

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد خديجة - بسكرة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية
الموضوع

نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي
للمؤسسات الجزائرية

من إعداد الطالب: عبد المجيد تيمايوي
تحت إشراف: أ.د/ عبد الرزاق خليل

نوقشت وأجيزت بتاريخ: 2015/05/28

لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	المؤسسة
أ.د. الطيب داودي	أستاذ	رئيسا	جامعة بسكرة
أ.د. عبد الرزاق خليل	أستاذ	مقررا	جامعة قالمة
أ.د. عبد الغني دادن	أستاذ	ممتحنا	جامعة ورقلة
أ.د. محمد فرحي	أستاذ	ممتحنا	جامعة الأغواط
د. حياة بن سماعيل	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة بسكرة
د. عبد الله غالم	أستاذ محاضر أ	ممتحنا	جامعة بسكرة

السنة الجامعية 2014/2013

إهداء

إلى أمي وأبي
وزوجتي وأبنائي
وكل العائلة

تيمماوي عبد المجيد

شكر و عرفان

الحمد لله الذي من علي بكثير النجاحات والوصول إلى ما وصلت إليه والشكر له أن سهل لي إتمام رسالة الدكتوراه، و الذي لولاه لما كنت لأصل لهذا .

ثم الشكر كامل الشكر إلى الأستاذ المشرف الأستاذ الدكتور : عبد الرزاق خليل على صبره وتوجيهاته وإرشاداته ودعمه لإنجاز هذا البحث .

ولا يفوتني التوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقراءة هذا البحث ومناقشته وتقويمه و تميمه .

وأوجه شكري واحترامي لجميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية و علوم التسيير بجامعة غرداية، جامعة الأغواط، جامعة بسكرة .

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل الأصدقاء وكل من مد لي يد العون أو ساعدني من قريب أو من بعيد لإتمام هذا العمل .

وأخيرا أسأل الله تعالى أن يجعل عملي هذا خالصا لوجهه و يتقبله مني وأن يدخره لي في صحيفة عملي إلى يوم القيامة

عبد المجيد تيموي

ملخصات

ملخص:

لقد حظي موضوع السلوك التمويلي منذ فترة طويلة باهتمام الأديبات المالية للمؤسسات بداية بالدراسة الأولى لمدجيبلياني وميلر سنة 1958 التي نفت وجود علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة وقيمتها. غير أن كثيرا من الدراسات الموالية توصلت إلى وجود علاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار للمؤسسة، مما أدى إلى البحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة أقصى ما يمكن.

من جهة أخرى، وجود دراسات قامت بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة بأثر محتوى المعلومات المتاحة (نظرية الإشارة) في قرارات التمويل. وأخرى أخذت بعين الاعتبار متغيرات تنظيمية وإدارية مثل هيكل الملكية، والسيطرة والهيكل التنظيمي والاستراتيجية،...

لذلك جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على أهم النظريات التي تناولت موضوع السلوك التمويلي للمؤسسات من مختلف حيثياته بدءا من فرضية وجود هيكل مالي أمثل في ظل افتراضات السوق التام ثم في ظل خضوع مداخيل المؤسسات للضرائب. ثم نظرية الإشارة وافتراضاتها، ثم أثر المتغيرات الإدارية والتنظيمية ومحاوله إسقاط كل ذلك على بعض المؤسسات الجزائرية.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن المؤسسات تعتمد إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم ومن ثم قيمة المؤسسة.

أيضا، في حالة تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل، فالمؤسسات تفضل عادة التمويل الداخلي. ولا تلجأ للتمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولا بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كما لاذ أخير.

كما أن السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية محل الدراسة أيضا يتأثر بكثير من المتغيرات المالية مثل الرفع المالي والرفع التشغيلي والتمويل الداخلي،... وحتى بعض المتغيرات الإدارية والتنظيمية كهيكل الأصول وهيكل الملكية،...

الكلمات الدالة: الهيكل المالي، قيمة المؤسسة، الوفر الضريبي، الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، محتوى المعلومات، هيكل الأصول، التمويل الداخلي.

Résumé:

Le comportement financier était souvent un sujet d'importance remarquable dans la littérature financière des entreprises, en citant la première étude de Modigliani et Miller en 1958, qui a infirmé l'existence d'une relation entre la structure financière de l'établissement et sa valeur. Sauf que pas mal d'études qui l'ont succédée, ont arrivées à découvrir une relation entre les décisions de financement et celles d'investissement. Cela à pousser à chercher la meilleure structure financière qui permet d'augmenter au maximum la valeur de l'établissement.

D'une autre part , il existe des études qui interprètent le comportement financier de l'entreprise selon l'impact du contenu des informations disponibles (théorie du signe) dans les décisions de financement. D'autres ont pris en considération les variations organisationnelles et administratives comme la structure de propriété, la domination et la structure organisationnelle et la stratégie.

C'est pour ces raisons, cette étude est venue pour mettre en lumière les plus importantes théories qui ont entrepris le comportement financier des entreprises dans tous ses détails commençant par la supposition de l'existence d'une structure financière parfaite dans le cas de marché de capital complet, puis dans le cas imposition des revenus des entreprises. Puis la théorie du signe et ses suppositions. Puis l'impacte des variations administratives et organisationnelles et la tentative de projeter tout cela sur certains établissements algériens.

L'étude est arrivée à des résultats dont le plus important est que les établissements se basent sur l'élévation financière et l'élévation opérationnelle afin qu'elle puisse d'augmenter le taux du rendement sur les droits de propriété en se basant sur les sources de financement aux charges invariables dans le but d'avoir une plus haute moyenne de rendement ; et aussi en se basant sur

Des outils de production aux charges invariables pour augmenter le bénéfice de l'action et par suite la valeur de l'établissement.

Dans le cas de réaction des décisions d'investissement et de financement, les établissements préfèrent souvent le financement intérieur. Ils ne font recours au financement extérieur que dans le cas d'insuffisance du celui intérieur. Ils produisent d'abord des intérêts sans risque, puis des actions privilégiées ou des bons convertibles et des actions ordinaires en dernier recours.

Aussi le comportement financier des établissements algériens, sujet d'étude, est influencé par des variables telles que l'augmentation financière et opérationnelle et le financement interne,...et aussi de certaines variables administratives et organisationnelles comme la structure des actifs et la structure de propriété,...

Mots clés : *structure financière, valeur de l'entreprise, les économies d'impôt, les sources progressives de capture de financement, le contenu de l'information, la structure des actifs, le financement interne.*

Abstract:

The subject of financial behavior has long been interest literature financial institutions beginning to study for the first Modigliani and Miller in 1958, which denied the existence of a relationship between the financial structure of the institution and its value. However, many studies have found loyal to the existence of a relationship between funding decisions and investment decisions for the organization, which led to the search for the optimal financial structure that enables the enterprise its possible maximum value ..On the other hand, other studies interprets the behavior of the financial institution as an impact the content of the information available (signal theory) in funding decisions. Where as others took into account variables, such as organizational and administrative structure of ownership and control, organizational structure and strategy, ...

Therefore, this study was to shed light on the most important theories on the subject of the behavior of the financial institutions of various merits starting from the hypothesis of the existence of an optimal financial structure under the assumptions that the total market, and in light of the incomes of institutions subject to taxation. Besides, the signal theory and assumptions, and the impact of administrative and organizational changes and try to employ it all on some Algerian institutions.

The study concluded the results of the most important institutions deliberately to use financial leverage and operating leverage so that it can raise the rate of return on equity through its reliance on financing sources with fixed costs to achieve a rate of higher return, as well as relying on the tools of production with fixed costs to increase profits per share and then the value of the firm.

Also, in the case of the interaction of investment decisions and financing, enterprises usually prefer internal financing, and do not resort to external financing only if internal financing is insufficient, where the first issuance of debt-free risk and then preferred shares or convertible bonds and ordinary shares as a last resort.

The behavior of the Algerian financial institutions under study is also much influenced by variables such as, financial leverage, operating leverage and internal funding, ...And even some of the variables administrative and organizational structure as a structure of assets and property, ...

Keywords: *financial structure, the value of the enterprise, the tax savings, the capture progressive financing sources, information content, the structure of assets, internal funding.*

الفهرس

I	الإهداء
II	شكر و عرفان
III	ملخصات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب
2	تمهيد
3	1-1- مفهوم السلوك التمويلي للمؤسسات
3	1-1-1- مصادر التمويل
3	1-1-1-1- الأسهم
4	1-1-1-2- السندات
5	1-1-1-3- التطورات الحديثة في مجال مصادر التمويل
5	1-1-1-3-1- الاستحداثات الجديدة في شأن الأسهم
5	1-1-1-3-2- الاستحداثات الجديدة في شأن السندات
5	1-1-1-3-3- التعديلات على رأس المال
6	1-1-1-3-3-1- زيادة رأس المال بمساهمات نقدية أو عينية
6	1-1-1-3-3-2- زيادة رأس المال بضم الاحتياطيات أو الأرباح قيد التخصيص
6	1-1-1-3-3-3- تخفيض واهتلاك رأس المال
6	1-1-2- تقدير تكلفة التمويل
6	1-1-2-1- العائد والمخاطرة
7	1-1-2-2- التكلفة النوعية لمصادر التمويل
7	1-1-2-2-1- تكلفة الاقتراض
8	1-1-2-2-2- تكلفة أموال الملكية
8	1-1-2-2-2-1- تكلفة الأسهم الممتازة
9	1-1-2-2-2-2-1- تكلفة الأسهم العادية
9	1-1-2-2-2-2-2-1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
9	1-1-2-2-2-2-2-2-1- نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF)
10	1-1-2-2-2-3- تكلفة الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك
10	1-1-2-3- متوسط تكلفة التمويل المرجح بالأوزان

11	1-2-1- أثر الرفع على ربحية السهم.
11	1-2-1- الرفع المالي Financial Leverage .
17	2-2-1- الرفع التشغيلي Operating Leverage .
21	3-2-1- الرفع الكلي Combined Leverage .
23	4-2-1- أثر الرفع على ربحية المؤسسات الجزائرية
24	3-1- مداخل تحديد الهيكل المالي الأمثل.
24	1-3-1- المدخل التقليدي Traditional Approach .
25	1-1-3-1- مدخل صافي الربح: Net income Approach (NI)
27	2-1-3-1- مدخل صافي الربح التشغيلي Net Operating Income Approach
29	3-1-3-1- نتائج المدخل التقليدي
31	2-3-1- مدخل "مودجلياني" و"ميلر" MM .
31	1-2-3-1- الاقتراح الأول لا علاقة لقيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي
34	2-2-3-1- الاقتراح الثاني العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الرفع المالي
38	خلاصة الفصل
39	الفصل الثاني: تحديد الهيكل المالي في ظل نظرية التبادل أو التوازن
40	تمهيد
41	1-2- أثر الوفورات الضريبية
41	1-1-2- الوفورات الضريبية للفوائد
48	2-1-2- الوفورات الضريبية الأخرى من غير الفوائد
52	3-1-2- الوفورات الضريبية المتاحة للمؤسسات الجزائرية
53	2-2- أثر تكلفة الإفلاس (الفشل المالي)
54	1-2-2- مراحل الفشل المالي
56	2-2-2- أسباب الفشل المالي
58	3-2-2- تحديد الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس أو تحديد تكلفة الإفلاس
62	3-2- أثر تكلفة الوكالة
62	1-3-2- مصادر تكلفة الوكالة
63	2-3-2- تكلفة الوكالة للملكية الخارجية
65	3-2- أثر تكلفة الوكالة للديون
66	1-2-3-2- نظرية إحلال أصول أكثر مخاطرة محل أصول أقل مخاطرة
66	2-2-3-2- نظرية استثمار أقل ما يجب
67	3-2-3-2- نظرية إحلال سندات قديمة بأخرى جديدة (بالنسبة للقرارات التمويلية)

72	خلاصة الفصل
73	الفصل الثالث: نظريات الإشارة وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات
74	تمهيد
75	3-1-1 مدخل المعلومات غير المتماثلة <i>Asymmetric Information</i> .
75	3-1-1-1 العلاقة بين الاستثمار والهيكل المالي (أثر الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل)
77	3-1-2-2 نظرية الإشارة أو المعلومات المستقاة من نسب المديونية
79	3-1-3-3 الاتجاه نحو المخاطرة
81	3-1-4-4 الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل والمؤسسات الجزائية
82	3-2-2-2 أثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.
82	3-2-1-1 وجهة نظر "مودجلياني" و"ميلر" في سياسة التوزيعات (نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح).
84	3-2-2-2 نظرية عصفور في اليد
87	3-2-3-3 أثر المعلومات الضريبية
89	3-2-4-4 الاقتراحات الجديدة بشأن طرق التوزيعات.
90	3-2-4-1-1 سياسة التوزيعات وعلاقتها بتكلفة الوكالة
90	3-2-4-2-2 سياسة التوزيعات ونظرية الإشارة
91	3-3-3 معدل العائد على الأصول.
91	3-3-1-3 تعريف معدل العائد على الأصول <i>Return on Assets</i>
94	3-3-2-2 أهمية معدل العائد على الأصول
96	3-3-3-3 العوامل المؤثرة على معدل العائد على الأصول
99	خلاصة الفصل
100	الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات
101	تمهيد
102	4-1-1 المتغيرات التنظيمية
102	4-1-1-1 هيكل الملكية
107	4-1-2-2 التنوع وحجم المؤسسة
107	4-1-2-1-1 التنوع
109	4-2-2-1-2 حجم المؤسسة
112	4-3-1-4 هيكل الأصول
114	4-2-4-2 المتغيرات الإدارية
114	4-2-1-4 الاستراتيجية
114	4-2-1-1-2 تعريف

116	4-2-1-2- البدائل الاستراتيجية
116	4-2-2- الهيكل التنظيمي
116	4-2-2-1- مفهوم الهيكل التنظيمي
118	4-2-2-2- أنواع الهيكل التنظيمي
119	4-2-2-3- التراكيب البنوية للهيكل التنظيمي
121	4-2-3- بيئة المؤسسة
124	خلاصة الفصل
125	الفصل الخامس: تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة
126	تمهيد
127	5-1- مؤسسات مدرجة في البورصة.
127	5-1-1- مجمع صيدال
133	5-1-2- المؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية (NCA) روية
137	5-1-3- مؤسسة التسيير الفندقي "سلسلة الأوراسي"
138	5-2- مؤسسات غير مدرجة في البورصة
138	5-2-1- مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)
140	5-2-2- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب *ALEA PIPE*
147	5-3- عرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة
147	5-3-1- جانب الخصوم
147	5-3-1-1- مجمع صيدال
148	5-3-1-2- المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية
148	5-3-1-3- سلسلة الأوراسي
149	5-3-1-4- مؤسسة الإسمنت ومشتقاته
149	5-3-1-5- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب
150	5-3-2- جانب الأصول
150	5-3-2-1- مجمع صيدال
151	5-3-2-2- المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية
151	5-3-1-3- سلسلة الأوراسي
152	5-3-1-4- مؤسسة الإسمنت ومشتقاته
152	5-3-1-5- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب
153	خلاصة الفصل

154	الفصل السادس:	تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة
155	تمهيد	
156	1-6-	تقدير درجة الرفع الكلي للمؤسسات
156	1-1-6-	الرفع المالي
156	1-1-1-6-	عرض عناصر الهيكل المالي
156	1-1-1-1-6-	الأموال الخاصة
158	2-1-1-1-6-	إجمالي الديون
159	3-1-1-1-6-	نسبة الرفع المالي
161	2-1-1-6-	درجة الرفع المالي
161	1-2-1-1-6-	ربحية السهم
162	2-2-1-1-6-	العائد على حقوق الملكية
164	3-2-1-1-6-	حساب درجة الرفع المالي
165	2-1-6-	الرفع التشغيلي
166	1-2-1-6-	النتيجة الصافية
166	2-2-1-6-	تطور رقم الأعمال
167	3-2-1-6-	درجة الرفع التشغيلي
168	3-1-6-	درجة الرفع الكلي
170	2-6-	تقدير التمويل الداخلي
171	3-6-	معدل العائد على الأصول
171	1-3-6-	حجم الأصول
173	2-3-6-	معدل العائد على الأصول
175		خلاصة الفصل
176		الخاتمة
183		قائمة المراجع
190		الملاحق

فهرس الجداول والأشكال

أولاً: فهرس الجداول :

رقم الصفحة	عنوانه	رقم الجدول
132	تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة 2010-2002	1-5
134	عدد عمال المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية سنة 2012	2-5
135	تطور عدد عمال مؤسسة روية للفترة 2013-2006	3-5
139	تطور عمال مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة 2012-2005	4-5
147	تطور جانب خصوم المجمع الصناعي للفترة 2012-2008	5-5
148	تطور جانب خصوم المؤسسة الجزائرية للمصبرات الغذائية للفترة 2012-2009	6-5
149	تطور جانب خصوم سلسلة الأوراسي للفترة 2011-2008	7-5
149	تطور جانب خصوم مؤسسة الإسمنت ومشتقاته للفترة 2012-2008	8-5
150	تطور جانب خصوم المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب للفترة 2012-2011	9-5
151	تطور جانب أصول المجمع الصناعي صيدال للفترة 2012-2009	10-5
151	تطور جانب أصول المؤسسة الجزائرية للمصبرات الغذائية للفترة 2012-2009	11-5
151	تطور جانب أصول سلسلة الأوراسي للفترة 2012-2011	12-5
152	تطور جانب أصول مؤسسة الإسمنت ومشتقاته للفترة 2012-2009	13-5
152	تطور جانب أصول المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب للفترة 2012-2010	14-5
156	تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2012-2008	1-6
158	تطور ديون المؤسسات للفترة 2012-2008	2-6
160	تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2012-2008	3-6
161	تطور ربحية السهم للفترة 2012-2008	4-6
163	تطور العائد لحقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2012-2008	5-6
164	درجة الرفع المالي للمؤسسات خلال الفترة 2012-2008	6-6
166	تطور نتيجة المؤسسات للفترة 2012-2008	7-6
167	تطور رقم أعمال المؤسسات للفترة 2012-2008	8-6
167	تطور درجة الرفع التشغيلي للمؤسسات للفترة 2012-2008	9-6
169	تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2012-2008	10-6
170	تطور التمويل الداخلي للمؤسسات للفترة 2012-2008	11-6
172	تطور حجم الأصول للمؤسسات خلال الفترة 2012-2008	12-6
173	تطور معدل العائد على الأصول للفترة 2012-2008	13-6

فهرس الجداول والأشكال

ثانيا: فهرس الأشكال :

رقم الصفحة	عنوانه	رقم الشكل
15	منحنيات الرفع المالي لمستويات مختلفة من العائد	1-1
19	تحديد نقطة التعادل بيانيا	2-1
26	العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض	3-1
29	العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض	4-1
30	العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض	5-1
33	العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاقتراض لمدخل M-M (الاقتراح الأول)	6-1
35	تكلفة التمويل والرفع المالي في غياب الضرائب	7-1
44	العلاقة بين قيمة المؤسسة وتكلفة التمويل والرفع المالي في حالة وجود الضرائب	1-2
47	توازن سوق السندات في ظل تحليل ميلر	2-2
56	مراحل الفشل المالي	3-2
59	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود تكاليف الإفلاس	4-2
69	العلاقة بين تكلفة التمويل وبين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	5-2
69	العلاقة بين قيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	6-2
70	تحديد الهيكل التمويلي الأمثل بالموازنة بين التكلفة الحدية والمنفعة الحدية المصاحبة للتمويل بالديون	7-2
81	الفرق بين الاتجاه نحو المخاطرة في ظل كل من النظرية التقليدية ونظرية الموقف	1-3
87	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة	2-3
93	مخطط دي بونت لمعدل العائد على الأصول ROA	3-3
121	التراكيب البنوية الستة مجتمعة	1-4
129	الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال	1-5
132	تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة 2002-2010	2-5
135	تطور عدد عمال مؤسسة روية للفترة 2006-2012	3-5
136	الهيكل التنظيمي لمؤسسة روية	4-5
139	ممتلكات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف	5-5

140	تطور عدد عمال مؤسسة الإسمنت ومشتقاته حسب الصنف للفترة 2005-2005	6-5
142	اندماج شركة أنابيب الغاز مع ألفا تيس	7-5
146	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأنابيب الناقلة للغاز	8-5
157	تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012	1-6
159	تطور ديون المؤسسات للفترة 2008-2012	2-6
161	تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012	3-6
162	تطور ربحية السهم للمؤسسات المسعرة في البورصة للفترة 2008-2012	4-6
164	تطور معدل العائد على حقوق الملكية للفترة 2008-2012	5-6
165	تطور درجة الرفع المالي للفترة 2008-2012	6-6
168	تطور درجة الرفع التشغيلي لفترة 2008-2012	7-6
169	تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسات للفترة 2008-2012	8-6
171	تطور التمويل الداخلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012	9-6
173	تطور أصول المؤسسات للفترة 2008-2012	10-6
174	تطور معدل العائد على الأصول للفترة 2008-2012	11-6

مقدمة

تعتبر مهمة توفير الأموال اللازمة للمؤسسة من المهام الصعبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل، وتزداد هذه المهمة صعوبة بصفة خاصة أمام إدارة المؤسسات الاقتصادية في الدول الأقل تقدماً...

وتعتمد المؤسسات الجزائرية كغيرها من المؤسسات في الدول النامية في الغالب على مصدرين رئيسيين للتمويل هما التمويل الداخلي والتمويل الخارجي. حيث يشمل التمويل الداخلي الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، أما التمويل الخارجي فيشمل الاقتراض القصير والمتوسط والطويل الأجل من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. لكن شهد العقدين الأخيرين إنشاء بورصة الجزائر بالمرسوم 90-101 المؤرخ في 27/03/1990 والمرسوم 90-102 المحدد لأشكال شهادات الأسهم مما سمح بخلق فرص تمويلية واستثمارية جديدة للمؤسسات تمكنها من تحقيق عوائد إضافية تسمح لها بزيادة ثروة الملاك. ومن بين المؤسسات التي كان لها السبق في اقتحام بورصة الجزائر نجد المجمع الصناعي صيدال، الرياض سطيف، سلسلة الأوراسي، ومجمع سوناطراك، ومؤخراً مؤسسة روية، بغية ضمان مركز تنافسي يتيح لها البقاء والاستمرار داخل المحيط الذي تنشط فيه، باعتماد طرق تسيير وسياسات واستراتيجيات حديثة مبتكرة تمكنها من مواكبة المستجدات، وتتيح لها فرصة تحقيق الأهداف المنوطة بها.

غير أنه تبقى الكثير من المؤسسات الجزائرية تعاني اختلالاً في هيكلها المالية ناجم عن عدم رشادة قرارات التمويل مما أثر بشكل مباشر على قيمة هذه المؤسسات ومستقبلها. كما أن مجمل النظريات التي قدمت في هذا المجال وضعت خصيصاً لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات في الدول المتقدمة خاصة الأمريكية منها، أما المؤسسات العربية والجزائرية على وجه الخصوص فهي تختلف في طبيعتها عن المؤسسات في هذه الدول من حيث الهيكل والتنظيم وكذا المجتمعات التي تنتمي إليها.

فأغلب النظريات الأولى أمثال تلك التي جاء بها "مودجلياني وميلر (1958)"، "باكستر (1967)"... الخ كانت تهتم بدراسة الهيكل المالي الأمثل، ووجود العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة من عدمها. لكن ومع نهاية السبعينيات ظهرت نظريات أخرى حديثة منها عدم تماثل المعلومات والالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، "جنسن وميكلنج (1976)" و"روس (1977)"... جعلت من هيكل التمويل لأي مؤسسة نتيجة للسلوك التمويلي لها وليس العكس.

1- طرح الإشكالية:

لذلك سنعمد من خلال هذه الدراسة إلى عرض وتحليل مختلف نظريات السلوك التمويلي التي وضعت لمعالجة مشاكل تمويل المؤسسات في الدول المتقدمة من حيث مفهومها والافتراضات التي قامت عليها ومحاولة وضع تأصيل نظري للسلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية مع إسقاطها في الأخير على بعض المؤسسات الجزائرية لتقييم قراراتها التمويلية.

وبالتالي يمكن طرح الإشكالية الأساسية لهذا الموضوع على النحو التالي كيف يمكن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال تحديد العوامل المحددة للهيكلة المالي للمؤسسات؟ وبغية الإجابة على هذه الإشكالية يمكن تجزئتها إلى الإشكاليات الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة بين السلوك التمويلي للمؤسسات وقيمتها السوقية؟
- ما هي العوامل المحددة للسلوك التمويلي للمؤسسات بإسقاط افتراضات السوق التام؟
- هل تكفي العوامل المالية لوحدها لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية؟
- ما هي العوامل المحددة لهيكل التمويل للمؤسسات الجزائرية؟
- ما قدرة هذه العوامل على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية؟
- هل تأخذ المؤسسات محل الدراسة بعين الاعتبار العوامل المفسرة للسلوك التمويلي عند اختيار هيكلها المالي؟

2- الفرضيات:

- بناء على الإشكاليات السابقة يمكن طرح الفرضيات التالية:
- يوجد تصور نظري للعلاقة بين السلوك التمويلي للمؤسسات وقيمتها السوقية؛
 - تتنوع العوامل المحددة لهيكل التمويل بين عوامل مالية مثل الرفع المالي، الوفر الضريبي، ...
 - توجد عوامل غير مالية مثل التنوع، هيكل الملكية، ... يمكن أن تساهم في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية؛
 - يمكن للعوامل المالية تحديد الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية؛
 - تفسر العوامل المحددة لهيكل التمويل في جزء كبير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية؛
 - لا تراعي المؤسسات محل الدراسة العوامل المفسرة للسلوك التمويلي عند اختيار هيكلها المالي.

3- أهمية الموضوع: تكمن أهمية الموضوع في:

أ- وجود فكرة سائدة لدى الكثيرين بأن وظيفة المدير المالي في المؤسسة تقتصر على توفير الأموال اللازمة فقط ؛

ب- محاولة تحسيس المسيرين بضرورة إعطاء أهمية للدراسات المالية وتطبيق نتائجها في المؤسسات ؛

ج- بقاء إشكالية التمويل والهيكل المالي قائمة رغم كتابات الباحثين العديدة في هذا المجال.

4- مبررات اختيار الموضوع: لم يكن اختيارنا لهذا الموضوع بمحض الصدفة، وإنما نتيجة عدة اعتبارات أهمها:

- أ- تخصص الباحث في المالية ، والميل إلى الاهتمام بموضوعات التسيير المالي والهيكل المالي وقرارات التمويل في المؤسسة ؛
- ب- التحكم في أدوات التسيير المالي للمؤسسات ؛

- ت - حث الباحثين على دراسة العوامل المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية ؛
ث - المساهمة في إثراء المراجع باللغة العربية نظرا للنقص الملاحظ خاصة في الدراسات الميدانية.

5- أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة إلى الوقوف على موضوع السلوك التمويلي من خلال العلاقة بين القرارات التمويلية والاستثمارية وتأثيرها على قيمة المؤسسة ؛
- أيضا، محاولة الربط بين النظريات التي تناولت موضوع الهيكل المالي للمؤسسات وتوضيح انعكاساتها في الواقع العملي على الوضعية المالية للمؤسسة ؛
- كذلك سعي الباحث لتنمية قدراته المعرفية والمنهجية في مجال التسيير المالي.

6- تحديد إطار البحث:

اقتصرت دراستنا على النظريات التي تناولت بالدراسة موضوع السلوك التمويلي باعتبارها من الجوانب المفسرة للاستراتيجية المالية للمؤسسة، حيث تم تناول في البداية النظريات التي اهتمت بأمثلة استخدام مصادر التمويل من خلال المزج بينها لتحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وأيضا النظريات التي حاولت تفسير السلوك التمويلي من خلال التفاعل بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل أو ما يسمى بالالتقاط التدريجي لمصادر التمويل ونظريات الإشارة. إضافة إلى النظريات التي حاولت إدخال متغيرات غير مالية في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات (المتغيرات التنظيمية والإدارية) بإبراز مدى تأثيرها في القرارات التمويلية للمؤسسة.

أما الدراسة الميدانية فقد امتدت لفترة 5 سنوات، من سنة 2008 إلى سنة 2012 وهي الفترة التي توفرت فيها المعطيات عن المؤسسات محل الدراسة والمتمثلة في مجمع صيدال ، المؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية روية، مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الأوراسي، مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف، المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب.

7- المنهج المتبع وأدوات الدراسة:

نظرا لطبيعة الموضوع، وبغية الإحاطة بمختلف جوانبه وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكاليات المطروحة واختبار الفرضيات المعروضة، اختار الباحث المنهج الوصفي في معظم أجزاء البحث بالخصوص الفصل الأول والثاني والثالث والرابع، بالإضافة إلى دراسة حالة من خلال القسم الثاني أي الفصلين الخامس والسادس الذي يمكننا من إسقاط جانب من الأدوات النظرية على واقع بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، متمثلة في المجمع الصناعي صيدال، المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية، سلسلة الأوراسي، المؤسسة الوطنية لصناعة الإسمنت بالشلف، المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب، ومحاولة استنباط الحقائق.

أما الأدوات المستخدمة فهي تتمثل في:

- المسح المكتبي والغرض منه الوقوف على ما تناولته المراجع والمصادر المختلفة حول الموضوع وكذا الدراسات السابقة وبعض المقالات في مجالات علمية متخصصة؛
- الاعتماد على التقنيات الكمية المتعلقة بالتسيير المالي ؛
- اعتماد الجداول والأشكال الإحصائية لتوضيح البيانات وتفسيرها؛
- توظيف أداة الملاحظة والاستنباط لدى الباحث.

8- صعوبات الدراسة: واجه الباحث خلال مراحل إعداد هذه الدراسة جملة من الصعوبات أهمها/

- قلة المراجع التي تناولت بالدراسة المتغيرات الإدارية والتنظيمية وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية؛
- صعوبة الحصول على البيانات والمعلومات من المؤسسات محل الدراسة التطبيقية مما دفع في كثير من الأحيان إلى استخدام العلاقات الشخصية للحصول عليها؛
- ضعف كفاءة السوق المالية الجزائرية ومحدودية المؤسسات المدرجة فيها، الأمر الذي يؤثر في كثير من الأحيان على البيانات المحصل عليها؛
- عدم شفافية القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة مما أثر سلبا في كثير من الأحيان على التحليل.

9- الدراسات السابقة:

أولا- دراسات عربية:

أ- دراسة مخامرة 1992: بعنوان أثر التحول من السوق الموازي إلى السوق النظامي على الرفع المالي ومحدداته في الشركات المساهمة العامة الأردنية حيث تناولت موضوع الرفع المالي ومحدداته (الحجم، الرفع التشغيلي والربحية) وتوصلت إلى وجود علاقة سالبة بين كل من الربحية والرفع التشغيلي والرفع المالي وعلاقة موجبة بين الرفع المالي وحجم المؤسسة.

ب- دراسة ديرانية 1993: بعنوان محددات الهيكل المالي في الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، حيث تناولت أثر كلا من الربحية، الرفع التشغيلي، الحجم، النمو، التذبذب بالدخل، والإعفاءات والوفورات الضريبية على الهيكل المالي مقاسا بالرفع المالي وقد توصلت إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الربحية والرفع المالي، وعلاقة سالبة غير هامة بين الإعفاءات والوفورات الضريبية والرفع المالي.

ج- دراسة بوث وآخرون 2001: بعنوان هيكل رأس المال في الدول النامية تناولت العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة، حيث توصلت إلى أن العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال بالدول النامية هي العوامل نفسها المؤثرة في هيكل رأس المال في الدول المتقدمة وأن هناك علاقة سالبة بين كل من الرفع المالي والربحية والحجم.

د- دراسة جميل جابر علاونة 2004: بعنوان بناء وهيكلة رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية. توصلت إلى النتائج التالية، تعتمد الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية على الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل ثم أموال الملكية ثم الاقتراض، كما أن اهتمام شركات العينة في استخدام التمويل من أجل الحصول على مزيج استثماري يؤدي إلى الحصول على أكبر إيراد وأقل تكاليف. واتباع الشركات لسياسة توزيع الأرباح متغيرة حسب تغيرات الظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة بالشركة.

ه- دراسة خالد عبد العال وغسان أومت 2006: بعنوان هيكلية الملكية وتغير التشريعات القانونية والهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق رأس المال، الأردني، توصلت إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة لهيكلة الملكية للشركات على هيكل رأس المال، وبالمثل فإن التخفيض في معدل الضريبة المفروض على الشركات لم يؤدي إلى تخفيض مهم في اعتماد الشركات على الاقتراض.

و- دراسة حسام الدين نزار الملكاوي 2007: بعنوان محددات سياسة توزيع أرباح الشركات في الأردن: تطبيق لنموذج توبت، توصلت إلى أن عوامل مثل نسبة ملكية الإدارة ووجود الحكومة في هيكل الملكية للشركة وكذا حجم وعمر وربحية الشركة تلعب دورا مهما في تحديد سياسة توزيع أرباح الشركات الأردنية، وخلصت إلى دعم نظرية الوكالة والاتساق عموما مع نظرية أولويات التمويل، بينما لم تدعم النتائج وجود محتوى معلوماتي في توزيع الأرباح.

ز- دراسة حسين محمود سليم ملكاوي 2009: بعنوان تحليل محددات هيكل رأس المال دراسة تطبيقية، تناولت تحليل محددات هيكل رأس المال (حجم الشركة، معدل النمو، ربحية الشركة، هيكل الأصول) وأثرها على الرفع المالي. حيث توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من حجم الشركة ومعدل النمو والرفع المالي، وعلاقة سلبية بين ربحية الشركة والرفع المالي.

ثانيا: دراسات جزئية:

أ- دراسة عبد المجيد تيماي 2004: بعنوان معايير اختيار مصادر التمويل في المؤسسة دراسة حالة الجمع الصناعي صيدال عاجلت إشكالية كيف تبحث المؤسسات عن مصادر التمويل لتلبية احتياجاتها من الأموال؟ وما هي المعايير التي تبعتها للمفاضلة بينها؟ اعتمد الباحث المنهج الوصفي في الجانب النظري لتوصيف المتغيرات ودراسة حالة في الجانب التطبيقي مستخدما التقنيات الكمية المتعلقة بالتسيير المالي في التحليل. وقد توصل الباحث إلى جملة من النتائج أهمها تتم المفاضلة بين مصادر التمويل وفق معايير تتمثل في تكلفة التمويل، أثر الرفع وأثر الضريبة على أرباح المؤسسات حيث يتحقق الهيكل المالي الأمثل عند تساوي الوفورات الضريبية مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

ب- دراسة دادن عبد الغني 2006: بعنوان قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، بهدف تحليل المؤشرات الاقتصادية والمالية للأداء المالي باعتبارها متغيرات مستقلة مفسرة للقيمة كمتغير تابع. وقد استخدم

الباحث المنهج الوصفي لتوصيف متغيرات الدراسة، وأدوات التسيير المالي للربك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها وجود ديناميكية بين الأداء المالي والقيمة ، وأن للهيكل المالي تأثير مزدوج على قيمة المؤسسة.

ت- دادن عبد الوهاب 2006: مقالة بعنوان تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية بهدف دراسة إشكالية كيف يمكن للمؤسسة أن تحصل على هيكل مالي أمثل؟ وقد توصل الباحث إلى جملة من النتائج أهمها أن الهيكل المالي نتيجة لعدة تسويات معقدة لذلك توجد العديد من العوامل المحددة لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي هي محاولة الاحتفاظ بمرونة عالية، الخصائص الاقتصادية للقطاع، اتجاه المساهمين نحو المخاطرة التحسب لوجود فرص أو قيود، أهداف واستراتيجية المؤسسة.

ث- دراسة عدوي هاجر 2011: بعنوان محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء. عالجت فيها إشكالية ما هي العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية؟ وقد اعتمدت المنهج الوصفي في الجانب النظري واعتماد البرامج الإحصائية SPSS في الجانب التطبيقي لتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي كمتغير تابع وبين حجم المؤسسة وعلاقة عكسية بين معدل المردودية والهيكل المالي.

