حسابها وفق مدخل الأصول وهو الأكثر استعمالاً وذلك أن الأموال المستثمرة للاستغلال تتمثل في الأصول الثابتة الصافية والأصول المعنوية والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال، وتحسب وفق المعادلة التالية:

الأموال المستثمرة = الأصول الثابتة الصافية + الأصول المعنوية بالقيمة المحاسبية الإجمالية + احتياجات رأس المال العامل للاستغلال.

1- حساب الأصول الثابتة الصافية:

ويحسب بعد إعادة تقييم وترتيب عناصر الميزانية المحاسبية إذ إن الانتقال من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية يتطلب القيام بخطوتين هما إعادة التقييم والترتيب، فالتقييم يمس الأصول المادية والمعنوية للمؤسسة، وهو عبارة عن استبدال القيمة التاريخية لهذه الأصول بقيمتها الحقيقية (السوقية)، ونظرا لعدم توفر المعلومات التي تمكننا من إجراء هذه الخطوة، سنعتبر أن القيمة الحقيقية للأصول تعادل القيمة المحاسبية الصافية لها، لذلك سيقصر عملنا على عملية الترتيب فقط وذلك كالتالي:

➤ **بالنسبة للأصول:** تتم عملية ترتيب الأصول بتقسيمها إلى مجموعتين أساسيتين، وذلك بالأخذ بعين الاعتبار درجة سيولة عناصرها، هاتين المجموعتين هما:

- **الأصول الثابتة:** وتضم كل الاستثمارات التي في حوزة المؤسسة والتي تزيد مدتها عن السنة، أما بالنسبة للمصاريف الإعدادية والتي تمثل أصول عديمة القيمة فإنه ينبغي استبعادها كلية من جانب الأصول على أن تستبعد القيمة المقابلة لها من الأموال الخاصة، وبما أن المؤسسة لا تملك مخزون أمان فإنه لا يدرج ضمن الأصول الثابتة، وكذلك الأمر بالنسبة للعملاء المشكوك فيهم.

- **الأصول المتداولة:** وتضم تلك الأصول التي لها علاقة مباشرة بدورة الاستغلال والتي يمكن تحويلها إلى نقد خلال هذه الدورة، وهي تترتب كالتالي:

- قيم الاستغلال، وتضم المخزونات التي تملكها المؤسسة.

- قيم محققة، وهي كل الحقوق التي تنشأ عن تعامل المؤسسة مع الغير والتي تنتظر أن تتحول إلى سيولة خلال دورة الاستغلال، ما عدا سندات المساهمة وحسابات النقدية.

- القيم الجاهزة، هي الأموال التي تتواجد تحت تصرف المؤسسة، وتتمثل في حساباتها الجارية والصندوق.

➤ **بالنسبة للخصوم:** يتم ترتيبها ترتيبا تصاعديا بحسب درجة الاستحقاق والتي تمكننا من تقسيم عناصر الخصوم هي الأخرى إلى مجموعتين رئيسيتين كالتالي:

- **الأموال الدائمة:** وهي كل الأموال التي تبقى تحت تصرف المؤسسة لأكثر من سنة مهما كان مصدرها، وتتكون من:

- الأموال الخاصة: وتتمثل في حسابات المجموعة الأولى باستثناء مؤونة الخسائر والتكاليف التي تعتبر ضمن الديون، كما ترصد النتيجة الصافية للدورة في حساب نتائج رهن التخصيص.

- الديون طويلة الأجل: هي الالتزامات التي تلتزم بها المؤسسة لمدة تفوق السنة.

- **الخصوم المتداولة:** وتشمل الديون التي تستفيد منها المؤسسة لفترة تقل عن السنة.

بعد القيام بمعالجة بيانات الميزانيات المحاسبية معتمدين في ذلك على ما ذكرناه فيما سبق، نتوصل إلى الميزانيات المالية المفصلة للمؤسسة للسنوات محل الدراسة، وسنكتفي بعرض الميزانية المالية المختصرة فيما يلي:

الجدول (4-2): الميزانية المالية للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	الأصول
			الأصول الثابتة الصافية
941 486 175	996 744 279	1 050 103 222	أ- الإستثمارات المادية
66 991 770	50 178 367	74 956 150	ب- الإستثمارات المالية
1 008 477 945	1 046 922 645	1 125 059 371	مجموع الأصول الثابتة
			الأصول المتداولة
309 754 748	325 131 511	526 323 654	أ- قيم الاستغلال
410 337 099	431 393 308	387 029 518	ب- قيم شبه جاهزة
200 336 564	138 079 163	56 986 378	ج- قيم جاهزة
920 428 411	894 603 982	970 339 550	مجموع الأصول المتداولة
1 928 906 356	1 941 526 627	2 095 398 921	مجموع الأصول
2006	2005	2004	الخصوم
			الأموال الدائمة
1 475 780 889	921 042 139	348 884 837	أ- الأموال الخاصة
246 279 816	553 612 821	1 305 321 859	ب- الديون طويلة الأجل
1 722 060 705	1 474 654 960	1 654 206 696	مجموع الأموال الدائمة
206 845 651	466 871 667	441 192 225	الديون قصيرة الأجل
206 845 651	466 871 667	441 192 225	مجموع الديون قصيرة الأجل
1 928 906 356	1 941 526 627	2 095 398 921	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحث بناء على التقارير المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

2- حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال:

إن نشاط المؤسسة الاستغلالية يتطلب توفر مجموعة من الأصول المتداولة الضرورية لذلك مثل: المخزون، العملاء، ولتغطية تلك الاحتياجات يجب توفر موارد قصيرة الأجل مثل: ائتمان الموردين، التسبيقات الممنوحة من طرف العملاء، وبشكل الرصيد بين استخدامات وموارد الدورة الاستغلالية ما يسمى بالاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال.

الجدول(4-3): استخدامات الاستغلال للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	البيان
309754748	325131511	526323654	(1) المخزون الصافي
1423153	1423153	16208575	(2) مؤونة المخزون
311177901	326554664	542532229	المخزون بالقيمة الإجمالية (3)=1+2
0	65529	746946	(4) حسابات الخصوم المدينة
10702686	10702686	11134923	(5) مدينو المخزونات
21216312	25055869	36610864	(6) تسبيقات على الحساب
9096948	5234713	3100462	(7) تسبيقات الاستغلال
369321151	390334510	335436321	(8) العملاء
15495120	15965690	17757316	(9) مؤونة المدينون
425832217	447358997	404786832	المدينون بالقيمة الإجمالية (10)=4+5+6+7+8+9
737010118	773913661	947319061	مجموع استخدامات الاستغلال (11)=3+10

المصدر: من إعداد الباحث بناء على التقارير المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

الجدول(4-4): موارد الاستغلال للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	البيان
------	------	------	--------

0	10891	26666	حسابات الأصول الدائنة
125944451	129563886	109420565	ديون المخزونات
1737124	13608725	2979945	مبالغ محتفظ بها في الحساب
33639506	254105572	239182321	ديون الاستغلال
10336077	4828869	2957146	تسبيقات تجارية
171657158	404817943	354566643	مجموع موارد الاستغلال

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على التقارير المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

الجدول (4-5): احتياجات رأس المال العامل للاستغلال للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	البيان
737010118	773913661	947319061	استخدامات الاستغلال (1)
171657158	404817943	354566643	موارد الاستغلال (2)
565352960	369095718	592752418	الاحتياجات في رأس المال العامل للاستغلال 2-1=(3)

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على التقارير المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

الجدول (4-6): الأموال المستثمرة للفترة 2004-2006

الوحدة: دج

2006	2005	2004	البيان
1008477945	1046922645	1125059371	الأصول الثابتة الصافية (1)
0	0	0	الأصول المعنوية بالقيمة الإجمالية (2)
565352960	369095718	592752418	احتياج رأس المال العامل للاستغلال (3)
1573830905	1416018363	1717811789	الأموال المستثمرة CI 3+2+1=(4)

المطلب الثاني: حساب تكلفة الأموال

باعتبارها العنصر الأساسي في تركيبة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، يجب أولاً تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال المؤسسة (CMPC)، وكما سبق ذكره في الجزء النظري فإن هذه الأخيرة تتمثل في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون المالية.

الفرع الأول: تكلفة الأموال الخاصة

بما أن المؤسسة غير مسعرة في بورصة الجزائر للقيم المنقولة، ارتأينا تقدير تكلفة أموالها الخاصة اعتماداً على نموذج توازن الأصول المالية MEDAF، وتتمثل صيغته فيما يلي:

$$R_c = R_f + B_c [R_m - R_f] \dots\dots\dots(01)$$

وهذا ما يتطلب توفر بيانات تاريخية لمجموعة مؤسسات عاملة في قطاع الصناعة حيث تنتمي المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة (EMBAG)، وهذا ما تم القيام به فعلاً حيث تم أخذ عينة مكونة من 18 مؤسسة صناعية واستخدام بياناتها التاريخية لتقدير متغيرات النموذج الممثلة في عائد محفظة السوق R_m ومعامل المخاطرة B_c ، وهذا بعدم إدراج ضمن العينة المؤسسات التي تعمل في القطاع التجاري التي تتميز بدورة استغلال قصيرة وكذلك المؤسسات المالية مثل: البنوك وشركات التأمين، وتم تقدير متغيرات النموذج كما يلي:

1- معامل المخاطرة B_c : إن معامل المخاطرة النظامية B_c يتكون من نوعين من المخاطر هما مخاطر الاستغلال B_a والمخاطر المالية كالتالي:

$$B_c = B_a \left[1 + (1 - \tau) \frac{D}{CP} \right] \dots\dots\dots(02)$$

حيث:

B_a : مخاطر الاستغلال؛

τ : معدل الضريبة على الأرباح الشركات؛

D : مجموع الديون المالية؛

CP : الأموال الخاصة المحاسبية.

فإنه يكفي تقدير معامل مخاطر الاستغلال B_a لإيجاد معامل المخاطرة B_c ، وبما أن مخاطر الاستغلال يقصد بها تذبذب نتيجة الاستغلال لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة، فإن

تقدير المعامل Ba والذي يعتبر في حد ذاته ميل خط الانحدار بين نتيجة الاستغلال ومستوى النشاط الذي يمكن الحصول عليه عن طريق إيجاد معادلة الانحدار¹ بين كل من:

- نتيجة الاستغلال RE ورقم الأعمال CA

- نتيجة الاستغلال RE والقيمة المضافة VA

وباستخدام بيانات تاريخية للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة للسنوات محل الدراسة (2004، 2005، 2006)، كانت النتائج كالتالي:

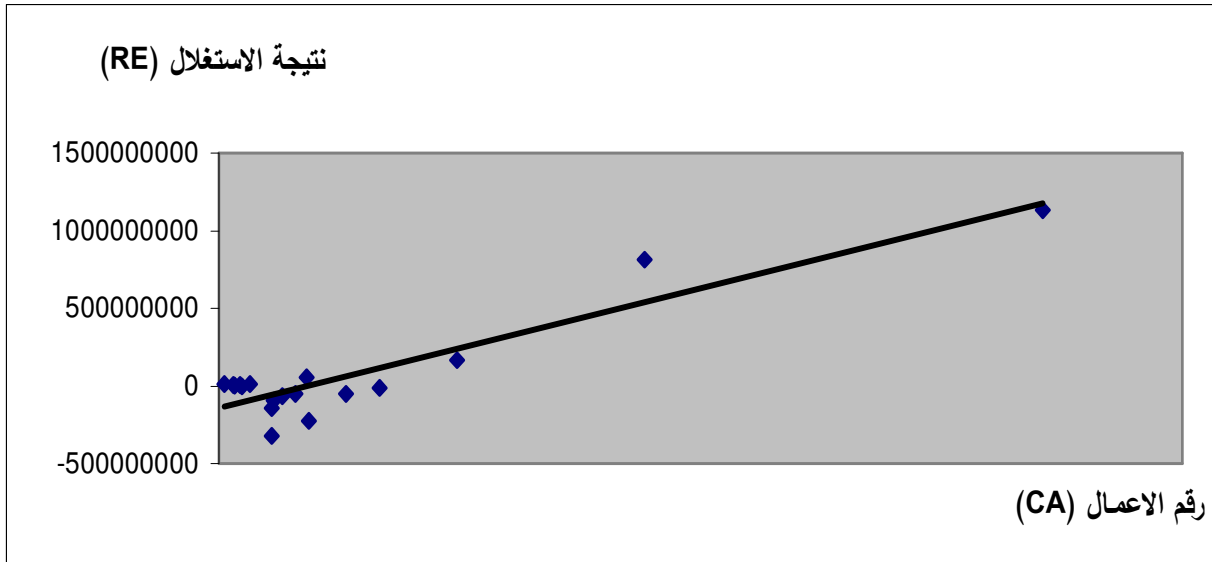
الجدول(4-7): علاقة نتيجة الاستغلال برقم الأعمال

2 006		2 005		2 004		الفترة
CA	RE	CA	RE	CA	RE	المؤسسة
982978228	-36144861	1121663870	-32686700	1062206063	-87735320	EMBAG
443578255	-213380316	393412548	-132400361	478361593	-84156255	ANABIB
168847664	-156992331	610371707	-2093437	796752749	-29542699	BIBANS
172188063	6384315	156004582	7864141	186285471	11280478	POLYBEN
380655559	21438189	261152619	13138840	139374597	4408000	MOUSSAOUI
7222361143	1219665503	6720842680	864953730	6578621559	1311453988	SAIDAL
477637863	-190228042	801621168	-230816635	949026084	-246218401	ERIOD
1159493051	-71605342	1299295208	-12833349	1544252326	41484735	BCR
1942802750	103849758	1903216181	103379768	2085980786	292641790	TREFISOUD
455346134	-69252086	415116920	-141411694	495899271	-68710808	SOFIPLAST
408545287	-177700961	467777778	-205340135	436333753	-574677567	AFRICAVER
2901476187	587029774	3660090661	792571673	4051210182	1059963695	ENAMC
271746164	10710410	106120200	1379359	8415000	674460	SATREX
42906624	11532744	45185470	15950162	41403773	12817683	ERRIMEL
833407000	79945000	511291000	51283000	846206000	38013000	ISSAADI
208137000	6061000	179361000	-133000	177876000	-16293000	CHEURFA
644982002	-56293278	581363284	-130648920	675897706	30310946	TELL-
163676000	141800	112822000	15421000	81055000	-35000	ZIDANI

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية للمؤسسات للفترة 2004-2006

الشكل(4-1): منحى انحدار نتيجة الاستغلال بالنسبة لرقم الأعمال

¹ - سيتم حساب معادلة الانحدار باستخدام برنامجي EXCEL و EViews.



الاختبار - T	R^2	نمط المعادلة	الانحدار الخطي
[1] 9.19	0.84	$y=0.1923x-14.019$	$RE= f (CA)$
[1]: مفسر بنسبة 99 %.			