ج- بوربيعة غنية 2012: بعنوان محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز. عالجت فيها إشكالية كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة؟ وقد استخدمت المنهج الوصفي في الجانب النظري بالإضافة إلى دراسة حالة في الجانب التطبيقي وأدوات التحليل المالي. وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها أن لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاقتراض بنسبة عالية في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة إلى فشل المؤسسة ووجود خلل في هيكلها المالي، وأيضا تزداد قيمة المؤسسة بزيادة طاقة الاستدانة والقدرة على الاستفادة من الرفع المالي للمؤسسة للاستفادة من المزايا الضريبية للمصاريف المالية.

ح- دراسة أنفال حدة خبيزة 2012: بعنوان تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب CMS بسكرة. علجت من خلالها إشكالية ما طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة الصناعية؟ وقد استخدمت المنهج الوصفي لتوصيف متغيرات الدراسة في الجانب النظري والتاريخي ودراسة حالة في الجانب التطبيقي. وقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها. في عالم تتقدم فيه المنافسة، أصبح نجاح المؤسسات الصناعية واستمرارها يتوقف على قدرتها على اختيار الاستراتيجية المناسبة، وأيضا هناك مجموعة من الأطراف تتدخل في القرارات المالية والاستراتيجية منها الأطراف الداخلية

(المساهمين، المسيرين، مجلس الإدارة) والخارجية (البنوك، الشركات المنافسة، عناصر المحيط المتغيرة).

موقع الدراسة من الدراسات السابقة:

تعتبر هذه الدراسة مكملة لسلسلة الدراسات السابقة ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة. وما يميزها عن الدراسات السابقة، أن هذه الأخيرة جعلها تناولت بالبحث أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات معتمدة على العوامل المالية فقط المؤثرة في تحديد الهيكل المالي الأمثل، وبعضها أخذ متغير هيكل الملكية وعلاقته بالهيكل المالي للمؤسسات. حيث انطلقت من فرضية وجود هيكل مالي أمثل يمكن الوصول إليه تسعى المؤسسات لتحقيقه. لكن هذه الدراسة حاولت تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية بإبراز العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات سواء المالية منها وغير المالية، وتبيان العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الجزائرية بإسقاط الجانب النظري على عينة من المؤسسات الجزائرية.

9- هيكل البحث: لمعالجة الموضوع، قمنا في الأخير بتقسيم هذا الرسالة إلى ستة فصول حيث تناول الفصل الأول علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب، من خلال أثر الرفع المالي والتشغيلي على قيمة المؤسسة ثم المداخل التي تناولت قضية الهيكل المالي الأمثل في ظل عالم لا تسوده الضرائب (ظروف السوق التام).

أما الفصل الثاني، المعنون تحديد الهيكل المالي في ظل نظرية التبادل أو التوازن، تم من خلاله دراسة نظريات الهيكل المالي بإسقاط فرض عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات حيث ينتج عنها وفر ضريبي وكذا تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة بالاعتماد على القروض في الهيكل المالي، لذلك تم البحث في كيفية الموازنة بينها لاختيار الهيكل المالي الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

في الفصل الثالث تم تناول نظريات الإشارة وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات، من خلال أثر محتوى المعلومات المتاحة في قرارات التمويل، وكذا الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل ومعدل العائد على الأصول. وأفردنا الفصل الرابع لدراسة أثر المتغيرات غير المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات، حيث أشارت إلى أن متغيرات الإدارة المالية وحدها لا تكفي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، بل لابد من الأخذ بعين الاعتبار متغيرات تنظيمية وإدارية مثل هيكل الملكية، والسيطرة والهيكل التنظيمي والاستراتيجية...

أما في الفصلين الخامس والسادس فقد درسنا الجانب التطبيقي. حيث تناول الفصل الخامس تحليل الهيكل المالي للمؤسسات التي تم اختيارها لإسقاط أهم نتائج الجانب النظري عليها. وفي الفصل السادس تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة من خلال تقدير الرفع المالي والتشغيلي للمؤسسات وتحليله وكذا تقدير التمويل الذاتي للمؤسسات وأخيرا معدل العائد على الأصول.

وأخيرا خاتمة قدمنا فيها ملخصا عاما للموضوع وأهم النتائج المتوصل إليها، فضلا عن بعض التوصيات المقترحة.

الفصل الأول

علاقة السلوك التمويلي بقيمة
المؤسسة في ظل افتراض عدم
وجود الضرائب

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

تمهيد:

تتم المؤسسات بتكوين المزيج من مصادر التمويل الذي يتماشى مع أهدافها معتمدة في ذلك على أموال الملكية والاقتراض اللذان تختلف تكلفتهم والمخاطر المترتبة عنهما، حيث يعتبر الاقتراض أقل تكلفة وأقل خطراً من أموال الملكية، لذلك نجد أغلب المؤسسات تلجأ إلى استخدام قدر معين من الاقتراض يسمح لها بتخفيض تكلفة التمويل الكلية، مما يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع على حقوق الملكية.

وسنحاول في هذا الفصل دراسة أهم مختلف مصادر تمويل المؤسسات وكيفية تقدير تكلفتها، ثم مناقشة الدور الذي يلعبه الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، حيث نتطرق في البداية إلى أثر الرفع على ربحية السهم الناتج عن عملية الاقتراض، ثم نعالج المداخل والآراء التي ناقشت قضية الهيكل المالي واختلافاتها حول أثر هذا الهيكل على قيمة المؤسسة في ظل افتراضات السوق التام.

1-1- مفهوم السلوك التمويلي للمؤسسات.

1-2- أثر الرفع على ربحية السهم.

1-3- مداخل تحديد الهيكل المالي الأمثل.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

1-1- مفهوم السلوك التمويلي للمؤسسات: تحتاج المؤسسات إلى الأموال لتمويل استثماراتها سواء في بداية نشاطها أو لتمويل عمليات النمو والتوسع. وتتحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية من مصادر معينة يمكن إجمالها في الأسهم والسندات والقروض البنكية. لكن لا تحصل على هذه الأموال مجاناً، بل لابد من دفع عوائد لأصحابها تمثل تكلفتها.

ومن ثم كان اهتمام أغلب النظريات الأولى في التمويل أمثال تلك التي جاء بها "مودجلياني وميلر(1958)"، "باكستر(1967)"... الخ بدراسة الهيكل المالي الأمثل، ووجود العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة من عدمها. وذلك من خلال الموازنة بين مصادر تمويل المؤسسات المتمثلة أساساً في أموال الملكية والقروض بهدف تخفيض تكلفة التمويل أدنى ما يمكن وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة أقصى ما يمكن. حيث انطلقت هذه النظريات من افتراض مؤداه إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تسعى المؤسسات للوصول إليه.

وقد اختلفت آراء هذه النظريات بين من يقر بوجود هيكل مالي أمثل تسعى المؤسسات لتحقيقه مثل مدخل صافي الربح معتمداً على جملة من الفروض والبراهين¹. وبين من ينفي وجود هذا الهيكل وبالتالي لا توجد علاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة وهو ما جاء به صافي الربح التشغيلي².

لكن ومع نهاية السبعينيات ظهرت نظريات أخرى حديثة منها عدم تماثل المعلومات والالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، "جنسن وميكلنج(1976)" و"روس(1977)"... جعلت من هيكل التمويل لأي مؤسسة نتيجة للسلوك التمويلي لها وليس العكس. الأمر الذي أدى إلى استخدام مصطلح "السلوك التمويلي" فهو أكثر تعبيراً عن هذه النظريات بدلاً من التعبيرات الأخرى قرارات التمويل أو الهيكل المالي الأمثل مثلاً... الخ.

لذلك كان لزاماً علينا البحث في العوامل المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسات بمحاولة الإحاطة بمجمل النظريات التي تناولت هذا الموضوع من خلال جوانب هذه الدراسة بالأخص المؤسسات الجزائرية. لكن قبل ذلك لا بأس أن نعرض بإيجاز مختلف مصادر التمويل وكيفية تقدير تكلفتها كونها المتغير الحاسم والأساسي الذي يحكم اختيار مصدر التمويل المناسب.

1-1-1- مصادر التمويل: يمكن التمييز بين نوعين من مصادر التمويل هما الأسهم والسندات يمكن للمؤسسة من خلالها تلبية احتياجاتها من الأموال.

1-1-1-1- الأسهم: وهي نوعان. الأسهم العادية، حيث يمثل السهم العادي مستند ملكية قابل للتداول، يعطي لحامله حق أخذ حصة من النتائج، جزء من أموال التصفية وإمكانية المشاركة في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة³. ويأخذ السهم العادي قيم مختلفة قيمة اسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم والمنصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة، قيمة دفترية عبارة عن قيمة السهم حسب السجلات المحاسبية

¹ - راجع البحث، ص 27.

² - راجع البحث، ص 29.

³ - J. Teulié & P. Topsacalian , Finance , Carlo Descamps , France , 1994 , P.203.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

للمؤسسة أي القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطيات والأرباح المحتجزة. وقيمة سوقية تتمثل في السعر الذي يباع به السهم في أسواق رأس المال. وقد تكون هذه القيمة أقل أو أكبر من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية. تعتبر الأسهم العادية مصدرا جيدا للتمويل، كون هذا الإصدار يؤدي إلى استقلالية المؤسسة وزيادة قدرة الائتمانية، مما ييسر عليها الحصول على قروض في المستقبل بتكلفة أقل. والأسهم الممتازة. حيث يمثل السهم الممتاز: "مستند ملكية (وإن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة. تتميز الأسهم الممتازة كورقة مالية عن باقي الأوراق المالية الأخرى في أنها تقع بين الأسهم العادية والسندات، فيترتب عليها التزام المؤسسة بدفع عائد ثابت لحملتها يتحدد بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم أو في شكل مبلغ محدد ثابت في عقد الإصدار.

ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بجملة من الحقوق تتمثل في الأولوية في نصيبهم من الأرباح وأموال التصفية قبل حملة الأسهم العادية لكنه لا يحق لحملتها مطالبة المؤسسة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الجمعية العامة توزيعها. أيضا تصدر معظم الأسهم الممتازة بحيث تكون متراكمة الأرباح، فإذا لم تحقق المؤسسة أرباحا في سنة مالية ما لا يحق لها إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة. كذلك ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين.

1-1-1-2- السندات: تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل. ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقرضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر)، وأيضا تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند. ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها: المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها لهم سواء حققت أرباحا أم لم تحققها وتحسب الفائدة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضا الأولوية في نصيبهم من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية. غير أنه لا يحق لحامل السند التصويت في الجمعية العامة للمساهمين¹.

وهناك من يصنف كل الأنواع السالفة الذكر ضمن نوع واحد وهو مصادر التمويل الخارجية، ويضيف نوعا آخر تحت اسم مصادر التمويل الداخلية أو مصادر التمويل الذاتية². يتمثل في الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك التي تخصصها المؤسسة لإعادة تمويل الاستثمارات³. فالأرباح المحتجزة تتمثل في تلك الأرباح التي قررت

¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص.227.

² - أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 1994، ص.42.

³ - WWW.Delta.ens.fr/hautcoeur, 12/02/2004.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

المؤسسة عدم توزيعها على المساهمين وإنما حجزها لإعادة التمويل. أما أفساط الاهتلاك فتمثل في مخصصات الاهتلاك التي يتم تجميعها لإعادة تمويل شراء الاستثمارات المهتلكة.

1-1-1-3- التطورات الحديثة في مجال مصادر التمويل: وفي ظل تزايد الاحتياجات المالية للمؤسسة أدى بها إلى استحداث أنواعا أخرى من الأوراق المالية وآليات جديدة لمقابلة هذه الزيادة في التمويل.

1-1-1-3-1- الاستحداثات الجديدة في شأن الأسهم: يمكن للمؤسسة تلبية احتياجاتها المالية بإصدار أوراقا مالية شبيهة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة تتمثل في الأسهم ذات الأولوية في التوزيعات ودون حق التصويت حيث يعطى لحاملها الأولوية في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المؤسسة توزيعها حتى قبل حملة الأسهم الممتازة، بالإضافة إلى شهادات الاستثمار التي تصدر في قسمين: الأول، عبارة عن شهادات استثمار تكون قيمتها مساوية لقيمة السهم وتعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد مالي محدد على قسيمة هذه الشهادات والقسم الثاني عبارة عن شهادات تعطي لحاملها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين. كذلك سندات المشاركة التي تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد متكون من جزئين، الأول ثابت متمثل في الفوائد السنوية على قيمة السند والثاني، متغير متمثل في جزء من الأرباح السنوية التي تحققها المؤسسة. والأسهم العادية المضمونة التي يحق لحاملها الرجوع إلى المؤسسة لاسترجاع قيمتها إذا ما انخفضت عن قيمة معينة خلال مدة زمنية محددة.

1-1-1-3-2- الاستحداثات الجديدة في شأن السندات: بالإضافة إلى النوع التقليدي من السندات ظهرت أنواعا أخرى تمثلت في السندات القابلة للتحويل التي تعطي لحاملها إمكانية طلب تحويلها إلى سهم أو أكثر عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم. السندات صفيرية الكوبون والتي لا تدفع لحاملها فوائد وإنما يتبع بخصم من قيمتها الاسمية على أن يسترد المستثمر قيمتها الاسمية بالكامل عند تاريخ الاستحقاق. كذلك سندات الدخل التي لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا. بالإضافة إلى السندات ذات معدل الفائدة المتغير والسندات المضمونة برهن الأصول.

كما أن المؤسسات قد تصدر عقود الاختيار التي تعتبر نشاط مالي يعطي لحاملها الحق في شراء أصل ما (قد يكون أوراق مالية) بسعر محدد مسبقا يدعى سعر التنفيذ ؛ في تاريخ محدد يدعى تاريخ التنفيذ مقابل دفع مبلغ معين غير قابل للرد كمكافأة للتعويض ، لكن هذا الحق غير إجباري يمنح لحامله الحرية في اختيار التنفيذ من عدمه¹.

1-1-1-3-3- التعديلات على رأس المال: تضطر المؤسسة خلال مزاولتها لنشاطها إلى إجراء بعض التعديلات على رأسمالها لزيادته أو تخفيضه حسب الظروف التي تتعرض لها المؤسسة والتي تفرض عليها زيادة رأسمالها إذا ما احتاجت لذلك في نموها أو تخفيضه إذا كان حجم المؤسسة أكبر من حجم نشاطها.

¹- A. Dayan , Manuel de gestion , Volume 2 , Ellipses/Anf , Paris, 1999 , P.234.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

1-1-1-3-1-1-1 زيادة رأس المال بمساهمات نقدية أو عينية: تتم زيادة رأس المال زيادة نقدية أو عينية مقابل إصدار أسهم عادية جديدة ، هذه الأسهم يتم إصدارها بقيمتها الاسمية أو قيمتها الاسمية بالإضافة إلى علاوة الإصدار¹.

1-1-1-3-2-1-1 زيادة رأس المال بضم الاحتياطيات أو الأرباح قيد التخصيص: في حالة ما إذا احتاجت المؤسسة إلى زيادة رأس مالها ولم تستطيع تأمين هذه الزيادة بمساهمات نقدية أو عينية ، فإنها تستطيع تحقيق هذه الزيادة بضم الاحتياطيات المكونة سابقا أو ضم الأرباح قيد التخصيص. هذه الزيادة يمكن تحقيقها سواء برفع القيمة الاسمية للسهم أو بتوزيع أسهما مجانا على المساهمين أو باستخدام الطريقتين معا.

1-1-1-3-3-1-1 تخفيض واهتلاك رأس المال: تقوم المؤسسة بتخفيض رأس مالها أو اهتلاكه عندما لا يكون هناك مبرر لحجم المؤسسة، حيث يتم التخفيض في رأس المال بتخفيض حصص المساهمين للوصول برأس المال إلى مستوى أقل مما كان عليه سابقا. وتتمثل أهم أسباب التخفيض في تخفيض رأس المال بسبب الخسائر أو التوزيعات على المساهمين أو شراء المؤسسة لأسهمها .

أما اهتلاك رأس المال فيتمثل في التسديدات عن طريق الاقتطاعات من الأرباح والاحتياطيات المتاحة دون المساس برأس المال. فهو لا يمس بالضمانات الممنوحة للمقرضين على عكس التخفيض في رأس المال.

1-1-2-1-1 تقدير تكلفة التمويل: تعرف تكلفة التمويل بأنها الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من الافتراض أو من كليهما معا، بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو تؤدي إلى زيادة سعره في سوق الأوراق المالية. ويتطلب تحديد تكلفة التمويل الكلية تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي تحصل منها المؤسسة على الأموال، باعتبار أنها المكونات الأساسية لتكلفة التمويل. كما أن تقدير تكلفة كل مصدر تتطلب بالضرورة تحديد العائد الذي يرضى به المستثمر لتوفير الأموال للمؤسسة.

1-1-2-1-1 العائد والمخاطرة: يتمثل العائد على الأوراق المالية في قبض الدخل في شكل توزيعات و/أو فائض قيمة مثبت في شكل ربح على رأس المال تجلبه الورقة للمستثمر². ويمكن التمييز بين نوعين من العائد، العائد التاريخي الذي يمكننا من معرفة العائد على الورقة المالية بين لحظتين زمنيتين. والعائد المتوقع غير المؤكد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه نتيجة استثماره.

أما المخاطرة فتعرف بأنها: درجة تقلب العائد الحقيقي للأصل عن العائد المتوقع. وتعد المخاطرة من بين العناصر التي تؤخذ دوما - بوصفها متغيرا مهما وحاسما- عند اتخاذ القرارات المالية ، وتأتي المخاطرة عن طريق عدم التأكد من النتائج بسبب عدم ثبوتها وتقلبها مع مرور الزمن أو بسبب تعدد احتمالاتها.

¹ - J. Meyer , Economie d'entreprise , 2^{ème} édit , Dunod , Paris, 1985 , P.272.

² - J. Teulié & P. Topsacalian , OP. Cit. , P.42.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

ويمكن حصر المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في مجموعتين ، المخاطر العامة (المنتظمة) وهي تلك المخاطر التي تصيب أسعار كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المؤسسة التي تصدرها. فهي ترتبط بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ولا يستطيع المستثمر تجنبها. والمخاطر الخاصة (غير المنتظمة) هي ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يعزى لظروف المؤسسة أو الصناعة التي تنتمي إليها. ويمكن الحصول عليها بطرح المخاطر المنتظمة من المخاطر الكلية. ويتميز هذا النوع بأنه يمكن للمستثمر تخفيضها أو حتى تجنبها من خلال تنويع محفظة أوراقه المالية.

إن كلا من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة يمكن إرجاعها إلى جملة من المصادر الناجمة عنها أهمها: مخاطر الأعمال التي ترتبط بالاستثمار ، مخاطر السوق ، مخاطر التضخم ، مخاطر معدل الفائدة ومخاطر عدم السداد.

في الحقيقة أن المستثمر يعوض فقط عن المخاطر المنتظمة لأنه لا يمكن تجنبها. وعادة ما يستخدم معامل "بيتا" (β) كمقياس لهذا النوع من المخاطر والذي يقاس بالتباين المشترك بين عائد السهم وعائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق.

نجد أنه من الصعب تقدير العائد دون معرفة مقدار المخاطرة للورقة المالية فمثلا الفوائد التي يدفعها المقترض للمقرض هي في حقيقة الأمر مقابل أو تعويض لهذا الأخير عن تخليه عن جزء من رأس ماله لفترة من الزمن. وبالتالي هناك علاقة وطيدة بين العائد والمخاطرة ، فكلما زادت المخاطر يطلب المساهم أو المستثمر عائدا أعلى والعكس. لذلك فالمستثمر يعمل دائما على تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل مستوى مخاطرة معين، أو أقل مخاطرة في ظل مستوى معين من العائد.

1-1-2-2-1- التكلفة النوعية لمصادر التمويل: إن اختلاف المصادر التي تحصل منها المؤسسة على احتياجاتها من الأموال أدى إلى اختلاف تكلفة التمويل من هذه المصادر واختلاف النماذج التي تعتمد عليها في تقدير تكلفة كل نوع ويتطلب تحديد تكلفة كل مصدر معرفة مقدار العائد والمخاطر المترتبة عن كل مصدر.

1-1-2-2-1- تكلفة الاقتراض: تعرف بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير... ويمكن القول أن تكلفة الاقتراض هي معدل الخصم (معدل العائد الداخلي) الذي يتساوى عنده صافي متحصلات المؤسسة من عملية الاقتراض مع القيمة الحالية للأموال التي تدفعها المؤسسة للمقرضين، وتوضح ذلك العلاقة التالية:

$$E_0 = \sum_{i=1}^n \frac{F}{(1+k_d)^i} + \frac{I_0}{(1+k_d)^n} \dots \dots \dots (1-1)$$

حيث: E_0 : تمثل صافي متحصلات الأموال المقترضة وتساوي قيمة القرض أو السند مطروحا منها مصروفات التعاقد أو الإصدار ؛

F : تمثل التدفقات النقدية الدورية الخارجة والمتمثلة في الفوائد السنوية ؛

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

I_0 : قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق ؛

kd : معدل الخصم (تكلفة الاقتراض) ؛

n : مدة حياة القرض.

ويمكن القول أن تكلفة الاقتراض ما هي إلا معدل الفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرضين، والذي يجب تعديله باستبعاد الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة. لأن الفائدة على القروض تعتبر من التكاليف التي يتم خصمها عند حساب الضريبة على الأرباح¹. وبالتالي فإن:

$$kd' = kd \times (1 - T) \dots\dots\dots (1 - 2)$$

حيث: kd' : تمثل تكلفة الاقتراض بعد الضريبة ؛

T : تمثل معدل الضريبة المفروض على أرباح المؤسسة.

1-1-2-2-2-1-1 - تكلفة أموال الملكية: أن أموال الملكية تتمثل في الأسهم الممتازة والأسهم العادية بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة، ويمكن تحديد تكلفة كل منها كما يلي:

1-1-2-2-2-1-1 - تكلفة الأسهم الممتازة: يمكن التعبير عنها بمعدل العائد على الاستثمار في الأسهم الممتازة، وذلك بفرض أنه لا توجد أية مصروفات أخرى للحصول على هذا التمويل². ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:

$$k_p = \frac{D_p}{P_m} \dots\dots\dots (1 - 3)$$

حيث: k_p : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة(العائد) ؛

D_p : التوزيعات على الأسهم الممتازة ؛

P_m : السعر السوقي للأسهم الممتازة.

لكن في الواقع، تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أكبر من العائد الذي يتحصل عليه حملتها، لأنه عادة ما تترتب مصروفات عن عملية الإصدار تخفض من قيمة متحصلات المؤسسة من عملية بيع الأسهم الممتازة. ويمكن توضيحها بالعلاقة التالية:

$$k_p' = \frac{D_p}{(P_m - f)} \dots\dots\dots (1 - 4)$$

حيث: k_p' : تكلفة الأسهم الممتازة ؛

f : حصة السهم الممتاز من مصروفات الإصدار.

¹ - www.clubnada.jeeran.com , 18/04/2004.

² - مدحت إبراهيم الطراونة، "قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد-17، جامعة قسنطينة، الجزائر، جوان 2002.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

1-1-2-2-2-2-2-1-1 - تكلفة الأسهم العادية: تعددت المفاهيم في تحديد النموذج الذي يتم بموجبه تقدير تكلفة الأسهم العادية. ويمكن اتباع أحد النموذجين التاليين لتحديد تكلفة الأسهم العادية وهما:

- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model C.A.P.M ؛

- نموذج التدفقات النقدية المخصومة Disconted Cash Flow D.C.F .

1-1-2-2-2-2-2-1-1 - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية: يظهر هذا النموذج العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة السوقية للأسهم. حيث يحدد الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي أن يحققه السهم العادي لكي يعوض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها (المخاطر المنتظمة) والتي تقاس بمعامل بيتا (β). ويمكن أن يعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$R = R_F + \beta \times (R_M - R_F) \dots\dots\dots (1 - 5)$$

حيث: R : تمثل العائد المتوقع على السهم العادي (تكلفة التمويل بالأسهم العادية)؛

R_F : تمثل معدل العائد الخالي من الخطر (معدل الفائدة على السندات الحكومية) ؛

β : تمثل معامل بيتا الذي يقيس المخاطرة السوقية للسهم ؛

R_M : العائد المتوقع على كافة الأسهم المدرجة في السوق.

وبموجب هذا النموذج فإن معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية عبارة عن معدل العائد الخالي من الخطر بالإضافة إلى بدل المخاطرة. حيث يختلف بدل المخاطرة من ورقة مالية لأخرى بسبب عوامل السيولة، فترة الاستحقاق ، مخاطر عدم السداد ، مخاطر تقلبات العائد والقابلية للتسويق ... إلخ.

1-1-2-2-2-2-2-1-1 - نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF): يهدف استخدام نموذج التدفقات

النقدية المخصومة إلى تقدير القيمة السوقية للسهم ، التي تعد الأساس في تقدير كل من العائد المتوقع من وجهة نظر الملاك ، وتكلفة الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة¹. ويمكن إيجاد قيمة السهم بحساب القيم الحالية للتوزيعات النقدية المتوقعة وغير المحدودة وفق نموذج القيم الحالية للتوزيعات المستقبلية. وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{+\infty} \frac{Dt}{(1 + k_e)^t} \dots\dots\dots (1 - 6)$$

حيث: P_0 : تمثل القيمة السوقية للسهم ؛

Dt : تمثل التوزيعات في نهاية الفترة t ؛

k_e : تمثل معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم.

¹ - أجن برغام، الإدارة المالية(1) مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، ترجمة محمد فتوح وآخرون، ط1، شعاع للنشر والعلوم، حلب ، سورية، 2010، ص ص451-458.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

تعتمد العلاقة السابقة على فرض مفاده أن التوزيعات لا تتغير من سنة لأخرى ، أما في حالة نمو التوزيعات من سنة لأخرى بمعدل ثابت g ، فيقدر القيمة السوقية للسهم بالعلاقة التالية¹:

$$P_0 = \frac{D \times (1 + g)}{(1 + k_e)} + \frac{D \times (1 + g)^2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{D \times (1 + g)^\infty}{(1 + k_e)^\infty} \dots \dots \dots (1 - 7)$$

حيث: D : تمثل التوزيعات الفعلية للعام الحالي ؛

g : تمثل معدل نمو التوزيعات.

وبإجراء بعض التعديلات على العلاقة السابقة نجد:

$$P_0 = \frac{D}{k_e - g} \dots \dots \dots (8) \Rightarrow k_e = \frac{D}{P_0} + g$$

وبما أنه غالبا ما يصحب عملية إصدار أسهم جديدة تكلفة إصدار ، فإنه لا بد من خصم هذه التكاليف من سعر السهم حتى يمكن الحصول على التكلفة الحقيقية للأسهم. وتبين ذلك العلاقة التالية:

$$k_e = \frac{D}{P_0 \times (1 - f)} + g \dots \dots \dots (1 - 9)$$

حيث: f : تمثل تكلفة إصدار السهم العادي الجديد.

1-1-2-2-3- تكلفة الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك: تعتبر كل من الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك من أموال الملكية التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها. ويترتب عنها تكلفة شأنها في ذلك شأن المصادر الأخرى. حيث يمكن الاعتماد أيضا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو نموذج التدفقات النقدية المخصومة لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة باختلاف بسيط عن الأسهم العادية يتمثل في كون احتجاز هذه الأرباح لا يترتب عليه أي مصروفات تتحملها المؤسسة، لذلك فهي تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون. أما أقساط الاهتلاك فتتمثل في جزء من الإيرادات يشترك فيه الملاك والمقرضون لذلك ينبغي أن تقدر لأقساط الاهتلاك تكلفة تتمثل في المتوسط المرجح بالأوزان لتكلفة مصادر التمويل. وبالتالي لا داعي لحسابها لأن المتوسط المرجح يعكس تكلفتها.

1-1-2-3- متوسط تكلفة التمويل المرجح بالأوزان: تتوقف التكلفة الكلية للأموال على تشكيلة الهيكل المالي في المؤسسة، وعلى تكلفة كل عنصر من عناصره وبالتالي لتقدير تكلفة التمويل يتم ترجيح تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل بإعطائه وزنا وهو نسبته إلى مجموع الأموال المتحصل عليها. ويعطى بالعلاقة التالية:

$$k = \sum_{i=1}^n (W_i \times k_i) \dots \dots \dots (1 - 10)$$

1 - أيجين برغام ، مرجع سبق ذكره، ص ص451-458..

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

حيث: k : تمثل تكلفة التمويل الكلية ؛

W_i : تمثل وزن مصدر التمويل في الهيكل المالي ؛

k_i : تمثل تكلفة مصدر التمويل في الهيكل المالي ؛

n : عدد مصادر التمويل المستخدمة في الهيكل المالي.

ويتم استخدام الأوزان الفعلية أو التاريخية أو القيمة السوقية لمصادر التمويل أو استخدام الأوزان المستهدفة أو الأوزان الحدية في تحديد متوسط تكلفة التمويل.

1-2- أثر الرفع على ربحية السهم.

تعني كلمة رافعة في علم الطبيعة أو الفيزياء استخدام أداة صغيرة لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، أما في علم الإدارة المالية فيقصد بالرفع استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع. لذلك تعتمد المؤسسة في كثير من الأحيان على مصادر التمويل وعناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة كونها تؤثر على ربحية السهم، هذا التأثير يسمى بأثر الرفع الذي يتكون من جزأين، الرفع المالي الناتج عن اعتماد المؤسسة في تمويلها على الاقتراض ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، والرفع التشغيلي المترتب عن استعمال المؤسسة لعناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة.

ولقد ارتأينا دراسة كلا من أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي كلا على حده على ربحية السهم التي لها علاقة مع عائد الأسهم على أن نقوم في الأخير بجمع أثر الرفعين معا.

1-2-1- الرفع المالي Financial Leverage.

يعرف الرفع المالي بأنه: استخدام المؤسسة لأموال ذات التكاليف الثابتة على أمل زيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمون¹.

كما عرف "هندي" الرافعة المالية بأنها درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء كانت قروضا أم سندات أم أسهما ممتازة)، مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها².

وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المؤسسة. وتمثل نسبة إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول. أما "كلوب 1996" فيعرفها بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في التمويل.

¹ - J. Van Horne , Principes de gestion financière , 6^{eme} édit , Econmica , Paris , 1991 , P.559.

² - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة ، فلسطين، 2005، ص 80.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

وتتمثل الأموال ذات التكاليف الثابتة في كل من القروض (القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل والسندات) والأسهم الممتازة. أي أن استخدام كلا من السندات والأسهم الممتازة في تلبية احتياجات المؤسسة التمويلية يؤدي إلى ما يسمى بالرفع المالي.

غير أن الأموال ذات التكاليف الثابتة لا تقتصر على الأموال التي تترتب عليها عوائد ثابتة (فوائد القروض والسندات أو عوائد الأسهم الممتازة)، بل تشمل أيضا التمويل الذي ينطوي على تكلفة تتمثل في خصم نقدي من قيمته الاسمية.¹

لكن اهتمام الكثير من الباحثين في الهيكل المالي على ذلك الجزء من الرافعة المالية الذي ينطوي على التزامات مالية (التمويل المقترض بفائدة) يعود للأسباب التالية²:

- انخفاض تكلفة التمويل المقترض بفائدة مقارنة بتكلفة التمويل بأموال الملكية الذي يؤدي إلى انخفاض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل كلما زاد التمويل المقترض في الهيكل المالي؛
- سهولة تقدير تكلفة التمويل المقترض بفائدة والمتمثلة في الفوائد المدفوعة مقارنة بصعوبة تقدير تكلفة التمويل المقترض بخصم؛
- تخفيض تكلفة التمويل المقترض بفائدة من الربح الخاضع للضريبة عكس تكلفة التمويل المقترض بخصم التي لا يتم تخفيضها من الربح الخاضع للضريبة عادة.

ويترتب عن استخدام الرفع المالي ارتفاع في معدل العائد على حقوق الملكية ، لكن بالمقابل يؤدي إلى زيادة مخاطرة المؤسسة في شكل مخاطر مالية تتمثل في التغيير في صافي الربح بعد الضريبة أو التذبذب في العائد المتاح للملاك وزيادة احتمالية التصفية بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة المتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة. وبالتالي حدوث الإخفاق الذي يتحمله مالكو المؤسسة. هذه المخاطر ناجمة عن توظيف أكبر للرافعة المالية. الأمر الذي يستلزم تحديد الميزج من التمويل بحقوق الملكية والقروض الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد الناشئين عن تمويل المؤسسة لجزء من أصولها بالتمويل المقترض³.

ويمكن قياس المخاطرة المالية بعدة مقاييس، مقياس معامل الاختلاف الذي يقيس التقلب النسبي في عوائد حملة الأسهم (العائد على حقوق الملكية)، ومقياس الانحراف المعياري الذي يقيس التقلب في عوائد الأسهم وعوائد الأصول ، ويكمن حدوث المخاطرة المالية في استخدام المؤسسة للرافعة المالية. ويكون ذلك في حالة توجه المؤسسة إلى استخدام الاقتراض أكثر من الملكية في توظيف استثماراتها وهذا يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، نتيجة عدم قدرة المؤسسة على سداد أصل القروض وفوائده في الموعد المحدد. أما في حال توجهت المؤسسة في

¹ - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط 1، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 169.

² - نفس المرجع، ص 170.

³ - منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 1998 ، ص.128.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

استخدام التمويل بالملكية أكثر من التمويل بالاقتراض، فإن هذا يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية وكذا انخفاض التذبذب في أرباح المؤسسة¹.

ولفهم الرفع المالي يتم تحليل أثره على ربحية السهم. حيث تعتمد المؤسسات على القروض في الهيكل المالي بهدف زيادة العائد على حقوق الملكية باعتبار أن الاقتراض مصدر رخيص للتمويل نسبياً ويصبح أرخص إذا أخذنا بعين الاعتبار الوفر الضريبي الناجم عن تخفيض الفوائد على الديون من الربح الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى دفع ضرائب أقل. كما أن الاقتراض أقل مخاطرة من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمر كونه يترتب عليه دخلاً ثابتاً وله الأولوية على أرباح المؤسسة وعلى القيمة التصفوية للأصول في حالة إفلاس المؤسسة. وبما أن العائد المطلوب على الاستثمار علاقة طردية في خطر الاستثمار. فإن العائد المطلوب على الاستثمار في السندات يكون عادة أقل من العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية. فإذا مولت المؤسسة بالدين وحققت عائداً على الاستثمار أعلى من الفائدة على الدين، فإن الفرق سيعود إلى أصحاب الملكية. وكلما كان هذا الفرق أكبر وكان التمويل بحقوق الملكية أقل، كان العائد على حقوق الملكية أكبر. أي أن التمويل بالدين يعظم المردود إلى المساهمين².

ويتم حساب ربحية السهم بالعلاقة التالية:

$$EPS = \frac{(EBIT - R) \times (1 - t)}{N} \dots \dots \dots (1 - 11)$$

حيث: EPS : تمثل ربحية السهم ؛

$EBIT$: تمثل الأرباح قبل الفوائد والضرائب ؛

R : تمثل الفوائد المستحقة ؛

t : تمثل معدل الضريبة ؛

N : تمثل عدد الأسهم المصدرة والمباعة.

كما يمكن الحصول أيضاً على العائد من أموال الملكية بالعلاقة التالية :

$$e = \frac{(EBIT - R) \times (1 - t)}{E} \dots \dots \dots (1 - 12)$$

حيث: e : تمثل العائد على أموال الملكية ؛

E : تمثل أموال الملكية العادية.

ويترتب عن استخدام القروض في الهيكل المالي تحمل المؤسسة لنوع من التكاليف تدعى التكاليف المالية (الفوائد) التي تمثل تكلفة الأموال المقترضة. فإخفاق المؤسسة في تسديد الأعباء المالية يعرضها إلى المخاطرة المالية،

¹ - أسامة سهيل علي هياجنة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن (1990-1999)، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2001، ص ص 26-27.

² - محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، 2004، ص 599.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

لذا ينبغي عليها أن تحقق العوائد التي تغطي هذه التكاليف وتترك فائضا لنموها واستمرارها في الوجود. وتعتمد المخاطرة المالية على مقدار المبالغ المقترضة. فالمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض لدرجة كبيرة تتعرض لمخاطرة مالية أكبر مقارنة بتلك التي تعتمد على الاقتراض بدرجة أقل نسبيا. فالأساس في المخاطرة المالية هو ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما احتمالات انخفاض معدلات العائد عن أسعار الفوائد.

• **قياس الرافعة المالية:** يتضح من التحليل السابق أن نسبة الرفع المالي تمثل نسبة إجمالي الالتزامات (طويلة وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، متجاهلا أثر الديون قصيرة الأجل¹.

لكن الراجع - وحسب معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة- أن معظم التكاليف المالية الثابتة (طويلة أم قصيرة الأجل) تقوم بعمل الرفع المالي في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك. وهناك مجموعة من النسب التي تستخدم في قياس الرافعة المالية أهمها:

- نسبة التمويل المقترض إلى مجموع التمويل (ويستون وبرجهام 1993): هذه النسبة تمثل مدى إسهام الدائنين في الهيكل المالي للمؤسسة. وقد أخذ جميع الباحثين بهذه النسبة في بحوثهم وتحسب بالعلاقة التالية:

$$L = \frac{D}{D + E} \dots \dots \dots (1 - 13)$$

حيث L: نسبة الرفع المالي؛

D: حجم الاقتراض في الهيكل المالي (جميع الالتزامات)؛

E: حجم حقوق الملكية.

- نسبة القروض إلى التمويل الممتلك: تحظى الرافعة المالية المحسوبة بهذه النسبة بأهمية كبيرة لكل من الإدارة المالية، الدائنين، المالكين، كونها النسبة التي تحدد المخاطرة المالية للمؤسسة. فهذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية وارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية. وتعطى بالعلاقة التالية:

$$L = \frac{D}{E} \dots \dots \dots (1 - 14)$$

فالعائد على أموال الملكية يتزايد بتزايد العائد المتوقع على الاستثمار وكذا بتزايد نسبة القروض في التمويل.

هذا التزايد في العائد يكون أسرع كلما ارتفعت نسبة القروض إلى أموال الملكية. أي كلما زادت درجة الرفع المالي تؤدي إلى تزايد معدل العائد على أموال الملكية بوتيرة أسرع، ومن هنا نجد أن المؤسسة التي تعتمد على القروض بنسبة كبيرة في تمويلها تحقق عائدا أعلى على أموال الملكية في الظروف الجيدة. لكن نجد العكس في

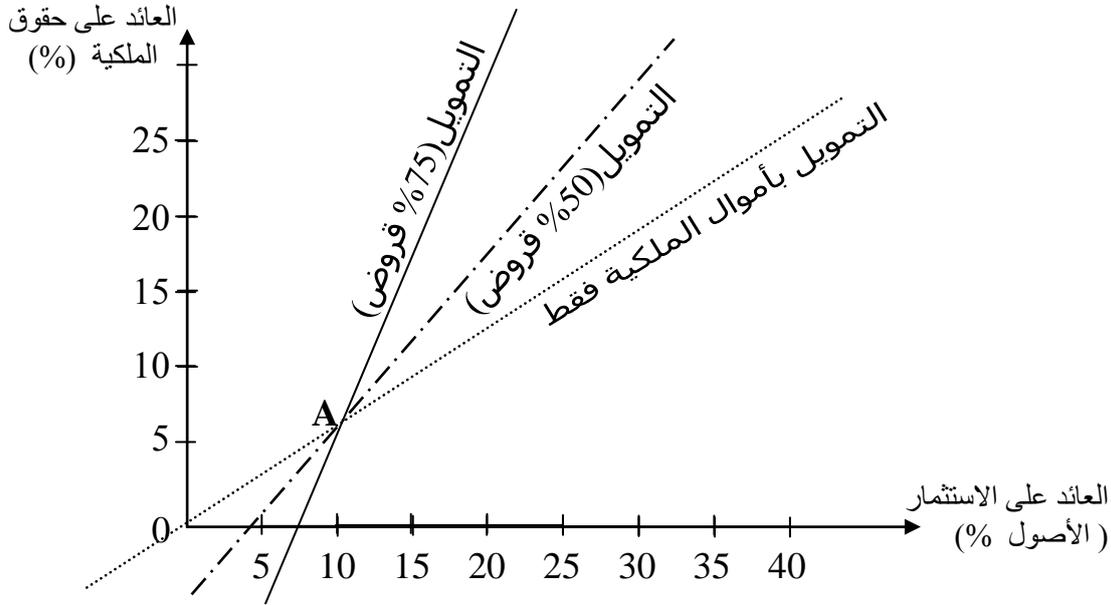
¹ - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 81.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

الظروف السيئة ، المؤسسة التي تعتمد على القروض في تمويلها لا تستطيع حتى تغطية تكاليفها الثابتة الناجمة عن عملية الاقتراض (الفوائد).

وللتوضيح أكثر، نقدم الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): منحنيات الرفع المالي لمستويات مختلفة من العائد.



المصدر: محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، 2004، ص611، بتصرف.

يتضح من الشكل السابق أن المنحنيات تتقاطع في نقطة واحدة (A)، يقول عنها الأستاذين "دستوب" و"برجهم" أنها تمثل تكلفة القروض، وهي النقطة التي لا يكون فيها للرفع المالي أي أثر على العائد المتوقع على حقوق الملكية. أما عند زيادة العائد على الاستثمار عن هذه النقطة أي يكون أكبر من تكلفة القروض فإن الرفع المالي يكون مرغوب فيه من طرف المؤسسة ، أما إذا انخفض العائد المتوقع على الاستثمار عن هذه النقطة فإن الرفع المالي لا يكون مرغوب فيه من طرف المؤسسة.¹

وعليه فإن الاعتماد على الرفع المالي يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع لحملة الأسهم عنه في حالة اعتماد المؤسسة في تمويلها على القروض.

وتجدر الإشارة إلى أن المؤسسات عادة ما تقوم بالتمييز بين نوعين من الرافعة المالية هما الرافعة المالية المرغوب فيها والرافعة المالية غير المرغوب فيها. حيث تكون الرافعة المالية مرغوبا فيها عندما تحقق المؤسسة من استعمال أموال الغير عوائد أو أرباح تفوق تكاليف الحصول عليها. فتحدد بذلك نقطة التوازن بين أموال الملكية وأموال الغير (أي أموال الاقتراض أو الأموال الممكن الحصول عليها من بيع الأسهم الممتازة). فإذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضريبة أكبر من مستوى التوازن بين أموال الملكية وأموال الاقتراض تكون الرافعة المالية من النوع

¹ - عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية: منهج تحليلي شامل، ط2، الجامعة المفتوحة، طرابلس (ليبيا)، 1997، ص.212.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

المرغوب فيها. وإن كانت أقل تكون الرافعة المالية من النوع غير المرغوب فيه، وهذه الحالة توجب على المؤسسة عدم استعمال الرافعة المالية، لأنها ستقلل من أرباحها أو حتى قد تقلب هذه الأرباح إلى خسائر¹. ويمكن قياس تأثير الزيادة في نسبة الاقتراض في الهيكل المالي من خلال درجة الرفع المالي.

درجة الرفع المالي DLF : كما تبين سابقا، فإن الرفع المالي يعكس التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك (أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم) نتيجة لتغير معين في صافي ربح العمليات. لذلك ومع ثبات العوامل الأخرى، ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني أن تغيرا بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغيرا أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للملاك. أو ما يطلق عليه ربحية السهم $Earning Per Share$. ومن ثم فإن درجة الرفع المالي تقيس التغير في معدل العائد على حقوق الملكية نتيجة التغير في العائد المتوقع². ويتم الحصول عليها بالعلاقة التالية:

$$DLF = \frac{\Delta e/e}{\Delta EPS / EPS} \dots \dots \dots (1 - 15)$$

حيث: DLF : تمثل درجة الرفع المالي؛

e : تمثل معدل العائد على حقوق الملكية؛

EPS : تمثل العائد المتوقع (ربحية السهم).

يقصد بالعلاقة السابقة أنه إذا تغيرت نسبة العائد على السهم بنسبة أكبر من تغير نسبة الأرباح التشغيلية، فإن درجة الرافعة المالية تكون أكبر من الواحد الصحيح. ويدل هذا على ارتفاع المخاطر المالية، وعلى النقيض من ذلك، إذا تغيرت نسبة العائد على السهم بنسبة أقل من التغير في نسبة الأرباح التشغيلية، فإن درجة الرافعة المالية تكون أقل من الواحد الصحيح، وهذا يؤدي إلى انخفاض في العائد على السهم ومن ثم انخفاض المخاطر المالية³.

إذا فالرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجية تزداد درجة الرفع المالي، ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة. بينما إذا لم تنجح المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي⁴.

كما يمكن الحصول على درجة الرفع المالي أيضا عند أي مستوى من العائد باستخدام العلاقة التالية:

$$DLF = \frac{EBIT}{(EBIT - i \times D)} \dots \dots \dots (1 - 16)$$

¹ - زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، ط4، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996، ص 234.

² - A. Capiez, Elément de gestion financière, 4^{ème} édit, Masson, Paris, 1995, P.135.

³ - أسامة سهيل علي هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-26.

⁴ - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 82.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

حيث: $EBIT$: تمثل الربح قبل الفوائد والضرائب ؛

i : تمثل معدل الفائدة ؛

D : تمثل مبلغ القرض.

فإذا تم الاعتماد في التمويل على حقوق الملكية فقط أي رفع مالي معدوم فإن التغير في معدل العائد على حقوق الملكية يكون مساو للتغير في العائد على الاستثمار. أما إذا اعتمدت المؤسسة في تمويلها على الاقتراض فإن التغير في معدل العائد على حقوق الملكية يكون أكبر من التغير في العائد على الاستثمار (الربح). وعليه فإن حساب درجة الرفع المالي يكتسي أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة لأنها تتمكن من توقع أثر الاقتراض على العائد المتوقع لحملة الأسهم أو بالأحرى سعر السهم السوقي عند إعداد عدة خطط تمويلية ممكنة. كما أنه في النظرية المالية يتم الرجوع إلى دراسة أثر الرفع المالي عند البحث عن الهيكل المالي الأمثل.

1-2-2- Operating Leverage . الرفع التشغيلي

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تتركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت المؤسسة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات ، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي. مما ينتج عنه تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات الذي كانت تحققه قبل لجوئها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنه بإحلال التكاليف الثابتة محل التكاليف المتغيرة تستطيع وبنفس الجهد (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج (الأرباح أو الخسائر)¹. ويعرف الهواري 1976 الرفع التشغيلي بأنه المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي للمؤسسة، أي أن الرفع التشغيلي يقترن بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها². أما كلوب 1996 فيعرفها بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في العمليات التشغيلية³.

وتتضمن التكاليف الثابتة، تكلفة الاهتلاك على المعدات والمباني، مصاريف التأمين، وجزء من فواتير الخدمات وجزء من تكاليف الإدارة. ومن جهة أخرى، فإن التكاليف المتغيرة وهي التكاليف التي تتغير بشكل مباشر مع مستوى الإنتاج ، وتشمل تكاليف المواد الخام ، تكاليف الأجور ، وعمولات البيع المباشرة ، وجزء محدود من المصاريف العامة والإدارية. ولهذا فإن الرافعة التشغيلية تشير إلى التغيرات في حجم المبيعات الناتجة عن

¹ - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 78.

² - عدنان هاشم رحيم السامرائي ، مرجع سبق ذكره، ص 219.

³ - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 78.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

التكاليف الثابتة التي تتكبدها المؤسسة. وبالتالي تنعكس على حدوث التغيرات في الأرباح التشغيلية(الحسائر التشغيلية)¹.

إن دراسة الرفع التشغيلي يؤدي بنا إلى تحليل التعادل أو نقطة التعادل أو عتبة المردودية التي تعبر عن مستوى النشاط الذي يسمح لرقم الأعمال بتغطية التكاليف المتغيرة والثابتة للاستغلال. لذلك فاستعمال الرفع التشغيلي يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة ، الأمر الذي يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى الأعلى، أي أن المؤسسة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة. وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال Business Risk، بالمقارنة مع مؤسسة تكون أرباحها أكثر استقرارا بسبب تدني رافعة التشغيل وبالتالي أقل خطرا. وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للمؤسسة. وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المؤسسة حيث أن المؤسسة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق(قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازا جيدا للمؤسسة².

وهناك طريقتان لتحديد نقطة التعادل ، الطريقة الرياضية و الطريقة البيانية.

فباستعمال الطريقة الرياضية يمكن استخراج نقطة التعادل باستخدام العلاقة التالية:

$$SR = \frac{CF}{TM} \dots \dots \dots (1 - 17)$$

حيث: SR : تمثل نقطة التعادل أو عتبة المردودية ؛

CF : تمثل التكاليف الثابتة للاستغلال ؛

TM : تمثل نسبة الهامش على التكلفة المتغيرة.

كما يمكن الحصول على حجم النشاط الذي يحقق عتبة المردودية بالعلاقة التالية:

$$Q_{SR} = \frac{SR}{PV} = \frac{CF}{M / CV} \dots \dots \dots (1 - 18)$$

حيث: PV : تمثل سعر بيع الوحدة ؛

M : تمثل الهامش الإجمالي على التكاليف المتغيرة ؛

CV : تمثل التكلفة المتغيرة للوحدة.

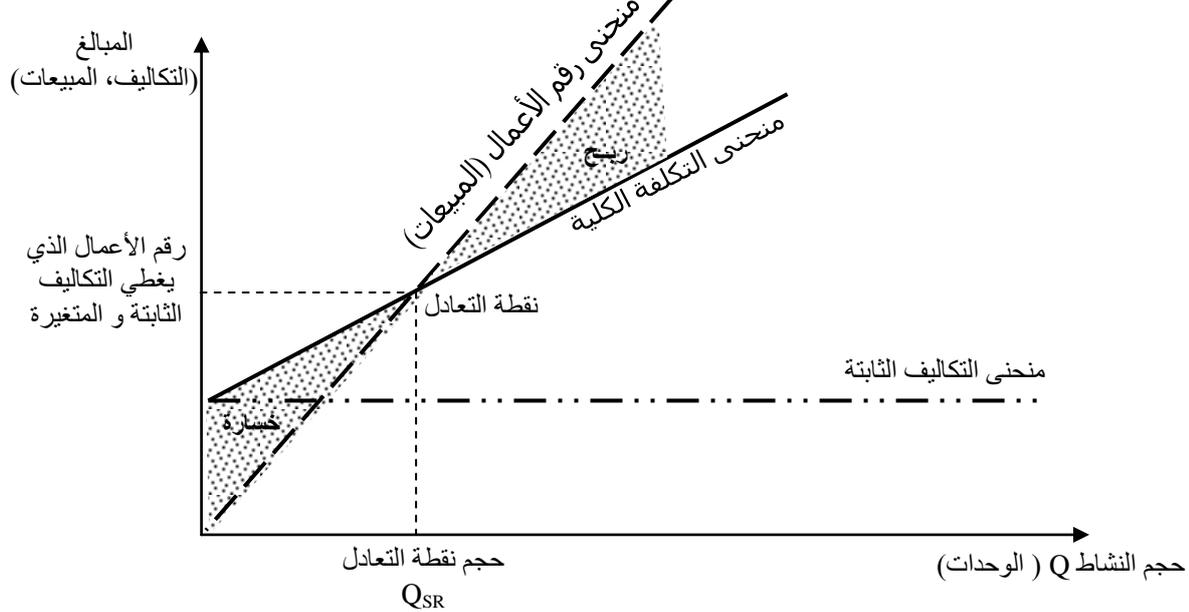
أما الطريقة البيانية لتحديد نقطة التعادل، فيتم من خلال تقدير التكلفة الكلية والإيرادات الكلية لكل مستوى من مستويات الإنتاج المختلفة وكذلك تقدير التكلفة الثابتة، ثم رسم هذه العلاقات على نفس المنحنى. كما يوضحها الشكل التالي:

¹ - أسامة سهيل علي هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره ، ص 79.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

الشكل رقم (1-2): تحديد نقطة التعادل بيانياً.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 121، بتصرف.

إن نقطة التعادل تتحدد عند النقطة التي يتقاطع عندها منحنى رقم الأعمال (المبيعات) مع منحنى التكلفة الكلية. حيث تكون الإيرادات مساوية للتكاليف الكلية. أما حجم الإنتاج المقابل لنقطة التعادل فيمثل كمية التعادل. ويلاحظ أنه على مستويات إنتاج أدنى من نقطة التعادل فإن المؤسسة تتحمل خسائر من التشغيل، أما على مستويات إنتاج أعلى من نقطة التعادل فإن المؤسسة تحقق أرباحاً من التشغيل¹.

لكن الاعتماد على تحليل التعادل لا يكفي وحده لتحليل أثر الرفع التشغيلي على ربحية المؤسسة، لأنه في حالة عدم وصول نشاط المؤسسة إلى نقطة التعادل لا يمكن تقدير حجم الأخطار التي من الممكن أن تتعرض لها المؤسسة. هذه المخاطر تسمى بالمخاطر التشغيلية والتي تشير إلى التذبذبات النسبية في الأرباح التشغيلية لأسباب تتعلق بطبيعة وظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة. وينظر إليها بأنها من المحددات المهمة في تحديد التشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة، ولهذا فلا بد من التعرف على العوامل التي تؤدي إلى حدوث المخاطرة التشغيلية والمتمثلة في²:

- حساسية المبيعات إلى التغيرات الاقتصادية العامة، لأنه إذا كان الاقتصاد في حالة انتعاش، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة المبيعات وبالتالي تزداد تكاليف تلك المبيعات، مما يؤدي إلى مواجهة مخاطر تشغيلية مرتفعة والعكس من ذلك في حالة الركود الاقتصادي؛
- اعتماد المؤسسة على التكاليف التشغيلية الثابتة مقارنة بالتكاليف المتغيرة، يزيد من درجة الرافعة التشغيلية وبالتالي ارتفاع المخاطر التشغيلية؛

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² - أسامة سهيل علي هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-29.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

- التغيرات في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، بسبب إدخال منتجات جديدة يسهم في زيادة حجم مبيعاتها، أو نجاح المنافسين في تقديم منتجات جديدة وبديلة من شأنها أن تضعف الطلب على منتجات المؤسسة، أو قد يعزى التغير في الطلب إلى الرواج والكساد الاقتصادي الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة أو التي يتعرض لها الاقتصاد القومي. ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تنخفض المخاطر التشغيلية كلما اتسم الطلب على منتجات المؤسسة بالاستقرار؛
 - التغير في أسعار بيع المنتجات بسبب حدة المنافسة من أجل التحكم في الأسعار، ومع بقاء العوامل على حالها يتوقع أن تزداد المخاطر التشغيلية، كلما زادت التقلبات في أسعار المنتجات؛
 - التغير في أسعار المدخلات، فقد تنخفض بزيادة المعروض منها كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب العمال في مصانع الموردين مما يؤدي إلى انخفاض الكميات المعروضة منها، وكذا قد ترتفع تكلفة العمال نتيجة لضغوطاتهم، أو تنخفض التكلفة بسبب التطور التكنولوجي الذي أدخل على الآلات المستخدمة في الإنتاج، مما يزيد من المخاطر التشغيلية.
- لذلك لكي تقوم المؤسسة بتحديد الرفع التشغيلي، لابد من حساب درجة الرفع التشغيلي التي تقيس مدى تأثر النتيجة الصافية للاستغلال بتغير حجم المبيعات¹.

درجة الرفع التشغيلي DLE :

- تشمل درجة الرفع التشغيلي معدل التغير في صافي أرباح التشغيل (قبل الفوائد والضريبة) إلى معدل التغير في المبيعات المحدد لمستوى معين من المبيعات. وعلى هذا الأساس فإن درجة الرفع التشغيلية تساوي نسبة التغير في الأرباح مقسوما على نسبة التغير في المبيعات².
- ومن هنا فإن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي بافتراض ثبات العوامل الأخرى، يدل على أن أي تغير صغير في المبيعات سوف يؤدي إلى تغير أكبر في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة.
- ويمكن حساب درجة الرفع التشغيلي بالعلاقة التالية:

$$DLE = \frac{\Delta R/R}{\Delta Q/Q} = \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF} \dots\dots\dots (1 - 19)$$

حيث: DLE : تمثل درجة الرفع التشغيلي؛

R : النتيجة الصافية للاستغلال؛

Q : حجم المبيعات.

¹ - A . Capiez , Op. cit. , P.132.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 251.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

نلاحظ في العلاقة السابقة وجود التكاليف الثابتة في المقام، وهذا يعني أن ارتفاع التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة الرفع التشغيلي، وبالتالي أي زيادة في حجم المبيعات تؤدي إلى زيادة أعلى في صافي ربح العمليات مما يعظم ثروة الملاك، والعكس صحيح. فأى انخفاض في التكاليف الثابتة يؤدي إلى انخفاض درجة الرفع التشغيلي. ولذلك على المؤسسة مراعاة فترات الرواج والكساد التي تزداد فيها أهمية درجة الرفع التشغيلي. ففي فترات الرواج على المؤسسة أن تستبدل التكاليف المتغيرة بتكاليف ثابتة لأنها تؤدي إلى رفع درجة الرفع التشغيلي مما يؤثر إيجاباً على صافي ربح العمليات، أما في حالة الكساد فتحاول استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة لأنها تؤدي إلى تخفيض درجة الرفع التشغيلي مما يضعف الأثر السليبي على ثروة الملاك.

1-2-3- الرفع الكلي Combined Leverage.

إن الرفع المالي يفسر مدى تأثر نتيجة النشاط بسبب الاقتراض بمعنى الخطر المالي، أما الرفع التشغيلي فيبين مدى تأثر نتيجة الاستغلال بسبب عناصر الإنتاج ذات التكاليف الثابتة، بمعنى خطر الأعمال (الاستغلال). وعليه فإن الجمع بين الرفعين يوضح مدى تأثر النتيجة بأثر الرفعين بمعنى الخطر الكلي¹. ويترتب على الرفع التشغيلي تأثيراً مضاعفاً على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة، فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثيراً مضاعفاً على إيرادات السهم. وهذا معناه أنه لو استخدمت المؤسسات جرعات كبيرة من كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي، فإن أي تغير في حجم المبيعات - ولو كان صغيراً جداً - سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيرادات السهم الواحد².

وترجع أهمية مفهوم الرفع المجمع في الإدارة المالية إلى سببين: الأول أنه يمكننا من تحديد الأثر الدقيق للتغير في حجم المبيعات على الإيرادات المتوافرة للأسهم العادية؛ والثاني أنه يسمح لنا بإظهار العلاقات المتداخلة بين الرفع التشغيلي والرفع المالي، فعلى سبيل المثال يمكن لرجل الأعمال استخدام هذا المفهوم لمعرفة تأثير القرار الذي سيتخذه بشأن الحصول على آلة أوتوماتيكية حديثة يتم تمويل شراؤها باستخدام السندات على الإيرادات، فقد تكون نتيجة هذا القرار ظهور موقف معين يترتب فيه على انخفاض المبيعات بمقدار 10% مثلاً انخفاض في الإيرادات يبلغ 50%، في حين أن مزيجاً آخر من الرفع التشغيلي والرفع المالي قد يؤدي بالمؤسسة إلى وضع آخر تنخفض فيه الإيرادات بمقدار 20% فقط نتيجة انخفاض المبيعات بمقدار 10%³.

أيضاً نرى من التحليل السابق أن الرفع المالية تؤثر في صافي الربح بعد الفائدة والضريبة، أي الأرباح الصافية المتاحة للمالكين، في حين أن الرفع التشغيلية تؤثر في صافي الربح قبل الفوائد والضريبة. وعادة ما تبدأ الرفع المالية من حيث تنتهي الرفع التشغيلية، مؤدية بذلك إلى تضخيم أثر التقلبات في الأرباح الصافية للسهم

¹ - A. Capiez , Op. cit. , P.136.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 264.

³ - حمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 266-267.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

الواحد استجابة إلى تغير المبيعات. لذا فإن الرافعة التشغيلية تسمى برافعة المرحلة الأولى في حين تسمى الرافعة المالية برافعة المرحلة الثانية¹.

وللحصول على درجة الرفع الكلي نقوم بضرب درجة الرفع المالي في درجة الرفع التشغيلي، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$DLG = DLF \times DLE = \frac{(PV - CV) \times Q - CF}{(PV - CV) \times Q - CF - kd \times D} \times \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF}$$
$$DLG = \frac{(PV - CV) \times Q}{(PV - CV) \times Q - CF - kd \times D} \dots \dots \dots (1 - 20)$$

إن مفهوم درجة الرافعة يساعد في تحديد التغيرات التي تحدث للأرباح المتاحة للمؤسسة نتيجة لأي تغير يطرأ على حجم المبيعات وهذا ما يساعد الإدارة في اتخاذ العديد من القرارات الخاصة، بالتمويل وتحديد هيكل التمويل المطلوب والمناسب، الذي يضمن حقوق جميع الأطراف المعنية إلى جانب توفير البدائل للجهة صاحبة القرار بالشكل الذي يوضح لها نتيجة كل قرار يمكن اتخاذه ومدى تأثيره على المؤسسة وفعاليتها الاقتصادية².

ويعتبر الرفع سلاح ذو حدين إذ يترتب عليه زيادة أكبر في العائد. كما قد يترتب عليه انخفاض أكبر في العائد. ولما كان العائد يرتبط بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه مصادر التمويل، فإن زيادة درجة الرفع تحمل في طياتها زيادة في المخاطر التي تتعرض لها تلك المصادر.

مما سبق يتضح لنا أن الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المؤسسة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. وللرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يسهم أيضاً في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وهنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطرة (العلاقة التعويضية *Risk Return Trade Off*). فالزيادة في العائد لا بد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها، وتلقي تلك العلاقة بظلال المسؤولية الجسيمة على إدارة المؤسسة لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين (العائد والمخاطر)، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. ويحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر، إنها نقطة التعادل³.

¹ - جميل جابر علاونة، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية والتمويل، كلية الدراسات

العلية، جامعة النيلين، جمهورية السودان، 1425هـ - 2004م، ص 51.

² - عدنان هاشم رحيم السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

³ - بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

لذا ينبغي على المؤسسة أن تحدد بوضوح معالم هيكل رأس المال المستهدف سواء من حيث العناصر المكونة له أو من حيث نسبة كل عنصر فيه. كما ينبغي عليها العمل على تحقيق ذلك الهيكل والالتزام به بقدر الإمكان، إذ من المتوقع أن يكون الهيكل المستهدف قد تم اختياره على أساس مدى مساهمته في تحقيق الهدف المنشود وهو تعظيم ثروة الملاك. ويقتضي تحقيق هذا الهدف أن يكون هناك توازن بين العائد المتوقع - والذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية- وبين المخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد. والتوازن هنا معناه أن يكون العائد المتوقع كافيا لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

1-2-4- أثر الرفع على ربحية المؤسسات الجزائرية: يعد الاقتصاد الجزائري من اقتصاديات استنادة. لذلك نجد المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تعتمد بشكل كبير على الاقتراض في تلبية احتياجاتها التمويلية بسبب قصور الموارد الأخرى، وكذلك الاعتماد بشكل متزايد على السحب على المكشوف لدرجة استخدامه في تمويل الأصول الثابتة¹.

وعموما يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية تلبية احتياجاتها التمويلية من مصدرين أساسيين ، الأموال الخاصة والديون(القروض البنكية والديون التجارية). هذه الأخيرة تتمثل في التمويل من النظام البنكي الوطني ثم الموارد غير البنكية المتمثلة في ديون الموردين أو تسبيقات الزبائن وهي خاصة تنسجم مع النظام المالي العام. لأنه باستثناء البنوك التجارية لا توجد منظمات مالية يمكنها الاستجابة للاحتياجات التمويلية ، مما يجعل من القروض البنكية الموارد الأكثر أهمية في الهيكل المالي للمؤسسات².

أما الأموال الخاصة فتتمثل في رأس المال الاجتماعي والاحتياطيات والنتائج الدورية والنتائج قيد التخصيص.

لكن طبيعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية والسياسة الاقتصادية العامة في الدولة التي قامت في بداية الأمر على النهج الاشتراكي القائم على التخطيط والتسيير المركزي ثم اقتصاد السوق... واعتماد الصناعات المصنعة مما جعل ملكية هذه المؤسسات بصفة رئيسية تابعة للدولة في شركات قابضة ثم صناديق مساهمة بهدف إدارتها والسيطرة عليها.

إن حصول المؤسسات على التمويل من البنوك يترتب عليه فوائد ثابتة دورية تدفعها هذه المؤسسات للجهة المانحة تخضع من الربح قبل خضوعه للضريبة وبالتالي يترتب عليه وفورات ضريبية تزيد من ربحية هذه المؤسسات. أي ان المؤسسات اعتمدت على أموال الغير في تلبية احتياجاتها التمويلية الاستثمارية تلتزم معها بدفع فوائد ثابتة ، هذه الأموال يمكن أن تحقق لها عوائد أكبر من هذه الفوائد لو تم استغلالها كما يجب وبالتالي زيادة ثروة المساهمين ومن ثم الاستفادة من مزايا الرفع المالي.

¹ - زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية.

² - نفس المرجع.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

غير أنه عند تقديرنا للرفع المالي أو الوفورات الضريبية المحققة نستبعد الائتمان التجاري من الديون لأنه تمويل تلقائي يتحدد بمستوى المبيعات وليس بقرارات تمويلية، كما أنه ليس له وفورات ضريبية لعدم إمكانية التحديد الدقيق لمن يتحمل تكلفته الموجودة¹.

1-3- مداخل تحديد الهيكل المالي الأمثل.

عند دراستنا للرفع المالي وجدنا أن لاعتماد المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أثر على ربحية السهم ومن ثم على العائد على حقوق الملكية، هذا الذي يدعو إلى تحديد المزيج من مصادر التمويل الذي يرتفع عنده هذا العائد أقصى ما يمكن ومن ثم تعظيم قيمة المؤسسة.

ولقد اختلفت المداخل والآراء التي ناقشت فكرة تحديد هذا المزيج فمنها ما يرفض فكرة وجود هيكل مالي أمثل تتعاطم عنده قيمة المؤسسة ومنها ما يقر بوجودها.

وستتناول بشيء من التفصيل مناقشة هذه الأفكار والآراء كل على حدة مبينين مختلف الحجج والبراهين التي تقوم عليها في حالة عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة.

1-3-1- المدخل التقليدي Traditional Approach.

يطلق مصطلح وجهة النظر التقليدية أو المدخل التقليدي في موضوع الهيكل المالي وهيكل رأس المال، على تلك الدراسات التي تسلم بوجود هيكل مالي أمثل، فكل دراسة من هذا القبيل يصنفها الباحثون في الإدارة المالية ضمن المدخل التقليدي. ووصف هذه الدراسات بالتقليدية لا يرجع إلى كونها قد ظهرت في ماض انتهى وبذلك اكتسبت صفة القدم والتخلف الزمني، ولكن الوصف يستند أساسا إلى أن هذه الدراسات افترضت وبدون البرهنة صحة الفرضية التي مفادها أنه على المؤسسة أن تحدد هيكلها ماليا أمثل يتضمن نسبة مثالية للتمويل المقترض تجعل تكلفة التمويل عند حدها الأدنى².

كما أن بعض التطور الذي حصل في النظرية المالية بعد إنجاز العديد من الدراسات المالية التطبيقية الحديثة بخصوص الهيكل المالي، تبين من خلال اختبار الفرضيات التي قامت عليها وتوصلها إلى نتائج تدعم وجهة النظر التقليدية، فإن هذه الدراسات أصبحت تصنف ضمن المدخل التقليدي.

ويعتبر المدخل التقليدي موقفا وسطا بين مدخلين متناقضين أساسيين امتازت بهما الفترة التقليدية هما مدخل صافي الربح الذي يقر بوجود هيكل مالي أمثل تكون عنده القيمة السوقية للمؤسسة أقصى ما يمكن ومدخل صافي ربح العمليات الذي ينفي وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وبالتالي لا وجود لهيكل مالي أمثل.

إن المدخل التقليدي كان وسطا بين المدخلين معتمدا على جملة من الفروض أهمها:

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، رسالة دكتوراه، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1997، ص 39.

² - محمد إبراهيم علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 163.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

- سياسة المؤسسة هي توزيع الأرباح السنوية المحققة بنسبة 100 % على حملة الأسهم العادية ؛
 - ثبات خطر الاستغلال على المؤسسة عبر الزمن ويكون نفسه على مستوى كل الاستثمارات المحققة ؛
 - توظف المؤسسة نوعين فقط من الأموال، القروض والأسهم العادية، ويمكنها تغيير درجة الرفع المالي بتصفية القروض أو بيع أسهم جديدة تستخدم حصيلتها في تسديد القروض القديمة قبل موعد استحقاقها؛
 - عدم وجود ضرائب ولا تكلفة للمعاملات ؛
 - لا ينتج عن الزيادة في الاقتراض أي خطر مالي.
- وقبل عرض المدخل التقليدي نقوم أولاً بتقديم وجهتي النظر المختلفة لمدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات.

1-3-1-1 مدخل صافي الربح: Net income approach (NI):

يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض. فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، لا يترتب عليه أي انخفاض أو ارتفاع في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون والملاك. وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإن زيادة الاقتراض - نسبة مصادر التمويل الرخيصة- يترتب عليها انخفاض في تكلفة التمويل وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية.¹

ويقوم هذا المدخل على جملة من الفروض أهمها²:

- أن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض يظل ثابتاً ولن يتغير بتغير نسبة الرفع المالي؛
- زيادة نسبة الاقتراض (الرفع المالي) في صياغة الهيكل المالي في المؤسسة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال المرجحة وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة، حتى تكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى.

وتحسب تكلفة الأموال بالعلاقة التالية:

$$k = \frac{NOI}{V} \dots \dots \dots (1 - 21)$$

حيث: *NOI*: تمثل صافي الربح التشغيلي المتوقع ، أي الإيرادات قبل الفوائد والضرائب *EBIT* ؛

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص.177.

² - راتب محمد حمد القطامين، أثر تركيبية الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية للأسهم 2000-2005، رسالة ماجستير في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، 2007، ص 26.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

V : تمثل القيمة السوقية الكلية للمؤسسة.