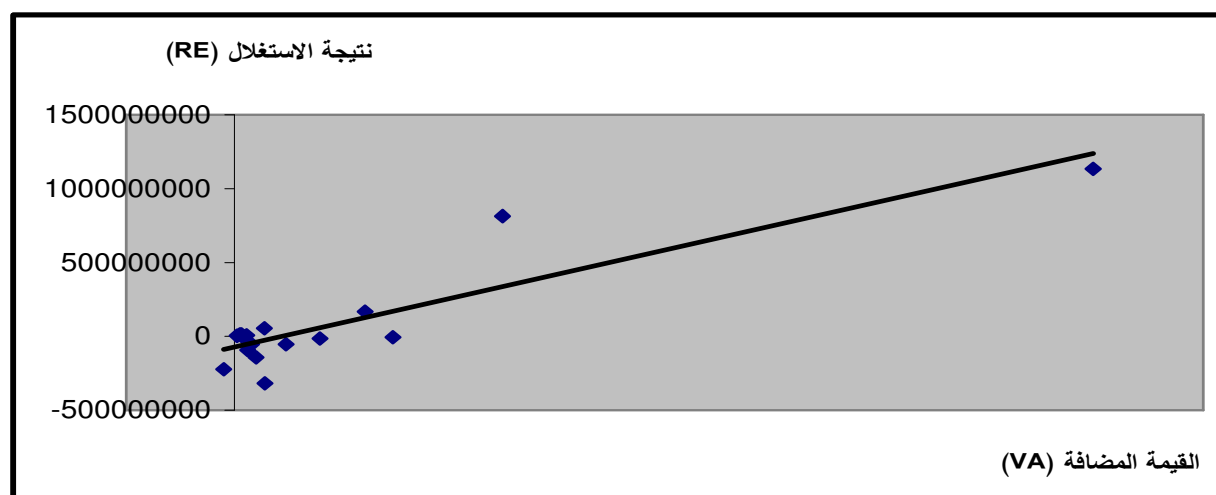
المصدر: من إعداد الباحث

الجدول (4-8): علاقة نتيجة الاستغلال بالقيمة المضافة

2 006		2 005		2 004		الفترة
VA	RE	VA	RE	VA	RE	المؤسسة
213542225	-36144861	263798572	-32686700	243667101	-87735320	EMBAG
53354157	-213380316	89192659	-132400361	164032718	-84156255	ANABIB
-3957372	15699331	211652476	-2093437	2003794701	-29542699	BIBANS
53865246	6384315	57907231	7864141	62490530	11280478	POLYBEN
56253964	21438189	26777893	13138840	23962869	4408000	MOUSSAOUI
4279436814	1219665503	3707637468	864953730	3979032396	1311453988	SAIDAL
-190228042	-190228042	21909417	-230816635	21909417	-246218401	ERIID
307711025	-71605342	406893275	-12833349	485897297	41484735	BCR
528377843	103849758	568235736	103379768	732437906	292641790	TREFISOUD
77220584	-69252086	24572106	-141411694	88840319	-68710808	SOFIPLAST
134259123	-177700961	136861466	-205340135	155872387	-574677567	AFRICAVER
950758801	587029774	1233855180	792571673	1554785427	1059963695	ENAMC
30084861	10710410	11995895	1379359	1552026	674460	SATREX
25299825	11532744	28666123	15950162	24360132	12817683	ERRIMEL
179826000	79945000	129593000	51283000	116017000	38013000	ISSAADI
58375000	6061000	53215000	-133000	27984000	-16293000	CHEURFA
82566751	-56293278	45745717	-130648920	119030246	30310946	TELL-
49558000	141800	36679000	15421000	19524000	-35000	ZIDANI

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية للمؤسسات للفترة 2004-2006

الشكل (4-2): منحنى الانحدار نتيجة الاستغلال بالنسبة للقيمة المضافة



الاختبار - T	R ²	نمط المعادلة	الانحدار الخطي
[1] 7.1	0.79	y=0.3282x-7.1837	RE= f (VA)
[1]: مفسر بنسبة 99 %.			

المصدر: من إعداد الباحث

من خلال نتائج الانحدار يتجلى لنا أن النموذج المقبول هو $RE = f (CA)$ ، ذلك أن معامل الارتباط في هذا الأخير بين نتيجة الاستغلال ورقم الأعمال بلغ 0.84 بمعنى أن الارتباط قوي بين نتيجة الاستغلال ورقم الأعمال خلال العينة، وهو أفضل من الارتباط بين نتيجة الاستغلال والقيمة المضافة والذي بلغ 0.79.

إن اعتمادنا نموذج $RE = f (CA)$ يعني أن أي تغير في رقم الأعمال بوحدة واحدة ينجم عنه تغير في نتيجة الاستغلال بمقدار معامل الانحدار في كل سنة، هذا المعامل هو ما يمثل معامل مخاطر الاستغلال Ba ، والذي يساوي 0.193.

بعد تقدير معامل مخاطر الاستغلال Ba يمكننا الآن وبكل بساطة تقدير معامل المخاطرة Bc للمؤسسة لكل سنة على حدة على النحو التالي:

$$Bc_{2004} = 0.193 + 0.193 [(1- 0.3) 1.841] = 0.441$$

$$Bc_{2005} = 0.193 + 0.193 [(1- 0.3) 0.633] = 0.278$$

$$Bc_{2006} = 0.193 + 0.193 [(1- 0.3) 0.188] = 0.218$$

2- عائد محفظة السوق Rm : بما أن هذا العائد ما هو إلا المتوسط الحسابي لعوائد الأصول المتداولة في السوق فإنه يمكننا تقديره اعتمادا كذلك على البيانات التاريخية لمؤسسات عينة الدراسة خلال السنوات الثلاث، وذلك بحساب متوسط المردودية المالية (rf) المحققة من طرف مؤسسات العينة خلال سنوات الدراسة على النحو التالي:

الجدول (4-9): المردودية المالية لمؤسسات العينة للفترة 2004-2006

2006			2005			2004			المؤسسة
rf	الاموال الخاصة	النتيجة الصافية	rf	الاموال الخاصة	النتيجة الصافية	rf	الاموال الخاصة	النتيجة الصافية	
-0,010	1 475 780 889	-14 641 250	-0,059	921 042 139	-54 715 591	-0,112	348 884 838	-39 195 970	EMBAG
-0,908	220 162 460	-199 973 391	0,500	-162 370 810	-81 185 405	-0,751	50 580 908	-37 983 953	ANABIB
1,677	-477 096 681	-800 205 701	-0,002	333 109 021	-749 309	-0,104	333 858 330	-34 567 599	BIBANS
0,132	34 386 850	4 543 699	0,225	28 829 744	6 477 315	0,435	20 325 617	8 834 703	POLYBEN
0,685	31 391 130	21 497 207	0,063	207 422 469	13 031 338	0,451	9 712 121	4 379 495	MOUSSAOUI
0,087	6 273 612 000	547 483 833	0,070	6 135 509 000	430 555 200	0,076	5 971 269 000	456 231 457	SAIDAL
-2,413	92556340	-223294672	0,580	-414148988	-240331074	1,629	-180329489	-293676985	ERIAS
0,011	823416125	9272314	0,012	848869901	10273762	0,026	874088885	22757019	BCR
0,052	1185186000	61955976	0,034	1139945000	38822545	0,249	1209967000	301507248	TREFISOUD
0,669	-115605997	-77351961	3,023	-41696400	-126041929	-0,787	82150087	-64655244	SOFIPLAST
0,093	-2 240 315 887	-209 034 881	0,104	-2 031 188 793	-210 324 480	0,116	-1 818 800 773	-210 573 582	AFRICAVER
0,107	4 701 368 330	504 629 202	0,091	4 426 234 266	403 767 135	0,094	3 867 277 505	364 851 659	ENAMC
0,357	31 292 629	11 158 288	-3,871	193 047	-747 329	0,558	1 130 537	630 539	SATREX
2,216	5 193 334	11 510 159	0,370	43 435 101	16 070 162	0,289	43 435 101	12 574 406	ERRIMEL
0,201	250 391	50 227	0,341	225 881	77 001	0,353	190 576	67 320	ISSAADI
0,108	55 277 778	5 970 000	-0,204	-3 138 000	640 000	0,659	-26 722 307	-17 610 000	CHEURFA
0,055	-762 508 022	-42 263 853	0,162	-720 244 169	-116 465 443	0,094	-603 778 000	-57 025 000	TELL-
0,140	87 686 000	12 261 000	0,734	15 663 000	11 490 000	-0,935	2 724 000	-2 546 000	ZIDANI
0,181			0,121			0,130			متوسط المردودية

2006	2005	2004	البيان
0.181	0.121	0.130	متوسط المردودية المالية لكل سنة (rf)
0.143			متوسط المردودية المالية الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية للمؤسسات للفترة 2004-2006

بعد تقدير مكونات نموذج توازن الأصول المالية R_C ، لم يتبق لنا سوى تطبيقه على المؤسسة لتقدير تكلفة أموالها الخاصة لكل سنة مع الإشارة إلى أن معدل العائد الخالي من المخاطر R_f المعمول به في بنك الجزائر لسندات حكومية مدتها 5 سنوات هو 3.5 %.

$$R_{C_{2004}} = 0.035 + 0.441 [0.143 - 0.035] = 08.26 \%$$

$$R_{C_{2005}} = 0.035 + 0.278 [0.143 - 0.035] = 06.50 \%$$

$$RC_{2006} = 0.035 + 0.218 [0.143 - 0.035] = 05.85 \%$$

من الملاحظ أن تكلفة الأموال الخاصة تنخفض من سنة لأخرى وذلك لانخفاض معامل المخاطر النظامية Bc نتيجة انخفاض نسبة الديون إلى الأموال الخاصة، حيث ترتبط هذه النسبة بسياسة التمويل المنتهجة من طرف المؤسسة وهو ما يتوافق مع العلاقة الطردية بين المخاطر والعائد.

الفرع الثاني: تكلفة الديون المالية

هي المعدل الفعلي للفائدة قبل الضريبة الذي تدفعه المؤسسة لمقرضيهما للأجل الطويل، و منه فإن تكلفة الديون المالية للسنوات محل الدراسة تحسب على النحو التالي:

الجدول (4-10): تكلفة الديون المالية للفترة 2004-2006

الوحدة دج

2006	2005	2004	البيان
77212850	61659457	48503135	الفوائد على القروض
280559844	617458080	714392934	الديون المالية
% 7,12	% 7,86	% 8,63	المعدل الفعلي للفائدة
% 2,33	% 2,36	% 2,59	الوفر الضريبي
% 4,79	% 5,5	% 6,04	تكلفة الديون المالية

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

الفرع الثالث: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

بعد تقدير تكلفة كلاً من الأموال الخاصة والديون المالية، لم يتبق لنا سوى تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال المؤسسة والتي يكون التوزيع فيها محاسبيا أي حسب نسبة كل من الأموال الخاصة والديون المالية في الهيكل المالي للمؤسسة والذي نرى أنه أضعف من التوزيع السوقي.

وبما أننا نجهل القيمة الإجمالية للإنفاق الرأسمالي لهذه الأخيرة، فقد ارتأينا حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال المستثمرة في كل سنة من السنوات كل واحدة على حدا.

كما أن مبلغ الديون المالية قد تم حسابه فيما سبق، لم يتبق لنا سوى تحديد حجم الأموال الخاصة، ويتم ذلك بطرح الديون المالية من الأموال المستثمرة، والجدول التالي يبين كيفية التوصل إلى تكلفة الأموال المستثمرة للمؤسسة.

الجدول(4-11): التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال المستثمرة للفترة 2004-2006

الوحدة دج

2006	2005	2004	البيان
1293271061	798560283	1003418855	الأموال الخاصة
280559844	617458080	714392934	الديون المالية
1573830905	1416018363	1717811789	مجموع الأموال المستثمرة
الترجيح			
% 82,17	% 56,39	% 58,41	نسبة الأموال الخاصة
% 17,83	% 43,61	% 41,59	نسبة الديون المالية
% 05,85	% 06,50	% 08,26	تكلفة الأموال الخاصة
% 4,79	% 5,5	% 6,04	تكلفة الديون المالية
% 5,66	% 6,06	% 7,34	التكلفة المتوسطة المرجحة CMPC

المصدر: من إعداد الباحث

الفرع الرابع: القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة للفترة 2004-2006

بعد حساب كلا من صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT والأموال المستثمرة CI والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال المستثمرة CMPC، لم يتبق لنا سوى حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة، وكما سبقنا الإشارة إليه في الجزء النظري يمكن حساب هذا المؤشر كالتالي:

الجدول (4-12): القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة للفترة 2004 - 2006

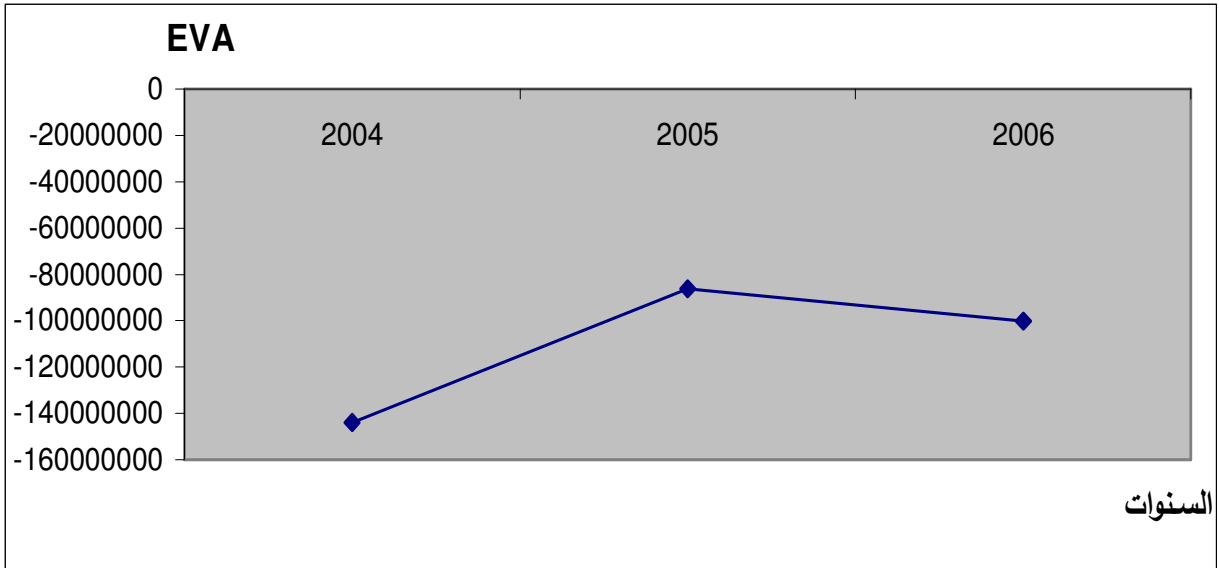
الوحدة دج

2006	2005	2004	البيان
-15 690 051	-760 613	-25 672 178	صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT
1573830905	1416018363	1717811789	الأموال المستثمرة CI
% 5,66	% 6,06	% 7,34	التكلفة المتوسطة المرجحة CMPC
89094599	85865938	126030732	[CI × CMPC]
-104784651	- 86626551	-151702910	EVA = NOPAT – [CI × CMPC]
تحطيم القيمة	تحطيم القيمة	تحطيم القيمة	الملاحظة