إن العلاقة السابقة تبين أنه مع ثبات صافي الدخل، فإن قيمة المؤسسة تزداد مع انخفاض تكلفة التمويل. كما يمكن الحصول على تكلفة التمويل أيضا بالعلاقة التالية:

$$k = k_e - (k_e - k_d) \times \frac{D}{V} \dots \dots \dots (1 - 22)$$

حيث: k_e : تمثل تكلفة أموال الملكية ؛

k_d : تمثل تكلفة الاقتراض ؛

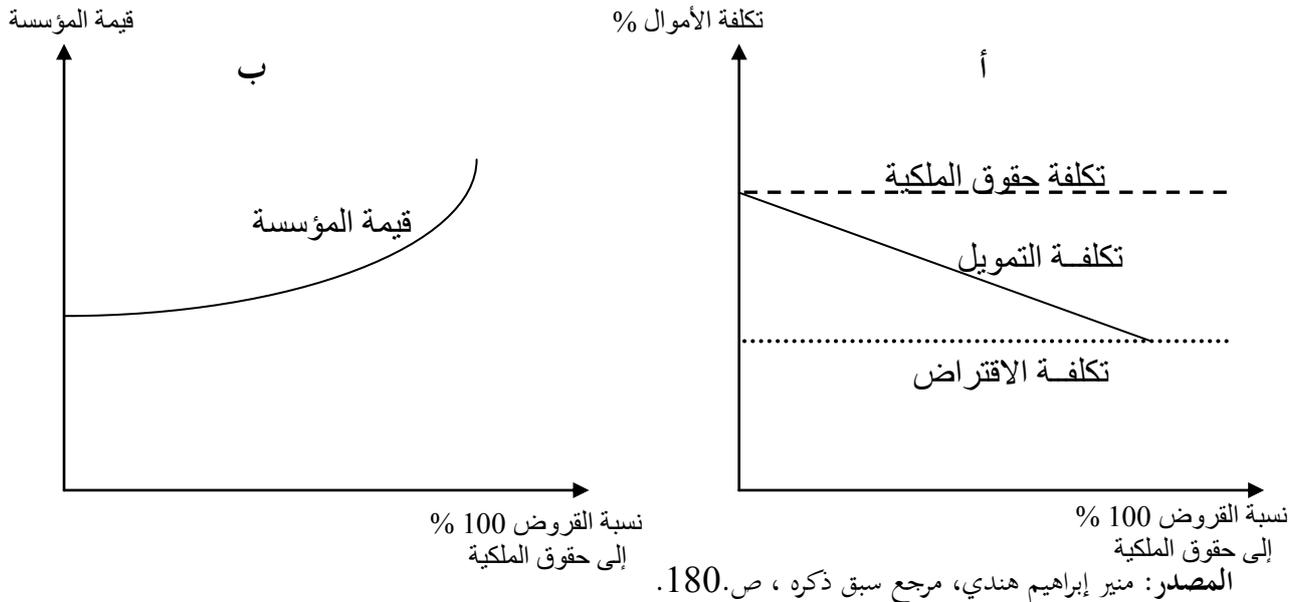
D : تمثل قيمة القروض ؛

V : قيمة المؤسسة.

وبالتالي فإن تكلفة الأموال ستتناقص مع زيادة نسبة الاقتراض إلى قيمة المؤسسة $(\frac{D}{V})$ ¹. حيث أنها ستساوي تكلفة أموال الملكية إذا لم توظف المؤسسة أية قروض $(\frac{D}{V} = 0)$ ، وتساوي تكلفة الاقتراض عندما تعتمد المؤسسة كلياً على أموال الاقتراض $(\frac{D}{V} = 1)$. لكن هذه الحالة نظرية فقط². والشكل التالي يوضح سلوك تكلفة التمويل مع تزايد نسبة الاقتراض إلى قيمة المؤسسة وكذا قيمة المؤسسة مع تزايد نسبة القروض في هيكل رأس المال.

الشكل رقم (1-3): العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض

لمدخل صافي الربح.



¹ - سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ، مكتبة الإشعاع الفنية ، القاهرة، مصر ، 1997 ، ص216.
² - نفس المرجع.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

وعليه يوجد هيكل مالي أمثل حسب هذا المدخل يتحقق عند أقصى مستوى تمويل من الاقتراض للمؤسسة الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى لها وزيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة إلى أعلى مستوى، وبالتالي يترتب عن ذلك ارتفاع قيمة السهم السوقية¹.

يعاب على مدخل صافي الربح أنه يفترض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي، إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في الهيكل المالي ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى. يضاف إلى ذلك افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة رغم الارتفاع في نسب الاقتراض فهو أيضا افتراض غير واقعي، إذ من المتوقع مع الزيادة في نسب الرفع المالي أن يتعرض المقرضون لدرجات خطر مرتفعة، حيث ينتقل جزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة الرفع المالي، خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة لعسر مالي. وعلى ذلك من المتوقع أن يطالب المقرضون بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسب الاقتراض بالهيكل المالي².

1-3-1-2- مدخل صافي الربح التشغيلي (NOI) Approach:

يفترض هذا المدخل أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير مع زيادة نسبة الاقتراض. كما أنه ستزداد المخاطر التي يتعرض لها المساهمون مع زيادة نسبة الاقتراض، مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب وبالتالي ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، لكن هذه الزيادة يعوضها الانخفاض في التكلفة الناجم عن زيادة نسبة الاقتراض ذو التكلفة الرخيصة، مما يؤدي إلى ثبات تكلفة التمويل الكلية مهما تغيرت نسبة الاقتراض³.

وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة ولا تتأثر بالتغيرات التي تحدث على تشكيلة الهيكل المالي، والسبب في ذلك هو أن القيمة السوقية تتأثر بمخاطر الأعمال التي تؤثر بدورها في التكلفة المرجحة للأموال. وهذا يعني أن كلا من ربح العمليات وتكلفة الأموال المرجحة مستقلة عن الهيكل المالي. لذا تبقى قيمة المؤسسة ثابتة ومستقلة عن التغيرات في الهيكل المالي وهذا يدل على عدم وجود هيكل مالي أمثل⁴.

ويستند هذا المدخل على الافتراضات التالية⁵:

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية؛

¹ -J. Teulié & P. Topsaclian , Op. Cit. , P.315.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 322.

³ - J. Teulié & P. Topsaclian , Op. Cit. , P.316.

⁴ - راتب محمد حمد القطامين، مرجع سبق ذكره ، ص ص 26-27.

⁵ - نفس المرجع ، ص 27.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال ، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يظل ثابتا لا يتغير أيضا؛
 - زيادة مستويات الرفح المالي من خلال الاقتراض بطرح سندات يترتب عليه زيادة درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم باعتبار أنها تمثل مصدر تمويل منخفض التكلفة. لكن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض ستضيع بسبب مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الممتلك كلما زادت مستويات الاقتراض؛
 - أن معدل الفائدة على القروض ثابت؛
 - لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة؛
- وبما أنه يتم الحصول على قيمة المؤسسة بقسمة صافي الربح التشغيلي على تكلفة التمويل الإجمالية فإنه يمكن تحديد القيمة السوقية لحقوق الملكية عن طريق طرح قيمة القروض من القيمة الكلية للمؤسسة V^1 . كما يمكن تحديد تكلفة أموال الملكية k_e بالعلاقة التالية:

$$k_e = \frac{NI}{V - D} = \frac{NOI - k_d \times D}{E} \dots \dots \dots (1 - 23)$$

أو:

$$k_e = k + (k - k_d) \times \frac{D}{E} \dots \dots \dots (1 - 24)$$

حيث: E : تمثل قيمة حقوق الملكية.

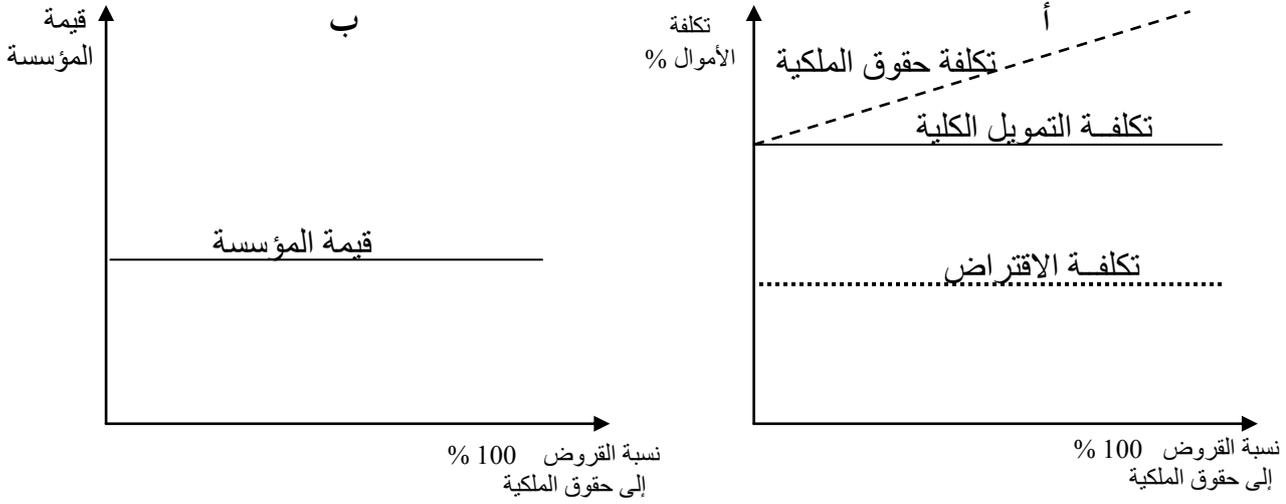
- ومن هنا نلاحظ أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع كلما تم إحلال القروض محلها، لأن تكلفة التمويل الكلية وتكلفة الاقتراض ثابتتين.
- والشكل التالي يوضح تغير تكلفة أموال الملكية لتغير نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره ، ص. 221.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

الشكل رقم (1-4): العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض

(مدخل صافي الربح التشغيلي).



المصدر: منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص.185.

يلاحظ من الشكل السابق أنه مع تزايد الرافعة المالية ترتفع تكلفة حقوق الملكية بالصورة التي تمتص معها الوفورات الناجمة عن انخفاض تكلفة التمويل بالقروض وذلك لزيادة المخاطرة المالية نتيجة إحلال القروض محل حقوق الملكية. كما يتضح كذلك أن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل يظل ثابتاً عند أي درجة للرفع التمويلي ويساوي تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة.

وعليه نجد أن تكلفة التمويل تظل ثابتة مما يترتب عنها ثبات قيمة المؤسسة مهما تغيرت نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبالتالي فحسب هذا المدخل لا وجود لهيكل مالي أمثل تسعى المؤسسة إلى تحقيقه، أو بعبارة أخرى فإن أي تركيبة من مصادر التمويل يمكن اعتبارها هيكل مالي أمثل.

1-3-1-3 نتائج المدخل التقليدي:

أخذ المدخل التقليدي موقفاً وسطاً بين مدخل صافي الربح ومدخل صافي الربح التشغيلي حيث يؤكد أن قيمة المؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كما يمكن تخفيض تكلفة التمويل عن طريق تحديد المزيج المناسب من الاقتراض وأموال الملكية.

ويؤكد "دونالدونلسون" أن تعظيم قيمة المؤسسة مرهون بتدنية تكلفة التمويل وأن هذا التعظيم يتحقق عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل أقل ما يمكن. لهذا ينبغي على الإدارة السعي الدائم نحو الوصول إلى مستوى الاقتراض الأمثل للمؤسسة¹.

¹ - عادل مبروك محمد ، أثر التوسع في الاقتراض على القيمة البيعية لمنظمات قطاع الأعمال العام (دراسة تطبيقية)، آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد-03 ، يوليو 1998.

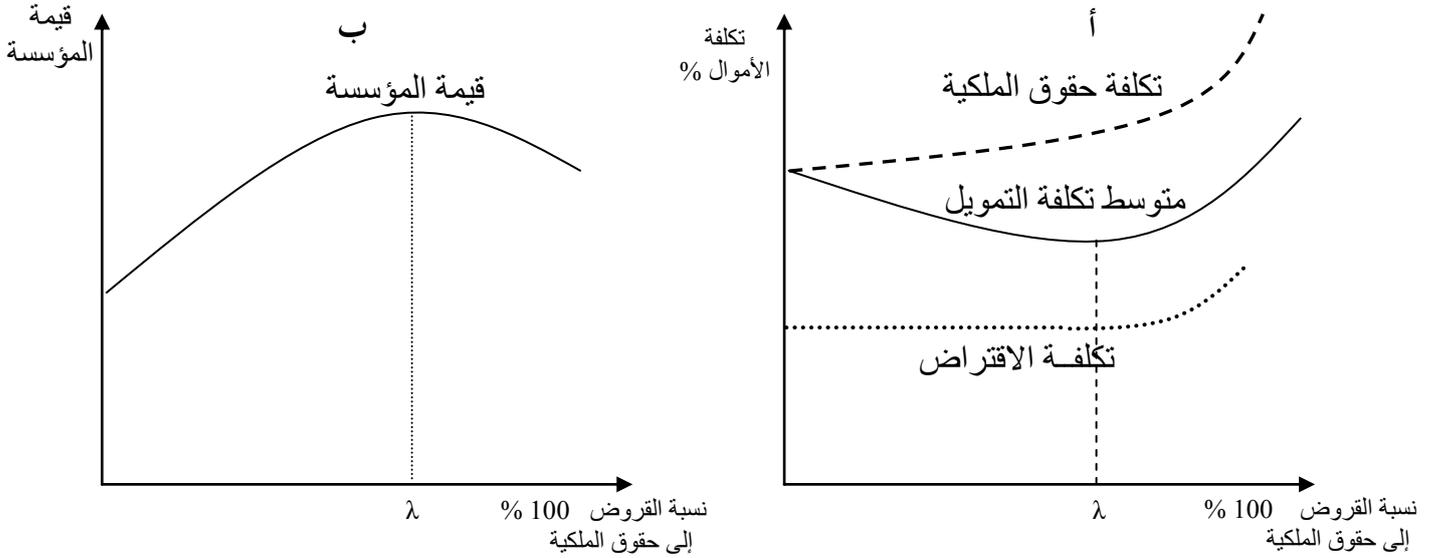
الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

وبما أن تكلفة التمويل تنخفض طالما استخدمت المؤسسة القروض عند حد معقول، فإذا ما تجاوزت هذا الحد فسوف تزداد بزيادة الرفع المالي. ولهذا يوجد هيكل مالي أمثل يتحدد عندما تكون تكلفة التمويل أقل ما يمكن (أي تعظم عندها قيمة المؤسسة)¹.

والشكل التالي يبين سلوك تكلفة التمويل مع تزايد نسبة الاقتراض.

الشكل رقم (1-5) العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض

(المدخل التقليدي).



المصدر: منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره، ص.187.

يتضح من الشكل أن تكلفة التمويل تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة λ عندها تكون تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند حدها الأقصى. وبعد النقطة λ تأخذ تكلفة التمويل في الارتفاع وتنخفض معها قيمة المؤسسة. وتفسير ذلك أن الاقتراض - على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً لزيادة المخاطر التي يتعرض لها الدائنون - لا يزال مصدر تمويل رخيص فزيادة نسبته في هيكل رأس المال تسهم إلى حد معين في تخفيض تكلفة التمويل، رغم ارتفاع تكلفة أموال الملكية نظراً لتزايد المخاطر التي يتعرض لها المساهمون أيضاً، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل. إلا أن الانخفاض الناجم عن زيادة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة التمويل الناجم عن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية².

وبعد النقطة λ يحدث العكس، ترتفع تكلفة التمويل لارتفاع تكلفة أموال الملكية بمعدلات أعلى من الانخفاض الذي يحدثه انخفاض تكلفة الاقتراض. أي أن المغالاة في استخدام التمويل المقترض تؤدي إلى زيادة

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره ، ص.223.

² - منير إبراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره ، ص.186.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

تكلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على التمويل المقترض ذي التكلفة المنخفضة نسبيا ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع معدل تكلفة التمويل.

وعليه فإنه يوجد هيكل مالي أمثل يتحدد عند نسبة الرفع المالي μ التي تعظم عندها قيمة المؤسسة وبالتالي تكون ثروة الملاك أقصى ما يمكن¹. لذلك فعلى المؤسسة تحقيق هذا المعدل من الاقتراض الذي يحقق لها هيكل مالي أمثل ترتفع عنده قيمة أسهمها.

وقد أثبتت بعض الانتقادات حول افتراضات المدخل التقليدي، إذ أنها تعتبر غير واقعية، فلا يوجد تحليل نظري أو دراسة عملية تستطيع أن تحدد بدرجة عالية من الدقة هيكل تمويليا أمثلا لمؤسسة معينة.² كما أن الهيكل التمويلي قد يوجد بسبب الوفورات الضريبية للاقتراض، بسبب نقائص السوق بدون تصورات أصحاب المدخل التقليدي. كما أن مودجلياني وميلر انتقدا افتراض أن تكلفة حقوق الملكية تظل دون تأثير بتغير نسبة الأموال المقترضة بالهيكل التمويلي إلى حد معين وذلك لعدم وجود تبرير كاف لهذا الاقتراض، كما انتقدا القول بأن استخدام قدر معقول من القروض في الهيكل التمويلي لا يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع كبير في المخاطر التي قد يتعرض لها حملة الأسهم العادية.³

1-3-2- مدخل "مودجلياني" و"ميلر" MM.

يعتبر "مودجلياني" و"ميلر" مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث. وقد قدما بناء نظريا متينا أسس على فروض السوق الكامل. وتطور هذا البناء بين فرضيتين متتاليتين ، الأولى عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات والثانية تأخذ بعين الاعتبار الضرائب. حيث ستركز في هذا الفصل على الحالة الأولى أي عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات التي تضم اقتراحين أحدهما ينفي وجود علاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها التمويلي، والثاني يقر بوجود علاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية والرفع المالي.

1-3-2-1- الاقتراح الأول لا علاقة لقيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي:

يقوم تحليل "مودجلياني" و"ميلر" الذي نشره في مقال لهما سنة 1958 على جملة من الفروض نوجزها كما يلي⁴:

¹-A. Capiez , Op. cit. , P.154.

²- محمود محمد عبد الهادي صبح، تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام أسلوب المناجحة على الملكية، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1988، ص 7.

³- جمال بدير علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995، ص 25.

⁴- جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

- وجود سوق كامل لرأس المال حيث المعلومات متاحة لجميع المستثمرين وبدون تكلفة، والمستثمرون يتميزون بالرشد كما أن لهم حرية شراء وبيع الأوراق المالية، أيضا يمكن لهم الاقتراض بنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسات؛
 - المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تواجه نفس المخاطر التشغيلية؛
 - يشترك المستثمرون في نفس وجهات النظر لربح الاستغلال المتوقع؛
 - تقوم المؤسسات بتوزيع كل الأرباح الصافية على حملة أسهمها، أي ليس هناك تأثير لقرار التوزيع؛
 - لا وجود لتكلفة المعاملات؛
 - افتراض عدم النمو، وبالتالي فالقيمة المتوقعة لصافي أرباح التشغيل ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى كما يفترض أنها أبدية؛
 - لا توجد ضرائب على أرباح المؤسسات.
- وبناء على الفروض السابقة يرى MM أن إجمالي المخاطر بالنسبة لكافة حملة الأوراق المالية للمؤسسة لا يتغير بالتغيرات في هيكل رأس المال. كما أن المؤسسات التي لها نفس مستوى المخاطر لا تعتمد قيمتها السوقية الكلية على شكل مزيج من الأموال من حقوق الملكية والاقتراض (الهيكل التمويلي). ولكن تقدر هذه القيمة برسمة صافي ربح التشغيل المتوقع عند معدل مناسب لدرجة الخطر الذي تنتمي إليه أصولها¹. ويعبر عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$V = (E + D) = \frac{NOI}{k} \dots \dots \dots (1 - 25)$$

حيث: k : معدل الرسملة السائد في السوق.

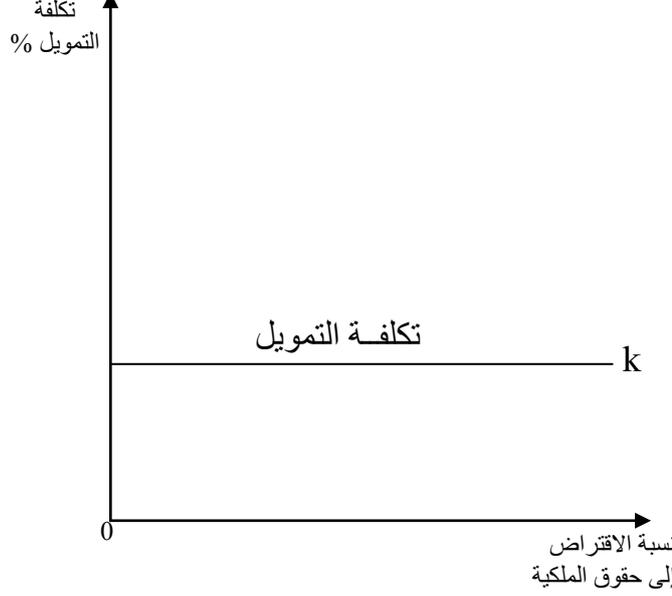
هذا ما اشتهر بالاقتراح الأول ل MM الذي مؤداه: أن تكلفة التمويل المرححة بالأوزان للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها المالي. وتساوي معدل خصم تدفقات العائد للمؤسسة لها نفس المخاطر لكن ممولة فقط بحقوق الملكية². ويوضح ذلك الشكل التالي.

¹ - R. Cobbaut , Théorie financière , 4^{eme} édit , Economica , Paris , 1997, P.381.

² - www.insee.fr/fr/ffc , 31/12/2003.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

الشكل رقم (1-6): العلاقة بين تكلفة التمويل ونسبة الاقتراض لمدخل MM (الاقتراح الأول).



Source: Cobbaut Robat , Théorie financière , 4eme édit , Economica , Paris , 1997, P.383.

ومن ثم فإن قيمة المؤسسة المقترضة تساوي قيمة المؤسسة غير المقترضة وتساوي صافي أرباح التشغيل منسوب إلى المتوسط المرجح لتكلفة الأموال ويساوي صافي أرباح التشغيل منسوب إلى تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة.

لكن الإشكال يظهر في حالة وجود مؤسستان متشابهتان في كل شيء ما عدا هيكلهما المالي قيمتهما السوقية أو تكلفة تمويلهما مختلفة. يرى MM أن المراجحة يتدخلون لإعادة التوازن لتتأكد مصداقية الاقتراح الأول. اعتمادا على افتراض مفاده أن المستثمرين يمكنهم استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة مالية شخصية. فإذا كانت لدينا مؤسستين U ، L متماثلتين في كل شيء عدا هيكلهما المالي. المؤسسة U ممولة بالكامل من حقوق الملكية بينما المؤسسة L تعتمد في تمويلها على أموال الملكية والاقتراض. تحققان نفس العائد \bar{R} ، لكن قيمتهما السوقية مختلفتين بسبب انخفاض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل للمؤسسة L نظرا لانخفاض تكلفة التمويل بالديون.

حسب MM هذه الوضعية لن تدوم. إذ أكدا أن حالة عدم التوازن في السوق المالي لن تستمر، فسوف يؤدي تدخل المستثمرين بتصرفاتهم الرشيدة في سوق رأس المال، عن طريق عملية المراجحة وذلك ببيع أسهم المؤسسات الأعلى قيمة L واقتراض أموال إضافية لحسابهم الشخصي والاستثمار في المؤسسات الأقل قيمة سوقية U بنفس النسبة التي كانوا يمتلكونها ما داموا سيحصلون على نفس العائد لكن باستثمار أقل ودون تحمل مخاطر مالية إضافية (نظرا لتساوي نسبة الاقتراض في الرافعة المالية الشخصية للمستثمر مع الرافعة المالية للمؤسسة). تؤدي هذه العملية من كافة المستثمرين في السوق إلى زيادة العرض من أسهم المؤسسة الثانية L الأمر الذي يؤدي

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

إلى استمرار انخفاض قيمتها السوقية ، وزيادة الطلب على أسهم المؤسسة الأولى U وبالتالي ارتفاع قيمة أسهمها السوقية. وتستمر العملية إلى أن تتساوى القيمة السوقية للمؤسستين¹.

ويحدث العكس إذا كانت القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة $V_U > V_L$.

فالمستثمرون في المؤسسة U يبيعون أسهمهم منها، ثم يستثمرون أموالهم في المؤسسة L لتحقيق نفس العائد وباستثمار أقل، ويستمر الحال إلى أن تصبح $V_U = V_L$.

معنى ذلك أنه إذا كانت هناك مؤسستين تنتميان لنفس طبقة الخطر ومتماثلتين تماما فيما عدا الهيكل التمويلي، وكانت القيمة السوقية لأحدهما أكبر من القيمة السوقية للأخرى فإن عملية المراجعة يمكنها تحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين مهما اختلف هيكلهما التمويلي.

يتضح مما سبق أنه بسبب عملية المراجعة التي شرحها "مودجلياني" و"ميلر" القيمة السوقية للمؤسسة أو تكلفة تمويلها لا تتأثر بالرفع المالي. ولهذا فإن القرارات المالية الخاصة بالهيكل المالي تصبح غير ذات تأثير على قيمة أسهم المؤسسة وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل².

1-3-2-2-2-1 الاقتراح الثاني العلاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الرفع المالي: ينص مودجلياني وميلر على أن تكلفة التمويل لحقوق الملكية بالنسبة للمؤسسة المقترضة تزداد بنسبة كافية لجعل المتوسط المرجح لتكلفة التمويل ثابتا. أي أن العائد المتوقع على الاستثمار في أسهم مؤسسة تستخدم الرفع المالي وتنتمي إلى فئة خطر معينة علاقة خطية في التمويل بالديون³.

ويمكن التعبير عن العائد المتوقع من حقوق الملكية بالعلاقة التالية:

$$k_e = \frac{R - k_d \times D}{E} \dots \dots \dots (1-26)$$

$$R = k \times V = k \times (E + D) \quad \text{و } k = \frac{R}{V} \quad \text{و } V \text{ ثابتتين فإن:}$$

بالتعويض في العلاقة السابقة نجد:

$$k_e = \frac{k \times (E + D) - k_d \times D}{E} = \frac{k \times E + k \times D - k_d \times D}{E}$$

$$k_e = k + (k - k_d) \times \frac{D}{E} \dots \dots \dots (1-27)$$

¹ - سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص.232.

² -Khaled Abdelal and Ghassan Omet, The Ownership Structure, Changing Tax Regulation and the Capital Structure of Industrial Companies Listed on the Jordnian Capital Market, Dirasat, Administrative Sciences, Volume 34, No 2, DAR Publishers, University of Jordan, 2007.

³ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 176.

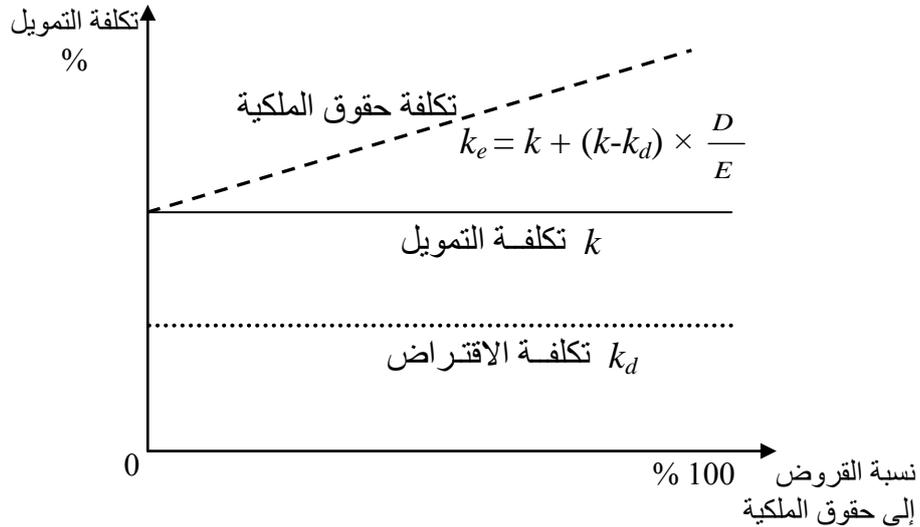
الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

حسب هذه العلاقة الأخيرة فإن معدل العائد على حقوق الملكية يعتبر دالة خطية طردية مع نسبة الرفع المالي¹.

وبالتالي فإن العائد المتوقع والمطلوب على الاستثمار في أسهم مؤسسة تستخدم الرفع المالي يساوي إلى معدل الرسملة k المناسب لفئة خطرهما والمستخدم لخصم أرباح مؤسسة مولة كلية بحقوق الملكية تنتمي إلى فئة الخطر نفسها مضافا إليه علاوة خطر تعكس الخطر التمويلي للمؤسسة وتساوي إلى نسبة الاقتراض إلى الملكية مضروبة بالفرق بين معدل الرسملة المناسب وتكلفة التمويل بالاقتراض على المؤسسة. كما أن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة تساوي تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة تنتمي لنفس طبقة الخطر مضافا إليها بدل مخاطرة يعتمد على الفرق بين تكلفة كل من حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة وتكلفة القروض وعلى نسبة القروض إلى حقوق الملكية. أي أن تكلفة التمويل بالملكية أو العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم المؤسسة يزداد بارتفاع نسبة التمويل بالدين².

وهذا يتطابق مع مدخل صافي الدخل التشغيلي لدوران. حيث أنه عندما تستخدم المؤسسة التمويل المقترض والذي يعد أقل تكلفة من التمويل الممتلك فإن هذا الانخفاض يقابله ارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع المخاطرة المالية وزيادة معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. ويشير كلا من بريلي ومايرز إلى أن هذه الفرضية قد ركزت على المبادلة بين العائد والمخاطرة³.

والشكل التالي يبين اقتراح "مودجلياني" و"ميلر" المتعلق بتكلفة التمويل و أثر الرفع المالي. الشكل رقم (1-7): تكلفة التمويل والرفع المالي في غياب الضرائب.



Source: N. Mourgues , Financement et coût du capital de l'entreprise , Economica , Paris , 1993 , P.237.

¹ - N. Mourgues , , Financement et coût du capital de l'entreprise , Economica , Paris , 1993 , P.237.

² - أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره ، ص 673.

³ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره ، ص 177.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

يلاحظ من الشكل السابق أن التكلفة الكلية للأموال لن تتجه إلى الانخفاض مع لجوء المؤسسة إلى الاقتراض وإحلاله محل حقوق الملكية. ويرجع ذلك إلى أنه مع تزايد الرافعة المالية ترتفع تكلفة حقوق الملكية بالصورة التي تمتص معها الوفورات الناجمة عن انخفاض تكلفة التمويل بالقروض، وذلك لارتفاع المخاطرة المالية نتيجة إحلال القروض محل حقوق الملكية، كما يتضح كذلك أن المتوسط المرجح لتكلفة الأموال يظل ثابتا عند أي درجة للرفع المالي ويساوي تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة وبالتالي تصبح قيمة المؤسسة ثابتة مهما تغير هيكلها التمويلي¹.

وعليه فلا يوجد أي تأثير للهيكال المالي على تكلفة التمويل أو على القيمة السوقية للمؤسسة، وأن الرفع المالي سيؤدي إلى زيادة إيرادات حملة الأسهم. ولكنه في الوقت نفسه سيزيد من تكلفة أموال الملكية، هذه الزيادة الأخيرة سوف تلغي الفوائد الناتجة من الرفع المالي وعلى ذلك لا تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة².

هذا وقد أيدت دراسات أخرى ما توصل إليه مودجيلياني وميلر، حيث أثبت روبرت حمادة سنة 1969 باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وفي حالة توازن سوق رأس المال دون الحاجة إلى فكرة المراجعة وفي عالم بدون ضرائب، أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي وأن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة تزيد بصورة خطية مع تزايد الرافعة المالية. كما أيد ستيجلتيز ما توصل إليه MM بشأن عدم تأثير الهيكال التمويلي على قيمة المؤسسة في ظل افتراضات السوق التام بشرط أن تكون السندات المصدرة خالية من الخطر تماما³.

يؤخذ على التحليل السابق أنه بني على افتراضات السوق التام وهي افتراضات أغلبها غير واقعي، خاصة افتراض عدم وجود تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية وهو شرط أساسي لنجاح عملية المراجعة. كما أن تكاليف المبادلات عادة ما تكون موجبة، إذ أنه يجب دفع عمولات وساطة للمتاجرة بالأوراق المالية (مصاريف للسماسة لا يمكن إغفالها) الأمر الذي قد يلغي المزايا الناجمة عن عملية المراجعة ذاتها.

كما يصعب عمليا إحلال الرافعة المالية الشخصية للمستثمرين بالرافعة المالية للمؤسسة نظرا لعدم تماثلهما من حيث الآثار، ذلك أن المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة المقترضة لن يمتد آثارها إلى الثروة الشخصية لحملة الأسهم إذا ما اقتربت المؤسسة المقترضة من الإفلاس، أما المخاطر المالية التي قد يتعرض لها المستثمر من جراء الرافعة المالية الشخصية (خاصة في حالة تعرضه للإفلاس) قد يمتد آثارها ليس فقط إلى أمواله المستثمرة في شراء أسهم المؤسسة التي أعاد استثمار أمواله فيها بل يمتد أيضا إلى ثروته الخاصة. إضافة إلى ذلك عدم واقعية افتراض تماثل معدل الفائدة على اقتراض كل من المؤسسات والمستثمرين. حيث يشير ستيجلتيز سنة

¹ - حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 1425هـ 2005م، ص 523.

² - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 238.

³ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الفصل الأول: علاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب

1974 إلى أن معدلات الفائدة التي يفترض بها المستثمرون تكون عادة أكبر منها في حالة افتراض المؤسسات، ومن ثم يصعب تحقيق عملية المراجعة نظرا لارتفاع تكلفة الاقتراض التي يتحملها المستثمر عن التكلفة التي تتحملها المؤسسة. وهذا يعني أن المستثمرين في الواقع لن يحاولوا تقليد نسبة الدين إلى الملكية كالمؤسسة تماما، لأن خطر ذلك يكون عظيمًا، وبالتالي تفقد نظرية مودجيلياني وميلر أحد مقوماتها الأساسية المعتمدة على استخدام رافعة تمويل شخصية مساوية لرافعة تمويل المؤسسة¹.

كما يثار الشك أيضا حول افتراض الرشد الاقتصادي في سلوك الوحدات الاقتصادية وافتراض أنها تسعى إلى تعظيم المنفعة المتوقعة، وهو افتراض أساسي بني عليه هذا المدخل. إذ شككت نظريات التنظيم الحديثة في افتراض سعي الوحدات الاقتصادية نحو تحقيق هدف محدد وكذلك افتراض الرشد الاقتصادي للمستثمرين والمؤسسات، حيث أشارت إلى أن سلوك الوحدات الاقتصادية قد لا يتحدد في ضوء أهداف محددة سلفًا بل على العكس من ذلك فقد تتشكل الأهداف بعد حدوث التصرفات وذلك لتبريرها. كما أن الدليل التجريبي لم يؤيد افتراض التوقعات الرشيدة للوحدات الاقتصادية حيث أثبتت بعض الدراسات أن توقعات المديرين متحيزة وليست رشيدة كما أنهم يعطون وزنا لخبرتهم الشخصية ولا يستخدمون كل المعلومات المتاحة لديهم في عملية التنبؤ.

أن المعلومات لا يمكن أن تكون متاحة ومتوفرة بالطريقة التي حددها مودجيلياني وميلر، وذلك بسبب إجماع العديد من المؤسسات عن الإفصاح عما لديها من معلومات وذلك خوفا من الضرر، وعليه فإن فرضية أن المعلومات متاحة للجميع فرضية يسهل دحضها. كما أن هناك من يستغل معلومات من داخل المؤسسة غير متاحة لغيره لتحقيق أرباح من جراء بيع وشراء أوراقها المالية.

يضاف إلى ذلك إهمال أثر الضرائب وتكاليف الإفلاس والوكالة وعدم تماثل المعلومات عند اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة، وكذا عدم واقعية افتراض أبدية وثبات التدفقات النقدية المتوقعة، وعدم تأثرها بالهيكل التمويلي للمؤسسة، إذ من المتوقع أن يتأثر صافي التدفقات النقدية مع زيادة نسبة القروض في الهيكل التمويلي². وأيضا يرى كلا من ليتزنجر وراو أن تطبيق وجهة نظر MM يتطلب كفاءة الأسواق المالية وهو ما يتوفر في الدول المتقدمة دون الدول النامية واستنتجا أن وجهة النظر التقليدية تكون قابلة للتطبيق في هذه الدول أكثر من قابلية تطبيق وجهة نظر MM³.

¹ - محمود عبد الهادي صبح ، مرجع سبق ذكره ، ص 9.

² - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 29.

³ - محمود محمد عبد الهادي صبح ، مرجع سبق ذكره ، ص 8.

خلاصة الفصل:

كما سبق يمكن القول أن المؤسسات تعتمد في تمويلها على الافتراض ذو التكلفة الرخيصة، مما يترتب عليه زيادة ربحية السهم وبالتالي زيادة معدل العائد على الأسهم.

وينتج عن هذه العملية ظهور ما يسمى بالرفع المالي. حيث نجد أنه عند زيادة العائد على الاستثمار عن تكلفة التمويل بالقروض يكون الرفع المالي مرغوبا فيه من طرف المؤسسة، ويصبح فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد أعلى من تكلفة الأموال المقترضة.

وأيا في فترات الرواج على المؤسسة استبدال التكاليف المتغيرة بتكاليف ثابتة لأنها تؤدي إلى زيادة درجة الرفع التشغيلي، مما يؤثر إيجابا على صافي ربح العمليات. أما في حالة الكساد فتحاول استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة لأنها تؤدي إلى تخفيض درجة الرفع التشغيلي مما يضعف الأثر السلبي على ثروة الملاك.

من جهة أخرى اختلفت وجهات النظر حول المزيج من التمويل الذي يحقق الهيكل المالي الأمثل، فمنها ما يقر بوجود هيكل مالي أمثل على المؤسسة أن تسعى إلى تحقيقه ومنها ما يرفض فكرة وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

فحسب المدخل التقليدي يوجد هيكل مالي أمثل يتحقق عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها. أما حسب MM وفي ظل افتراضات السوق التام وفي عالم خالي من الضرائب القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي كما أن تكلفة التمويل بحقوق الملكية لها علاقة خطية طردية مع الرافعة المالية للمؤسسة.

إلا أن وجهات النظر الحديثة انتقدت فروض المداخل السابقة خاصة ما تعلق منها بالضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة استطاعت بموجبها الوصول إلى نتائج مغايرة يتم تناولها في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

تحديد الهيكل المالي في ظل
نظرية التبادل أو التوازن

تمهيد:

بإسقاط افتراضات السوق التام وفي عالم تخضع فيه أرباح المؤسسات للضريبة ينتج عن استخدام الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة منافع وتكاليف تعمل المؤسسة على الموازنة بين أثريهما. فزيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة التمويل، نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية. غير أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بعد نقطة معينة يترتب عليها ظهور تكلفة الإفلاس. بسبب زيادة عبء الفوائد المستحقة الأمر الذي يستدعي تدبير قدر أكبر من الأموال لسداد تلك الأعباء وأصل القرض عندما يحل موعد استحقاقها. أما إذا فشلت المؤسسة عن الوفاء بتلك الالتزامات فقد ينتهي الأمر بإعلان إفلاسها والتكاليف التي تتكبدها في هذه الحالة تكون ناتجة عن عملية الاقتراض من أجل تمويل استثماراتها وهذه التكاليف نوعان، تكاليف الإخفاق وتكاليف الوكالة.

وسنحاول من خلال هذا الفصل تحليل أثر استخدام القروض في الهيكل المالي في

ظل افتراضات السوق غير التام من خلال تناول:

2-1- أثر الوفورات الضريبية؛

2-2- أثر تكلفة الإفلاس(الفشل المالي)؛

2-3- أثر تكلفة الوكالة.

1-2 - أثر الوفورات الضريبية:

من خلال تحليل نظرية الهيكل التمويلي في ظل سوق رأس المال التام وجد أن القرارات التمويلية سواء، إذ يمكن للمؤسسة تمويل استثماراتها بأي مصدر للتمويل دون أن تتأثر قيمتها السوقية. غير أنه وفي ظل سوق رأس المال غير التام فإن القرارات التمويلية تمتد تأثيرها إلى قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية المتوقعة أو المعدل الذي تخصم به هذه التدفقات (تكلفة الأموال). فوجود الضرائب على دخل المؤسسة والمستثمرين ومن ثم وجود حوافز ضريبية تجعل الديون أكثر تفضيلاً من حقوق الملكية الخارجية كمصدر للتمويل. ويعرف هذا المدخل بمدخل مودجلياني وميلر المعدل حيث اعتمدا على نفس الافتراضات في حالة السوق التام مع إسقاط فرض عدم وجود ضرائب على الدخل فقط.

1-1-2 - الوفورات الضريبية للفوائد:

إن عملية المراجعة التي يعتمد عليها التحليل السابق لن تؤدي عملها لعدم واقعية فرض الأسواق المالية التامة. فعدم وجود أسواق مالية تامة سيؤدي إلى زيادة الاختلاف في القيمة السوقية بين المؤسسات التي تستخدم الرفع المالي والتي لا تستخدمه. كما أن فرض تماثل الرفع الذي يكونه المستثمر لنفسه مع الرفع المالي للمؤسسة مشكوك فيه، لأن عجز المؤسسة عن الوفاء بديونها قد يترتب عنه إفلاسها دون المساس بثروة المستثمر على عكس توقع المستثمر عن دفع فوائد قروضه مما يؤدي إلى إعلان عسره المالي، وهو أمر يؤدي إلى ضياع جزء من ثروته. كذلك معدل الاقتراض الذي تحصل به المؤسسة على القروض يختلف عن ذلك الذي يحصل به المستثمر على القروض، لأن المؤسسة تتمتع بدرجة ثقة أكبر من تلك التي لدى المستثمر ناتجة عن الأصول الثابتة التي تمتلكها. بالإضافة إلى إدخال الضرائب على أرباح المؤسسات سوف يسقط نتائج تحليل *MM* حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الاقتراض تعتبر عادة من المصروفات الواجبة الخصم من وعاء الضريبة وهذا يعني أن تكلفة الاقتراض تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه.

هذا الانتقاد الأخير أدى "بمودجلياني" و"ميلر" إلى مراجعة تحليلهما حيث لاحظا زيادة قيمة المؤسسة أو انخفاض تكلفة التمويل بالتغير في درجة الرفع المالي نتيجة الوفر الضريبي الناتج عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي.

وتوصل "مودجلياني" و"ميلر" سنة 1963، إلى أنه بإدخال الضرائب على أرباح المؤسسة، الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكلها المالي والقيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد فقط على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية. فوجود الضريبة على دخل المؤسسة يترتب عليه أن تنخفض تكلفة التمويل، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل من حقوق الملكية. ويمكن توضيح ذلك في التحليل التالي.

القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد فقط على أموال الملكية V_U يمكن الحصول عليها بخصم الربح بعد الضريبة المتاح للملاك. وتعطى بالعلاقة التالية¹:

$$V_U = \frac{R \times (1 - t)}{k_e} \dots \dots \dots (2 - 1)$$

حيث: t : تمثل معدل الضريبة.

بينما أرباح مؤسسة تعتمد على الرفع المالي في تمويلها V_L هي:

$$\bar{B} = \bar{R} - (\bar{R} - kd \times D) \times t = \bar{R} \times (1 - t) + t \times kd \times D \dots \dots \dots (2 - 2)$$

حيث: \bar{B} : تمثل الربح الصافي للمؤسسة بعد الفوائد والضرائب.

من العلاقة السابقة نجد أن الجزء $\bar{R} \times (1 - t)$ يمثل أرباح المساهمين عندما لا تستخدم المؤسسة أية قروض في هيكل رأسمالها. أما الجزء $t \times kd \times D$ فيعبر عن مقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن استخدام القروض. وبالتالي يمكن خصم الربح الصافي للمؤسسة بعد الفوائد والضرائب للحصول على قيمتها السوقية، حيث يتم خصم الجزء الأول من الربح بمعدل خصم هو معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة غير مقترضة مماثلة والذي يساوي تكلفة الأموال أيضا في هذه الحالة، أما الجزء الثاني من الربح (الوفورات الضريبية) فيتم خصمه بتكلفة الاقتراض. ومن ثم يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة كما يلي:

$$V_L = \frac{\bar{R} \times (1 - t)}{k_e} + \frac{t \times k_d \times D}{k_d} = V_U + t \times D \dots \dots \dots (2 - 3)$$

فالوفر الضريبي أو التدفق الخالي من المخاطر يتم خصمه بمعدل خالي من المخاطر k_d . وعليه، القيمة السوقية للمؤسسة ترتفع مع زيادة الرفع المالي بسبب الوفر الضريبي الذي تحدثه الضريبة على الفوائد. أي أن التشريعات الضريبية عادة ما تسمح بخصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة مما يسمح بزيادة صافي الربح بعد الضرائب المتاح لحملة الأسهم، وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تفوق القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض². ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$V = V^* + I \times t \dots \dots \dots (2 - 4)$$

حيث: V : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة؛

V^* : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة؛

I : الفوائد المدفوعة عن الاقتراض؛

t : معدل الضريبة.

¹ - www.crest.fr/pagperso/lei/thesmar , 15/03/2004.

² - محمد عبده محمد مصطفى ، مرجع سبق ذكره ، ص41.

وكما بين مودجيلياني وميلر في حالة عدم وجود الضرائب أن العائد المتوقع على حقوق الملكية يرتبط طرديا بحجم الاقتراض، ويرجع ذلك إلى زيادة درجة المخاطر التي تتعرض لها حقوق الملكية مع زيادة الاقتراض. فإنه أيضا في ظل وجود الضرائب يرتبط العائد المتوقع على حقوق الملكية طرديا مع حجم الاقتراض. إلا أن العائد المطلوب تحقيقه على حقوق الملكية يتجه إلى الانخفاض بسبب انخفاض التعويض اللازم الحصول عليه مقابل المخاطر المالية بمقدار الوفر الضريبي كما يلي¹:

بما أن التدفقات النقدية الداخلة من أصول المؤسسة تعادل التدفقات النقدية الخارجة إلى المساهمين والمقرضين (معدل النمو g معدوم)، فإنه بالنسبة للمؤسسة المقترضة:

$$E \times k_e + D \times k_d = V_u \times k + t \times k_d \times D \quad \dots\dots (2-5)$$

بقسمة طرفي العلاقة على E نجد:

$$\frac{E \times k_e}{E} + \frac{D \times k_d}{E} = \frac{V_u \times k}{E} + \frac{t \times k_d \times D}{E}$$

$$k_e = \frac{V_u \times k}{E} - (1-t) \times k_d \times \frac{D}{E} \quad \dots\dots (2-6)$$

$$V_U = E + (1-t) \times D \quad \text{أي:} \quad V_L = V_U + t \times D = E + D$$

فإن:

$$k_e = \frac{E + D \times (1-t)}{E} \times k - (1-t) \times k_d \times \frac{D}{E}$$

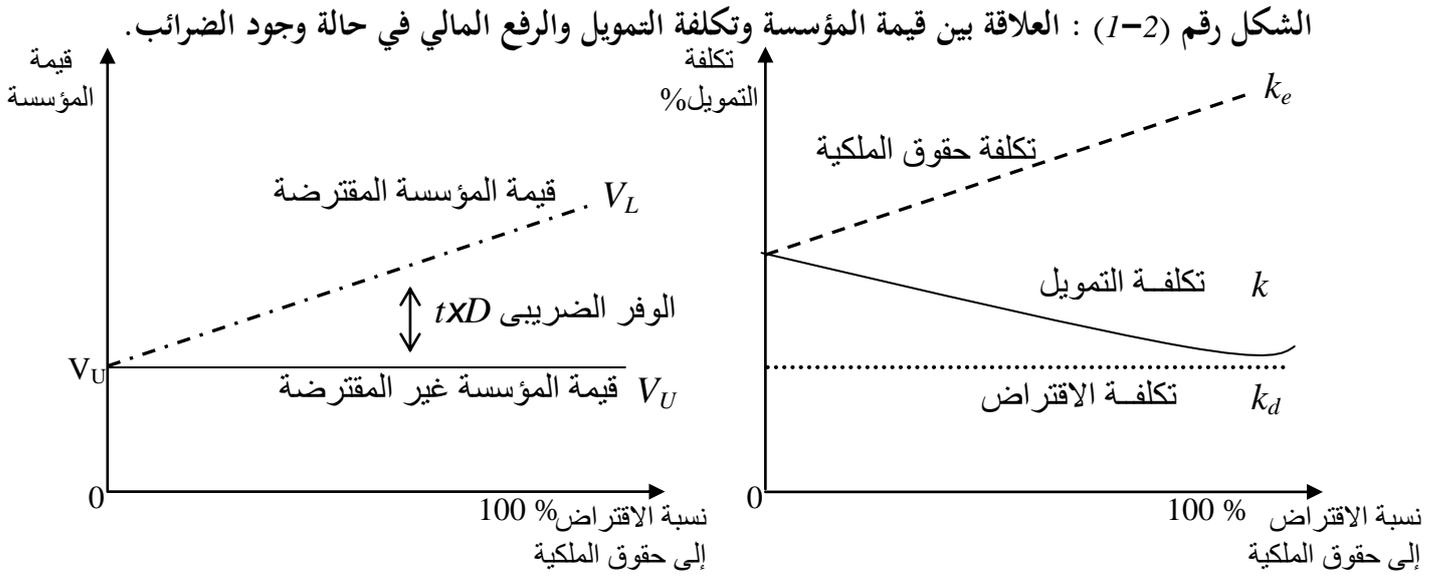
$$= \left[1 + \frac{D}{E} \times (1-t) \right] \times k - (1-t) \times k_d \times \frac{D}{E}$$

$$= k + (1-t) \times (k - k_d) \times \frac{D}{E} \quad \dots\dots\dots (2-7)$$

وبالتالي فتكلفة التمويل بعد الضرائب تكون متناقصة مع ارتفاع نسبة الرفع المالي في ظل افتراض ثبات تكلفة الاقتراض، حيث تصل إلى أدنى حد لها عندما تعتمد المؤسسة كلية على الاقتراض في هيكلها المالي². والشكل التالي يوضح ذلك.

¹ - حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره ، ص534.

² - A. Capiez , Op. cit. , P.157.



Source: J. Teutié & P. Topsacalian Finance , Carlo Descamps , France , 1994 , P.326.

يتضح من الشكل السابق أنه عند فرض الضريبة على دخل المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض، فإن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل ينخفض، ذلك أن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم خصمها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها. ومن هنا نجد أنه يمكن للمؤسسة تخفيض تكلفة تمويلها ومن ثم تعظيم قيمتها السوقية باستمرار زيادة درجة الرفع المالي (بزيادة نسبة الأموال المقترضة بميكلها التمويلي) إلى أقصى حد ممكن. وبالتالي فإنه لتحقيق هيكل مالي أمثل يجب على المؤسسة توظيف أكبر قدر ممكن من القروض¹.

وقد توصل روبرت حمادة 1969 إلى نفس النتائج السابقة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في حالة توازن سوق رأس المال وفي ظل وجود ضرائب على دخل المؤسسة دون اللجوء إلى فكرة المراجعة. لكن "رايتسمان Wrightsman" يرى أن المزايا الناتجة من استخدام القروض والمتمثلة في زيادة القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على نوعية القروض المستخدمة، فتزداد معها القيمة السوقية للمؤسسة إذا كانت غير خطيرة. أما إذا كانت خطيرة فقد لا تزداد معها قيمة المؤسسة².

غير أن ميلر سنة 1977، قدم نموذجاً للهيكل التمويلي للمؤسسة أثار الكثير من الجدل حول تأثير أو عدم تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة. توصل من خلاله إلى أنه في حالة التوازن العام، وفي ظل خضوع المستثمرين للضريبة على الدخل بجانب الضريبة على دخل المؤسسة، تصبح القرارات التمويلية سواء. أي لن يكون هناك أي تأثير للهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة. وبالتالي هناك استقلالية بين القيمة السوقية للمؤسسة وهيكلها التمويلي حتى في حالة وجود الوفورات الضريبية³. وأنه لا توجد أية مزايا للاقتراض عندما تتساوى

¹ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص.246.

² - محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سبق ذكره، ص.71.

³ - J. M. Gagnon, N. Khoury, Traité de gestion financière, 3^{ème} édition, Eska S.A.R.L, Paris, France, P 451.

الوفورات الضريبية الناجمة عن فرض الضريبة على دخل المؤسسة t مع الضريبة الشخصية الإضافية التي يدفعها المستثمرون والمتمثلة بالضريبة الشخصية على الفوائد t^{**} ، والضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم t^* . وقد أسس ميلر تحليله على الافتراضات التالية¹:

- عدم وجود تكلفة إصدار أو تكلفة معاملات، كما أن جميع الديون خالية من الخطر؛
- ضآلة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة حتى في حالة السندات الخطرة بالمقارنة بالوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض؛
- معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي صفر إذا ما قامت المؤسسة باحتجاز الأرباح المحققة ولم تجر أية توزيعات، وإذا لم يتم حملة الأسهم العادية ببيعها. وبالتالي لن تتحقق أرباحاً رأسمالية فعلية تخضع للضريبة؛
- استمرار المؤسسات بإصدار المزيد من السندات تغطي الطلب المحتمل من قبل المستثمرين المعفى دخولهم من الضريبة الشخصية على الدخل، وكذا الذين يخضعون للضريبة على الدخل بمعدل يقل عن معدل الضريبة على دخل المؤسسة، لما لذلك من تأثير إيجابي على القيمة الحالية للوفورات الضريبية ومن ثم على قيمة المؤسسة حتى تتحقق حالة التوازن العام في سوق رأس المال. أي الحالة التي تصل فيها المؤسسات إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى فيها معدل الضريبة على دخله من السندات مع معدل الضريبة على دخل المؤسسة. حيث تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مساوية للصفر. عندها يكون السوق قد وصل إلى الهيكل التمويلي الأمثل لجميع المؤسسات (المستوى الكلي). ووفقاً لنموذج ميلر، وفي حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن قيمة المؤسسة وفق ما توصلت إليه دراسة *MM* في النظرية المصححة أن للاقتراض وفورات ضريبية يترتب عليها ارتفاع القيمة السوقية لها. ثم عند فرض الضريبة الشخصية على دخل الفرد من الأسهم والسندات فإن صافي قيمة الوفورات الضريبية تتأثر بمعدلات الضريبة الشخصية الإضافية. ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1-t) \times (1-t^*)}{(1-t^{**})} \right] \times D \quad \dots\dots\dots (2-8)$$

وبالتالي تعطى الوفورات الضريبية بالعلاقة التالية:

$$DI = \left[1 - \frac{(1-t) \times (1-t^*)}{(1-t^{**})} \right] \times D \quad \dots\dots\dots (2-9)$$

حيث: DI : الوفر الضريبي؛

t : معدل الضريبة على دخل المؤسسات؛

¹ - جمال بدير علي الخولي ، مرجع سبق ذكره، ص 33.

* t : معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم (التوزيعات + الأرباح الرأسمالية)؛

** t : معدل الضريبة على دخل حملة السندات؛

D : حجم القروض.

ومن خلال هذا التحليل توصل ميلر إلى جملة من النتائج، أهمها¹:

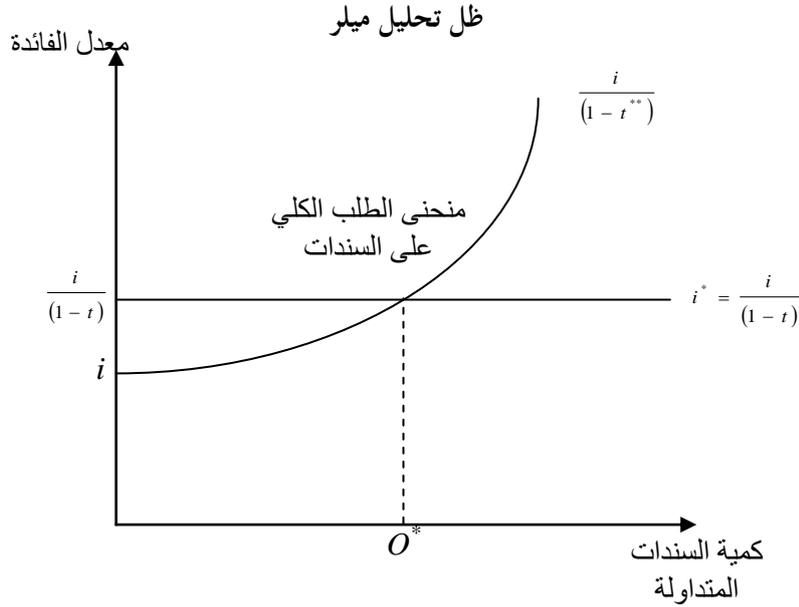
- تنعدم القيمة الحالية للوفورات الضريبية في حالة عدم وجود ضرائب. وبالتالي قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي (MM1958)؛
 - في حالة وجود ضرائب على دخل المؤسسة فقط، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض تتمثل في القيمة (tXD)، وأيضا في حالة تساوي معدل الضريبة الشخصية على عائد السندات مع معدل الضريبة الشخصية على عائد الأسهم (MM1963)؛
 - إذا كان معدل الضريبة الشخصية على دخل السندات أكبر من معدل الضريبة الشخصية على دخل الأسهم ($t^* > t^{**}$)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية تصبح أقل من القيمة (tXD). وكلما زاد هذا الفرق اقتربت القيمة الحالية للوفورات الضريبية من الصفر، بل وقد تتحول إلى قيمة سالبة. ومن ثم، وفي ظل الضريبة التصاعدية، قد تستطيع المؤسسة تحقيق وفورات ضريبية عن طريق المزيد من الاقتراض طالما القيمة: $(1 - t^*) > (1 - t^{**}) \times (1 - t)$.
 - عندما تصبح القيمة $(1 - t^*) = (1 - t^{**}) \times (1 - t)$ تكون القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر، ولن يترتب عن زيادة نسبة الاقتراض أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة. وهي تمثل حالة التوازن التي تسعى إليها كافة المؤسسات وتحقق عندها أكبر قيمة حالية للوفورات الضريبية وأعلى مستوى للقيمة السوقية للمؤسسة (على المستوى الكلي)؛
- وبالتالي فحسب ميلر وبسبب الضريبة الشخصية على دخل المستثمرين لا يكون للهيكل التمويلي في حالة التوازن أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة بصفة منفردة حتى في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة. غير أنه يشر إلى وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسات كافة بوصفها كتلة واحدة تتوقف مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين، كما تتوقف على حجم الموارد المتاحة للاستثمار لديهم. هذا الهيكل المثالي لا يمكن له أن يتم إلا إذا استطاعت تلك المؤسسات تلبية احتياجات كافة المستثمرين الراغبين في شراء السندات. أي أولئك المستثمرين الذين يخضعون لضريبة على دخولهم تقل عن معدل الضريبة على دخل المؤسسة. ويؤكد ميلر على أنه ببلوغ حالة التوازن تتساوى الوفورات الضريبية الناجمة عن فرض الضريبة على دخل المؤسسة مع الضريبة الشخصية الإضافية التي يدفعها المستثمرون. وبذلك لا يكون هناك أية مزايا للاقتراض².

¹ جمال بدري علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 199-200.

ويمكن توضيح تحليل ميلر الخاص بتوازن سوق السندات في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): توازن سوق السندات في



حيث i : يمثل معدل الفائدة في حالة التوازن على السندات المعفاة من الضريبة.

المصدر: جمال بدير علي الحولي ، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995، 34.

يمثل المنحنى ذو الميل الصاعد منحنى الطلب الكلي على السندات ، حيث يتقاطع مع محور الترتيب عند معدل الفائدة على السندات المعفاة من الضريبة i في حالة التوازن(السندات الحكومية) التي تعتبر محل جذب للاستثمار من طرف جميع المستثمرين حتى الذين يخضعون للضريبة الشخصية على الدخل.

ولدفع هؤلاء المستثمرين للتعامل في سوق سندات المؤسسات والتي تخضع للضريبة الشخصية على الدخل يتوقع أن يكون معدل الفائدة على هذه السندات i^* مرتفعا حتى يعوضهم عن العبء الضريبي للدخل حيث

$$i^* = \left(\frac{i}{1-t} \right) \text{ يساوي}$$

وفي ظل الضريبة التصاعدية على الدخل يفترض أن يستمر معها معدل الفائدة على السندات الخاضعة للضريبة i^* في الارتفاع. حتى يتقاطع منحنى الطلب الكلي مع منحنى العرض الكلي عند المستوى $\left(\frac{i}{1-t} \right)$ فيحدد بذلك حالة التوازن حيث أن النسبة بين عائد السندات المعفاة من الضريبة وعائد السندات الخاضعة للضريبة تساوي القيمة $(1-t)$ ، وهي الحالة التي تكون فيها قيمة المؤسسة السوقية مستقلة عن هيكلها التمويلي (O^*).

غير أن الخصم الضريبي لفوائد القروض تعرض لجملة من الانتقادات أهمها¹:

¹ - محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سبق ذكره، ص 75.

- تنعكس الميزة الضريبية للتمويل بالديون عادة في تكلفة الأموال المملوكة باعتبار أن التوزيعات تكون مرتفعة في حالة التمويل بالديون مقارنة بالتوزيعات في حالة عدم استخدام الديون التي تندثر معها الوفورات الضريبية للفوائد؛
- معدل الضريبة الفعال على الدخل الناتج من الفوائد التي يحصل عليها المستثمر أكبر من معدل الضريبة الفعال المفروض على الدخل الشخصي لنفس المستثمر من الأسهم العادية، هذا الفرق في المعاملة الضريبية يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه المقرضون قبل الضرائب. وبالتالي يعوض تماما الوفر الضريبي لفوائد القروض؛
- بالنسبة للمؤسسات العامة تدخل الضرائب المدفوعة ضمن التكاليف التي يراعى إدخالها عند حساب الإيرادات، مما يعني أن الوفر الضريبي لفوائد القروض يميل لصالح المستهلكين وليس المساهمين فيها؛
- لا يؤثر الوفر الضريبي للفوائد على جميع الاستثمارات الرأسمالية بطريقة واحدة. مما يؤدي بالمؤسسات إلى اتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية في منظور المجتمع، باعتبار أنها تواجه مخاطر أعمال مختلفة. الأمر الذي يدفعها إلى اختيار مستويات مختلفة من القروض في هياكل تمويلها بهدف الاستفادة من الدعم الحكومي للفوائد. لأن الحكومة تدعم استثمارات رأسمالية تنتج سلعا مختلفة بمعدلات دعم مختلفة بهدف التأثير على كميات السلع المنتجة وأسعارها وكذا مستويات الاستهلاك منها؛
- يتحيز الدعم الضريبي للفوائد لصالح المؤسسات الكبيرة الحجم باعتبارها تدفع ضرائب دخل مرتفعة مقارنة بالدعم الذي تحصل عليه المؤسسات صغيرة الحجم، مما يشجع المؤسسات الكبيرة على الاقتراض حيث تنخفض تكلفة الأموال مقارنة بالمؤسسات الصغيرة؛
- تحيز التشريعات الضريبية التي تسمح بالخصم الضريبي للفوائد ضد الأموال المملوكة باعتبارها تخضع لازدواج ضريبي (ضريبة المؤسسات + ضريبة الأشخاص)، بل هذا التحيز وصل إلى حد السماح بخصم تكاليف إصدار السندات دون معاملة تكاليف إصدار الأسهم العادية بالمثل، الأمر الذي يحول دون ارتباط المستثمرين بالمشروعات المبتكرة والمرتفعة درجة المخاطرة.

2-1-2- الوفورات الضريبية الأخرى من غير الفوائد:

امتدادا لتحليل ميلر بشأن توازن سوق السندات، وفي دراسة لـ "دي أنجلو و ماسوليس *De Anglo et Masulis*" سنة 1980 قدما نموذجا لاختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة في ظل وجود وفورات ضريبية بديلة للوفر الضريبي للفوائد، مثل الوفورات الناجمة عن أقساط الاهتلاك أو الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار توصلا من خلاله إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض والوفورات الضريبية الأخرى. ومن ثم حالة السواء للرفع المالي للمؤسسة التي افترضها ميلر قد لا تستمر طويلا، لأن التغيرات النسبية في أسعار الأوراق المالية قد تؤدي إلى توازن السوق وسيكون لكل مؤسسة فردية هيكل تمويلي أمثل عند تساوي الوفورات الضريبية الحدية

المتوقعة نتيجة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل مع الخسائر المتوقعة نتيجة خضوع المستثمرين للضريبة الشخصية على الدخل¹.

حيث أنه باستخدام نموذج التفضيل حسب الحالة في تحليل اتخاذ المؤسسة لقرار اختيار الهيكل التمويلي واتخاذ المستثمرين قرارات اختيار محافظهم الاستثمارية في ظل تفاوت معدلات الضريبة الشخصية على الدخل من الأسهم والسندات وتفضيلات المستثمرين بشأن المخاطرة والشريحة الضريبية التي ينتمون إليها، وبناء على ما أسفر عليه تحليل ميلر من إمكانية تقسيم المستثمرين أنفسهم إلى عملاء للرافعة المالية للمؤسسة على أساس الشريحة الضريبية التي ينتمون إليها، أي ما يعرف بظاهرة تأثير العميل *Clientel Effect* افترض (DM) ² أن مجموعات المستثمرين يمكن أن توجد في الشرائح الضريبية التالية³:

$$1- (1-t^{**}) > (1-t^*) \times (1-t)$$

$$2- (1-t^{**}) = (1-t^*) \times (1-t)$$

$$3- (1-t^{**}) < (1-t^*) \times (1-t)$$

وبما أن نموذج (DM) يعتبر امتدادا لتحليل ميلر بشأن توازن سوق السندات إلا أن هناك بعض الاختلافات بينهما، ذلك أن نموذج (DM) يفترض أن التغير في الرافعة المالية للمؤسسة سوف يؤثر على قيمتها السوقية بينما يتوقع نموذج ميلر عدم وجود مثل هذا التأثير. كذلك يفترض (DM) أن الأسعار النسبية للأسهم والسندات تدل ولو ضمنا على صافي المزايا الضريبية للديون (نتيجة خضوع المؤسسة والمستثمرين للضريبة على الدخل). ومعنى ذلك أنه عند إحلال الديون محل حقوق الملكية فإن التدفقات النقدية بعد الضريبة الشخصية على دخل المستثمر الحدي في السندات في حالة استثمار دينار واحد إضافي في شراء السندات وهي القيمة $(1-t^{**})$ ، تزيد عن التدفقات النقدية بعد الضريبة الشخصية على الدخل الذي يضحى به المستثمر الحدي في الأسهم والتي تمثل القيمة $(1-t^*) \times (1-t)$.

أي أن تحليل (DM) يفترض أن حالة التوازن يجب أن تحقق الشرط التالي:

$$t^{**} < (t+t^{**}) \times (1-t) \quad \text{أو} \quad (1-t^{**}) > (1-t^*) \times (1-t)$$

بينما يفترض ميلر في تحليله أن صافي التأثير الضريبي في حالة التوازن يجب أن يساوي الصفر أي:

$$(1-t^{**}) = (1-t^*) \times (1-t)$$

غير أنه وفي ظل تأثير ظروف عدم التأكد بجانب الوفورات الضريبية أن نقطة التوازن التي لا يكون فيها للاقتراض أية مزايا ضريبية لا بد وأنها تتأثر بمخاطر التشغيل أو المخاطر المنتظمة للتدفقات النقدية للمؤسسة وأنه

¹ جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص35.

² يقصد بـ (DM) العلمان دي أنجلو وماسوليس *De Anglo et Masulis*

³ نفس المرجع، ص35.

يمكن التوصل إلى هيكل التمويل الأمثل - حتى في ظل غياب تكلفة الإفلاس أو تكلفة الوكالة أو تأثير عدم تماثل المعلومات على مستوى المؤسسة الفردية وليس على المستوى الكلي لجميع المؤسسات.

من جهة أخرى وعلى الرغم من العلاقة العكسية بين الرافعة المالية للمؤسسة والوفورات الضريبية الأخرى، إلا أنه قد يؤثر معدل التضخم على معدل الضريبة الحقيقي على دخل المستثمرين وكذا الوفورات الضريبية الحقيقية التي تجنيها المؤسسة. وبالتالي لن تعتمد المؤسسة على معدلات الضرائب فقط في اختيار هيكل تمويلها ، وإنما أيضا في ضوء معدلات التضخم باعتباره مشجعا على التمويل بالقروض، لأن القيمة الحقيقية لفوائد القروض ستتنخفض عند سدادها لأصحابها بمقدار معدل التضخم. لذلك يجب تعديل تكلفة القروض لتصبح¹:

$$kd = [i \times (1 - t) - f] \dots\dots (2 - 10)$$

حيث: f : معدل التضخم

فانخفاض معدل الفائدة الحقيقي بسبب معدل التضخم من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض معدل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض نتيجة زيادة معدل الضريبة الحقيقي على دخل المؤسسة بسبب استخدام التكلفة التاريخية وليس تكلفة الإحلال عند حساب الدخل الخاضع للضريبة. كذلك قد يؤدي التضخم إلى زيادة معدلات الضريبة الشخصية على الدخل من خلال خضوع الأرباح الرأسمالية الاسمية وليست الحقيقية للضريبة على دخل حملة الأسهم، بسبب أن جزء من مدفوعات الفائدة الاسمية على القروض يستقطع عند حساب الضريبة حتى ولو سددت فعليا من أصل القرض.²

ومن ثم فإن تحديد معدل الضريبة الحقيقي على دخل حملة السندات وكذا الوفورات الضريبية الحقيقية التي تجنيها المؤسسة - نتيجة مدفوعات فوائد القروض - يعتمد على معدل التضخم ومعدل الفائدة الاسمي حتى ولو كانت معدلات الضريبة القانونية ثابتة، كما أنه إذا اختلف معدل الضريبة على التوزيعات عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية لبعض أو كل المستثمرين فإن حالة التوازن التي افترضها ميلر بشأن العلاقات الضريبية قد لا تتحقق في ظل وجود التضخم، حيث أن تأثير التضخم من خلال تغيير معدلات الضريبة الحقيقية قد يحدث تغييرا في مستويات التوازن الكلي لكل من القروض(السندات) وحقوق الملكية (الأسهم) على مستوى الاقتصاد ككل.

وفي ظل تفاعل قرارات التمويل وقرارات الاستثمار تتوقف العلاقة بين الوفورات الضريبية الأخرى والوفورات الضريبية للفوائد على أكثرين هما أثر الدخل وأثر الإحلال. فكلما زادت الوفورات الضريبية الأخرى الناجمة عن زيادة أقساط الاهتلاك انخفضت أهمية الوفورات الضريبية للفوائد ، وهو ما يطلق عليه أثر الإحلال. غير أن زيادة أقساط الاهتلاك نتيجة زيادة حجم الاستثمار من شأنه أن يزيد من أرباح المؤسسة ، وبالتالي زيادة

¹ - محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سبق ذكره ، ص 72.

² - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 36-37.

مدفوعات الضرائب ، مما يدفع المؤسسة إلى الاعتماد على مزيد من القروض بهيكلها التمويلي للاستفادة من الوفورات الضريبية للفوائد ، وهو ما يعرف بأثر الدخل¹.

فإذا كان أثر الإحلال أكبر من أثر الدخل ، فيتوقع أن تؤدي زيادة الوفورات الضريبية الأخرى إلى انخفاض نسبة الديون بالهيكل التمويلي. أما إذا كان أثر الدخل أكبر من أثر الإحلال ، فيتوقع أن تؤدي الزيادة في معدل الاهتلاك كمصدر للوفورات الضريبية الأخرى إلى زيادة نسبة الديون بالهيكل التمويلي.

وتنتج الوفورات الضريبية الأخرى من الاهتلاكات والإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار والخسائر الضريبية المرحلة. ويمكن التعبير عن الوفورات الضريبية الأخرى باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الوفورات الضريبية الأخرى} = \frac{\text{الاهتلاكات} + \text{الإعفاءات} + \text{الخسائر}}{\text{دخل التشغيل قبل الاهتلاك}} \times 100 \dots\dots\dots (11-2)$$

والمؤونات الضريبية المرحلة والفوائد والضرائب

وعموما لقد تعرض مدخل الوفر الضريبي لجملة من الانتقادات كون أن النماذج السابقة بنيت على افتراضات السوق التام فيما عدا خضوع المؤسسة والمستثمرين للضريبة على الدخل ومن ثم يؤخذ عليها نفس الانتقادات التي وجهت للمدخل الاقتصادي. وأيضاً²:

- افتراض ميلر أن حملة الأسهم لن يحققوا عائداً فعلياً يخضع للضريبة الشخصية (توزيعات أو أرباح رأسمالية)، بينما تقوم المؤسسات في الواقع العملي بإجراء توزيعات على حملة الأسهم، كما أن المساهمين قد لا يحتفظون بالأسهم إلى الأبد ومن ثم قد يحققوا أرباحاً رأسمالية تخضع للضريبة الشخصية على الدخل.