المصدر: من إعداد الباحث

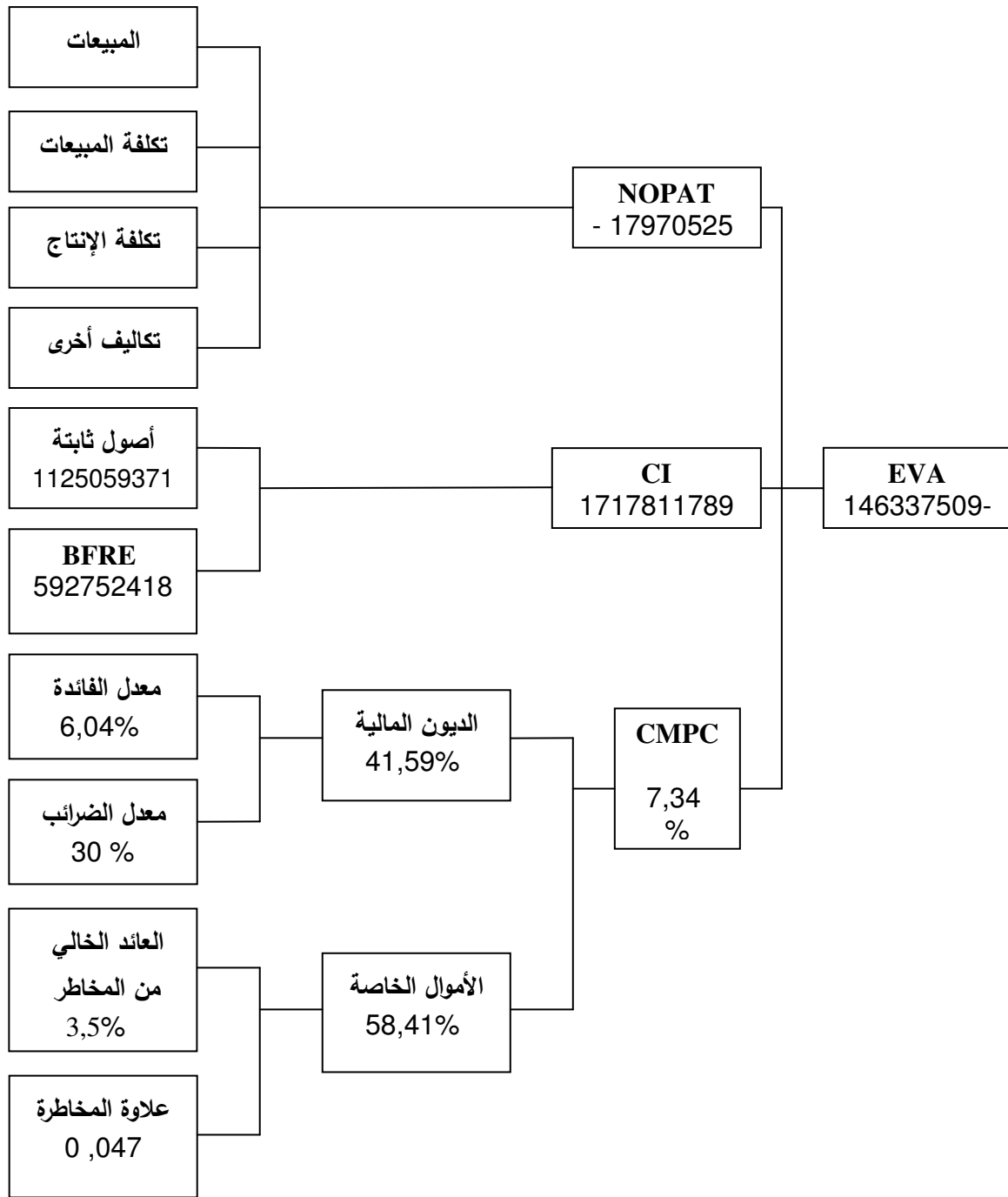
تشير النتائج إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA سالبة أي أن هناك تحطيم للقيمة من قبل المؤسسة خلال فترة الدراسة وهذا بسبب انخفاض في صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT حيث يظهر في جميع السنوات محل الدراسة بالقيمة السالبة، في حين أن مبلغ القيمة المضافة الداخلة في حساب نتيجة الاستغلال والتي تمثل الإيرادات الناجمة عن النشاط الاستغلالي هي موجبة في جميع السنوات، أي أن ارتفاع في جانب المصاريف خصوصا المصاريف المتعلقة بالمستخدمين هو السبب الرئيسي في أن نتيجة الاستغلال تظهر بالقيمة السالبة، وفيما يلي منحنى يبين تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة خلال سنوات الدراسة:

الشكل (4-3): منحنى تطور EVA (ex post) للمؤسسة خلال الفترة 2004-2006



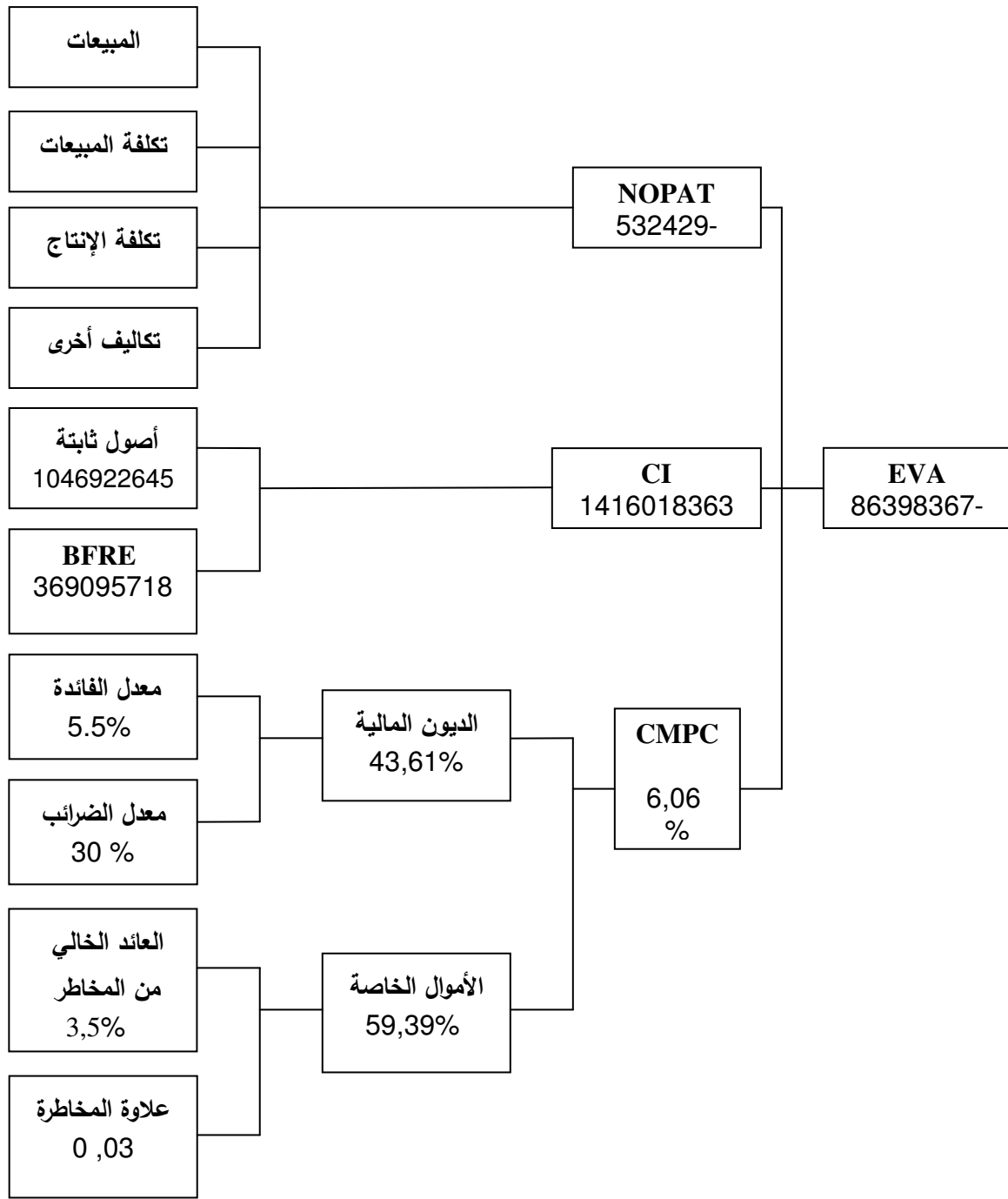
الشكل الموالي يوضح العناصر المكونة للقيمة الاقتصادية المضافة التي تتمثل في شجرة القيمة.

الشكل (4-4): شجرة القيمة لسنة 2004



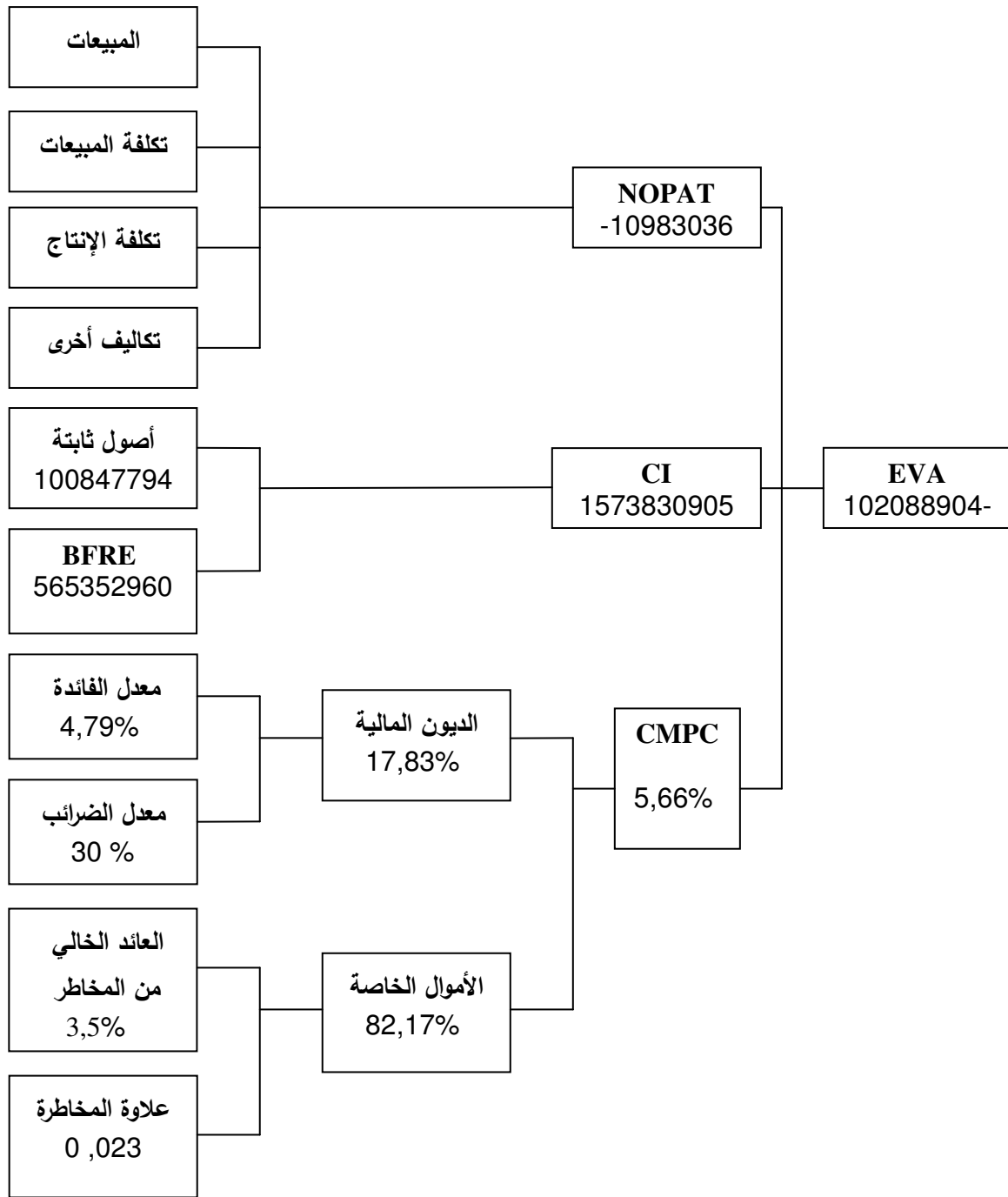
المصدر: من إعداد الباحث

الشكل (4-5): شجرة القيمة لسنة 2005



المصدر: من إعداد الباحث

الشكل (4-6): شجرة القيمة لسنة 2006



المصدر: من إعداد الباحث

المبحث الثالث: تقييم قيمة المؤسسة باستخدام مؤشر EVA

في هذا المبحث سنحاول تقدير خلق القيمة المستقبلية من طرف المؤسسة باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة EVA و هذا بالاعتماد على الميزانيات التقديرية¹ للمؤسسة، وبعد ذلك نقوم بحساب القيمة السوقية المضافة MVA للمؤسسة وهذا من أجل تقدير قيمة المؤسسة باستخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة بعد تحيينه خلال الفترة 2004-2011.

حيث يتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين:

- المطلب الأول: تقييم خلق القيمة (*ex ante*) للمؤسسة للفترة 2007-2011

- المطلب الثاني: تقييم قيمة المؤسسة باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA

المطلب الأول: تقييم خلق القيمة (*ex ante*) للمؤسسة للفترة 2007-2011

الفرع الأول: عرض التقديرات

بالنظر إلى الميزانيات التقديرية التي تم إعدادها من قبل محاسب المؤسسة فإننا يمكن تلخيصها في

الجدول التالي:

الجدول (4-13): تقديرات الفترة 2007-2011

2011	2010	2009	2008	2007	البيان
238781206	252120557	266912045	171251454	86 551900	نتيجة الاستغلال
10200558	11855411	12236365	12562 350	14642624	المصاريف المالية
225101200	237445015	257412005	302521220	366963208	مخصصات الاهتلاكات

المصدر: الميزانيات التقديرية للمؤسسة

الفرع الثاني: معلومات إضافية

- خلال سنة 2010 ستقوم المؤسسة بإنجاز مشروع استثماري طويل الأجل، هذا المشروع قدر مبلغ

تمويله 200000000 دج؛

- نأخذ في الاعتبار أنه في سنة 2010 المشروع الاستثماري لا يشتغل؛

- من الواضح أن من نتائج هذا المشروع الاستثماري هو التغير الجذري في الهيكل المالي للمؤسسة؛

- معدل الضريبة على أرباح الشركات خلال هذه الفترة يساوي 25 % ؛

الفرع الثالث: تقدير خلق القيمة خلال الفترة 2007-2011

1- الأموال المستثمرة:

¹ الميزانيات التقديرية تم إعدادها خلال سنة 2007.

من أجل تقدير الأموال المستثمرة للاستغلال فإنه يمكننا استعمال الأموال المستثمرة خلال الفترة السابقة (سنة 2006 في حالة المؤسسة) وذلك من خلال ما يلي:

➤ الأموال المستثمرة خلال 2006 هي بالقيمة الإجمالية، لذلك يجب تخفيض مخصصات الاهتلاكات لسنة 2007 من أجل الحصول على قيمة الأموال المستثمرة في نهاية الفترة، هذه الأخيرة تستعمل في حساب الأموال المستثمرة لسنة 2008.

➤ الخطوات هي كالتالي:

- في البداية نقوم بنقل قيمة الأموال المستثمرة لسنة 2006 (المبلغ الإجمالي) ؛
- بعد ذلك، نقوم بحساب قيمة الأموال المستثمرة لنهاية الفترة:
- (الأموال المستثمرة في بداية الفترة - مخصصات الاهتلاكات التي رفعت من قيمة استثمارات الفترة) ؛
- نعيد نفس العملية مع جميع السنوات.

الجدول (4-14): الأموال المستثمرة للفترة 2007-2011

2011	2010	2009	2008	2007	البيان
753470341	790915356	1048327361	1350848581	1717811789	CI _(t-1) (بداية الفترة) (1)
	200000000				I _(t) (2)
225101200	237445015	257412005	302521220	366963208	A _(t) (3)
528369141	753470341	790915356	1048327361	1350848581	CI الأموال المستثمرة (3-2+1)

احتياج رأس المال العامل للاستغلال

حيث:

CI_(t-1): الأموال المستثمرة للسنة (t-1) في بداية الفترة؛

I_(t): استثمارات الفترة t؛

A_(t): اهتلاكات الفترة t.

2- حساب صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT:

و تحسب حسب الخطوات المتبعة أثناء حساب صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة بالنسبة للسنوات 2006-2004.