- إضافة إلى أن التعديل الضريبي في الو.م.أ لعام 1986 أصبح بموجبه معدل الضريبة الشخصية على فوائد القروض وعلى التوزيعات مساوياً لمعدل الضريبة الشخصية على الأرباح الرأسمالية، ومن ثم فقد أسقط افتراض ميلر القائل بانخفاض معدل الضريبة الشخصية على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضريبة الشخصية على التوزيعات؛

- كذلك أن العلاقة بين عائد كل من أسهم وسندات المؤسسات وعائد السندات الحكومية المعفاة من الضريبة قد يخل بنموذج ميلر، فمن المتوقع أن تكون هناك حالة توازن بين عائد الأسهم وعائد السندات المعفاة من الضريبة حيث أن عائد هذه الأخيرة يبلغ 75% من عائد السندات التي تصدرها المؤسسات، وبالتالي يمكن اعتبار الفرق 25% معدل ضريبي ضمني على السندات الحكومية ، لكنه يقل عن الضريبة على دخل المؤسسة الأمر الذي يجعل هذه السندات مصدر جذب للمستثمرين بدل شرائهم للأسهم؛

¹ جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² نفس المرجع ، ص ص 37-38.

- معدل الضريبة الضمني على السندات الحكومية قد يرتفع إلى 46% بسبب المخاطر التي يتعرض لها هذا النوع من السندات وهو معدل يعادل تقريبا معدل الضريبة على دخل المؤسسة وفق نموذج ميلر أي ($t^*=t$)، وبافتراض ($t^*=0$) تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية معدومة ولن تستطيع أي مؤسسة فردية أن تضيف المزيد إلى قيمتها السوقية حيث تصل جميع المؤسسات إلى حالة التوازن؛

- عدم استمرارية نموذج ميلر في ظل قيود السوق غير التام كون أن بعض المؤسسات تعتمد على مزيد من القروض بأكملها التمويلية بالمقارنة بالصناعة التي تنتمي إليها وبما يعظم من قيمتها السوقية على عكس حالة التوازن التي افترضها ميلر على مستوى الصناعة ككل.

2-1-3- الوفورات الضريبية المتاحة للمؤسسات الجزائرية: تخضع أرباح المؤسسات الجزائرية للضريبة على أرباح المؤسسات محددة قانونا بقانون الضرائب المباشرة وغير المباشرة والرسوم المتماثلة، حيث نصت المادة 150 من هذا القانون على أن تحدد الضريبة على أرباح الشركات كما يلي:

- 19% بالنسبة للأنشطة المنتجة للمواد والبناء والأشغال العمومية وكذا الأنشطة السياحية. ويطبق هذا المعدل كذلك على الأنشطة المختلطة في حالة ما إذا كان رقم أعمال الأنشطة المذكورة سلفا يساوي أو يفوق 50% من رقم الأعمال الإجمالي؛

- 25% بالنسبة للأنشطة التجارية والخدمات. كما يطبق هذا المعدل على الأنشطة المختلطة عندما يتجاوز رقم الأعمال المحقق فيها من التجارة والخدمات 50% من رقم الأعمال الإجمالي.

ويحدد الربح الصافي بعد خصم التكاليف التي تتضمن الفوائد فتحقق المؤسسات بذلك وفورات ضريبية. أما بالنسبة للوفورات الضريبية الأخرى فهي كثيرة وأهمها الاهتلاكات والاعفاءات لتشجيع الاستثمار وترحيل الخسارة الضريبية للأمام لمدة 5 سنوات.

فتخصم من الربح الخاضع للضريبة الاهتلاكات الحقيقية التي تمت فعلا في حدود تلك الاهتلاكات المقبولة حسب الاستعمالات من كل نوع من أنواع الصناعة أو التجارة أو الاستغلال المنصوص عليها عن طريق التنظيم¹. حيث يطبق بقوة القانون نظام الاهتلاك المالي الخطي على كل التثبيات. غير أنه يمكن حساب الاهتلاك المالي للتجهيزات التي تساهم مباشرة في الإنتاج داخل المؤسسات من غير المباني السكنية والورشات والمخلات المستعملة في ممارسة المهنة حسب نظام الاهتلاك المالي التنازلي.

وأیضا بالنسبة للإعفاءات والمسموحات فنجد منها:

- الإعفاء من الحقوق الجمركية فيما يخص السلع المستوردة وغير المستثناة من المزايا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار؛

¹ - المادة 147 من قانون الضرائب المباشرة وغير المباشرة؛

- الإعفاء من الرسم على القيمة المضافة فيما يخص السلع والخدمات غير المستثناة المستوردة أو المكتناة محليا والتي تدخل مباشرة في إنجاز الاستثمار؛
 - وتستفيد الاستثمارات ذات الأهمية بالنسبة للاقتصاد الوطني من مزايا تعدد عن طريق التفاوض بين المستثمر والوكالة أهمها:
 - في مرحلة الاستغلال ولمدة أقصاها 10 سنوات ابتداء من تاريخ معاينة الشروع في الاستغلال التي تعدها المصالح الجبائية بطلب من المستثمر:
 - الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات؛
 - الرسم على النشاط المهني؛
 - إعفاء من الرسم العقاري فيما يخص الملكيات العقارية المخصصة للإنتاج؛
 - إعفاء من حقوق التسجيل فيما يخص العقود التأسيسية للشركات والزيادات في رأس المال إلى غيرها من الاعفاءات والمزايا
- 2-2- أثر تكلفة الإفلاس (الفشل المالي):**

يعني الإفلاس عدم قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المالية باستمرار مما يؤدي إلى إعلان أو تأكيد الإفلاس القانوني للمؤسسة أو خضوعها لإعادة التنظيم بإشراف السلطات المتخصصة. غير أنه كثيرا ما يستخدم مفهوم الفشل كبديلا عن الإفلاس مشيرا إلى لحظة انتهاء حياة المؤسسة بإشهار إفلاسها، في حين يستخدمه آخرون للإشارة إلى المرحلة التي تلي إعلان إفلاس المؤسسة أي مرحلة خروجها من النشاط الاقتصادي،... إلا أن هناك مفهوما اقتصاديا يعتبر أكثر وضوحا للفشل، حيث يعرفه بأنه عدم قدرة المؤسسة على تحقيق معدل عائد على الأصول المستثمرة يساوي على الأقل أو يساوي التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر فيها. ومما سبق يمكن التمييز بين مظهرين للإفلاس هما¹:

* **العسر الفني *Technical Insolvency***: وهو الموقف الذي تعجز فيه المؤسسة عن مواجهة التزاماتها المستحقة رغم أن موجوداتها تفوق التزاماتها، ويعبر عن هذا المفهوم عادة بأزمة سيولة حيث تواجه المؤسسة عدم القدرة على مواجهة احتياجاتها النقدية الفورية لفترة تمتد من يوم واحد وقد تستمر لعدة شهور بسبب ضعف الربحية لديها. لكن المؤسسة قد تستطيع تحويل أصولها شبه النقدية إلى نقدية تتمكنها من الوفاء بالتزاماتها، ويشار إليه أيضا بالتعثر المالي المؤقت. هذا النوع لا يشكل خطرا حقيقيا لكن تكراره قد يؤدي إلى فقدان المؤسسة إلى سمعتها الائتمانية وعدم الحصول على تسهيلات ائتمانية جديدة وبالتالي الوقوع في الإعسار الحقيقي.

¹ - محمد وليد فريد حمدان، بناء نموذج للتنبؤ بالفشل المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعي التأمين والبنوك، أطروحة دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، المملكة الأردنية الهاشمية، آذار 2008، ص 11.

* العسر الدائم أو الحقيقي *Permenant Insolvancy*: ويقصد به التعثر المالي المستمر وهو الموقف الذي تعجز فيه المؤسسة عن مواجهة التزاماتها المستحقة ، حيث تفوق قيمة التزامات المؤسسة قيمة أصولها، هذا التعثر يؤدي إلى الفشل المالي. لذلك لا بد من التفرقة بين التعثر والفشل ، حيث أن التعثر يمثل مرحلة أو مراحل تسبق الفشل الذي يؤدي بالنهاية إلى حالة الإفلاس ثم التصفية¹.

غير أن هناك من يقدم مفهوماً أكثر تحفظاً للعسر المالي الحقيقي يقوم على مقارنة القيمة السوقية للأصول في المؤسسة مع قيمة التزاماتها. أي أن إعادة تقييم الأصول لإظهار وضع المؤسسة الحقيقي والتغلب على عيوب طريقة التكلفة التاريخية التي قد تظهر الأصول بأقل مما يجب في حالة ارتفاع الأسعار، أو تهمل ارتفاع قيمة هذه الأصول كنتيجة للتحسن في وضعها الفني².

2-2-1- مراحل الفشل المالي.

تمر المؤسسة الفاشلة بعدة مراحل قبل الوصول إلى الإعلان عن الفشل المالي يمكن تلخيصها كما يلي³:

- ✓ **المرحلة التمهيديّة (النشوء):** هي المرحلة الأولى التي تمر بها المؤسسة وعادة ما تكون غير ملاحظة، وتحدث عندما تبدأ المشاكل المالية بالظهور أو النشوء. أي وجود عيوب لدى المؤسسة كامن لا يترتب عنها أية أخطاء أو فساد واضح في أداء المؤسسة، وبالتالي فإن قوائمها المالية ومؤشراتها المالية لن تكون ذات أهمية في كشف هذه العيوب. حيث تتركز هذه العيوب غالباً في إدارة المؤسسة خاصة المستويات العليا منها (كون المدير العام ذي سلطة مطلقة تهمش وتلغي دور بقية المدراء التنفيذيين، أو أن يجمع شخص واحد بين مناصبي المدير العام ورئيس مجلس الإدارة)، أيضاً أن تعاني المؤسسة من ضعف على مستوى الإدارة المالية، أو أن تكون غير قادرة على التكيف مع المستجدات من الظروف التي تحيط بها⁴.
- ✓ **مرحلة الضعف المالي:** وتحدث هذه المرحلة عندما تلاحظ إدارة المؤسسة وغيرها حدوث تعثر مالي في المؤسسة. حيث تبدأ المؤسسة في هذه المرحلة بارتكاب أخطاء جوهريّة (كارثية) كنتيجة لتلك العيوب التي تعاني منها المؤسسة. ويكون ذلك عادة عندما تواجه المؤسسة عدم القدرة على مواجهة احتياجاتها النقدية الفورية، وفي هذه الحالة تكون أصول المؤسسة أكبر من التزاماتها ولكن تكمن المشكلة في صعوبة تحويل تلك الأصول إلى سيولة نقدية لتغطية ديون المؤسسة المستحقة، وربما تستمر هذه المرحلة ليوم واحد

¹ عبد المعطي أرشيد، حسني علي خريوش، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 1434-2013، ص45.

² مرام أديب أسلامبولي، دراسة حول استخدام النسب المالية في التنبؤ بتعثر شركات الصناعات الغذائية العامة في سوريا حالة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2005، ص43.

³ نفس المرجع، ص ص 13-14.

⁴ نفس المرجع، ص 48.

فقط أو أن تستمر لعدة شهور. ولمعالجة هذا الضعف المالي يمكن للمؤسسة اللجوء إلى اقتراض أموال كافية لمواجهة احتياجاتها النقدية الفورية.

✓ **مرحلة الإعسار المالي:** وتكمن في عدم قدرة المؤسسة على الحصول على الأموال الضرورية واللازمة لتغطية ديونها المستحقة. هذه المرحلة كالمرحلة الثانية يمكن معالجتها، ولكن تأخذ المعالجة فترة طويلة من الزمن، كإجراء تعديل في السياسات المالية في المؤسسة أو تغيير الإدارة، أو العمل على إصدار أسهم إضافية أو إصدار سندات، ومعظم المؤسسات التي تمر في هذه المرحلة تعالج بنجاح إذا اكتشف الخلل في الوقت المناسب واتخذت الإجراء المناسب. أما المؤسسات التي لا تستطيع إجراء المعالجة اللازمة في الوقت المناسب فتنقل إلى المرحلة الرابعة وهي مرحلة الإعسار الكلي.

✓ **مرحلة الإعسار الكلي:** تعد نقطة حرجة في فشل المؤسسات، وتحدث عندما تفوق التزامات المؤسسة أصولها. ففي هذه المرحلة لا تستطيع تجنب الاعتراف بالفشل، ورغم ذلك يمكن أن تقوم الإدارة بمحاولة أخيرة للحصول على التمويل اللازم للمعالجة، وإذا لم تنجح المؤسسة في أي من المعالجات السابقة تنتقل إلى المرحلة الأخيرة وهي مرحلة إعلان وتأكيد الإفلاس.

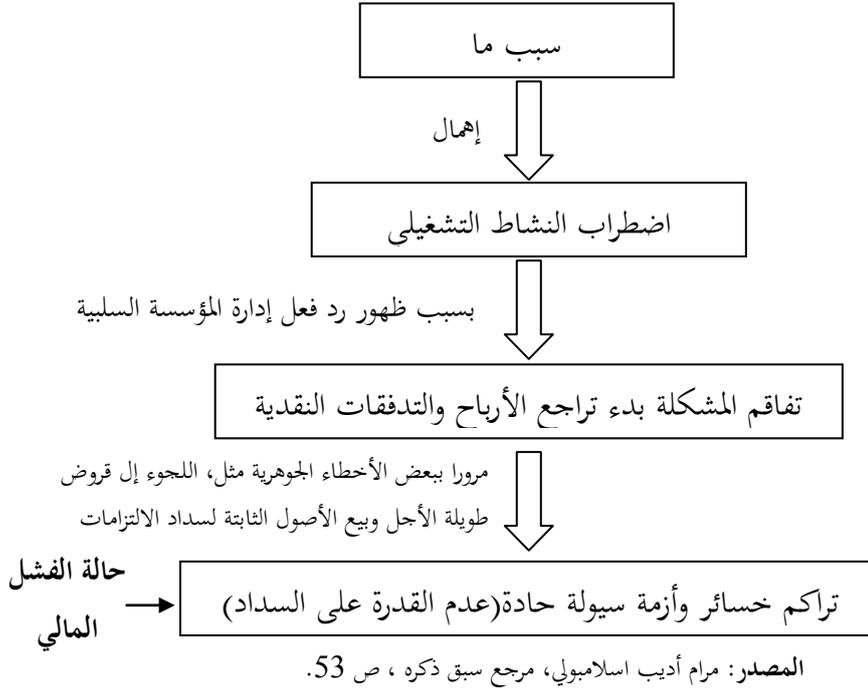
✓ **مرحلة إعلان وتأكيد الإفلاس:** حيث تتسرب أنباء التعثر إلى الجهات الخارجية المتعاملة مع المؤسسة مثل الدائنين، الجهات الحكومية، حملة الأسهم. وهنا يبدأون بالمطالبة بحقوقهم. ومن ثم تقوم الجهات المسؤولة باتخاذ الإجراءات القانونية لحماية حقوق المقرضين، وبذلك يجري الإعلان عن إفلاس المؤسسة أي بمعنى تصفية المؤسسة وهي مرحلة نهائية تكون المؤسسة فيها قد وصلت إلى مرحلة الفشل.

ومن الانتقادات الموجهة للعرض السابق أنه لم يحدد الفترة الزمنية التي قد تستغرقها كل مرحلة من مراحل الفشل المالي تحديداً دقيقاً، كما أنه لم يقدم تعريفاً واضحاً ودقيقاً لتلك الأخطاء التي يمكن اعتبارها كارثية تضع المؤسسة في طريق الانهيار، بالإضافة إلى إهماله الجوانب المالية في هذه العملية. فهي تعتبر أن المؤشرات المالية لن تستطيع كشف حالة التدهور التي تمر بها المؤسسة إلا في مراحل متقدمة (المرحلة الثالثة) قبل إفلاس المؤسسة بفترة قصيرة. لذلك ظهرت دراسات وضعت نماذج للتنبؤ بالفشل المالي اعتماداً على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة، يمكن من خلالها أن تجنب المؤسسة الوصول إلى المراحل الأخيرة للفشل والتي يتعذر معها تصويب أوضاعها المالية وبالتالي الإعلان عن حالة الإفلاس.

لذلك يمكن القول أنه لا يوجد سيناريو موحد يمكن أن تسير عليه جميع المؤسسات المتجهة نحو التعثر المالي، وإنما قد تختلف هذه المراحل من مؤسسة إلى أخرى. ويعود ذلك إلى عدة عوامل أهمها سبب التعثر، طريقة تعامل الإدارة معه. الأمر الذي يلعب دوراً حاسماً في تقرير احتمال وصول المؤسسة إلى التعثر أم لا.

ويمكن إيجاز مراحل الفشل المالي بشكل عام في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-3): مراحل الفشل المالي



2-2-2- أسباب الفشل المالي.

ليس من السهل تحديد أسباب نمطية للفشل في جميع المؤسسات ، وإنما لكل قطاع(وربما لكل مشروع) ظروفه وأسبابه التي تؤدي إلى فشله. إلا أنه يمكن تقسيمها إلى أسباب داخلية وخارجية كما يلي:

الأسباب الداخلية: والتي ترتبط بشكل رئيسي بسوء الإدارة، أي عدم كفاءة الإدارة في أداء مهامها سواء كان ذلك في المستويات العليا منها أو في المستويات التنفيذية. حيث تعتبر الأهم في حدوث الفشل المالي. لذلك يمكن إبراز سوء الإدارة في هذين المستويين انطلاقاً من الوظائف الواجب عليها ممارستها في كل مستوى.

✓ **سوء الإدارة العليا:** ينتج ضعف الإدارة في مستوياتها العليا(مجلس الإدارة) عن افتقارها للخبرة والدراية العلمية الكافية التي تمكنها من أداء وظائفها الخمس(التخطيط، التنظيم، القيادة، التوجيه، والرقابة) والتي تمارسها على مستوى المؤسسة بالكامل¹:

*بالنسبة لوظيفة التخطيط، يكون هناك ضعف في وضع كل من الخطط طويلة الأجل والخطط قصيرة الأجل في المؤسسة. أي أن غياب الاستراتيجية السليمة في المؤسسة وإهمال شرط التوافق وعدم التضارب بين التخطيط طويل الأجل وقصير الأجل هي من أهم أسباب الفشل، لأنها تعني ممارسة النشاط على أساس غير مدروس والتوسع في بعض العمليات غير المخطط لها والخارجة عن نطاق قدرة المؤسسة، والتي قد تنعكس بشكل سلبي على الوضع المالي في المؤسسة(الربحية، التدفق النقدي، الأموال المقترضة،...).

¹ - مرام أديب اسلامبولي، مرجع سبق ذكره، ص 56-57.

* بالنسبة لوظيفة التنظيم، فيتمثل في وجود هيكل تنظيمي ضعيف في المؤسسة لا يسمح بتوزيع السلطات والمسئوليات بشكل سليم، وبالتالي احتمال وجود سيطرة محصورة في يد فئة قليلة (سلطة مركزية) تلغي دور العاملين في المشاركة في عملية الإدارة بما ينسجم مع أحدث أهم نظريات الإدارة وهي نظرية الإدارة بالأهداف؛

* بالنسبة لوظيفة القيادة، تهتم هذه الوظيفة بإرشاد العاملين في المؤسسة والتأثير عليهم بغرض دفعهم إلى التعاون على إنجاز العمل بأكبر درجة ممكنة من الجودة، مستخدمة لأجل ذلك كل أساليب التحفيز الإيجابية (الترقية، والعلاوات) والسلبية (العقوبات والخصومات).

وبالتالي سينتج عن الخلل في أداء هذه الوظيفة نوع من الفوضى وعدم التناسق في الأداء بالإضافة إلى تدني مستواه؛

* بالنسبة لوظيفة التوجيه، أي عدم قدرة الإدارة على توجيه رؤوسها إلى كيفية الاستجابة مع التغيرات الطارئة من مستجدات قانونية واقتصادية وسياسية واجتماعية، مما قد يؤدي إلى إنهاء حياة المؤسسة ما لم يتم التعامل معها بحكمة وبسرعة. حيث أن التشبث بالصيغ القديمة لطرق الأداء والتي كانت السبب وراء نجاح المؤسسة في مرحلة ما، قد يجعلها السبب في فشلها مرة أخرى ما لم يتم تطويرها بما يحقق الاستجابة للتغيير؛

* بالنسبة لوظيفة الرقابة، فإنها تعتبر من أهم وظائف الإدارة العليا التي تشمل جميع نواحي الأداء في المؤسسة، وتهدف إلى اكتشاف الانحرافات عن الخطط الموضوعة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب. وبالتالي فإن الضعف في أداء هذه الوظيفة يعني استمرار الانحراف سنة بعد سنة، مما سيضع المؤسسة بالتأكيد على طريق الانهيار؛

✓ **سوء الإدارة التنفيذية:** بالرغم من أن الإدارات في المستوى التنفيذي تمارس الوظائف الخمس السابقة نفسها التي تمارسها المستويات العليا، إلا أن ذلك يكون على نطاق أضيق ومحصور بكل إدارة على حده. وفي كل الأحوال فإن ضعف كل من هذه الإدارات في ممارسة وظائفها سينعكس على الكفاءة في الأداء على مستوى المؤسسة ككل. وأهم هذه الإدارات، المشتريات، الإنتاج، المبيعات، والمالية:¹

* بالنسبة لإدارة المشتريات، فيتمثل في سوء تخطيط عمليات شراء المواد الأولية، مما ينتج عنه تجميد الأموال المستثمرة في الفائض منها وارتفاع تكلفة المخزون، أو عدم توفير هذه المواد في الوقت المناسب، مما يسبب حدوث الاختناقات في عملية الإنتاج؛

* بالنسبة لإدارة الإنتاج، عدم مراعاة الأسس السليمة في تخطيط عمليات الإنتاج، والتي تؤدي إلى تخفيض التكاليف إلى أدنى حد عن طريق تحقيق وفورات الحجم والاستغلال الأمثل للطاقات. بالإضافة إلى إهمال استخدام التكنولوجيا الحديثة ومتابعة عمليات الصيانة بشكل دوري لرفع جودة الإنتاج وتخفيض نسبة الهدر والتلف؛

¹ - مرام أديب اسلامبولي، مرجع سبق ذكره، ص 57-59.

* بالنسبة لإدارة المبيعات، غياب الدراسات التسويقية التي تهتم بأوضاع السوق التنافسية واحتياجات المستهلك والتي يجب أن تسبق عملية الإنتاج بحيث لا تتناول الأسواق الداخلية فقط وإنما الخارجية أيضا، لما لها من مميزات أهمها تحقيق المرونة بالنسبة للتغير في الطلب على السوق الداخلية، والاستفادة من وفورات الحجم عند زيادة حجم الإنتاج لتلبية متطلباتها. أيضا ضعف السياسات التسعيرية والترويجية والتوزيعية، كل هذه العوامل ينتج عنها ضعف في المبيعات وبالتالي تكديس المخزون وتراكم الخسائر والديون؛

* بالنسبة للإدارة المالية، فهي تعتبر المسؤولة عن اتخاذ كل من قرارات التمويل التي تتعلق باختيار مصادر الأموال التي تحقق الهيكل المالي الأمثل وقرارات الاستثمار التي تتعلق بكيفية توظيف الأموال المتاحة للمؤسسة والتي تنسجم مع أهداف المؤسسة وطبيعتها. ومن أهم مظاهر الخلل المتعلقة بهذه الوظيفة، مخالفة القواعد المالية الأساسية التي تحقق التوازن بين الربحية والسيولة، سوء استخدام الرفع المالي، استخدام قروض قصيرة الأجل لسداد قروض طويلة الأجل، غياب دراسات الجدوى الاقتصادية، استثمار زائد عن الحد في المخزون، التوسع في تسهيلات البيع الممنوحة للزبائن، ضعف في إدارة التدفقات النقدية،...

الأسباب الخارجية: وهي الأسباب التي ترتبط بالظروف الخارجية المحيطة بالمؤسسة ، وبالتالي فهي أسباب خارجة عن إرادة المؤسسة وعن قدرتها على التحكم بها. من أهمها:

- الظروف الاقتصادية السائدة مثل، حالات الكساد والركود الاقتصادي التي تؤثر سلبا على قدرة المؤسسة على تصريف منتجاتها، أو على العكس حالة التضخم النقدي التي يرافقها ارتفاع سعر الفائدة، مما يجعل تكلفة الحصول على الأموال مرتفعة؛
- فقدان أسواق تصريف المنتجات، والذي يحدث غالبا كنتيجة لتغير أذواق المستهلكين أو بسبب المنافسة الحادة؛
- صدور بعض القرارات الحكومية الجديدة، والتي تتعلق بجوانب عظيمة الأثر على وضع المؤسسة مثل ، قوانين الضرائب، الرسوم الجمركية، قوانين التسعير، قوانين التصدير،... إلخ؛
- التطور التكنولوجي المفاجئ لطرق ووسائل الإنتاج؛

2-2-3- تحديد الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس أو تحديد تكلفة الإفلاس.

إن تزايد نسبة القروض بالهيكل التمويلي قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس نتيجة تزايد المخاطر المالية المتمثلة في عدم القدرة على سداد فوائد وأقساط القرض عند استحقاقها ، مما يؤثر عكسيا على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة. وبالتالي يترتب على زيادة مخاطر الإفلاس زيادة معدل العائد الذي يطلبه كلا من حملة الأسهم وحملة السندات. كما أن حدوث الإفلاس ذاته يترتب عليه بعض التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس، تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة، وبالتالي على قيمة المؤسسة.

وبذلك فإن زيادة نسبة الأموال المقترضة بالهيكل التمويلي يترتب عليها أثرين متضادين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث تؤدي زيادة نسبة الاقتراض إلى تخفيض تكلفة الأموال (أو زيادة التدفقات النقدية)

بسبب الوفورات الضريبية ومن ثم زيادة قيمة المؤسسة ، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة. وفي ضوء ذلك يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة للإفلاس.

وفي هذا الصدد طور كلا من "كروس ولتزنبرجر 1973 Kraus et Litzenger" نموذجاً للهيكل التمويلي للمؤسسة توصلنا من خلاله إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة يتوقع أن تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافاً إليها الوفر الضريبي للفوائد مطروحاً منها مكمل معدل الضريبة على دخل المؤسسة مضروباً في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن هيكل التمويل الأمثل الذي يعظم قيمة المؤسسة يتحدد بالموازنة بين المزايا الضريبية للتمويل بالقروض والتكاليف المتوقعة للإفلاس. وتسمى بنموذج التوازن الأستاتيكي للهيكل التمويلي¹.

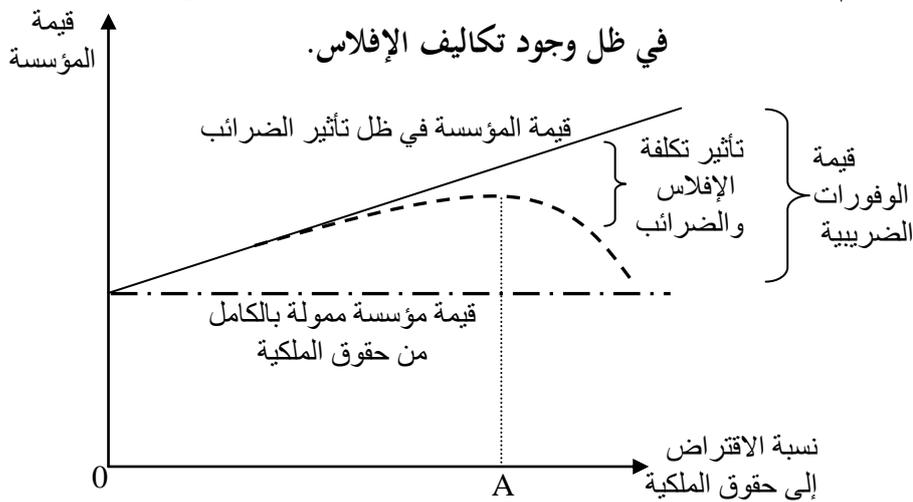
ويعطى النموذج بالعلاقة التالي:

$$V = V^* + I \times t - CB \quad \dots\dots\dots (2 - 12)$$

حيث: CB: تمثل تكلفة الإفلاس.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-4): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود تكاليف الإفلاس.



Source: J. Teutié & P. Topsacalian , Op. Cit. , P.328.

ومن ثم تحديد الهيكل التمويلي الأمثل يقوم على أساس الموازنة بين مزايا الرافعة المالية (الوفر الضريبي) من ناحية وتكاليف الإفلاس من ناحية أخرى، أي معدل الرفع المالي الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للمؤسسة.

¹ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

وقد توصل هذا النموذج إلى جملة من النتائج أهمها¹:

- تحتفظ المؤسسة بهيكل تمويلي مستهدف يؤدي إلى تعظيم قيمتها ؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة بدرجة أقل على الديون مقارنة بالمؤسسات ذات مخاطر الأعمال المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية. لأن زيادة درجة تغير الأرباح قد تؤدي إلى زيادة احتمال الإفلاس عند أي مستوى للديون وبالتالي زيادة التكاليف المتوقعة للإفلاس؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات معدل الضريبة الحدية المرتفعة (المؤسسات عالية الربحية) على مزيد من الديون بميكلها التمويلية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات الضريبة الحدية المنخفضة قبل أن تتعادل التكاليف المتوقعة للإفلاس مع الوفورات الضريبية للاقتراض بسبب الوفورات الضريبية الإضافية المتاحة للمؤسسات عالية الربحية؛
- يتوقع أن تتشابه الهياكل التمويلية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس الصناعة النوعية لأنها قد تتشابه من حيث الأصول ومخاطر الأعمال والربحية؛
- يتوقع أن تعتمد المؤسسات ذات الأصول الملموسة على مزيد من الاقتراض بالمقارنة بالمؤسسات ذات الأصول غير الملموسة (الشهرة، فرص النمو) لأن الأصول غير الملموسة يتوقع أن تفقد قيمتها عند وقوع الإفلاس مقارنة بالأصول الملموسة؛

من جهة أخرى قدم "سكوت 1976 Scott" نموذج لتقييم الديون وحقوق الملكية للمؤسسة ككل في ظل احتمال الإفلاس ، حيث بين النموذج أن قيمة المؤسسة التي لم تتعرض للإفلاس دالة لكل من الأرباح المتوقعة وقيمة تصفية أصولها وأن مستوى الديون الأمثل دالة متزايدة لقيمة تصفية أصول المؤسسة ومعدل الضريبة على دخل المؤسسة وحجم المؤسسة معتمدا على جملة من الفروض مفادها أن أسواق الأصول الحقيقية غير تامة، وأن أسواق الأوراق المالية تتكون من عدد كبير من البائعين والمشتريين ومصدري الأوراق المالية، كما أن معاملات أي من هؤلاء لن تؤثر على الأسعار الجارية للأوراق المالية. ويمكن تجزئة الأوراق المالية، حيث لا توجد تكلفة معاملات أو تكاليف إصدار، كما أن جميع المتعاملين في السوق يمكنهم الحصول على جميع المعلومات وبدون تكلفة،...

وقد قدم "كيم 1978 Kim" نموذجا للهيكل التمويلي الأمثل والطاقة الاقتراضية في ظل خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل واحتمالات تعرض المؤسسة للإفلاس باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أسفر عن التنبؤات التالية:

¹ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

- في ظل احتمالات الإفلاس وتكبد المؤسسة لتكلفة الإفلاس ، فإن طاقتها الاقتراضية سوف تتحدد قبل أن تصل نسبة التمويل بالقروض في هيكلها التمويلي إلى 100%؛
 - يتضمن الهيكل التمويلي الأمثل استخدام القروض بنسبة أقل من الطاقة الاقتراضية القصوى التي يسمح بها سوق رأس المال للمؤسسة؛
 - عندما يكون حجم القروض الأمثل أقل من الطاقة الاقتراضية القصوى للمؤسسة، فإن هيكل التمويل الأمثل هو الذي تتوازن عنده المزايا الضريبية للاقتراض مع التكاليف المتوقعة للإفلاس. ومن ثم فإن اختيار الهيكل التمويلي الأمثل يتطلب تحليل الطاقة الاقتراضية للمؤسسة؛
 - تزداد قيمة المؤسسة عند المستويات المنخفضة للقروض وتنخفض عندما تصبح الرافعة المالية في ارتفاع متزايد؛
 - تزداد القيمة المتوقعة لتكاليف الإفلاس كلما زاد احتمال الإفلاس والذي يزيد بدوره كلما زادت الرافعة المالية للمؤسسة.
- ويمكن التمييز بين نوعين من تكاليف الإفلاس:
- التكاليف المباشرة للإفلاس ، أي النفقات الإدارية الناشئة عن إجراءات الإفلاس، مثل المصاريف القانونية والقضائية والمصاريف المحاسبية... الخ؛
 - التكاليف غير المباشرة ، التي تتوقف على ما إذا كان الإفلاس يأخذ شكل التصفية أو إعادة التنظيم. فالنوع الأول يتمثل في انخفاض قيمة أصول المؤسسة من جراء عملية التصفية. أما إذا أخذ شكل إعادة التنظيم فإنه يتمثل في الانخفاض المتوقع للمبيعات الذي يرجع إلى شكوك العملاء في مدى الوثوق بالمؤسسة كمورد، وانخفاض الأرباح نتيجة انخفاض كفاءة التشغيل قبيل حدوث الإفلاس وصعوبة الحصول على الائتمان التجاري وارتفاع تكاليف الإنتاج نتيجة الاضطرابات خلال إعادة تفاوض المؤسسة مع العمال والموظفين والوقت الضائع من قبل التنفيذيين من جراء إجراءات إعادة التنظيم. هذا بالإضافة إلى فقدان المؤسسة للائتمان الضريبي *Tax credit* الذي تحصل عليه في حالة عدم تعرضها للإفلاس ، حيث ترفض مصلحة الضرائب منح ائتمان ضريبي لخسائر المؤسسة المفلسة ، لأنه عادة ما يحدث الإفلاس نتيجة تراكم الخسائر المرحلة. وحتى تحصل المؤسسة على هذا الائتمان ، إما أن تندمج مع مؤسسة مربحة أو تقوم بترحيل تلك الخسائر إلى الأمام.
- وأيضاً الفرق بين قيمة بيع الأصول عند وقوع الإفلاس وبين قيمتها الدفترية ، لأن المقرضين عادة ما يقومون بنقل تكاليف الإفلاس إلى الملاك في صورة ارتفاع في معدل الفائدة على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة متوسط تكلفة التمويل ، ومن ثم تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة.

2-3- أثر تكلفة الوكالة:

يعرف جنسن وميكلينج 1976 الوكالة بأنها علاقة تنشأ من خلال عقد يفوض المالك بموجبه شخصاً آخر ينوب عنه في الإدارة واتخاذ القرارات المختلفة التي تصب في النهاية في مصلحة المؤسسة ككل. فإذا استطاع كل طرف الوصول إلى مستوى المنفعة المنشود دون الاهتمام بتحقيق مصالح الآخرين، فهذا يعد ضمناً أن الوكيل لا يعمل لمصلحة المساهمين بل لمصلحته الشخصية¹.

وتعرف تكلفة الوكالة أيضاً، بأنها التكاليف المترتبة عن حالة الصراع المحتملة بين المدراء ومالكي المؤسسة والدائنين. أو هي تكلفة إعادة حل مشكلات الصراع بين حاملي الأسهم وحاملي السندات والمدراء والتي تتضمن تكاليف توفير الحوافز للمديرين لتعظيم ثروة حاملي الأسهم².

ويشير بريجهام وجابنسكي إلى أن المقصود بتكلفة الوكالة هي تكلفة فقدان الكفاءة (سوء الإدارة)، بالإضافة إلى تكلفة المراقبة والمتابعة، كما أن وجود هذه التكاليف يزيد من تكلفة الافتراض للمؤسسة التي تؤدي إلى تقليل مزايا استخدام الرافعة المالية المتمثلة في الوفورات الضريبية³.