الجدول(4-15): صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة للفترة 2007-2011

2011	2010	2009	2008	2007	البيان
238781206	252120557	266912045	171251454	86 551900	نتيجة الاستغلال
10200558	11855411	12236365	12562 350	14642624	المصاريف المالية
248981764	263975968	279148410	183813804	101194524	نتيجة الاستغلال قبل الضريبة
62245441	65993992	69787103	45953451	25298631	الضريبة 25 %
186736323	197981976	209361308	137860353	75895893	صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT

المصدر: من إعداد الباحث بناء على الميزانيات التقديرية للمؤسسة للفترة 2007-2011

نلاحظ ارتفاع في صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة NOPAT من سنة إلى أخرى وهذا راجع إلى انخفاض في المصاريف المالية بالمؤسسة، وكذلك ارتفاع نتيجة الاستغلال بسبب ارتفاع في جانب الإيرادات.
3- تكلفة الأموال:

من أجل حساب تكلفة الأموال يمكن تتبع نفس المنهجية وذلك بالوصول إلى قيم مختلفة للتكلفة المتوسطة المرجحة التي تعتبر أساس حساب القيمة الاقتصادية المضافة وبالاعتماد على الميزانيات التقديرية للمؤسسة فإن قيم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال هي كما يلي:

الجدول(4-16): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة 2007-2011

2011	2010	2009	2008	2007	البيان
% 6,78	% 6,21	% 6,27	% 6,39	% 6,02	CMPC

المصدر: من إعداد الباحث بناء على البيانات المالية للمؤسسة للفترة 2007-2011

4- تقدير القيمة الاقتصادية المضافة (ex ante):

الجدول(4-17): القيمة الاقتصادية المضافة للفترة 2007-2011

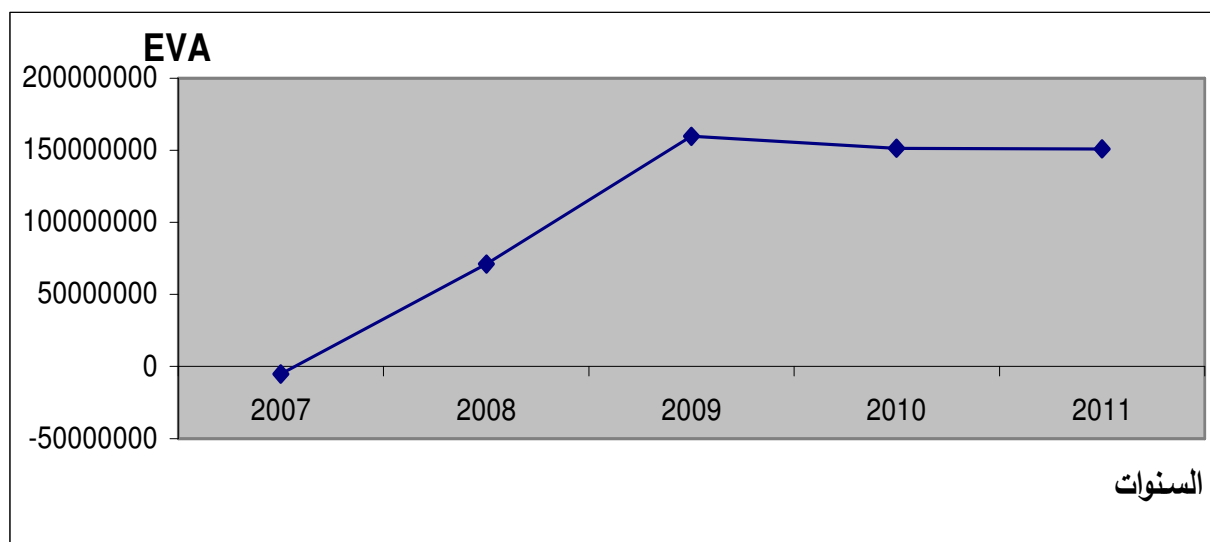
2011	2010	2009	2008	2007	البيان
186736323	197981976	209361308	137860353	75895893	صافي نتيجة

					التشغيل بعد الضريبة NOPAT
528369141	753470341	790915356	1048327361	1350848581	الأموال المستثمرة CI
% 6,78	% 6,21	% 6,27	% 6,39	% 6,02	التكلفة المتوسطة المرجحة CMPC
35798611	46813469	49573600	66942798	81333277	[CI × CMPC]
150937712	151168507	159787707	70917555	-5437384	EVA = NOPAT - [CI × CMPC]
خلق القيمة	خلق القيمة	خلق القيمة	خلق القيمة	تحطيم القيمة	الملاحظة

المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ أن المؤسسة في سنة 2007 تقوم بتحطيم للقيمة وهذا لأن مبلغ صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة لم يغط مبلغ تكلفة الأموال المستثمرة، وبعد سنة 2007 استطاعت المؤسسة خلق قيمة وذلك لارتفاع قيمة صافي نتيجة التشغيل بعد الضريبة في جميع السنوات المتبقية.

الشكل (4-7): منحى EVA (ex ante) للمؤسسة للفترة 2007-2011



المطلب الثاني: تقدير قيمة المؤسسة

بالاعتماد على البيانات المستقبلية للمؤسسة يمكن تقدير القيمة السوقية المضافة MVA وهذا بالاعتماد على تحيين مختلف قيم القيمة الاقتصادية المضافة EVA المحققة والمستقبلية من خلال الخطوات التالية:

الفرع الأول: تقدير معدل التحيين

نستعمل معدل التحيين الذي هو عبارة عن متوسط التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة 2004-2011 بالنسبة للمؤسسة، في حين أنه وفي ظل وجود أسواق مالية نشيطة فإن هذا المعدل يتحدد من خلال السوق المالية.

الجدول (4-18): متوسط التكلفة المتوسطة المرجحة للفترة 2004-2011

البيان	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
CMPC	7,34	6,06	5,66	6,02	6,39	6,27	6,21	6,78
	6,34							

المصدر: من إعداد الباحث

الفرع الثاني: حساب القيمة السوقية المضافة MVA

يمكن حساب القيمة السوقية المضافة انطلاقا من العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

الجدول (4-19): القيمة السوقية المضافة MVA للمؤسسة لسنة 2004

البيان	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EVA _t	144001257-	86398367-	100077635-	5437384-	70917555	159787707	151168507	150937712
مؤشر	0,940375038	0,88430521	0,831578547	0,78199571	0,73536924	0,69152288	0,65029085	0,61151729
EVA محيطة	135415187-	76402525,8-	83222414,3-	4252011-	52150589	110496856	98303497	92301020
MVA 2004	53959824							

المصدر: من إعداد الباحث

1- قيمة المؤسسة:

الشكل (4-8): قيمة المؤسسة في 2004



المصدر: من إعداد الباحث

نلاحظ ارتفاع في قيمة المؤسسة خلال سنة 2004 بمقدار 53959824 دج الناجمة عن تحيين القيمة الاقتصادية المضافة EVA المحققة والمستقبلية والتي كانت في أغلبها موجبة أي أن هناك خلق للقيمة على مستوى المؤسسة، فتعظيم قيمة المؤسسة كان عن طريق تعظيم القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي كانت سالبة من سنة 2004 الى 2007، ثم لتعاود الارتفاع خلال سنوات 2008 إلى 2011.

المبحث الرابع: تحليل عناصر EVA و أثرها على قيمة المؤسسة

سنحاول من خلال هذا المبحث إثبات العلاقة بين العنصرين المحددين لقيمة المؤسسة وهما:

العائد والمخاطر من خلال تأثيرها على القيمة الاقتصادية المضافة EVA باعتبارها معيار من معايير التي تقيس تعظيم قيمة المؤسسة، مع الإمكانية التي توفرها EVA لتحديد القرارات المالية المؤثرة فيها.

المطلب الأول: دراسة العناصر المكونة لخلق القيمة

الفرع الأول: العائد

تحليل مكونات العائد سوف تتحدد من خلال المردودية الاقتصادية والمردودية المالية مع التركيز على أثر الرافعة المالية ودورها في الرفع من العائد، كما أن العنصر الثاني للمحدد لقيمة المؤسسة هو المخاطر يظهر في مكونات المردودية المالية.

1- تحليل المردودية الاقتصادية:

المردودية الاقتصادية تمثل المتغير الأساسي من أجل تفسير تكوين معدل العائد، حيث أن هذا التحليل يمثل خطوة ضرورية لفهم المردودية المالية، ومن وجهة نظر كلاسيكية تحليل معدل المردودية الاقتصادية إلى معدل الهامش ومعدل دوران الأصول الاقتصادية حتى نتمكن من تحديد المتغيرات التي تمثل القرارات المالية، وذلك من خلال العلاقة التالية:

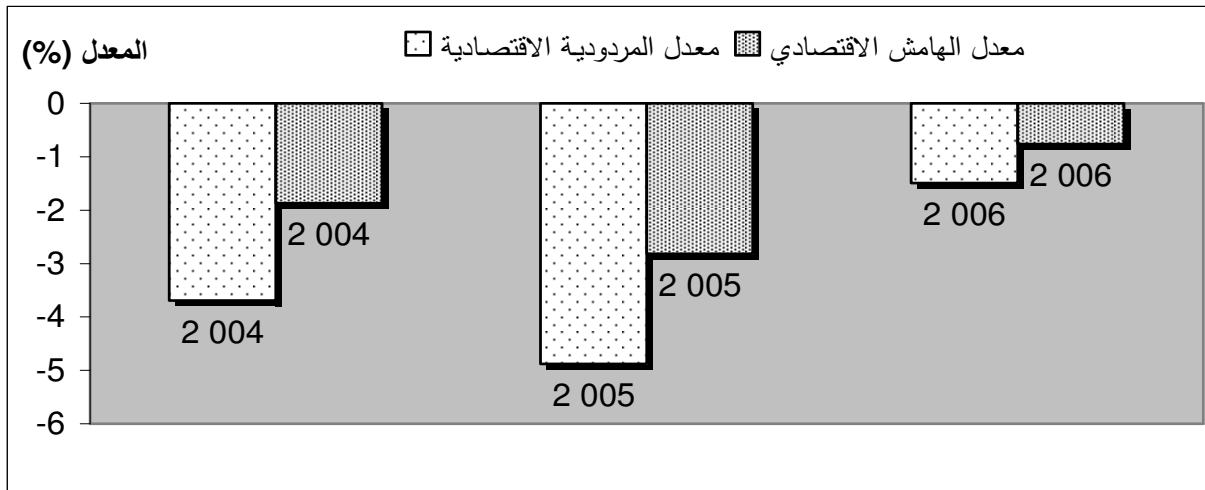
$$Re = \text{معدل الهامش} \times \text{معدل دوران الأصول}$$

حيث:

معدل الهامش الإقتصادي = النتيجة الاقتصادية بعد الضرائب / رقم الأعمال

معدل دوران الأصول الاقتصادية = رقم الأعمال / الأصول الاقتصادية

الشكل (4-9): تطور معدل الهامش والمردودية الاقتصادية للمؤسسة



من خلال ملاحظة الشكل ومقارنة معدل الهامش الإقتصادي مع المردودية الاقتصادية فإن معدل الهامش وسرعة دوران الأصول الاقتصادية تتغير في نفس الاتجاه خلال الفترة 2004-2006، حيث أنه في

سنة 2004 نلاحظ أن معدل الهامش سالب وكذلك معدل المردودية الاقتصادية ثم لينخفض معدل الهامش في سنة 2005 وبالتبعية نلاحظ انخفاض في معدل المردودية الاقتصادية، أما في سنة 2006 فنلاحظ تحسن في معدل الهامش وكذلك معدل المردودية ليقترّب من القيم الموجبة.

2- تحليل المردودية المالية:

قبل التطرق إلى حساب المردودية المالية، يجب الوقوف أولاً عند علاقة الرافعة المالية من أجل فهم أثرها على المردودية المالية من خلال الصيغة التالية:

$$\Rightarrow Rcp = (1 - t) \left[Re + \frac{D}{CP} (Re - i) \right]$$

من خلال العلاقة السابقة فإن معدل المردودية المالية تساوي معدل المردودية الاقتصادية مضافاً إليها قيمة تساوي إلى المقدار $\frac{D}{CP} (Re - i)$ ، حيث أن الرافعة المالية تظهر أثر الاستدانة على معدل المردودية المالية، فعلاقة الرافعة المالية تسمح باستنباط الآلية التالية:

- الدور الايجابي على معدل المردودية المالية إذا كانت $i < Re$ ؛
- الدور السلبي على معدل المردودية المالية إذا كانت $i < Re$.

حيث أنه في حالة أثر الرفع السلبي فإنه في هذه الحالة الاستدانة تسبب خسارة في المردودية وبالتالي التأثير السلبي على خلق القيمة للمؤسسة.

الجدول (4-20): معدل المردودية المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006 (%)

2006	2005	2004	البيان
0,75-	2,81-	1,87-	المردودية الاقتصادية Re
7,12	7,86	8,63	معدل الفائدة i
0,18	0,63	1,84	الرافعة المالية $\frac{D}{CP}$
1,41-	6,72-	19,32-	أثر الرافعة المالية $\frac{D}{CP} (Re - i)$
2,16-	9,53-	21,19-	المردودية المالية قبل الضرائب

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على البيانات المالية للمؤسسة للفترة 2004-2006

من خلال الجدول نلاحظ أن المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ومعناه أن أثر الرافعة المالية يلعب دوراً سلبياً على معدل المردودية المالية حيث أن هذا الأثر كانت قيمته على التوالي:

-19.32، -9.53، -2.16، غير أننا نلاحظ أن المردودية المالية في تحسن خلال السنوات وهذا بفعل ارتفاع معدل المردودية الاقتصادية.

الفرع الثاني: تحليل العلاقة: عائد - مخاطر

إن تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر ضرورية للدلالة ما إذا كانت المؤسسة تولد عائد أكبر من المعدل المطلوب وهذا المعدل المطلوب ممثل في عبارة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، وتسمى هذه العلاقة بين العائد وتكلفة رأس المال بمنحنى القيمة.

سنحاول اختبار ما إذا كانت هذه العلاقة ممثلة في العينة وذلك باقتراح الخطوات التي تسمح بترتيب المؤسسات انطلاقاً من العنصرين السالفين، ومن ثم مقارنة المؤسسة محل الدراسة بباقي المؤسسات، ويتم ذلك بوضع أداتين إحصائيتين من أجل اختبار هذه العلاقة وهما:

- دالة الاتجاه العام؛

- اختبار العلاقة الارتباطية بين المتغيرين.

1- دالة الاتجاه العام:

العلاقة بين المردودية الأموال المستثمرة RCI وتكلفة رأس المال CMPC تتمثل في البداية بواسطة الانحدار الخطي لتكلفة الأموال على مردودية الأموال المستثمرة، وبعد ذلك في شكل غير خطي وهذا من أجل تحسين النموذج بين المتغيرين.

2- اختبار العلاقة الارتباطية بين المتغيرين:

1-2- الانحدار الخطي: هو من الشكل:

$$CMPC = \alpha (RCI) + \beta + \varepsilon$$

حيث:

CMPC: تكلفة رأس المال؛

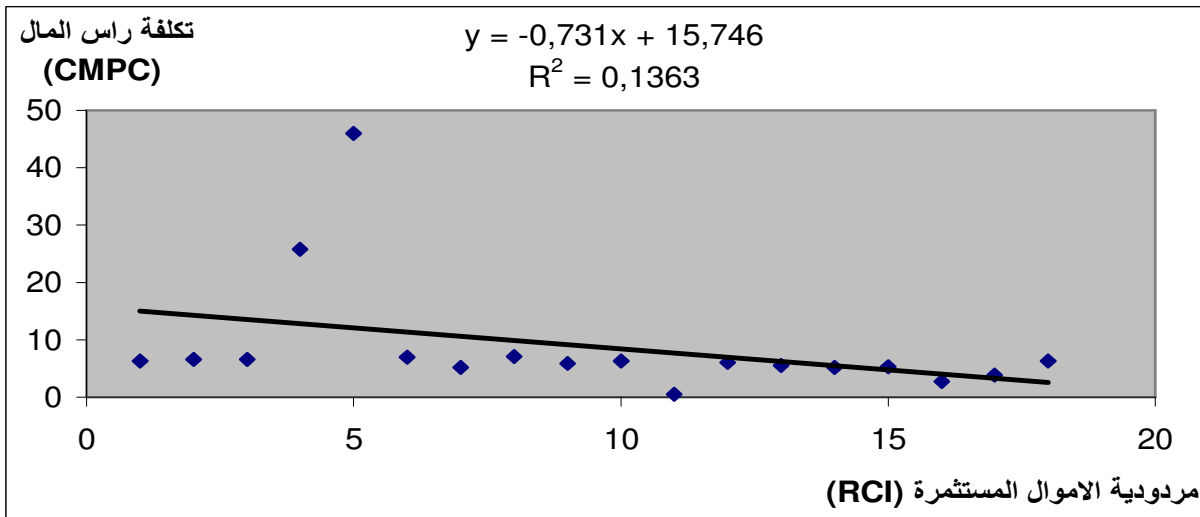
RCI: مردودية الأموال المستثمرة؛

α : معامل التوجيه (ظل المعادلة)؛

β : ثابت النموذج؛

ε : حد الخطأ.