وتنشأ مشاكل الوكالة من تعارض المصالح بين المديرين (الوكيل) وحملة الأسهم وحملة السندات أو فيما بين حملة الأسهم وحملة السندات أنفسهم. ويعتمد مدخل تكلفة الوكالة لنظرية الهيكل التمويلي على تحليل أثر هذا التعارض في المصالح على القرارات المالية في ظل افتراضات أساسية مفادها أن جميع أطراف الوكالة يتصرفون وفقاً لمصالحهم الشخصية، وأن سلوك كل منهم يتصف بالرشد الاقتصادي فهم يسعون لتعظيم المنفعة المتوقعة، كما أن توقعاتهم غير متحيزة بشأن الثروة في المستقبل.

وقد اهتمت نظرية الوكالة بكيفية تشكيل العلاقة التعاقدية (بما فيها الحوافز التعويضية) بين الموكل والوكيل لتقديم الحوافز الملائمة للوكيل لكي يتخذ القرارات التي من شأنها تعظيم رفاة الموكل في ظل عدم التأكد.

2-3-1- مصادر تكلفة الوكالة:

يمكن القول أن هناك ثلاثة مصادر رئيسية تؤدي إلى ظهور تكلفة الوكالة تتمثل في⁴:

* الملكية الجزئية للمؤسسة، فعند قيام المالك - المدير ببيع أسهم عادية لملاك آخرين جدد فإنه من خلال ذلك يتنازل طواعية عن ملكيته الكاملة للمؤسسة. لكنه في نفس الوقت يبقى مديراً، أي أنه يحتفظ لنفسه بحق اتخاذ القرارات، وحيث أنه يسعى لمنفعته الشخصية، فسوف ينشأ لديه حافزاً للاستفادة من ذلك. فعندما يكون المالك

¹ - عهدود عبد الحفيظ على خصاونة، هيكل الملكية وأثره في تحديد هيكل رأس المال في الشركات الأردنية المساهمة، أطروحة ضمن متطلبات دكتوراه فلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان، الأردن، 2004، ص 25.

² - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 235.

³ - نفس المرجع.

⁴ - جميل جابر علاونة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

مديرا للمؤسسة ولا يوجد معه شركاء يكون إنفاقه بشكل يختلف عندما يكون معه ملاك آخرين طالما أنه لا يتحمل هذه التكاليف بمفرده.

* المديونية واستخدام الرافعة المالية. فعند قيام المؤسسة بالاقتراض يدخل طرف ثالث بالإضافة للمدير والملاك هم دائنو المؤسسة، وهذا ما يؤدي إلى تعقيد المشكلة، حيث أنه وبموجب العقد بين الدائنين والمؤسسة تنشأ علاقة وكالة من نوع آخر، فالدائنون يفوضون إدارة المؤسسة باستخدام أموالهم. ففي هذه الحالة تكون مشكلة الوكالة مزدوجة، الأولى بين الدائنين والإدارة، والثانية بين الدائنين والملاك.

* عدم تماثل المعلومات لدى جميع الأطراف. حيث أنه إذا لم يكن هناك علم تام من قبل الملاك والدائنين بما يجري وما هو متوقع أن يجري في المؤسسة، فإن ذلك يدل على أن المدير يخفي معلومات عن الأطراف الأخرى. هذه المعلومات لو كانت متاحة لجميع الأطراف لغيرت من قرار الملاك والدائنين الخارجيين في قرار تمويلهم للمؤسسة. أما إذا توافرت هذه المعلومات ولم تستطع أي جهة تفسيرها بشكل صحيح، فإن السوق لن يستطيع التوصل إلى القيمة الحقيقية للاستثمار المراد تمويله، وبالتالي تنشأ تكلفة الوكالة مرة أخرى.

وبصفة عامة فبقاء المؤسسة واستمرارها يعني بالضرورة عمل نوع من التوازن بين المنافع والمصاريف المتوقعة، وتوزيع المخاطر بين الأطراف المتعددة فيها. ولا نستطيع أن ننكر حقيقة هامة هي أن مشكلة الوكالة قائمة وموجودة في كل المؤسسات على اختلاف أنواعها، وأن مصدر الخلاف الوحيد بين الطرفين ليس الحصول على مزيد من الامتيازات فحسب، بل قد يكون في بعض الأحيان هو انخفاض ملكية الإدارة، وبالتالي فإن حافز البحث عن فرص استثمارية متميزة، يقل بشكل ملحوظ. ففي كثير من الأحيان يحاول المدير الابتعاد عن المشاريع الخطرة، أو الابتعاد عن المشاريع التي تتطلب تعلم طرق جديدة للعمل، بمعنى أدق فإن تلهفه للعمل يقل لأن المنافع المتوقعة منه قليلة¹.

2-3-2- تكلفة الوكالة للملكية الخارجية:

ففي ظل قيود سوق رأس المال غير التام قد لا يتسق هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مع هدف تعظيم ثروة الملاك. فمع انفصال الملكية عن الإدارة تنشأ مشكلة الوكالة نتيجة التعارض المحتمل بين أهداف الطرفين، فالملاك يفوضون المديرين المحترفين السلطة اللازمة في تصريف شؤون المؤسسة واتخاذ القرارات التي من شأنها تعظيم ثروتهم مقابل حصول هؤلاء المديرين على الرواتب المناسبة. لكن قد يثار الشك حول مدى التزام هؤلاء المديرين بشروط عقد الوكالة (تعظيم ثروة الملاك). فقد يحاول المديرون تعظيم منافعهم الشخصية خاصة فيما ينفق على مظاهر البذخ والترف على حساب الملاك.

من جهة أخرى قد يمتلك المديرون نسبة تقل عن 100% من الأسهم العادية للمؤسسة، مما يسفر عن وضع لا يحصل فيه حملة الأسهم الخارجيين على الأرباح الكلية المحققة بينما يتحملون كل التكاليف الناشئة عن

¹ - عهد عبد الحفيظ علي خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

استغلال المديرين لسلطاتهم في زيادة منافعهم الشخصية وهو ما يعرف بمشكلة المخاطرة الأدبية والأخلاقية *The moral hazard problem*.¹

لكن زيادة نسبة ملكية الإدارة في أسهم المؤسسة وكذا زيادة نسبة الديون في الهيكل التمويلي يتوقع أن يخفف من حدة الصراع بين المديرين وحملة الأسهم وبالتالي تخفيض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية ، لأن نقل جزء من ملكية الأسهم إلى الإدارة كنوع من الحافز للعمل سيساعد على تلاقي المصالح بين الطرفين، إذ تتحمل الإدارة جزءا من المخاطر التي يتحملها بقية المساهمين الأمر الذي يدفعها للعمل لمصلحة المؤسسة عموما وبالتالي تحسين الأداء وزيادة الأرباح.² كما أن التمويل بالديون من شأنه إلزام المؤسسة بمدفوعات نقدية لخدمة الديون مما يؤدي إلى تقليل التدفق النقدي الحر *Free cash flow* المتاح للمديرين والذي قد يستخدمونه في الإنفاق على منافعهم الشخصية.³ فاعتماد المؤسسة على الاقتراض كأحد الوسائل المخففة لمشكلة الوكالة، قد بني على فكرتين أساسيتين هما، عدم إدخال أطراف جدد في المؤسسة (عدم إصدار أسهم)، والتقليل من قدرة الإدارة على استغلال المؤسسة بسبب شروط الاقتراض التي يتم فرضها من قبل المزودين لهذه الأموال.

وبما أن مشكلة الوكالة قائمة في جميع المؤسسات إلا أن سببها لا يقتصر على الحصول على مزيد من الامتيازات، بل يمكن إرجاعها إلى أسباب أخرى تتمثل في⁴:

- رغبة الإدارة في الحصول على مزيد من الامتيازات بنفس الجهد العادي؛
- تفضيل الإدارة الدخول في مشاريع قصيرة الأجل، لجني أرباحا سريعة تنعكس بشكل إيجابي على سمعتها بدلا من الدخول في مشاريع طويلة الأجل؛
- رغبة الإدارة في الابتعاد عن الاستثمار في مشاريع عالية المخاطر ذات عوائد مرتفعة لتجنب حدوث الإفلاس حتى ولو كان المساهمون يرغبون في ذلك؛
- إذا كانت الإدارة ضعيفة الأداء ومع ذلك تحاول مقاومة الاستيلاء، حتى ولو كان في مصلحة المساهمين من أجل المحافظة على مكتسبات هذه الإدارة؛
- رغبة الإدارة في الدخول في مشاريع للتخلص من النقد الزائد لديها حتى ولو لم تكن المشاريع مربحة لتجنب دفع عوائد للمساهمين؛
- تركيز الإدارة على زيادة حجم المؤسسة ، في حين تركيز المساهمين على زيادة قيمة الأسهم.

¹ - جمال بدر علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² - عهد عبد الحفيظ علي خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ - جمال بدر علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁴ - عهد عبد الحفيظ علي خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 18-19.

وبالتالي ظهور مشكلة الوكالة لحقوق الملكية تدفع المساهمين إلى حماية مصالحهم من خلال وضع نظام حوافز للمديرين ، بالإضافة إلى نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المديرين بما يحقق مصالح الملاك. هذه الرقابة تتمثل في¹:

- التدقيق الدوري على العمل؛
 - وضع قيود على عمل الإدارة من خلال فرض قيود على ميزانية المؤسسة، وعلى نظام الحوافز الأمر الذي يساعد على انضباط الإدارة مع بقية المساهمين؛
 - الرقابة المباشرة عن طريق مجلس الإدارة؛
 - إدراج بعض البنود في العقود المبرمة ، للمساعدة في التدقيق المالي. وتتضمن:
 - الالتزام بالإفصاح والإعلان عن البيانات بشكل صحيح جيد وواضح؛
 - التعهد بعدم ارتكاب بعض الأفعال أو التصرفات التي قد تسيء إلى المساهمين.
- هذا الأمر الذي يؤدي إلى ظهور تكلفة الوكالة للملكية الخارجية التي تشمل²:
- المصاريف التي يدفعها المساهم من أجل عمل رقابة على أداء الوكيل، بالإضافة إلى الجهود التي يقوم بها المالك لضبط سلوك الوكيل من خلال فرض قيود متعددة على الميزانية، وسياسات التفويض، وقواعد العمل المختلفة؛

- انخفاض قيمة المؤسسة من جراء التعارض في المصالح.

لكن فاما 1980 Fama يرى أن تكلفة الوكالة قد تصل إلى الحد الأدنى في ظل سوق العمل الكفاء وسوق رأس المال الكفاء ، حيث تعكس الأوراق المالية درجة أداء المديرين بالمؤسسات المصدرة لها، مما يؤثر على قيمة هؤلاء المديرين في سوق العمل. حيث أن مرتباتهم ستتغير وفقا لدرجة الأداء ، الأمر الذي يدفعهم إلى تحقيق أقصى عائد من عملهم كمديرين وفقا لما يحدده سوق العمل الكفاء. فالبعض ترتفع قيمته وبالتالي سوف يطالب بعائد أكبر، بينما البعض الآخر قد تقل قيمته ، وفي هذه الحالة إما أن يلتزم بعقد الوكالة وإما أن يترك العمل ليحل محله المديرون الأكفاء³.

2-3-3- أثر تكلفة الوكالة للديون:

يعتبر التعارض المحتمل في دالة الهدف بين الملاك والدائنين دافعا مهما للإدارة بوصفها الوكيل عن الملاك إلى التصرف وفقا لمصلحتهم، الأمر الذي يؤدي بالدائنين إلى اتخاذ إجراءات تترك أثرا عكسيا على ثروة الملاك وهو ما يطلق عليه بتكلفة الوكالة للديون التي تلعب دورا هاما في تحديد هيكل التمويل الأمثل.

¹ - عهد عبد الحفيظ على خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص ص18-19.

² - نفس المرجع ، ص 15.

³ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص12.

2-3-3-1- نظرية إحلال أصول أكثر مخاطرة محل أصول أقل مخاطرة:

قدم "جنسن وميكليغ 1976 *Jensen et Mekling*" نظرية حول العلاقة بين الديون ودرجة المخاطرة التي يمكن أن يتحملها كلا من الملاك والدائنين، هذه النظرية تقول أن اختلاف تفضيلات المخاطرة بين الملاك والدائنين يؤدي بالملاك إلى محاولة استنزاف ثروة الدائنين عن طريق استخدام أموال الديون في تمويل مشروعات أكثر مخاطرة من التي سبق الاتفاق عليها للحصول على عائد أعلى، الأمر الذي يضر بالدائنين إذا فشلت هذه المشروعات¹.

وعليه ، فإذا ما قامت الإدارة بالتخطيط لتنفيذ اقتراحات استثمارية تنطوي على مخاطرة تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة يتم تمويلها بالاعتماد على الاقتراض، فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تحمل تلك الديون معدلات فائدة أعلى من سابقتها. وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع انخفاض القيمة السوقية للسندات القائمة (الديون) بالفعل، مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى. كما أنه إذا ما أسفر تنفيذ هذه المشاريع الاستثمارية عن أرباح غير عادية ، فإن المستفيد الوحيد هم الملاك طالما الفوائد محددة سلفاً. أما إذا صادف تنفيذ المشاريع فشل أدى إلى تصفية المؤسسة، فإن جانباً من الخسائر الناجمة يتحمله المقرضون الجدد والقدامى على حد سواء. ونفس الشيء يحدث لو تم تمويل المشاريع بالاعتماد على أموال الملاك.

ومن جهة أخرى قد تأخذ رغبة الإدارة في استغلال الدائنين لصالح الملاك صورة أخرى تتمثل في إعادة تشكيل هيكل الأصول بالتخلص من الاستثمارات التي تنطوي على مخاطر منخفضة وعائد منخفض وإحلالها باستثمارات تنطوي على مخاطر أكبر وعائد أكبر. الأمر الذي يدفع بالدائنين إلى المطالبة بزيادة معدلات الفائدة لتعويضهم عن تلك المخاطر الإضافية. أو وضع قيود مقيدة في عقد القرض لضمان حقوقهم مثل، قرارات الاستثمار، قرارات التوزيع، مكافآت أعضاء الإدارة... الخ².

2-3-3-2- نظرية استثمار أقل ما يجب:

قدم "مايرز 1977 *Myers*" تصوراً نظرياً للعلاقة بين الديون واستعداد المؤسسة للاستثمار مؤداه أن ملاك المؤسسة لاسيما إذا كانت مشرفة على الإفلاس والعائد المتوقع أقل من المطلوب، قد يرفضون مشاريع استثمارية مربحة ذات صافي قيمة حالية موجبة إذا كانت أرباحها سوف تذهب للدائنين³. أو حتى إتباع سياسات توزيع للأرباح تؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للسندات إذا ما قامت الإدارة بزيادة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم وتم تمويلها عن طريق تخفيض حجم الاستثمارات بما في حين كان تسعير هذه السندات عند إصدارها على أساس الاحتفاظ بسياسة ثابتة لتوزيع الأرباح.

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 65.

² - أسامة سهيل هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص 40.

³ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 66.

هذا النوع من التكاليف للوكالة هو ما يعرف بمشكلة حافز المخاطرة أو حافز استبدال الأصول بسبب ما يترتب على التمويل بالديون في ظل المسؤولية المحدودة من حافز لحملة الأسهم على قبول المشاريع الاستثمارية ذات المخاطرة المرتفعة أو قبول المشاريع الأقل مثالية التي قد تؤدي إلى نقل الثروة من حملة السندات إلى حملة الأسهم.

وعموما المقرضون بسلوكهم الرشيد سيعرضون سعر للديون يعكس التوزيع المتوقع للثروة في ظل المخاطرة المرتفعة التي قد تتعرض لها ديون المؤسسة من جراء اختيار حملة الأسهم للمشاريع عالية المخاطرة. وبناء عليه، فإن تكلفة حافز الاستثمار في المشاريع عالية المخاطرة التي تنتج عن التمويل بالديون إنما يتحملها حملة الأسهم، وهو ما يسمى بتأثير استبدال الأصول.

2-3-3- نظرية إحلال سندات قديمة بأخرى جديدة (بالنسبة للقرارات التمويلية):

يلاحظ أنه إذا قامت المؤسسة بإصدار سندات جديدة، وتم تحديد قيمتها على أساس أنها لن تصدر سندات أخرى فإن قيمتها ستخفض لو قامت المؤسسة بإصدار سندات أخرى لها نفس درجة أولوية السندات الأولى أو تزيد عنها، أو إصدار سندات لاستبدالها بجزء من حقوق الملكية لأن أصحاب الديون سوف يعانون من سوء وضعهم إذا لم يكن هناك ما يكفي من أصول لمقابلة الديون الجديدة. وبالتالي تصبح الديون الأصلية أكثر خطرا بدون مقابل مما يسبب انخفاضا في أسعارها، في حين يستفيد أصحاب حقوق الملكية من المزايا الضريبية الناتجة من هذا الاستبدال في هيكل تمويل المؤسسة.

وتجدر الإشارة إلى أنه إذا واجهت المؤسسة صعوبة مالية، يبدأ المساهمون بالتخلي عن الهدف العام تحقيق أقصى قيمة سوقية كلية للمؤسسة من خلال إتياعهم لأساليب تحقق مصلحتهم حتى ولو كانت على حساب الدائنين. وذلك من خلال¹:

- سحب أموالهم من المؤسسة في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسهمهم في السوق، هذا الانخفاض يكون أقل من مبلغ التوزيعات المدفوع لهم، لأن جزءا من هذا الانخفاض في قيمة المؤسسة يتحمله الدائنون؛
- الاستدراج التدريجي للدائنين في المؤسسة، حيث تقوم إدارة المؤسسة بإصدار كمية محدودة من السندات شبه المضمونة، ثم فجأة تصدر كميات كبيرة من الديون. الأمر الذي يحول جميع ديون المؤسسة إلى ديون خطيرة، وبالتالي يحقق الدائنون القدامى خسائر رأسمالية تمثل مكاسب للمساهمين؛
- التخطيط لكسب الوقت، أي أنه عندما تقع المؤسسة في أزمة مالية فإن الدائنين يرغبون في تصفيتها بسرعة غير أن المساهمين يرغبون في تأخير حدوث هذا إلى أقصى مدة ممكنة فيلجأون إلى الحيل المحاسبية

¹ - محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سبق ذكره، ص 18.

المعروفة لتغيير الصورة الحقيقية لأداء المؤسسة من خلال تخفيض مصاريف الصيانة والبحوث والتطوير أو جعل الإيرادات أكبر من قيمتها الحقيقية.

لذلك نجد اتجاهها في نظرية تمويل المؤسسات يعتقد أنه في ظل المسؤولية المحدودة للمساهمين تجاه ديون المؤسسة، فإن المساهمين بالاتفاق مع إدارة المؤسسة يستطيعون اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية الخطرة التي تعمل على نقل الثروة من الدائنين إلى المساهمين. لذلك نجد الدائنين يصرون على النص في عقود القروض أن ترجع المؤسسة إليهم عند اتخاذ القرارات التي تمس مصالحهم مثل سياسات الاستثمار والإنتاج، سياسات توزيع الأرباح، مصادر التمويل الجديدة، توفير تقارير رقابية للدائنين¹.

وحتى يتأكد الدائنون من عدم إخلال الإدارة بالتزاماتها السابقة، فإنهم يتابعون ما يجري بداخلها. حيث تمثل التكاليف التي يتحملونها عنصرا من عناصر تكاليف الوكالة الناتجة من احتواء هيكل التمويل على الديون عادة ما يقوم الدائنون بتحميلها إلى الملاك في صورة رفع معدلات الفوائد، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب من طرف الملاك وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. ويمكن تلخيص تكلفة الوكالة للتمويل بالديون إجمالا في²:

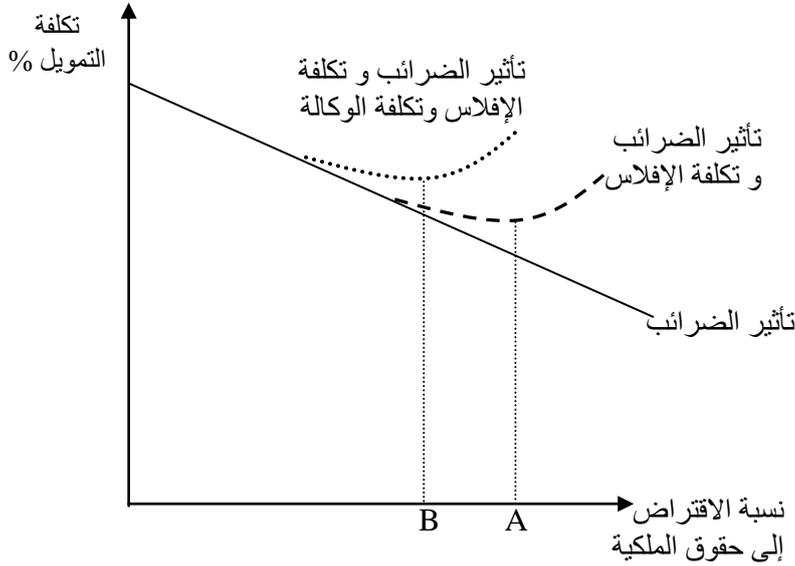
- الخسائر في القيمة الناجمة عن تأثير الديون على القرارات الاستثمارية للمؤسسة؛
- التكاليف التي يتحملها حملة السندات للرقابة على قرارات الإدارة والتأكد من التزامها بالشروط والقيود التي تتضمنها عقود الديون؛
- تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم للمؤسسة.

إن إدخال تكاليف الوكالة إلى جانب تكاليف الإفلاس أدى إلى ظهور نظرية جديدة في تحديد هيكل التمويل الأمثل ومن ثم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة، تحدد بمستوى الرفعة المالية الذي تتعادل عنده الوفورات الضريبية مع قيمة كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكلين التاليين:

¹ - محمود محمد عبد الهادي صبح، مرجع سبق ذكره، ص 19

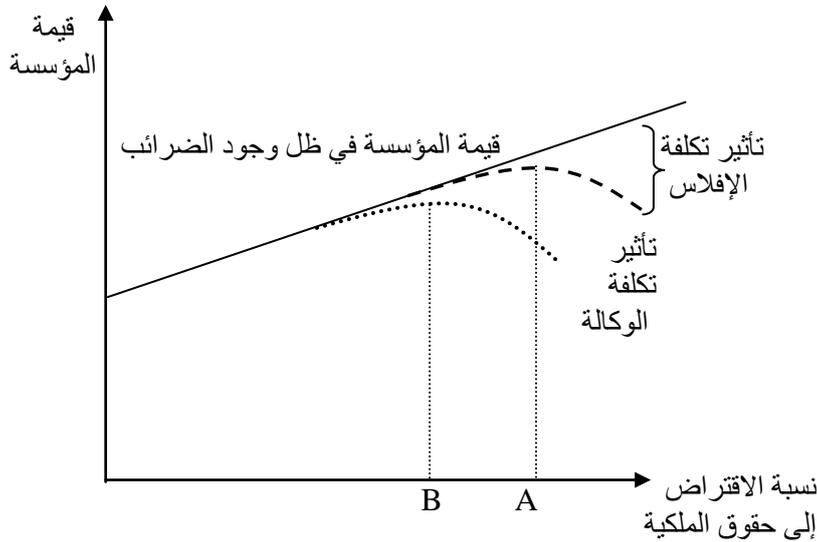
² - نفس المرجع، ص 20.

الشكل رقم (2-5): العلاقة بين تكلفة التمويل وبين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.



Source: J. Teutié & P. Topsacalian , Op. Cit. , P.331.

الشكل رقم (2-6): العلاقة بين قيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.



المصدر: أسامة سهيل علي هياجنة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن (1990-1999)، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2001، ص42. بتصرف.

وعليه فإن تكلفة التمويل تنخفض بزيادة الرفع المالي، ويستمر هذا الانخفاض إلى أن تظهر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ترتفع بسببها تكلفة التمويل محددة الهيكل المالي الأمثل للتمويل في المؤسسة وهذا ما

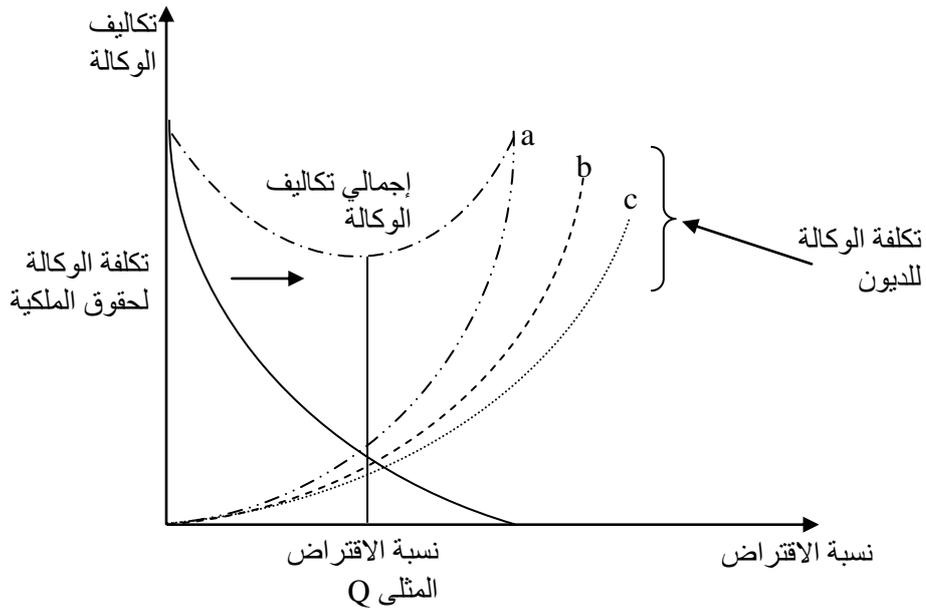
يظهره الشكل رقم (2-5) عند النقطة B التي تكون عندها تكلفة التمويل عند حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة عند حدها الأقصى.

ومن خلال دراسة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يتضح أنه من المحتمل إيجاد هيكل مالي أمثل للمؤسسة يتحدد بمستوى الاقتراض (الرفع المالي) الذي تتساوى عنده المزايا المتمثلة في الوفورات الضريبية مع العيوب الناجمة عنه والمتمثلة في تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

أيضا يمكن أن يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة بين التكلفة الحدية للوكالة المصاحبة لتمويل بالديون والمنفعة الحدية للتمويل بالديون والمتمثلة في تخفيض تكلفة الوكالة للتمويل بحقوق الملكية الخارجية حتى في عالم لا تخضع فيه المؤسسة أو المستثمرين للضريبة على الدخل. حيث تعتبر صورة أخرى للتوازن بين مزايا وتكاليف التمويل بالديون حتى في حالة عدم وجود ضرائب على الدخل¹. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2-7): تحديد الهيكل التمويلي الأمثل بالموازنة بين

التكلفة الحدية والمنفعة الحدية المصاحبة للتمويل بالديون



المصدر: جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 51.

a : تكاليف الإفلاس؛

b : تكاليف حافز الاستثمار؛

c : تكاليف حافز المخاطرة؛

¹ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

يوضح الشكل السابق التكاليف الحدية للوكالة سواء المصاحبة للديون أو لحقوق الملكية، حيث أنها دالة متزايدة لنسبة الديون وحقوق الملكية بالهيكل التمويلي، ومن ثم فليس من الضروري للوصول إلى هيكل التمويل الأمثل وجود مزايا ضريبية للاقتراض. إذ أن مزايا التمويل بالديون في هذه الحالة تتمثل في تخفيض تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، هذه الميزة تتعادل حدياً مع الزيادة في مطالب التمويل بالديون والتي تتمثل في تكاليف الوكالة للديون نفسها. ومن ثم يمكن الوصول إلى نسبة الاقتراض المثلى بالهيكل التمويلي عندما يصل مجموع التكاليف المتوقعة للوكالة سواء للديون أو لحقوق الملكية إلى أدنى حد لها Q . وعليه يمكن الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل حتى في ظل عدم وجود ضرائب على الدخل.

خلاصة الفصل:

مما سبق تعمد المؤسسة وفق هذه النظرية إلى الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل بالاعتماد على القروض في تمويل أصولها من خلال تحقيق الموازنة بين المزايا الضريبية (الوفر الضريبي) والتكاليف الناتجة عنه والمتمثلة في تكاليف الإفلاس وتكلفة الوكالة.

فالوفر الضريبي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة ترتفع مع زيادة الرفع المالي وبالتالي تكلفة التمويل بعد الضرائب تكون متناقصة مع ارتفاع نسبة الرفع المالي. لأن التشريعات الضريبية عادة ما تسمح بخصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة مما يسمح بزيادة صافي الربح بعد الضرائب المتاح لحملة الأسهم ، الأمر الذي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تزيد عن القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

ومن ناحية أخرى يترتب عن زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف، إضافة إلى تكلفة الوكالة مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة. وفي ضوء ذلك يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة للإفلاس وتكلفة الوكالة.

لكن نظريات حديثة حاولت تفسير الهيكل التمويلي للمؤسسة بما يحدثه توافر المعلومات لمن هم داخل المؤسسة وخارجها ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة (أو ما يسمى بنظرية الإشارة). وهو ما نحاول توضيحه في الفصل الموالي.

الفصل الثالث

نظريات الإشارة وتأثيرها على
السلوك التمويلي للمؤسسات

تمهيد:

على خلاف نظرية التبادل التي اهتمت بكيفية تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة في ظل عالم لا يعتمد على افتراضات السوق التام، ومن ثم الإقرار بأجدية وجود هيكل مالي أمثل تسعى المؤسسات للبحث عنه... جاءت نظرية الإشارة التي تبحث في الأثر الذي يحدثه المحتوى المعلوماتي في السلوك التمويلي للمؤسسات عموماً. فالمعلومات المتوفرة لمن هم داخل أو خارج المؤسسة ليست متماثلة، خاصة تلك المتعلقة بإصدار أسهم جديدة أو سندات، وتوفرها يمكن لجموع المستثمرين الوصول إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة.

وسنحاول من خلال هذا الفصل التعرض إلى نظريات الإشارة من خلال:

3-1- مدخل المعلومات غير المتماثلة؛

3-2- أثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة؛

3-3- معدل العائد على الأصول.

3-1- مدخل المعلومات غير المتماثلة *Asymmetric Information*.

اتجهت بعض الدراسات حديثاً أيضاً إلى محاولة تفسير الهيكل المالي للمؤسسات عن طريق المعلومات المتوفرة لمن هم داخل المؤسسة ومن هم خارجها فهذه الدراسات تفترض أن المدراء وأصحاب الملكية للمؤسسة يمتلكون معلومات خاصة عن خصائص مؤسساتهم وفرصها الاستثمارية، هذه المعلومات غير متوفرة لمن هم خارج المؤسسة. والتي إذا توفرت يستطيع هؤلاء المستثمرين التوصل إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة¹.

وتتعلق فرضيات هذا المدخل الرئيسية بأثر إصدار الأسهم الجديدة وحجم الاقتراض على أسعار الأسهم، وفيما إذا كانت المؤسسات تتبع طريقة انتقائية لتمويل مشاريعها حتى تصل إلى عملية إصدار أسهم جديدة.

3-1-1- العلاقة بين الاستثمار والهيكل المالي (أثر الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل):

يعد نموذج روس 1977 *Ross* الأساس في استخدام الهيكل التمويلي كمؤشر للمعلومات الداخلية المتوفرة لدى المديرين وغير المتاحة للمستثمرين الخارجيين في ظل افتراض ثبات قرارات الاستثمار. حيث يتوقع أن المديرين يمكن أن يستفيدوا إذا كان تقييم السوق للأوراق المالية للمؤسسة بأعلى من قيمتها الحقيقية، بيد أنهم قد يعاقبون من قبل سوق المال إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس، وينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كإشارة لارتفاع جودة المؤسسة. وبما أن المؤسسات ذات الجودة المنخفضة ترتفع فيها التكاليف الحدية للإفلاس عند أي مستوى للديون فإن مديري هذه المؤسسات لن يقلدوا المؤسسات ذات الجودة المرتفعة بإصدار المزيد من الديون. لذلك فالنموذج يتنبأ بوجود علاقة ارتباط إيجابي بين كل من قيمة المؤسسة أو الربحية، وبين نسبة الديون إلى حقوق الملكية، وأيضا وجود علاقة ارتباط إيجابي بين كل من قيمة المؤسسة ومستوى الديون بالهيكل المالي واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وأن الزيادة في جزء (عقاب) الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون وكذا تخفيض احتمال حدوث الإفلاس.²

لكن "مايرز وماجليف 1984 *Myers & Majluf*" قدما نظرية حول السلوك التمويلي للمؤسسات في ظل تفاعل قرارات التمويل والاستثمار للحد من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية الناجمة عن عدم تماثل المعلومات. معتمدين على اقتراحات "دونالدسون 1961 *Donaldson*" من خلال إسقاط افتراض تماثل المعلومات مبينا العلاقة بين قراري الاستثمار والتمويل عندما يتوافر لدى المديرين معلومات خاصة عن قيمة أصول المؤسسة ليست متاحة للمستثمرين الخارجيين. حيث يتوقع أن يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تقييم الأسهم العادية للمؤسسة على نحو خاطئ من قبل السوق، وعليه فإن المديرين إذا كان لديهم معلومات داخلية تدفعهم للعمل وفقا لمصلحة حملة الأسهم القدامى فإنهم سوف يمتنعون عن إصدار أسهم عادية جديدة حتى ولو ترتب على ذلك رفض الفرص الاستثمارية الجيدة، لأن سوء تقييم أسعار الأسهم قد يصل إلى الحد الذي يستطيع عنده

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط2، إثراء للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2011، ص342.

² - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-60.

المستثمرون الجدد أن يستحوذوا على ما هو أكبر من صافي القيمة الحالية للمشروع الجديد، مما يسفر عن خسائر يتحملها حملة الأسهم القدامى وهو ما يجعل الإدارة ترفض المشروع الجديد حتى ولو كانت صافي قيمته الحالية موجبة. غير أنه يمكن للمؤسسة تجنب حالة قصور الاستثمار من خلال تمويل المشروع الجديد بمصادر الأموال الداخلية (الأرباح المحتجزة) أو الديون خالية من الخطر أو حتى الديون الخطرة باعتبارها أقل تأثراً بالسوق من الأسهم العادية¹.

لذلك فالمؤسسات عادة ما تفضل التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة، الاحتياطات وأقساط الاهتلاك) للتمويل، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف. وتتلخص أبعاد هذه النظرية في ما يلي²:

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية والتي تتحدد بالأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك؛
- تضع المؤسسات نسبة مستهدفة للتوزيعات يتم وضعها استناداً إلى التوقعات بشأن الفرص الاستثمارية، وكذا توقعها للتدفقات النقدية المستقبلية وهذا يعني أن المؤسسات تراعي عند تحديد نسبة الأرباح الموزعة أن تكون الأرباح المحتجزة والاهتلاكات كافية للتمويل في الظروف العادية؛

- تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن توزيعات الأرباح لتجنب أي تغيرات مفاجئة. هذا الثبات يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى أقساط الاهتلاك والمؤنات قد تزيد أو تقل عن الاحتياجات الاستثمارية. فعند حدوث فائض في الأرباح المحتجزة فسوف يستخدم في تسديد أعباء الديون أو الاستثمار بالأوراق المالية القابلة للتسويق، أما في حالة العجز فإن المؤسسات سوف تتوجه إلى استخدام التدفقات النقدية المتاحة أو بيع جزء من الأوراق المالية القابلة للتسويق؛

- أن المؤسسات التي لديها أرباحاً محتجزة عالية يتوقع أن تقبل جميع الفرص الاستثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة، أما المؤسسات التي ليس لها أرباحاً محتجزة فيتوقع أن ترفض بعض هذه الفرص؛
- إذا ما اضطرت المؤسسة إلى التمويل الخارجي، تبدأ بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل. ثم أسهم عادية كملاذ أخير.

ويرجع اعتماد المؤسسات إلى الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل لجملة من الأسباب أهمها³:

- إصدار أسهم عادية من قبل المؤسسات خاصة الكبرى منها يتم تفسيره كأخبار سيئة من قبل المستثمرين في السوق، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم الحالية؛

¹ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 62.