الشكل(4-10): العلاقة الخطية بين مردودية الأموال المستثمرة وتكلفة رأس المال

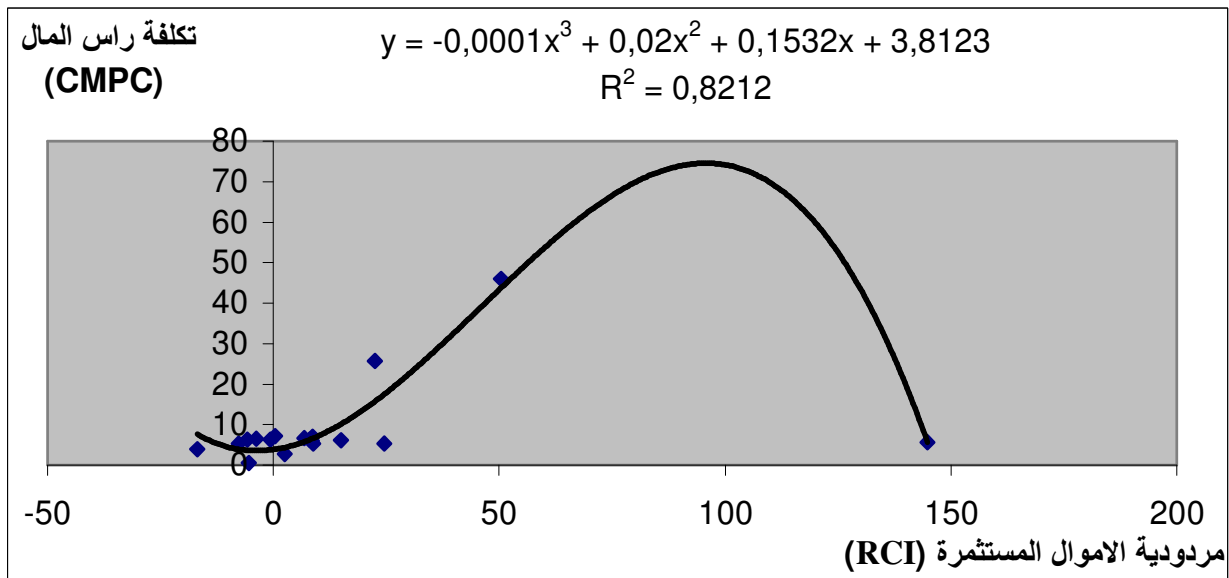


بما أن معامل التحديد R^2 ضعيف في الانحدار الخطي حيث يساوي 0.13 فإن النموذج المفسر للعلاقة بين العائد والمخاطرة على مستوى عينة المؤسسات لا يمكن الاعتماد عليه في تحليل العلاقة بين العنصرين السالفين من أجل تحديد المؤسسات التي تخلق قيمة، ومن أجل تحسين في النموذج المفسر للعلاقة عائد-مخاطرة فإننا نستعمل الانحدار غير الخطي.

2-2- الانحدار غير الخطي: هو من الشكل:

$$CMPC = \alpha (RCI)^3 + \beta (RCI)^2 + \gamma (RCI) + \lambda + \varepsilon$$

الشكل(4-11): العلاقة غير الخطية بين مردودية الأموال المستثمرة و تكلفة رأس المال



إن معامل التحديد R^2 يساوي 0.82 فإن النموذج المفسر للعلاقة بين العائد والمخاطرة على مستوى عينة المؤسسات يمكن الاعتماد عليه في تحليل العلاقة عائد - مخاطرة.

إن دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة تسمح بتحديد تموضع المؤسسات وترتيبها حسب معيار خلق القيمة، حيث نميز صنفين من المؤسسات، المؤسسات التي تخلق قيمة والمؤسسات التي تهدم القيمة، ومنه يمكن ترتيب المؤسسات بالاعتماد على معيار خلق القيمة والمتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، فالمؤسسة محل الدراسة تحتل المرتبة الرابعة عشر (14) والنتائج ممثلة في الجدول التالي:

الجدول(4-21): ترتيب المؤسسات حسب منحى القيمة

الترتيب حسب منحى القيمة	المؤسسات التي تهدم القيمة %	المؤسسات التي تخلق قيمة %	التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال %	مردودية الأموال المستثمرة %	المؤسسة
14	6,95	-	6,35	-0,59	EMBAG
15	10,40	-	6,55	-3,85	ANABIB
9	-	0,22	6,59	6,81	BIBANS
11	3,33	-	25,77	22,44	POLYBEN
4	-	4,34	46,00	50,35	MOUSSAOUI
8	-	1,66	6,97	8,63	SAIDAL
17	12,88	-	5,24	-7,64	ERIOD
13	6,68	-	7,12	0,44	BCR
6	-	2,62	5,91	8,53	TREFISOUD
16	12,03	-	6,32	-5,71	SOFIPLAST
12	5,92	-	0,52	-5,40	AFRICAVER
3	-	8,95	6,10	15,04	ENAMC
1	-	139,16	5,58	144,74	SATREX
2	-	19,40	5,24	24,64	ERRIMEL
5	-	3,48	5,28	8,76	ISSAADI
10	0,17	-	2,70	2,53	CHEURFA
18	20,69	-	3,85	-16,84	TELL-
7	-	1,75	6,33	8,08	ZIDANI

المصدر: من إعداد الباحث

المطلب الثاني: المؤشرات المفسرة لخلق القيمة وعلاقتها بالقرارات المالية

في هذا المطلب سنحاول تحليل العلاقة بين معدل خلق القيمة الممثلة في القيمة الاقتصادية المضافة EVA ومجموعة من المتغيرات التي تفسر القرارات المالية وذلك بالاعتماد على البيانات الخاصة بعينة من المؤسسات.

حيث أنه ولتفسير مستوى خلق القيمة نفرض وجود علاقة بينها وبين المتغيرات الممثلة للقرارات المالية وهي الاستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح وذلك بإجراء الانحدار المتعدد الذي يبدأ بتحديد العوامل (xi) المؤثرة في الظاهرة المدروسة والممثلة بالمتغير التابع (yi) أي القيمة الاقتصادية المضافة، ثم الحصول على البيانات الخاصة بكل منهما، بحيث أن هذه العوامل وحتى نتمكن من إدخالها في النموذج يجب أن تكون قابلة للقياس الكمي.

وفي الأخير نقوم باختبار القدرة التفسيرية لمجموع العوامل وهذا من أجل الوقوف على كفاءة النموذج.

الفرع الأول: النموذج المفسر لخلق القيمة وأثره على قيمة المؤسسة

يتم أولاً اختيار معادلة الانحدار المتعدد التي تعبر عن العلاقة بين عناصر القيمة الاقتصادية المضافة، ففي الانحدار المتعدد يصعب رسم انتشار قيم المتغيرات في الفراغ عكس الانحدار البسيط، فنماذج الانحدار المتعدد الأكثر استعمالاً هي نموذج الانحدار المتعدد الخطي من الشكل:

$$y = a_0 + a_1x_1 + a_2x_2 + \dots + a_nx_n + \varepsilon$$

أما بالنسبة للمتغيرات التي سنحاول إدراجها في النموذج هي:

- فرص الاستثمار OPP-INV؛
- التغير في رقم الأعمال VAR-CA؛
- الرافعة المالية L؛
- المردودية الاقتصادية RECO؛
- الحجم Ln ACT؛
- قدرة السداد CAP-REMB؛
- هيكل الأصول STRUC-ACT

فالنموذج المقدر هو:

$$EVA = a_0 + a_1OPP - INV + a_2VAR - CA + a_3L + a_4RECO + a_5LnACT + a_6CAP - REMB + a_7STRUC - ACT + \varepsilon$$

حيث:

a_0 : الثابت؛

ε : حد الخطأ.

الفرع الثاني: تعريف المتغيرات المفسرة

1- فرص الاستثمار: من أجل ذلك سنبحث فيها عن طريق أحد المؤشرين التاليين:

➤ نسبة التغير في الأصول الثابتة الصافية + مخصصات الاهتلاك / مخصصات الاهتلاك، والتي تمثل معدل تجديد الأصول، هذه النسبة تحدد أهمية مصاريف الاستثمار مقارنة بالنفقات المسجلة.

➤ نسبة الاحتياج في رأس المال العامل/ رقم الأعمال، وهذه النسبة تحدد ثقل الأموال المستثمرة في دورة الاستغلال، فالاحتياج في رأس المال العامل هو استثمار مستقر، ورقم الأعمال يدل على ثقل احتياجات التمويل المرتبطة بنشاط المؤسسة.

2- التغير في رقم الأعمال: التغير في رقم الأعمال يحسب انطلاقاً من العلاقة:

$$\frac{(CA_n - CA_{n-1})}{CA_{n-1}}$$

، هذا المؤشر معبر عنه بنسبة مئوية تمثل نمو في نشاط المؤسسة.

3- الرافعة المالية: وهي مؤشر جيد للهيكل المالي، حيث أن:

الديون/ الأموال الخاصة، تترجم أثر الاستدانة على معدل العائد ومنه على القيمة وهي نسبة.

4- المردودية الاقتصادية: المردودية الاقتصادية تمثل مردودية جميع الأموال المستثمرة في المؤسسة، فهي تقيس دخل جميع الأموال من أجل استدانة معدومة ودون اعتبار الضرائب، حيث أن علاقة المردودية الاقتصادية = النتيجة قبل الفوائد والضرائب/ الأصول الاقتصادية.

5- الحجم: هناك العديد من المؤشرات في هذا المجال للدلالة على الحجم منها: رقم الأعمال، القيمة المضافة وهما يتأثران بفعل التضخم لذلك فإن المؤشر المقترح في هذا المجال هو: لوغاريتم الأصول الاقتصادية.

6- قدرة السداد: هذا المتغير تحليله مهم من أجل الوقوف على ما إذا كانت المؤسسة تولد نقدية تقابل قدرتها على الوفاء بالتزاماتها والمتمثلة في سداد الديون التي تستعمل في خلق القيمة.

فمؤشر قدرة السداد يمكن حسابه انطلاقاً من النسبة: الديون المالية / التمويل الذاتي.

7- هيكل الأصول: هيكل الأصول أو قدرة المؤسسة على تقديم ضمانات، تقاس بواسطة النسبة: الأصول الثابتة المادية / مجموع الأصول المحاسبية.

الجدول(4-22): محددات خلق القيمة

متغيرات النموذج	معاملات المتغيرات	الإحصائية - T
-----------------	-------------------	---------------

0.4635	0.1622	a_0
0.7501	0.0051	فرص الاستثمار OPP-INV
13.8639	0.2036	التغير في رقم الأعمال VAR-CA
-1.0805	-0.0064	الرافعة المالية L
3.2729	0.0104	المردودية الاقتصادية RECO
-0.4691	-0.0067	الحجم Ln ACT
-0.4778	-0.0002	قدرة السداد CAP-REMB
-1.0301	-1.1982	هيكل الأصول STRUC-ACT

المصدر: اعتمادا على مخرجات البرنامج EViews

من خلال الجدول أعلاه، يمكن أن نكتب النموذج كما يلي:

$$y = 0,1622 + 0,0051 (OPP-INV) + 0.2036 (VAR-CA) - 0.0064 (L) + 0,0104 (RECO) - 0,0067 (Ln ACT) - 0,0002 (CAP-REMB) - 1,1982 (STRUC-ACT)$$

الفرع الثالث: تقييم النموذج المقدر

إن الصيغة النهائية للنموذج المقدر لا تتوقف عند حد تقدير المعاملات، بل تتعداها إلى ضرورة إجراء الاختبارات الكفيلة بنتمين نتائجه أو رفضها، ومن ثمة قبول النموذج أو رفضه، واختبار أثر المعاملات هذه على النموذج.

1- تحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات النموذج:

1-1- مصفوفة معاملات الارتباط:

سنقوم من خلال حساب مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة بمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات أو بمعنى آخر، التأكد من وجود أو عدم وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة.

الجدول (4-23): مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات

المتغيرات	OPP-INV	VAR-CA	L	RECO	Ln ACT	CAP-REMB	STRUC-ACT
OPP-INV	1	-0,174	0,963	-0,018	0,226	-0,042	-0,205
VAR-CA		1	-0,075	0,372	-0,528	0,154	0,025
L			1	0,094	-0,011	0,287	-0,299
RECO				1	-0,268	0,109	0,167
Ln ACT					1	-0,031	-0,606
CAP-REMB						1	-0,078
STRUC-ACT							1

المصدر: اعتمادا على مخرجات البرنامج EViews

تسمح لنا هذه المصفوفة باكتشاف الارتباطات الخطية بين العوامل المفسرة كما يلي:

1- توجد علاقة ارتباط طردية وقوية جدا بين المتغير OPP-INV والمتغير L ، وقد بلغ معامل الارتباط 0,963 .

2- توجد علاقة ارتباط متوسطة بين المتغير VAR-CA والمتغير RECO ، وقد بلغ معامل الارتباط 0,372.

3- توجد علاقة ارتباط عكسية متوسطة بين المتغير VAR-CA والمتغير Ln ACT وقد بلغ معامل الارتباط -0,528.

4- توجد علاقة ارتباط عكسية متوسطة بين المتغير Ln ACT والمتغير STRUC-ACT وقد بلغ معامل -0,606.

1-2- معامل التحديد R^2 :

يوضح هذا المعامل مدى قدرة النموذج على تفسير الواقع، أو بمعنى آخر مدى قدرة متغيرات النموذج على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن خلق القيمة التي تم حسابها باستعمال القيمة الاقتصادية المضافة EVA، ويحسب هذا المعامل من العلاقة التالية:

$$R^2 = \frac{\sum(\hat{Y}-\bar{Y})^2}{\sum(Y-\bar{Y})^2}$$

فإذا كانت قيمة R^2 مرتفعة كانت قدرة النموذج المقدر على التوقع بقيمة اقتصادية مضافة جيدة والعكس بالعكس أي تكون سيئة كلما كانت قيمة R^2 منخفضة.

استنادا إلى معطيات الملحق رقم (1) و المتمثلة في مخرجات البرنامج EViews، نستخرج قيمة معامل التحديد والتي تساوي إلى 97,1 %، وتعني أنه 97,1% من التغير في التابع (خلق القيمة) يمكن تفسيره بالمتغيرات المستقلة، وأن النسبة المتبقية من التغير في التابع والتي تقدر بـ 2,9 % متضمنة في حد الخطأ، وهي العوامل غير المشخصة في النموذج وربما لعدم دقة البيانات الإحصائية المرتبطة به.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر (F)): نقوم أولاً بصياغة الفرضيتين التاليتين:

- فرضية العدم: $H_0: B_1 = B_2 = \dots = 0$ بمعنى أن جميع معاملات الانحدار تكون مساوية للصفر؛

- الفرضية البديلة: $H_1: B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq 0$. بمعنى أنه يوجد معامل انحدار واحد على الأقل يختلف عن الصفر.

لإيجاد قيمة $F_{المحصوية}$ ، نستخدم الصيغة التالية:¹

$$F_{المحصوية} = \frac{R^2/(K-1)}{(1-R^2)/(n-K)}$$

K: هنا هو عدد المتغيرات في النموذج؛

R^2 : معامل التحديد.

بالرجوع إلى العلاقة السابقة نجد أن قيمة $F_{المحصوية}$ هي (59,16)، و عند مقارنتها بقيمة $F_{الجدولية}$

عند درجات حرية (6) بالبسط و (11) بالمقام، ومستوى معنوية (5%) و (1%) نجد أن قيمة $F_{الجدولية}$ تساوي على الترتيب (4,03) و (7,79)، وهما أقل من قيمة $F_{المحصوية}$ (59,16)، وهذا يتفق مع ما تنص عليه الفرضية البديلة القائلة أن المتغيرات ليست جميعها مساوية للصفر، ومن ثم فإن معادلة الانحدار المقدرة ككل تعتبر معنوية إحصائياً في تفسير سلوك المتغير التابع.

3- اختبار المعنوية الإحصائية للمتغيرات (اختبار ستودنت (T)):

عند ثبوت المعنوية الإحصائية للنموذج المقدر، ننتقل إلى اختبار معنوية كل متغير تفسيري على حدى، وذلك بهدف الإبقاء فقط على المتغيرات المعنوية في النموذج، يتم هذا الاختبار على النحو التالي:

- فرضية العدم: $H_0: X_i = 0 / i = 1,2,3,\dots,7$

- الفرضية البديلة: $H_1: X_i \neq 0 / i = 1,2,3,\dots,7$

انطلاقاً من القيم الإحصائية $T_{المحصوية}$ لكل متغير، والتي تم الحصول عليها انطلاقاً من مخرجات

برنامج EViews فإنه:

¹ دومينيك سالفاتور، ملخصات شوم في الإحصاء و الاقتصاد القياسي، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، ط5، 2001، ص 168.

3-1- عند مستوى ثقة 99 % :

المتغيرات المفسرة	$T_{\text{المحصوية}}$	$T_{\text{الجدولية}}^1$
التغير في رقم الأعمال المردودية الاقتصادية	13,86 3,27	2,79

من الجدول أعلاه نجد أن قيمة $T_{\text{المحصوية}}$ أكبر من قيمة $T_{\text{الجدولية}}$ فقط عند المتغيرين VAR-CA و RECO، وهذا يعني تحقق الفرضية البديلة، القائمة على معنوية المتغيرين X_2 و X_4 من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر أنهما تختلفان عن الصفر، والمتغيرين VAR-CA و RECO معنويين بمستوى ثقة قدرها 99 %.

3-2- عند مستوى ثقة 80 % :

المتغيرات المفسرة	$T_{\text{المحصوية}}$	$T_{\text{الجدولية}}$
الرافعة المالية هيكل الأصول	1,08 1,03	0,87

قيمة $T_{\text{المحصوية}}$ أكبر من قيمة $T_{\text{الجدولية}}$ فقط عند المتغيرين L و STRUC- ACT ، وهذا يعني تحقق الفرضية البديلة، القائمة على معنوية المتغيرين X_3 و X_7 من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر أنهما تختلفان عن الصفر، والمتغيرين L و STRUC-ACT معنويين بدرجة ثقة قدرها 80 %.

3-3- عند مستوى ثقة 75 % :

المتغيرات المفسرة	$T_{\text{المحصوية}}$	$T_{\text{الجدولية}}$
فرص الاستثمار الحجم قدرة السداد	0,75 0,46 0,47	0,7

قيمة $T_{\text{المحصوية}}$ أكبر من قيمة $T_{\text{الجدولية}}$ فقط عند المتغير OPP-INV ، وهذا يعني تحقق الفرضية البديلة، القائمة على معنوية المتغير X_1 من الناحية الإحصائية، بمعنى آخر أنه يختلف عن الصفر، والمتغير OPP-INV معنوي بدرجة ثقة قدرها 75 %.

قيمة $T_{\text{المحصوية}}$ أصغر من قيمة $T_{\text{الجدولية}}$ عند باقي المتغيرات، ومنه فإن معاملات هذه الأخيرة غير معنوية، وبالتالي فإن المتغيرين Ln ACT و CAP-REMB غير مفسرين في النموذج السابق.

¹ القيمة المجدولة محسوبة عند درجة حرية (n-k-1)، ومستوى ثقة (1- α).

خلاصة الفصل الرابع

لقد حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار عدد من المتغيرات المفسرة لخلق القيمة ممثلةً بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، على اعتبار أن هذه المتغيرات تمثل القرارات المالية، حيث في البداية قمنا بتقديم لمؤسسة التوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج، ثم القيام بتقييم خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة سواء المحققة والمستقبلية، وفيما بعد تحليل عناصر EVA وأثرها على القيمة وهذا عن طريق تحليل نظري لتحديد المتغيرات التي تفسر خلق القيمة انطلاقاً من عناصر شجرة القيمة، حيث تم اختبار ذلك باستخدام تقنية الانحدار المتعدد، لنقوم في مرحلة موالية بتقييم النموذج والذي كانت نتائجه مقبولة أي ذات دلالة إحصائية بالنسبة لبعض المتغيرات وضعيفة للبعض الآخر.

ومن خلال اختبارنا للمعنوية الإحصائية للمتغيرات، تمكنا من استخراج المتغيرات المفسرة، حيث تبين لنا أن المتغيرات التي تتمثل في التغير في رقم الأعمال والمردودية الاقتصادية تفسر خلق القيمة بمستوى ثقة 99 %، والمتغيرين الرافعة المالية وهيكل الأصول معنوية في النموذج بنسبة 80 %، كما أن المتغيرة فرص الاستثمار نفس خلق القيمة بمستوى ثقة 75 %، بينما النسبتان الأخيرتان والتي تمثلان الحجم وقدرة السداد غير معنويتين في النموذج، ومنه يمكن استنتاج أن المتغيرات التي تمثل قرارات الإستثمار والتمويل هي التي تملك الأثر الأكبر على القيمة، في حين جاءت المتغيرة التي تمثل قرارات توزيع الأرباح ذات أثر ضعيف مقارنة مع القرارين السابقين.

الخاصة

العامّة

الخاتمة العامة:

لقد هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير القرارات المالية المتمثلة في قرارات الإستثمار، التمويل وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال محاولة التطرق إلى الإدارة المسؤولة عن اتخاذ هذا النوع من القرارات والإطار المرجعي لهذه القرارات المتمثل في السياسة التمويلية بالمؤسسة والقيود التي تتحكم بها في ظل التطور الذي يشهده المحيط المالي في السنوات الأخيرة، ثم استعراض موضوع قيمة المؤسسة والإلمام بأساليب تحديدها باستخدام النماذج التقليدية والديناميكية والنماذج المختلطة التي حاولت التوفيق بين المدخلين السابقين، ثم التعرف على القرارات المالية ومختلف العوامل التي تتحكم فيها وعلاقتها بالقيمة من خلال عرض مختلف التفسيرات في ظل النظرية المالية، وفي الأخير تناولنا المفاهيم خلق القيمة التي ارتبطت بهدف تعظيم قيمة المؤسسة ووسائل قياسها في حالة عدم وجود أسواق مالية فيما يخص الاقتصاديات الانتقالية وحتى المؤسسات غير المسعرة في البورصة، التي استحدثت بخلاف النموذج المحاسبي التقليدي الذي يركز على الربح الذي يعتبر مقياسا مشوها للقيمة ولا يمكن من خلاله تقييم تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة.

وتمكنا عبر مختلف الفصول المكونة لهذا البحث من الوقوف عند جملة النقاط كالاتي:

- لقد تطورت الإدارة المالية منذ بداية القرن الماضي حتى الآن، وأصبحت تأخذ على عاتقها الاهتمام بحركة الأموال من وإلى المؤسسة من خلال القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها،
- تعتبر السياسة التمويلية للمؤسسة الإطار المرجعي للقرارات المالية، حيث تسعى إلى تحقيق الهدف المنشود والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تحقيقها لأهداف وسيطة من ضمان السيولة، ضمان المردودية وضمان تمويل دورة الاستثمار والاستغلال، وهذا في ظل تعدد مصادر التمويل.
- وتمكنا من الوقوف على أن قيمة المؤسسة تتميز بصعوبة التقدير نظرا لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة في حد ذاتها، وكذلك ارتباط عملية التقدير بعوامل خاصة منها المنفعة التي يراها كل شخص والتي على أساسها يصدر حكم معين بشأن قيمة المؤسسة وهذا ما أدى إلى تعدد نماذج تقدير هذه القيمة، وأن كل نموذج قام على نقائص سابقه.
- تبين من الناحية النظرية أن قيمة المؤسسة تتأثر بكل من قراري التمويل وسياسة توزيع الأرباح، حيث قامت العديد من النظريات في محاولة للربط بين كل من هذه القرارات وقيمة المؤسسة، غير أن هذه المداخل لم تكن لها وجهة نظر واحدة بشأن هذه العلاقة، حيث انقسم أصحابها بين مؤيد لوجود تأثير على قيمة المؤسسة، وبين مقر بعدم وجود مثل هذا التأثير، وفي ظل عدم حيازة أي مدخل الإجماع فإن هذه المداخل كانت تمهد لتقديم منهج تتحدد من خلاله قيمة المؤسسة يأخذ درجة المخاطر وحجم العائد الناتجين عن قرارات المالية وهذا في حالة السوق الكفاء.

• تجلى الهدف الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه المرتبط ارتباطا وثيقا بخلق القيمة، الذي يعتبر من المسائل المعقدة على مستوى الساحة المالية، كما أن خلق القيمة لا يعتبر مفهوما حديثا فقد تناوله "الفرد مارشال" سنة 1980 تحت اسم الربح الإقتصادي، حيث نجد أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتجاوز الضعف المرتبط بالطرق التقليدية ليتلاءم مع الاقتصاديات الانتقالية، ولقد ساعدنا على اختبار مجموعة من المتغيرات التي تحدده والتي تمثل القرارات المالية، حيث تم ذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

ويمكن أن نذكر أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة:

- الإدارة المالية بالمؤسسة أن تسعى لاستخدام الموارد المتاحة لديها بصورة تؤدي إلى تحقيق عائد على الأموال أكبر من تكلفة الحصول على هذه الأموال وهذا لتحقيق قيمة اقتصادية مضافة.
 - تستبعد القيمة الاقتصادية المضافة EVA في حسابها العناصر التي تقلل من القيمة الحقيقية للمؤسسة، و هذا بإجراء العديد من التعديلات على كل من صافي نتيجة التشغيل والأموال المستثمرة.
 - إن القيمة الاقتصادية المضافة تقيس خلق القيمة في تاريخ محدد، في حين أن بعض المعايير لا تؤدي نفس الغرض إلا من خلال إجراء تقييمين متتاليين.
 - يمكن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة، حيث تتحرك قيمة المؤسسة ارتفاعا أو هبوطا تبعا للقيمة الاقتصادية المضافة.
 - اعتماد القيمة الاقتصادية المضافة EVA على البيانات والمؤشرات المالية التي يمكن معرفة أيها يجب أن تراقب لزيادة القيمة.
 - على الرغم من مزايا القيمة الاقتصادية المضافة، إلا أنها تتأثر بشكل كبير بأي تغير قد يمس التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، ما يتطلب ضرورة تحديد هذه الأخيرة تحديدا دقيقا لتجنب أي انحراف قد يحدث على هذه القيمة.
 - كثرة التعديلات التي تتطلبها عملية حساب القيمة الاقتصادية المضافة للتحوّل من المنطق المحاسبي إلى المنطق الاقتصادي قد تقف عائقا للتوصل إلى نتائج دقيقة فيما يخص الوضع الاقتصادي الحقيقي للمؤسسة.
- ولقد أرسدت نتائجنا في النهاية إلى إثبات البعض من هذه الفرضيات ونفي البعض الآخر، ويمكن سرد أهم النتائج التي توصلنا إليها كما يلي:
- إن قيمة المؤسسة بالاعتماد على معيار خلق القيمة تتحدد من خلال العلاقة عائد- مخاطرة، الناتجة عن قرارات الإستثمار و التمويل بالمؤسسة؛

• تعتبر قرارات الإستثمار التي تتخذها المؤسسة جوهر العمليات التي تؤدي إلى خلق قيمة أو هدمها، لذلك يتوجب على المؤسسة العمل على ترشيد القرار الاستثماري بشكل يؤدي بها إلى تحقيق هدفها المنشود والمتمثل في تعظيم القيمة خاصة إذا كانت الموارد المتاحة محدودة، حيث أن ترشيد القرار الاستثماري يقتضي اختيار الاقتراحات الاستثمارية التي تسهم أكثر من غيرها في خلق القيمة وذلك لن

يتم إلا من خلال دراسات معمقة للتأكد من وجود سوق كاف لتصريف منتجات المؤسسة وتوافر المواد الأولية والأيدي العاملة والبنى التحتية اللازمة.

- قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة الاقتصادية والتي بدورها تؤثر على قيمتها، حيث أن التكلفة المتوسطة المرجحة مفهوم أساسي في هذا المجال بدمجها لتكلفة الأموال الخاصة باعتبارها أموالا ليست مجانية في إطار النظرية المالية الحديثة؛
- سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة الاقتصادية لا تؤثر على هدف تعظيم قيمة المؤسسة عبر معيار خلق القيمة.

ونظرا للصعوبات التي أحاطت بنا خلال انجازنا لهذا البحث، وكذا طبيعة النتائج المتوصل إليها، ارتأينا أن نقدم بعض التوصيات والتي جاءت كما يلي :

- ❖ على المؤسسات أن تراعي الاعتبارات معينة حتى تتمكن من زيادة القيمة الاقتصادية المضافة ومن ثم تعظيم قيمتها من خلال التركيز على الاستثمارات التي تدر عائداً أعلى من تكلفة الأموال، والإدارة الجيدة للأصول عن طريق التخلص من الأصول العاطلة.
- ❖ على الإدارة المالية بالمؤسسة التحول نحو الأساليب الحديثة المبنية على القيمة والتي من أهمها وأشهرها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وذلك لتقييم تأثير القرارات المالية على قيمتها.
- ❖ بما أن صعوبة استعمال المؤشرات المالية الحديثة بالنسبة للمؤسسات الجزائرية يرجع إلى حداثة السوق المالية، ولهذا نوصي بإجراء المزيد من الإصلاحات المالية، وتطوير هذا السوق المالية حتى يتمكن القطاع الخاص والعام من تداول الأوراق المالية.
- ❖ ضرورة عمل المؤسسات الجزائرية على تكييف سياساتها المالية وبالتحديد سياسة التمويل لبناء الهيكل المالي مع الأخذ بمختلف العناصر المؤثرة في هذا الأخير.
- ❖ ينبغي على هذه المؤسسات كذلك أن تسعى من أجل إصلاح الخلل الواضح على مستوى هياكلها المالية من خلال التقليل من حجم القروض والاعتماد على أموال الملكية.

- ❖ إن دقة الدراسات التجريبية خصوصا في حالة عينة تعتمد بشكل كبير على البيانات المالية والمحاسبية المتوفرة، ونظرا لقلّة البيانات التي تحصلنا عليها، فإننا نوصي مختلف مسؤولي المؤسسات بضرورة توفير قاعدة البيانات الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية لتسهيل العملية على الباحثين.
- ❖ محاولة دراسة هذا الموضوع مرة ثانية، وذلك بإدخال بعض المتغيرات الأخرى خصوصا المتغيرات الكيفية لتقدير تأثيرها على القيمة مثل : المنتجات، التكنولوجيا المستعملة، العلامات التجارية، المهارات.

آفاق البحث:

وفي الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسة كغيرها من الدراسات تبقى لها بعض النفاثص سواء من الجانب المنهجي أو المعلوماتي، إلا أننا نرجوا أن تكون بمثابة محاولة لفتح المجال أمام بحوث ودراسات أخرى حول هذا الموضوع، والذي يبقى مجاله واسع للدراسة والتعمق فيه.

وفي هذا الصدد يمكن أن نقترح بعض المواضيع التي تبينت من خلال هذا البحث أنها جديرة بالدراسة والاهتمام، حيث نذكر منها:

- ✦ دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة في ظل نظام اقتصادي إسلامي؛
- ✦ دراسة العلاقة بين المعايير المحاسبية الدولية ومحددات القيمة؛
- ✦ بناء نموذج لمحددات قيمة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؛
- ✦ دراسة تحليلية لمدى تأثير التدفقات النقدية على قيمة المؤسسة؛
- ✦ تنافسية المؤسسة والقياس المحاسبي للقيمة.

الملاحق

الملحق رقم (1): مصفوفة بيانات النموذج المعالجة ببرنامج EViews :

المؤسسة	EVA	OPP-INV	VAR-CA	L	RECO	Ln ACT	CAP-REMB	STRUC-ACT
EMBAG	-0,0695	0,4299	-0,0338	0,8873	0,1088	21,4100	96,0179	0,3323
ANABIB	-0,1040	1,1555	-0,0250	8,0833	0,3421	21,3313	67,0653	0,1165
BIBANS	0,0022	3,1485	-0,4786	1,3557	0,8907	21,3510	5,6995	0,2383
POLYBEN	-0,0521	-0,0709	-0,0294	3,7770	-0,0508	19,6552	0,5387	0,4260
MOUSSAOUI	0,0172	1,2672	0,6657	3,3340	0,6500	19,1748	0,1784	0,4891
SAIDAL	0,0166	1,2789	0,0481	0,6260	0,4479	23,3486	3,8607	0,4228
ERAD	-0,1288	16,4195	-0,2797	1,4961	5,3370	21,2526	-0,1287	0,4972
BCR	-0,0668	2,2113	-0,1331	0,6527	0,6704	21,6423	4,2876	0,4164
TREFISOUD	0,0262	1,7957	-0,0334	0,2317	0,5961	21,3534	1,0918	0,2647
SOFIPLAST	-0,1203	5,5772	-0,0330	-0,9081	1,8080	20,7024	-9,0910	0,5702
AFRICAVER	-0,0592	2,1106	-0,0273	-3,1650	0,6747	22,0843	-128,1751	0,2743
ENAMC	0,0895	0,9705	-0,1519	0,0280	0,3027	22,4745	0,0589	0,1131
SATREX	1,3916	1,9465	6,5858	0,0000	3,3080	18,5845	0,0000	0,2101
ERRIMEL	0,1940	-0,2092	0,0205	0,4072	0,0017	17,8692	0,2669	0,7182
ISSAADI	0,0348	0,0010	0,1171	1,1307	0,0510	13,7550	0,0104	0,7114
CHEURFA	-0,0017	-2,7954	0,0844	-15,6071	-0,9043	19,7441	7,9736	0,5793
TELL-	-0,2069	6,7578	-0,0152	-0,8523	2,1786	20,3912	8,1309	0,4184
ZIDANI	0,0175	8,7846	0,4213	8,5348	3,0745	18,9821	10,4136	0,4118

الملحق رقم (2): مخرجات البرنامج EViews

1- طريقة المربعات الصغرى لتقدير النموذج:

Dependent Variable: Y				
Method: Least Squares				
Date: 11/14/08 Time: 10:04				
Sample: 1 18				
Included observations: 18				
Y=C(1)+C(2)*X1+C(3)*X2+C(4)*X3+C(5)*X4+C(6)*X5+C(7)*X6+C(8)*X7				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.162257	0.350030	0.463550	0.6529
C(2)	0.005174	0.006897	0.750159	0.4704
C(3)	0.203687	0.014692	13.86399	0.0000
C(4)	-0.006412	0.005935	-1.080507	0.3053
C(5)	0.010400	0.003178	3.272958	0.0084
C(6)	-0.006754	0.014396	-0.469170	0.6490
C(7)	-0.000225	0.000472	-0.477891	0.6430
C(8)	-0.198236	0.192433	-1.030153	0.3272
R-squared	0.971064	Mean dependent var		0.056955
Adjusted R-squared	0.950810	S.D. dependent var		0.345280
S.E. of regression	0.076579	Akaike info criterion		-1.999879
Sum squared resid	0.058644	Schwarz criterion		-1.604158
Log likelihood	25.99891	Durbin-Watson stat		1.321470

2- مصفوفة الارتباط بين المتغيرات:

Correlation Matrix										
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	
1		X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	Y	
2										
3	X1	1.000000	-0.075225	0.372236	-0.528516	0.154351	-0.076551	0.025230	-0.174846	
4	X2	-0.075225	1.000000	0.000752	0.035326	-0.252767	-0.021849	-0.215937	0.963040	
5	X3	0.372236	0.000752	1.000000	0.094548	-0.011817	0.287206	-0.299032	-0.018741	
6	X4	-0.528516	0.035326	0.094548	1.000000	-0.268092	0.109515	0.167093	0.226380	
7	X5	0.154351	-0.252767	-0.011817	-0.268092	1.000000	-0.031812	-0.606014	-0.268119	
8	X6	-0.076551	-0.021849	0.287206	0.109515	-0.031812	1.000000	-0.078921	-0.042329	
9	X7	0.025230	-0.215937	-0.299032	0.167093	-0.606014	-0.078921	1.000000	-0.205001	
10	Y	-0.174846	0.963040	-0.018741	0.226380	-0.268119	-0.042329	-0.205001	1.000000	
11										

الملحق رقم (3): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمؤسسات عينة النموذج

المؤسسة	مردودية الاموال المستثمرة			تكلفة الاموال			القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	-0,0105	-0,0004	-0,0070	0,0734	0,0606	0,0566	-0,0838	-0,0610	-0,0636
ANABIB	0,0364	-0,0434	-0,1087	0,0745	0,0637	0,0582	-0,0381	-0,1070	-0,1669
BIBANS	0,0095	0,0100	0,1848	0,0710	0,0717	0,0550	-0,0615	-0,0617	0,1299
POLYBEN	0,2278	0,2297	0,2158	0,2623	0,2594	0,2512	-0,0346	-0,0298	-0,0355
MOUSSAOUI	0,3413	0,3058	0,8633	0,3830	0,3040	0,6931	-0,0416	0,0017	0,1702
SAIDAL	0,1020	0,0686	0,0882	0,0730	0,0689	0,0671	0,0290	-0,0003	0,0211
ERIOD	-0,0764	-0,0780	-0,0748	0,1039	0,0019	0,0515	-0,1803	-0,0799	-0,1263
BCR	0,0395	0,0143	-0,0408	0,0792	0,0672	0,0672	-0,0397	-0,0529	-0,1080
TREFISOUD	0,1516	0,0472	0,0571	0,0598	0,0582	0,0594	0,0917	-0,0110	-0,0023
SOFIPLAST	-0,0307	-0,0957	-0,0450	0,0778	0,0909	0,0210	-0,1084	-0,1866	-0,0660
AFRICAVER	-0,0931	-0,0392	-0,0297	0,0065	0,0020	0,0070	-0,0995	-0,0412	-0,0367
ENAMC	0,2124	0,1457	0,0931	0,0622	0,0599	0,0608	0,1502	0,0858	0,0323
SATREX	1,0140	2,9461	0,3821	0,0558	0,0558	0,0558	0,9581	2,8903	0,3263
ERRIMEL	0,3106	0,2778	0,1509	0,0490	0,0532	0,0551	0,2615	0,2247	0,0958
ISSAADI	0,0551	0,0715	0,1363	0,0560	0,0438	0,0587	-0,0009	0,0277	0,0777
CHEURFA	-0,0432	0,0332	0,0857	0,0704	0,0000	0,0106	-0,1135	0,0332	0,0751
TELL-	0,0129	-0,3623	-0,1558	0,0029	0,0563	0,0564	0,0101	-0,4186	-0,2122
ZIDANI	0,0182	0,1265	0,0977	0,0521	0,0592	0,0785	-0,0339	0,0673	0,0192

الملحق رقم (4): بيانات المتغيرة (فرص الاستثمار؛ OPP-INV)

المؤسسة	الاحتياج في راس المال العامل للاستغلال			رقم الاعمال			فرص الاستثمار		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	506 126 839	307 041 997	530 164 470	1 062 206 063	1 121 663 870	982978228	0,476	0,274	0,539
ANABIB	576 317 079	383 185 276	571 181 385	478361593	393412548	443578255	1,205	0,974	1,288
BIBANS	959 599 205	1 154 901 061	1 072 032 070	796752749	610371707	168847664	1,204	1,892	6,349
POLYBEN	-5 934 787	-23 409 020	-5 319 139	186285471	156004582	172188063	-0,032	-0,150	-0,031
MOUSSAOUI	61 229 211	30 073 500	38 105 412	56253964	26777893	23962869	1,088	1,123	1,590
SAIDAL	5 149 822 000	4 594 480 000	5 546 958 000	4279436814	3707637468	3979032396	1,203	1,239	1,394
ERIOD	528 345 833	582 526 856	557 551 764	949026084	21909417	21909417	0,557	26,588	25,448
BCR	876 485 636	960 795 084	691 980 859	307711025	406893275	485897297	2,848	2,361	1,424
TREFISOUD	866 975 258	1 230 015 404	1 158 358 818	528377843	568235736	732437906	1,641	2,165	1,582
SOFIPLAST	312 153 313	245 283 939	240 501 306	77220584	24572106	88840319	4,042	9,982	2,707
AFRICAVER	337 238 921	295 764 214	258 575 039	134259123	136861466	155872387	2,512	2,161	1,659
ENAMC	1 351 669 807	921 038 242	1 155 776 998	950758801	1233855180	1554785427	1,422	0,746	0,743
SATREX	32 407 303	3 663 959	6 917 318	30084861	11995895	1552026	1,077	0,305	4,457
ERRIMEL	1 801 482	-13 388 026	-5 646 357	25299825	28666123	24360132	0,071	-0,467	-0,232
ISSAADI	198 792	143 879	104 835	179826000	129593000	116017000	0,001	0,001	0,001
CHEURFA	-63 562 000	-126 414 000	-137 736 000	58375000	53215000	27984000	-1,089	-2,376	-4,922
TELL-	743 329 000	370 693 801	377 004 490	82566751	45745717	119030246	9,003	8,103	3,167
ZIDANI	202 970 000	251 140 000	300 888 000	49558000	36679000	19524000	4,096	6,847	15,411

الملحق رقم(5): بيانات المتغيرة (التغير في رقم الأعمال؛ VAR-CA)

المؤسسة	رقم الاعمال			التغير في رقم الاعمال	
	2004	2005	2006	2005-2004/2004	2006-2005/2005
EMBAG	1062206063	1121663870	982978228	0,0560	-0,1236
ANABIB	478361593	393412548	443578255	-0,1776	0,1275
BIBANS	796752749	610371707	168847664	-0,2339	-0,7234
POLYBEN	186285471	156004582	172188063	-0,1626	0,1037
MOUSSAOUI	139374597	261152619	380655559	0,8737	0,4576
SAIDAL	6578621559	6720842680	7222361143	0,0216	0,0746
ERDIAD	949026084	801621168	477637863	-0,1553	-0,4042
BCR	1544252326	1299295208	1159493051	-0,1586	-0,1076
TREFISOUD	2085980786	1903216181	1942802750	-0,0876	0,0208
SOFIPLAST	495899271	415116920	455346134	-0,1629	0,0969
AFRICAVER	436333753	467777778	408545287	0,0721	-0,1266
ENAMC	4051210182	3660090661	2901476187	-0,0965	-0,2073
SATREX	8415000	106120200	271746164	11,6108	1,5607
ERRIMEL	41403773	45185470	42906624	0,0913	-0,0504
ISSAADI	846206000	511291000	833407000	-0,3958	0,6300
CHEURFA	177876000	179361000	208137000	0,0083	0,1604
TELL-	675897706	581363284	644982002	-0,1399	0,1094
ZIDANI	81055000	112822000	163676000	0,3919	0,4507

الملحق رقم(6): بيانات المتغيرة (الرافعة المالية؛ L)

المؤسسة	الديون المالية			الاموال الخاصة			الرافعة المالية		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	714392934	617458080	280559844	388080808	975757731	1490422138	1,841	0,633	0,188
ANABIB	1021985936	818719981	804900467	88564862	75844411	420135852	11,539	10,795	1,916
BIBANS	466880562	466826634	466840723	368425930	333858330	333109021	1,267	1,398	1,401
POLYBEN	139411129	3624000	47272179	14531131	23365834	29843150	9,594	0,155	1,584
MOUSSAOUI	44769371	19370112	14910793	5332626	194391130	9893923	8,395	0,100	1,507
SAIDAL	3688695000	3850876000	3977951000	5978435981	6141748006	6274370662	0,617	0,627	0,634
ERDIAD	741601127	764935860	741124839	113347496	-173817914	315851012	6,543	-4,401	2,346
BCR	115183136	207981593	1282123857	851464767	838676253	814171164	0,135	0,248	1,575
TREFISOUD	117789413	269415059	396870268	933816170	1156484543	1181142887	0,126	0,233	0,336
SOFIPLAST	332287819	330666406	337166533	150000000	85344756	-38254035	2,215	3,874	-8,814
AFRICAVER	5713671950	5710952462	5699019341	-1608076034	-1820864313	-2031281007	-3,553	-3,136	-2,806
ENAMC	101484027	100920973	125593132	3502425847	4022467131	4196739127	0,029	0,025	0,030
SATREX	0	0	0	500000	940376	20881670	0,000	0,000	0,000
ERRIMEL	8930361	4542922	2386582	8961435	27364939	40393175	0,997	0,166	0,059
ISSAADI	402864000	290365000	195543000	260216000	255492000	276427000	1,548	1,136	0,707
CHEURFA	145485000	125408000	75772000	13830000	-3778000	-3138000	10,520	-33,194	-24,147
TELL-	1394662000	2042940	1984256	-546753000	-603778726	-720244170	-2,551	-0,003	-0,003
ZIDANI	116091000	89443000	67462000	9615000	7069000	76873000	12,074	12,653	0,878

الملحق رقم (7): بيانات المتغيرة (المردودية الاقتصادية؛ RECO)

المؤسسة	معدل الهامش			معدل دوران الاصول			المردودية الاقتصادية		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	0,021	-0,006	0,005	0,507	0,578	0,510	0,011	-0,003	0,003
ANABIB	0,115	-0,059	-0,317	1,999	14,095	27,608	0,231	-0,827	-8,748
BIBANS	0,004	0,057	-0,473	0,412	0,306	0,083	0,002	0,017	-0,039
POLYBEN	0,069	0,067	0,041	0,591	0,489	0,940	0,041	0,033	0,039
MOUSSAOUI	0,087	0,653	1,137	0,337	0,134	9,291	0,029	0,087	10,568
SAIDAL	0,248	0,314	0,247	0,329	0,260	0,280	0,082	0,081	0,069
ERIOD	1,439	-10,115	-10,189	-0,098	0,011	0,011	-0,140	-0,110	-0,110
BCR	0,301	0,127	0,086	0,013	0,477	0,537	0,004	0,061	0,046
TREFISOUD	0,603	0,165	0,133	0,311	1,763	1,111	0,188	0,291	0,147
SOFIPLAST	-0,474	-3,987	-0,621	0,075	0,032	0,114	-0,035	-0,126	-0,071
AFRICAVER	-1,220	-1,402	-1,297	0,033	0,080	0,193	-0,040	-0,112	-0,251
ENAMC	0,425	0,351	0,350	0,170	12,158	11,876	0,072	4,267	4,154
SATREX	0,024	0,043	7,732	0,730	0,300	0,038	0,017	0,013	0,294
ERRIMEL	0,499	0,563	0,476	0,707	441,738	9,884	0,353	248,915	4,703
ISSAADI	0,303	0,221	0,545	160,844	153,449	167,621	48,693	33,958	91,402
CHEURFA	-0,119	0,243	0,568	0,166	0,198	0,112	-0,020	0,048	0,064
TELL-	0,692	-2,538	-0,352	0,103	0,033	0,085	0,071	-0,083	-0,030
ZIDANI	0,067	0,443	1,066	0,239	0,191	0,087	0,016	0,085	0,093

الملحق رقم (8): بيانات المتغيرة (الحجم؛ Ln ACT)

المؤسسة	الاصول الاقتصادية			لوغاريتم الاصول الاقتصادية		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	2095398921	1941526627	1928906356	21,463	21,387	21,380
ANABIB	2083088512	1779352425	1672054465	21,457	21,300	21,237
BIBANS	2356673068	2045061302	1364171969	21,581	21,439	21,034
POLYBEN	405460884	446724074	436756218	19,821	19,917	19,895
MOUSSAOUI	237391958	265703353	152298006	19,285	19,398	18,841
SAIDAL	12990873000	14283308000	14190981000	23,288	23,382	23,376
ERIOD	1950154978	1724840363	1455081256	21,391	21,268	21,098
BCR	2362159297	2478908191	2690198052	21,583	21,631	21,713
TREFISOUD	1697554074	1988394969	1961757513	21,252	21,411	21,397
SOFIPLAST	1030476970	971119097	938644479	20,753	20,694	20,660
AFRICAVER	4077054315	3921228296	3710890102	22,129	22,090	22,035
ENAMC	5582885587	5870042079	5836959932	22,443	22,493	22,487
SATREX	41188580	151755190	261557721	17,534	18,838	19,382
ERRIMEL	35776354	72022606	74199890	17,393	18,092	18,122
ISSAADI	1118013	999161	746655	13,927	13,815	13,523
CHEURFA	351732000	390175000	386203000	19,678	19,782	19,772
TELL-	804993000	708085484	647872994	20,506	20,378	20,289
ZIDANI	207516000	157195000	165197000	19,151	18,873	18,923

الملحق رقم (9): بيانات المتغيرة (قدرة السداد؛ CAP-REMB)

المؤسسة	الديون المالية			قدرة التمويل الذاتي			قدرة السداد		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	714392934	617458080	280559844	18604059	2540864	42235078	38,400	243,011	6,643
ANABIB	1021985936	818719981	804900467	3707791	-11760186	-167053464	275,632	-69,618	-4,818
BIBANS	466880562	466826634	466840723	53621525	51782970	-748698166	8,707	9,015	-0,624
POLYBEN	4065970	3902092	2515219	8834703	6477315	4543699	0,460	0,602	0,554
MOUSSAOUI	494926	4456935	5758593	16247420	13031338	35413127	0,030	0,342	0,163
SAIDAL	3688695000	3850876000	3977951000	1113265407	915467127	979261953	3,313	4,206	4,062
ERIOD	741601127	764935860	741124839	-293518627	-233661140	136887713	-2,527	-3,274	5,414
BCR	115183136	207981593	1282123857	205819368	130286989	119748736	0,560	1,596	10,707
TREFISOUD	117789413	269415059	396870268	373126428	247506132	212100165	0,316	1,089	1,871
SOFIPLAST	332287819	330666406	337166533	-26056376	-82160267	-32123898	-12,753	-4,025	-10,496
AFRICAVER	5713671950	5710952462	5699019341	348018405	-29235715	-27718761	16,418	-195,342	-205,602
ENAMC	101484027	100920973	125593132	1593737275	1977071758	2026335834	0,064	0,051	0,062
SATREX	0	0	0	535958	-635230	9484545	0,000	0,000	0,000
ERRIMEL	8930361	4542922	2386582	19040489	22804137	18002547	0,469	0,199	0,133
ISSAADI	402864	290365	195543	30419000	20934000	49596000	0,013	0,014	0,004
CHEURFA	145485000	125408000	75772000	8578500	27189000	32254500	16,959	4,612	2,349
TELL-	1394662000	2042940	1984256	57024933	-116465443	-42263853	24,457	-0,018	-0,047
ZIDANI	116091000	89443000	67462000	4818000	22186000	21664000	24,095	4,032	3,114

الملحق رقم (10): بيانات المتغيرة (هيكل الأصول؛ STRUC-ACT)

المؤسسة	الاستثمارات الثابتة			الأصول المحاسبية			هيكل الأصول		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
EMBAG	1050103222	996744280	10702686	2134594894	1996242222	1943547608	0,4919	0,4993	0,0055
ANABIB	341762663	311393020	21420296	2083088512	1784409718	1937388726	0,1641	0,1745	0,0111
BIBANS	863498445	814974682	403584	2356673068	2339913274	1576582141	0,3664	0,3483	0,0003
POLYBEN	207120694	220192982	216959406	408501101	290251420	346866597	0,5070	0,7586	0,6255
MOUSSAOUI	138871983	132653545	27057227	237391958	173632084	228702297	0,5850	0,7640	0,1183
SAIDAL	5570890000	6185791000	5847075000	13003781075	14305451790	14343001071	0,4284	0,4324	0,4077
ERIOD	725309772	1342263919	497069506	1950154978	1724840363	1455081256	0,3719	0,7782	0,3416
BCR	1054890044	1086293071	980731112	2362292198	2478988304	2690225377	0,4466	0,4382	0,3646
TREFISOUD	495248417	537830263	472563936	1724651526	2008029415	1976483347	0,2872	0,2678	0,2391
SOFIPLAST	613869701	570742421	497069506	1033671638	972118324	938644479	0,5939	0,5871	0,5296
AFRICAVER	1221370107	1082485102	917858906	4077054315	3921228296	3710890102	0,2996	0,2761	0,2473
ENAMC	700438168	647501926	604011751	5582885587	5870042079	5836959932	0,1255	0,1103	0,1035
SATREX	8723234	37298658	45144882	41188580	151755190	261557721	0,2118	0,2458	0,1726
ERRIMEL	27103739	53938403	48089615	35776354	72022606	74199890	0,7576	0,7489	0,6481
ISSAADI	841130	783156	621917	1254973	1105773	822918	0,6702	0,7082	0,7557
CHEURFA	236874000	219382000	193902000	351732000	390175000	386203000	0,6735	0,5623	0,5021
TELL-	47555000	303740132	497069506	804993000	708085484	647872994	0,0591	0,4290	0,7672
ZIDANI	123838000	115366000	108231000	211861000	326814000	363372000	0,5845	0,3530	0,2979

الملحق رقم(11): قائمة مؤسسات عينة الدراسة

الطبيعة	الترميز	المؤسسة	الرقم
عمومية	EMBAG	المؤسسة الوطنية للتوضيب و فنون الطباعة	1
عمومية	ANABIB	شركة السقي الزراعي- مجمع أنابيب	2
عمومية	BIBANS	مطاحن الببيان	3
خاصة	MOUSSAOUI	مؤسسة الإخوة موساوي	4
خاصة	POLYBEN	مؤسسة POLYBEN - مجمع بن حمادي	5
عمومية	SAIDAL	مجمع صيدال	6
عمومية	ERIOD	مؤسسة ارياض سطيف	7
عمومية	BCR	المؤسسة الوطنية لصناعة اللوالب و السكاكين والصنابير	8
عمومية	TREFISOUD	مؤسسة TREFISOUD - العلمة	9
عمومية	SOFIPLAST	شركة SOFIPLAST	10
عمومية	AFRICAVER	الشركة الإفريقية للزجاج	11
عمومية	ENAMC	المؤسسة الوطنية ENAMC	12
خاصة	SETREX	مؤسسة SETREX	13
خاصة	ERRIMEL	الشركة ذ.م.م - الرمال	14
خاصة	ISAADI	الشركة ذ.م.م - إسعادي	15
خاصة	CHEURFA	مؤسسة الشرفة - العلمة	16
عمومية	TELL	مؤسسة التل	17
خاصة	ZIDANI	مؤسسة زيداني لصناعة الرخام	18



قائمة المراجع

أ- الكتب

1- باللغة العربية:

- 1- احمد أبو الفتوح علي الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
- 2- احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت-لبنان، 1984.
- 3- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.
- 4- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: دروس وتطبيقات، ط1، دار وائل، الأردن، 2006.
- 5- أمين السيد احمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 6- جمال الدين المرسي، احمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 7- حسني على خريوش و آخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1990.
- 8- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 9- حمزة الشمخي و إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان 1998.
- 10- دومينيك سالفاتور، ملخصات شوم في الإحصاء والاقتصاد القياسي، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، ط5، 2001.
- 11- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 1998.
- 12- سيد الهواري، الإدارة المالية: منهج اتخاذ القرارات، مكتبة عين شمس، مصر، ط6، 1996.
- 13- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 14- طارق عبد العال حماد، موسوعة معايير المحاسبة: المحاسبة عن الاستثمارات والمشتقات المالية، الجزء- 3، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 15- عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.

- 16- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2002.
- 17- عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 18- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسة الجدوى التجارية و الاقتصادية و الاجتماعية مع المشروعات BOT ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 19- عادل احمد حشيش، تاريخ الفكر الاقتصادي، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، دون تاريخ.
- 20- عدنان هاشم السمرائي، الإدارة المالية: مدخل كمي، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 21- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- 22- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 23- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، ط3، 1999.
- 24- محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، دون تاريخ.
- 25- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 26- محمد صالح الحناوي، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
- 27- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 28- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003.
- 29- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز الدالتا للطباعة، الاسكندرية، 1998.
- 30- هوام جمعة، تقنيات المحاسبة المعقدة وفقا للمخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.

31- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2000.

32- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.

2- باللغة الأجنبية:

- 1- Alain Capiez, **élément de gestion Financière**, 4^{ème} éditions : Masson, Paris, 1994.
- 2- Armand Dayan, **Manuel de gestion**, éditions : Ellipes, volume 2, Paris, 1999.
- 3- Bernard Gerrien, **Dictionnaire d'analyse économique**, éditions : La découverte, Paris, 1996.
- 4- Christian Hoarau, Robert Teller, **Création de valeur et management de l'entreprise**, édition : Viubert, Paris, 2001.
- 5- COPELAND.T, KOLLER.T, MURRIN.J, **La stratégie de la valeur**, éditions : d'Organisation, Paris, 2002.
- 6- Denis Dubois, **la création de valeur**, IEF, Paris, 2000
- 7- Georges Depallens, **Gestion financière de l'entreprise**, 10^{ème} éditions : Sirey, Paris, 1990.
- 8- Georges Depallens, Jean-Pierre Jobard, **gestion financière de l'entreprise**, 11^{ème} édition : DALLOZ , Paris, 1997.
- 9- Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, collection objectif, 6^{ème} éditions : Litec, Paris, 2000.
- 10- Gérard Charreaux, **Gestion financière**, Litec, Paris, 1996.
- 11- Gilbert RIEBOLD: **Cash-flow et tableau de financement intégral**, édition : d'Organisation, Paris 1984.
- 12- Grégory Denglos, **la création de valeur : Modèles, Mesure, Diagnostic**, éditions : Dunod, Paris, 2003.
- 13- Hervé Hutin, **La Gestion financière**, éditions : d'Organisation, Paris, 1998.
- 14- Hervé Hutin, **Toute la finance d'entreprise en pratique**, éditions: d'Organisation, Paris, 2000.
- 15- J.Fred Weston, Eugène F.Brigham, Paul Halpern, **Gestion financière**, 3^{ème} éditions : HRW Itée, Momtréal, 1981.
- 16- James Van-Horn, **Gestion et politique financière**, tome 1, Dunod, Paris, 1972.
- 17- Jaques Richard, Becom Simons et associés, Secafi Alpha et associés, **Analyse financière et gestion des groupes**, édition : Economica, Paris, 2000.
- 18- Jaques Teulié, Patrick Topsacalian, **Finance**, 3^{ème} édition : vuibert, Paris, 2000.
- 19- Jean-Albert Collomb, **Finance d'entreprise**, éditions : ESKA, Paris, 1999.
- 20- Jean Brilman, Claude Maire, **Manuel d'évaluation des entreprises**, éditons : d'Organisation, Paris, 1990.
- 21- Jean-Luc Charron, Sabine Sépari, **Organisation et gestion de l'entreprise : manuel et application**, 2^{ème} éditions : Dunod, Paris, 2001.
- 22- Jérôme CABY, Gérard HIRIGOYEN, **la création de valeur de l'entreprise**, éditions: Economica, Paris, 2001.

- 23- Josette Pilverdier-Lateryete, **Finance d'entreprise**, 2^{ème} éditions : Economica, Paris, 1984.
- 24- Mercier Guy, Théoret Raymond, **Traité de gestion financière**, éditions : presses de l'Université du Québec, 1994.
- 25- Michel Dimartino, **Guide Financier de la PME**, 2^{ème} éditions : Organisation, Paris, 1981.
- 26- Michel Albouy, **Décisions financières et création de valeur**, éditions : Economica, Paris, 2000.
- 27- Nathalie MOURGUES, **Capitaux propres et quasi-Fonds propres**, éditions : Economica, Paris, 1996.
- 28- Norbert Guedj, **Finance d'entreprise : les règles du jeu**, éditions : d'Organisation, Paris, 1997.
- 29- Octave. Jokung Ngeréna, Jean Luc Arrégle, Yves de Rongé, Wolfgang Ulage, **Introduction Au Management de La Valeur**, Dunod, Paris, 2001.
- 30- Pierre Conso, Farouk Hemici, **Gestion financière**, 9^{ème} éditions : Dunod, Paris, 1999.
- 31- Pierre Paucher, **Mesure de la performance de l'entreprise**, éditions : OPU, Algerie, 1993.
- 32- Pierre Vernimmen, **finance d'entreprise**, édition Dalloz, 4^{ème} éditions : 2000.
- 33- Pierre Vernimmen, **Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de gestion**, tome 3, éditions : Economica, Paris, 1989.
- 34- Pirre Branger et al, **Gestion : les fonctions de l'entreprise**, 2^{ème} éditions : Vuibert, Paris, 1998.
- 35- THIETRAT Raymand-Alain, **La stratégie de l'entreprise**, éditions : Ediscience international, Paris, 1997.

ب- الرسائل والأطروحات :

1- باللغة العربية:

- 1- السعيد عناني، أثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهةها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر- باتنة، 2006.
- 2- بوشملة زهير، أثر الهيكل المالي على قيمة المنشأة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري-قسنطينة، 2004.
- 3- رفاع توفيق، محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2001.
- 4- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر- بسكرة، 2002.
- 5- مليكة زغيب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2006.
- 6- وهبية ضامن، دور القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2008.

ج- المقالات والدوريات والقوانين:

1- باللغة العربية:

- 1- إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005.
- 2- زينات دراجي، نعيمة غلاب، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس- سطيف، 2004.
- 3- شعوبي محمود فوزي، دادن عبد الغني، المؤسسة الاقتصادية بين خيار التمويل المصرفي التمويل البورصوي في ظل الإصلاح المصرفي وحدائث السوق المالي، الملتقى الدولي: سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2006.
- 4- قاسم نايف علوان، إبراهيم محمد الزعلوك، أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM: دراسة تطبيقية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد 5، سطيف، 2005.
- 5- مفيدة يحياوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 3، جامعة بسكرة، 2002.
- 6- يوسف قريشي، سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 2005.
- 7- المادة 715، مكرر 76 من القانون التجاري.
- 8- المادة 715، مكرر 78-80 من القانون التجاري.

2- باللغة الأجنبية:

- 1- Bulletin COB, création de valeur actionnariale et communication financière, n° 346, Bourse de Paris, Mai 2000