² - أسامة سهيل علي هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

³ - أنظر:

- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 79؛

- أسامة سهيل علي هياجنة، مرجع سبق ذكره، ص 43.

- أي زيادة أو نقصان في التوزيعات له محتوى إعلامي، وبالتالي لا يمكن استخدام أموال التوزيعات لمقابلة الاحتياجات التمويلية في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة للتمويل المطلوب؛
- عدم وجود مصاريف إصدار للأرباح المحتجزة وانخفاض مصاريف إصدار السندات عن مصاريف إصدار الأسهم العادية؛
- إصدار أسهم عادية جديدة يزيد العبء الضريبي على حملة الأسهم العادية، في حين إصدار سندات يؤدي إلى وفر ضريبي للمؤسسة ومن ثم للملكية؛
- إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى فقدان الملاك الحاليين الإدارة والسيطرة على المؤسسة من خلال تغيير هيكل الملكية وحقوق التصويت.

لذلك تلجأ المؤسسات إلى احتجاز جزء كبير من الأرباح للاحتفاظ بنسبة ملكية عالية ونسبة ديون منخفضة من شأنها تحسين الطاقة الاقتراضية لها لاستخدامها في تمويل المشاريع الاستثمارية المربحة دون اللجوء إلى إصدار أسهم عادية جديدة إلا كملاذ أخير عندما يكون هناك مشاريع مربحة جدا ولا يمكن تأجيلها في نفس الوقت أو عندما يرى مديري المؤسسات أن أسهمها مسعرة بأكثر مما يجب.

كما أن المؤسسة تتبع سياسة ثابتة بشأن توزيعات الأرباح لتجنب أي تغيرات مفاجئة، خاصة تلك التي تنطوي على إنقاص في قيمة التوزيعات. فإذا ما أخذ في الحسبان احتمال حدوث تقلب في الأرباح وفي الفرص الاستثمارية المتاحة، فإن ثبات سياسة التوزيع يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى مخصصات الاهتلاك والمؤونات قد تزيد أو تقل عن الاحتياجات الاستثمارية. لذلك لا بد من ضرورة تكييف إدارة المؤسسة لسياستها في توزيع الأرباح مع الفرص الاستثمارية المتاحة.

ففي حالة وجود فائض في التدفقات النقدية الداخلة مقارنة بالتدفقات النقدية الخارجة، فإن المؤسسة ستحتفظ بالفائض في صورة نقدية أو في شكل استثمارات مؤقتة أو تقوم بتوزيع الأرباح أو استرداد جزء من أسهمها المتداولة أو سداد ديون عليها. أما إذا كانت التدفقات النقدية الداخلة أقل من التدفقات النقدية الخارجة، فإن المؤسسة في هذه الحالة ستقوم باستخدام فائض النقدية لديها أو قد تقوم ببيع جزء من استثماراتها المؤقتة أو قد تلجأ إلى الاقتراض الخارجي أو حتى إصدار أسهم عادية جديدة¹.

3-1-2- نظرية الإشارة أو المعلومات المستقاة من نسب المديونية: افترض مودجيلياني وميلر أن كلا من المستثمرين والإدارة يمتلكان نفس المعلومات الداخلية عن مستقبل المؤسسة، أي أن هناك تماثلا للمعلومات ما بين المقرضين والمقترضين. لكن هذا الافتراض غير صحيح، حيث تتوفر لدى المديرين معلومات لا تتوفر للمستثمرين لذلك يوجد عدم تماثل للمعلومات. فالمؤسسات التي تتوقع فرص استثمار وعائدا إيجابيا سوف تقبل إداريا الحصول على دين بدلا من بيع الأسهم للحصول على التمويل، لكي ينفرد المستثمرون الحاليون والمدراء

¹ - جميل جابر علاونة، مرجع سبق ذكره، ص 35.

بالتائج الإيجابية المتوقعة والعكس صحيح، فالمؤسسات التي تتوقع ظروفًا أسوأ في الحصول على عائد إيجابي مناسب سوف تلجأ إلى بيع أسهم بدلا من الحصول على التمويل عن طريق الاقتراض وذلك من أجل أن يسهم آخرون في الخسائر المتوقعة فيقل الخطر وكذلك تتجنب المؤسسة آثار الدين السلبية في ظروف من هذا النوع. أما في حال تماثل المعلومات فإن رد فعل المستثمرين سيكون سلبيا وذلك بتحديد قيمة أقل للمؤسسة التي تطرح أسهما، وقيمة أكبر للمؤسسة التي تطرح سندات. وبناء عليه فإن نظرية الإشارة تقول أن طرح الأسهم يخفض من قيمة السهم وطرح الدين سوف يرفع من قيمة المؤسسة.¹

أما فيما يتعلق بحجم الاقتراض فإن هذه النظرية تفترض أن المستثمرين من خارج المؤسسة يرون أن نسبة الاقتراض المرتفعة للمؤسسة مؤشر على نوعية ومقدرة أكبر لها على تحقيق الأرباح كونها تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين. في حين أن المؤسسات ذات نسب الاقتراض الضعيفة لا تستطيع تقليد المؤسسات ذات المديونية العالية بسبب قدرتها المحدودة على الاقتراض وخدمته وارتفاع تكلفة الاقتراض لها بسبب عامل المخاطرة مما يعرضها إلى الإفلاس. أما بالنسبة لعامل المخاطرة بالنسبة للمؤسسات ذات المديونية الأعلى فإن هناك عملية مفاضلة ما بين تكلفة الاقتراض ونسبة المديونية التي تقل بارتفاع تكلفة الاقتراض وبالتالي يقل احتمال إفلاس المؤسسة. وقد وجدت دراسة روس ROSS 1977 باعتبارها حجر الأساس لهذه النظرية، أيضا أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤسسة (مقدرة أكبر على تحقيق الأرباح مستقبلا) ونسبة المديونية.

وعلى هذا الأساس يفترض نوي Noe 1988 وجود ثلاثة أنواع من المؤسسات منخفضة الجودة، ومتوسطة الجودة، وعالية الجودة. ففي حالة التوازن تقبل كل هذه الأنواع المشروع ذو صافي القيمة الحالية الموجبة، لكن يصدر النوعين منخفضة وعالية الجودة ديونا في حين تصدر متوسطة الجودة أسهما جديدة. وبما أن الديون تعتبر أقل حساسية بالنسبة لنوعية المؤسسة مقارنة بالأسهم العادية، فإن المؤسسة منخفضة الجودة ستختار محاكاة المؤسسة عالية الجودة لأن ديونها ستقوم بأعلى من قيمتها الحقيقية مقارنة بأسهمها العادية. أما المؤسسة متوسطة الجودة رغم خلو ديونها من المخاطرة إلا أنها ستختار إصدار أسهم عادية لأن ديونها ستسعر بأقل من قيمتها الحقيقية. أما المؤسسة عالية الجودة فستختار إصدار ديون لأنها أقل حساسية لنوعية المؤسسة من الأسهم العادية ومن ثم محاكاة المؤسسة منخفضة الجودة.²

ويشير نوي إلى أن متوسط جودة المؤسسات التي تصدر ديونا يتوقع أن يكون أعلى في حالة التوازن من مثيلاتها التي تصدر أسهما عادية. ومن ثم يتنبأ النموذج برد فعل سالب لأسعار الأسهم إبان الإعلان عن إصدار أسهم عادية جديدة، كما يتنبأ برد فعل موجب لأسعار الأسهم عند الإعلان عن إصدار الديون.

¹ - موفق رفاعي عبد الرحمن هناندة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996-2006)، أطروحة دكتوراه، فلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، 2007، ص 41-42.

² - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

وبناء على ذلك توصي نظرية الإشارة بأنه يجب على المؤسسة أن لا تستخدم الحد الأقصى من الاستدانة كما أوصت نظرية المبادلة.¹

والنتيجة هنا أن التمويل بالدين من الممكن أن يؤدي إلى التخفيف من مشكلة الاستثمارات غير الكفؤة والاستثمارات الفائضة وبالتالي يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة. كما وإن على المؤسسات الاحتفاظ بمقدرة استدانة احتياطية تستخدمها عندما تطرأ مشاريع جديدة لها جدوى اقتصادية عالية. كما يجب على المؤسسات عدم التوسع في استخدام التمويل بالدين، لغرض استخدام المقدرة على الاستدانة الاحتياطية في حالات الحاجة لتمويل إضافي.

3-1-3- الاتجاه نحو المخاطرة: يعتبر الاتجاه نحو المخاطرة من العوامل المهمة التي تؤثر في عملية التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات على مستوى المؤسسة. فاتجاه المدير نحو المخاطرة يؤثر في عملية إعداد الموازنة التقديرية ووضع المعايير وكذلك تقييم الأداء وفقاً لهذه المعايير. كما يؤثر على القرارات الاستثمارية والتشغيلية التي يتخذها المدير داخل المؤسسة. أيضاً الاتجاه نحو المخاطرة من قبل المستثمرين ومتخذي القرارات خارج المؤسسة يؤثر على كيفية تقييم هؤلاء الأفراد للاستثمارات والأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات. وتفترض معظم الدراسات والبحوث أن غالبية المديرين بالوحدات الاقتصادية والمستثمرين خارجها (متخذي القرارات عموماً) من النوع المتجنب للمخاطرة. هذا الافتراض يؤدي إلى تفسير سلوك متخذي القرارات بطريقة معينة عند اتخاذهم للقرارات الاستثمارية عند وضع المعايير للرقابة على هؤلاء المديرين كما له تأثير على النماذج المفترضة لكيفية اتخاذ القرارات ومن أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.²

واعتماداً على ذلك تنبأ كلا من ليلاند وبيبل Ieland et Pyle 1977 بأن التغيرات في نسبة ملكية الإدارة للأسهم العادية للمؤسسة تعكس التغيرات في القيمة السوقية للمؤسسة. وتفسير ذلك أن المستثمرين يفترضون أن الإدارة تعلم جيداً التدفقات النقدية المتوقعة. ومن منظور التنوع قد يكون مكلفاً للمديرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر الاحتفاظ بنسبة عالية من الأسهم العادية للمؤسسة. لذا فإن المديرين لديهم حافز للاحتفاظ بنسبة كبيرة من الأسهم إذا كانوا فقط يتوقعون تدفقات نقدية مستقبلية عالية بالنسبة للقيمة السوقية للمؤسسة. لذلك فالمستثمر الرشيد يعتبر ملكية المديرين من الأسهم دليلاً للثقة في ربحية المؤسسة غير أن ذلك لا ينطبق على الأسهم المعاد شراؤها من قبل المؤسسة والمملوكة للمساهمين الخارجيين.³

¹ - رسلان نوري ديرانية ، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - كمال الدين الدهراوي، الاتجاه نحو المخاطرة وأثره على العلاقة بين العائد والمخاطرة مع دراسة تجريبية على الكويت، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 41 ، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، سنة 1991.

³ - جمال بدير علي الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

كما يمكن أيضا استخدام اتجاه الإدارة إلى تجنب المخاطرة كمؤشر يتم من خلاله تحديد الهيكل المالي للمؤسسة. فعادة ما ترتبط اتجاهات الإدارة بعنصرين أساسيين، الأول التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، والثاني المخاطرة. فالمؤسسات الكبيرة التي تنشأت فيها ملكية الأسهم العادية تقوم عادة بإصدار أسهم عادية لتلبية احتياجاتها المالية، الأمر الذي سيخفض من سيطرة الملاك الحاليين على إدارة المؤسسة. وفي هذه الحالة سيقبل اعتماد المؤسسة على الاقتراض لتمويل مشاريعها وتزيد نسبة حقوق الملكية الممولة لهذه المشاريع.¹ وأيضا يعمل رجال الإدارة على تجنب الملاك مخاطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة خدمة لمصالحهم.

ومن ناحية أخرى ، فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المؤسسة. كما أنهم واثقون عادة من مستقبل مؤسساتهم حيث يتوقعون مكاسب كبيرة من استخدام الرفع المالي. لذلك فهم عادة على استعداد لزيادة نسب الاقتراض. إلا أنه في بعض الحالات قد نجد ملاك المؤسسات الصغيرة أكثر تحفظا من إدارة المؤسسات الكبيرة ، وبالتالي لا يكون مستعدا لقبول درجة أكبر من المخاطر بالحصول على قروض إضافية.²

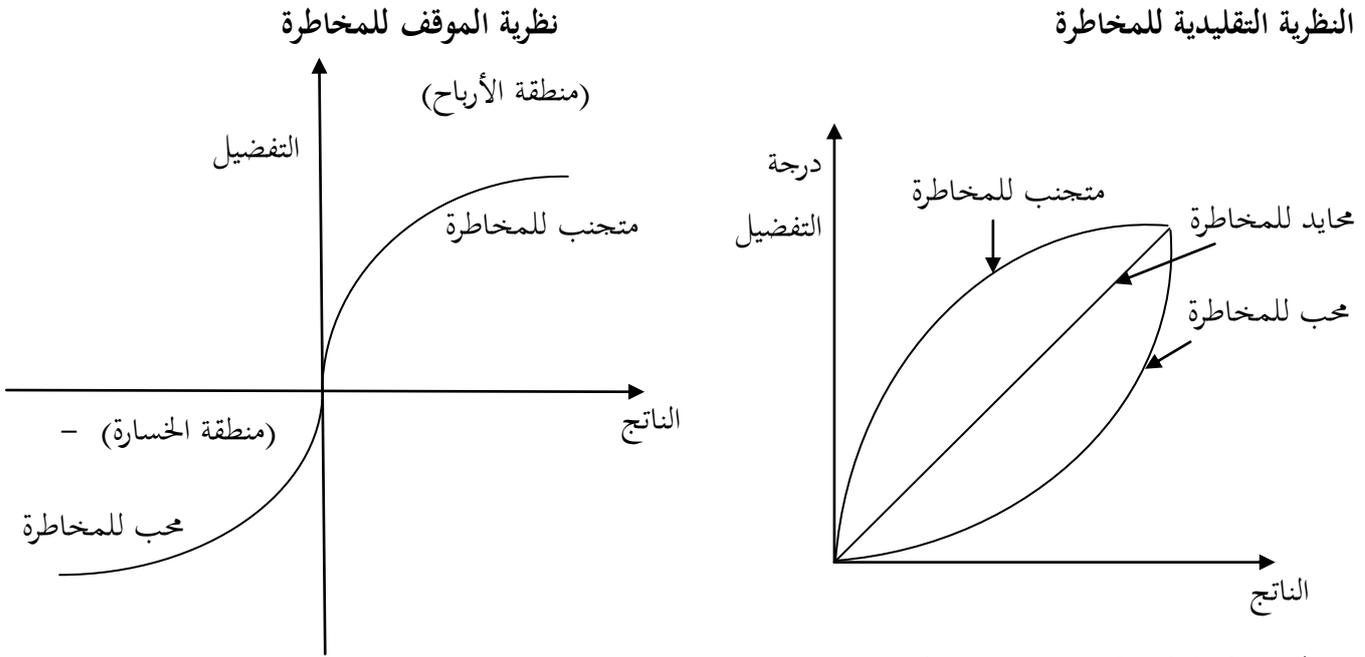
غير أن بعض الدراسات والبحوث الحديثة ترى أن هذا الافتراض فيما يتعلق بالاتجاه نحو المخاطرة ليس صحيحا في كل المواقف والظروف. فقد أظهرت نظرية الموقف أن الأفراد والمؤسسات يتصرفون كمحبين للمخاطرة عندما يشعرون أن العائد أقل من مستوى الهدف أو نقطة مرجعية معينة ، كما أن نفس الأفراد والمؤسسات يتصرفون كمتجنبين للمخاطرة عندما يشعرون أن العائد أعلى من مستوى الهدف.³ والشكل التالي يوضح الفرق بين الاتجاه نحو المخاطرة في ظل كلا من النظرية التقليدية ونظرية الموقف.

¹ - محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1995، ص 415.

² - نفس المرجع، ص 416.

³ - يسري حسين خليفة، دور التمويل السلوكي في تفسير القرارات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة القاهرة، مصر .

الشكل رقم (3-1): الفرق بين الاتجاه نحو المخاطرة في ظل كل من النظرية التقليدية ونظرية الموقف



المصدر: كمال الدين الدهراوي ، مرجع سبق ذكره

3-1-4- الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل والمؤسسات الجزائرية: تعتمد المؤسسات الجزائرية إلى احتجاز جزء من أرباحها في شكل احتياطات أو أرباح محتجزة لمواجهة التعديلات المستقبلية في رأس المال أو لمواجهة المخاطر المحتملة أو تمويل الفرص الاستثمارية المرتقبة. أو حتى زيادة الاستقلالية المالية للمؤسسات بما يسمح لها بقروض مستقبلا هذا ما يسمى بالتمويل الذاتي.

إن لجوء المؤسسات الجزائرية إلى تكوين التمويل الذاتي بهدف تلبية احتياجاتها التمويلية مستقبلا لا يمكن اعتباره اعتماد هذه المؤسسات على نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، لأن هذه الأخيرة تتطلب وجود سوق مالية نشطة تتداول فيه الأسهم والسندات، كما تتطلب ألا تكون هناك قيودا على المؤسسة في الدخول إلى السوق المالي والاختيار بين إصدار أسهم عادية أو إصدار سندات. وقبل ذلك يجب أن يكون لدى المؤسسة أرباحا محتجزة قابلة للاستثمار كمصدر بديل للاعتماد على التمويل الخارجي، وهذا بدوره يتطلب ألا تكون هناك قيودا على توزيعات الأرباح¹.

فهذه المتطلبات ليست متاحة أمام المؤسسات الجزائرية لأن غالبية هذه المؤسسات تعتبر مؤسسات عمومية تخضع لكثير من القيود التي تفرضها الدولة بخصوص قرارات التمويل واحتجاز الأرباح وتوزيعها. كما أن السوق المالي يعد غير نشط وليس أمام المؤسسة حرية الدخول والخروج إلى السوق أو إصدار سندات أو أسهم. وبالتالي فمعظم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات تكون في شكل قروض مصرفية مضمونة بأصول ثابتة من

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص90.

خلال عقود مبرمة في شكل اتفاقيات قرض ومن ثم لا يكون أمام المدير المالي مصادر تمويل مختلفة للمفاضلة بينها.

3-2- أثر سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

تلعب سياسة التوزيعات دوراً هاماً على قيمة المؤسسة، كونها المحدد الأساسي لمبلغ الأرباح المحتجزة لدى المؤسسة، مما يوفر لها مصدر تمويل ذاتي تعتمد عليه لتلبية احتياجاتها التمويلية مستقبلاً.

ويعتبر "مودجلياني" و"ميلر" أبرز من تعرض لسياسة التوزيعات. لذلك سنحاول مناقشة أفكارهما بشأنها والانتقادات الموجهة لهما، على أن نقوم في الأخير بعرض أهم النظريات الحديثة المتعلقة بسياسة التوزيعات.

3-2-1- وجهة نظر "مودجلياني" و"ميلر" في سياسة التوزيعات (نظرية لا علاقة لتوزيعات الأرباح).

يعتقد "مودجلياني" و"ميلر" أن قرار توزيع الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملاءمة التوزيعات Dividend irrelevance Theory فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح¹. ولقد أخذ "ميلر" و"مودجلياني" بافتراضات السوق الكاملة خاصة تلك المتمثلة في ما يلي²:

- يتصف المستثمرون بالرشد، فلا يختلفون في طريقة حصولهم على الأموال ولا في شكل الأرباح؛
- أي مستثمر لا يمكنه التأثير في سوق رأس المال (أسعار الأسهم في السوق)، وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب. أما المعلومات عن سوق رأس المال فهي متاحة بالجان؛
- خطط الاستثمار والتوزيعات المحتملة من طرف المؤسسة معلومة مقدماً؛
- لا توجد تكلفة للإصدار، أي لا تتكبد المؤسسة أي مصروفات عند إصدارها للأسهم والسندات؛
- سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير.

ويقوم فكر "مودجلياني" و"ميلر" على أن ثروة الملاك، قبيل إجراء التوزيعات تتمثل في قيمة الأسهم العادية في سوق رأس المال، والتي تعكس الأرباح التي تحققت خلال الفترة. فإذا ما قررت المؤسسة توزيع جزء من تلك الأرباح فإن القيمة السوقية للسهم بعد إجراء التوزيعات سوف تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها السهم³.

¹ -Husam-Aldin, Nizar Al-Malkawi, Determinants of Corporate Dividend Policy: An Application of the Tobit Model, Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol. 23, No. 2, The college of Business & Economics, UAE University, December 2007.

² - مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها ببعض المتغيرات: دراسة ميدانية مقارنة بين العراق والأردن، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 26، العدد 101، مركز البحوث والتوثيق، الإمارات العربية المتحدة، 1425هـ/2005م.

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 321.

وعليه فإن قيمة السهم قبل إجراء التوزيعات تتمثل في القيمة الحالية للسهم بعد إجراء التوزيعات مضافا إليها القيمة الحالية للتوزيعات خلال الفترة. ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$P_t = \frac{1}{1 + k_t} \times (P_{t+1} + D_t) \dots \dots \dots (3-1)$$

حيث: P_t ، P_{t+1} : تمثل سعر السهم السوقي خلال الفترتين t و $t+1$ على التوالي ؛

k_t : تمثل معدل العائد السائد في السوق خلال الفترة t ؛

D_t : تمثل التوزيعات المدفوعة في نهاية الفترة t .

وبالتالي يمكن التعبير عن قيمة مؤسسة تعتمد في تمويلها كليا على حقوق الملكية في بداية الفترة t بالعلاقة التالية:

$$V_t = n_t \times P_t = \frac{1}{1 + k_t} \times (n_t \times D_t + n_t \times P_{t+1})$$

$$= \frac{1}{1 + k_t} \times [(n_t \times D_t + n_{t+1} \times P_{t+1}) + (n_t - n_{t+1}) \times P_{t+1}]$$

وعليه:

$$V_t = \frac{1}{1 + k_t} \times (n_t \times D_t + V_{t+1} - \Delta n \times P_{t+1}) \dots \dots \dots (3-2)$$

حيث: V_t ، V_{t+1} : قيمة المؤسسة السوقية في الفترتين t و $t+1$ على التوالي؛

n : عدد أسهم المؤسسة.

ويمكن القول أن القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد كلية على حقوق الملكية في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها الملاك القدامى في نهاية الفترة مضافا إليها القيمة الحالية للقيمة السوقية للمؤسسة في نهاية الفترة ، مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة (الاستثمارات الجديدة).

فإذا كانت الموارد المالية للمؤسسة تتمثل في الأرباح المحققة خلال الفترة ، بالإضافة إلى متحصلات بيع

الأسهم الجديدة واقتصرت استخداماتها على التوزيعات والاستثمارات التي تقررت في بداية الفترة فإن¹:

الأرباح الصافية + الزيادة في رأس المال (إصدار أسهم) = الاستثمارات الصافية + التوزيعات.

أي:

$$n_t \times D_t + I_t = \Delta n \times P_{t+1} + B_t$$

حيث: B_t : تمثل الأرباح الصافية و I_t : تمثل الاستثمارات الصافية.

ومنه نحصل على أن:

¹ - A. Capiez , Op. cit. , P.168.

$$\Delta n \times P_{t+1} = -B_t + I_t + n_t \times D_t$$

بتعويض قيمة $\Delta n \times P_{t+1}$ في العلاقة (2-3) نجد:

$$V_t = \frac{1}{1+k_t} \times (B_t - I_t + V_{t+1}) \dots \dots \dots (3-3)$$

وبالتالي ، فالقيمة السوقية للمؤسسة في بداية الفترة مستقلة عن التوزيعات المدفوعة في الفترات السابقة والفترات اللاحقة وتتعلق فقط بالأرباح الصافية والاستثمارات الصافية المحققة ومعدل العائد السائد في السوق في الفترة الحالية.

وعليه فإن سياسة التوزيعات لا أثر لها على قيمة المؤسسة.

ففي سوق فعال ، لا يحتاج المستثمرون للتوزيعات لتوفير السيولة اللازمة، بل يكتفون بإعادة بيع أسهمهم بالسعر الذي يبقى على أرباحهم على حالها وبالتالي لا يوجد أي سبب يدفع المؤسسات لإجراء توزيعات بمعدلات أعلى ، إذ تستطيع دفع توزيعات بالطريقة التي تناسبها دون الرجوع إلى أثر هذه السياسات على المستثمرين. فتوفر بذلك السيولة التي تحتاجها في تمويل قراراتها الاستثمارية والاقتراض. كما أن المستثمر يمكنه استخدام الفائض من التوزيعات في شراء أسهم المؤسسة.

3-2-2- نظرية عصفور في اليد: لقد تعرضت نظرية مودجيلياني وميلر للعديد من الانتقادات والتي كان من أهمها الانتقاد الذي وجه للافتراض الذي قامت عليه النظرية والذي يفيد أن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة التامة، مما يسمح باستنتاج مفاده استقلال سياسة الاستثمار عن سياسة التوزيعات والذي عد افتراض واستنتاج غير واقعي بسبب عدم مرونة عرض الأموال فضلا عن عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد القرارات الاستثمارية، ناهيك عن عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب.

لذلك قام جوردن بصياغة أفكار جديدة قدم من خلالها تفسيراً جديداً لسياسة التوزيعات وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة. حيث تشير أفكار هذه النظرية إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم في السوق المالية، فتوزيعات الأرباح تؤثر في نسبة العائد المتوقع من قبل المستثمرين . وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات التالية¹:

- لا تخضع مداخيل المستثمرين من الأسهم للضريبة سواء كانت أرباحاً رأسمالية أو توزيعات أرباح؛
- معدل العائد على الاستثمارات ثابت وكذا معدل العائد المطلوب ثابت ويمثل تكلفة التمويل بالملكية؛
- تعتمد إدارة المؤسسة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية فقط، أي لا يوجد تمويل مقترض خارجي؛

¹ - مؤيد محمد علي الفضل، مرجع سبق ذكره.

- معدل نمو المؤسسة ثابت ويمثل نسبة الأرباح المحتجزة من الإيرادات مضروباً في معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛
- معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو؛
- نسبة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ثابتة لا تتغير؛
- أن معدل النمو أقل من معدل الخصم (تكلفة التمويل)، وإلا فإنه لا يمكن تحديد قيمة ذات معنى لسعر السهم.

ووفق نموذج جوردن فالقيمة السوقية تعادل القيمة الحالية لتيار لا نهائي من التوزيعات. وتعطى بالعلاقة

التالية:

$$P_0 = \frac{Div_0(1+g)}{(1+k_e)} + \frac{Div_0(1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{Div_0(1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

أي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_0(1+g)^t}{(1+k_e)^t} \dots \dots \dots (3-4)$$

حيث g : معدل نمو التوزيعات.

وبإجراء بعض التعديلات على هذه العلاقة نحصل على العلاقة التي قدمها جوردن وشايبرو كما يلي:

$$P_0 = \frac{Div_1}{k_e - g} \dots \dots \dots (3-5)$$

حيث Div_1 : التوزيعات للسنة الأولى؛

k_e : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر؛

g : معدل النمو الثابت للتوزيعات؛

إذا ما قامت المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح فمن المتوقع أن توزيعات السهم تعطى بالعلاقة:

$$Div_1 = Div_0(1+g) = EX(1-m)$$

حيث E : ربحية السهم الواحد؛

m : نسبة الأرباح المحتجزة للسهم الواحد.

هذه الأرباح يعاد استثمارها بمعدل عائد r ، مما يؤدي إلى نمو ربحية السهم في كل فترة بمعدل نمو يعادل

المقدار $r \times m$.

ويتفق جوردن مع وجهة نظر مودجيلياني وميلر في عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار k مساوياً لمعدل العائد المتوقع على الاستثمار r ، حيث يتمثل سعر السهم في السوق في ربحية السهم مقسوماً على معدل العائد المطلوب

الذي يعكس المخاطرة التي تتعرض لها هذه الربحية. لذلك فإن القيمة السوقية للسهم تعتبر محصلة لقرارات الاستثمار وليس لقرارات التمويل¹.

لكن عندما تكون قيمة r أصغر أو أكبر من قيمة k يكون لسياسة توزيع الأرباح تأثير واضح على القيمة السوقية للأسهم. فإذا كانت قيمة k أكبر من قيمة r فإن القيمة السوقية للسهم سوف تنخفض مع الزيادة في قيمة الأرباح المحتجزة m ، أي تنخفض القيمة السوقية للسهم مع الانخفاض في نسبة التوزيعات المتمثلة بالقيمة $(1-m)$ ، أما إذا كانت قيمة k أصغر من قيمة r فإن القيمة السوقية للسهم سوف ترتفع مع زيادة الأرباح المحتجزة وهذا منطقي. ويمكن توضيح اتفاق وجهة نظر جوردن ومودجيلياني وميلر كما يلي:

$$P_0 = \frac{Div_1}{k_e - g} \quad \Leftrightarrow \quad P_0 = \frac{E \times (1 - m)}{k_e - g}$$

$$\Leftrightarrow P_0 = \frac{E \times (1 - m)}{k_e - r \times m} \dots\dots\dots (3 - 6)$$

وبما أن $k=r$ فإن:

$$P_0 = \frac{E \times (1 - m)}{k_e - k_e \times m} \quad \Leftrightarrow \quad P_0 = \frac{E \times (1 - m)}{k_e \times (1 - m)} \quad \Leftrightarrow \quad P_0 = \frac{E}{k_e} \dots\dots\dots (3 - 7)$$

وطالما لم تظهر نسبة الأرباح المحتجزة m (المتغير الذي يعكس سياسة توزيع الأرباح في العلاقة السابقة)، في حين ظهرت E, k ، فهذا يعني بأن القيمة السوقية للسهم P لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، وإنما فقط بربحية السهم ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار (تكلفة التمويل)².

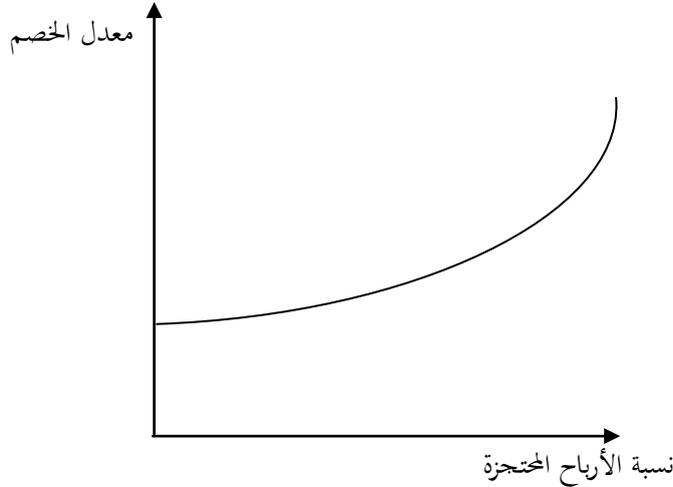
لكن الاختلاف بين النظريتين يبدو في تصور كل منهما للعلاقة بين الزمن وحالة عدم التأكد التي تنطوي عليها توزيعات الأرباح، فيؤكد جوردن أن المستثمرين في ظل ظروف عدم التأكد يميلون إلى خصم التوزيعات بمعدل خصم (تكلفة التمويل) يزيد من سنة لأخرى لمواجهة المخاطر المحتملة. ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل وقد أطلق جوردن على هذا النموذج "عصفور في اليد". ومن ثم يصبح من غير الملائم افتراض ثبات سعر الخصم، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل عائد أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة³. كما يوضح ذلك الشكل التالي:

¹ - عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها برحة الشركة وحجمها ومخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات العامة العراقية والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 01، المملكة العربية السعودية، 2003.

² - عبد الناصر إبراهيم نور، مرجع سبق ذكره.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 376.

الشكل رقم (3-2): العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 377.

نستنتج مما سبق أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم. ليس هذا فحسب ، بل أن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا. لذلك يمكن القول " أن التوزيعات في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد"¹.

3-2-3- أثر المعلومات الضريبية:

إن الدراسات الموالية لفكر "مودجليليني" و"ميلر" ركزت على انتقاد فرضين أساسيين²:

فالأول يتعلق باستمرار المعلومات حول التوزيعات، فالمستثمرون مرتبطون بالمعلومات التي يصدرها المديرون حول التوقع الجيد لمستقبل المؤسسة. فإذا كانت نسبة التوزيعات الفعلية أكبر من نسبة التوزيعات المتوقعة فإن ذلك يترتب عليه ارتفاعا في سعر السهم والعكس، سوف ينخفض سعر السهم لو أن نسبة التوزيعات الفعلية انخفضت عن النسبة المتوقعة لدى المستثمرين. والسبب في ذلك أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية. لكن لاحظ "مودجليليني" و"ميلر" أن المعلومات لا تؤثر فقط على مستوى التوزيعات وإنما على تغير هذا المستوى وأيضا اختلاف معدلات التوزيع بين المؤسسات المنتمية لنفس القطاع. حيث يروا أن المؤسسات عادة ما تكون مرغمة على قطع التوزيعات أو عدم زيادتها إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو استقرارها في المستقبل. لذلك عندما يحدث وتكون التوقعات المتاحة لدى المستثمرين عن سياسة التوزيعات لإحدى المؤسسات أعلى عما يحدث بالفعل فإن ذلك يؤخذ من جانب المستثمرين كإشارة على

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره ، ص 379.

² - A. Capiez , Op. cit. , P.169.

أن إدارة المؤسسة تتوقع تحسنا في الأرباح المستقبلية. ولهذا يرى مودجلياني وميلر أن رد فعل المستثمرين تجاه التغير في سياسة التوزيعات لا يتحدد بتفضيلات المستثمرين للتوزيعات عن الأرباح الرأسمالية. ولكن يحدده بشكل أكبر المعلومات المعلنة عن سياسة التوزيعات للمؤسسة¹؛

أما الآخر فيتعلق بأثر العميل الناتج عن الضرائب؛ فالضريبة على دخل المستثمر(ما يحصل عليه من توزيعات أو ما يحققه من أرباح رأسمالية) تؤثر على سياسة التوزيعات.

حيث أكد مودجلياني وميلر أن أثر العميل يمكن أن يعطينا تفسيراً لتغير سعر السهم بعد إعلان المؤسسة عن سياسة التوزيعات الخاصة بها والتي من الممكن أن تجذب نوعاً معيناً من العملاء أو المستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة. فعلى سبيل المثال يوجد مستثمرون يفضلون الحصول على الدخل في شكل توزيعات عن الحصول على أرباح في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار الأموال للحصول على أرباح في المستقبل عن إجراء توزيعات عليهم².

فإذا ما تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها، فإن هذه السياسة لن تناسب أولئك المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير احتياجاتهم الحالية للأموال - رغم تحمل تكاليف السمسرة التي عادة ما تكون مرتفعة على الصفقات الصغيرة - وعلى العكس، إذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع أغلب الدخل على المساهمين، فإن هذه السياسة قد تبدو غير ملائمة لأولئك الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل وهو ما يعرض هؤلاء المستثمرين لبعض المتاعب منها حصولهم على دخول متمثلة في التوزيعات ومن ثم دفع الضرائب المقررة عليها بالإضافة إلى صعوبة إعادة استثمار هذه الأموال فيما بعد³.

من جهة أخرى، يفضل المستثمرون عادة إجراء توزيعات منخفضة عن قيام المؤسسة بإجراء توزيعات بنسب مرتفعة، ويرجع ذلك للأسباب التالية⁴:

- عادة ما تخضع الأرباح الرأسمالية إلى معدلات ضريبية أقل من الضرائب المفروضة على الدخل من التوزيعات، لذلك عادة ما يرغب المستثمرون في قيام المؤسسة بإجراء توزيعات منخفضة واحتجاز نسبة عالية من الأرباح لإعادة استثمارها بالمؤسسة بغرض زيادة النمو، ومن ثم ارتفاع قيمة الأسهم بالإضافة إلى الخضوع لمعدلات ضريبية أقل؛

¹ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 389-390.

² - نفس المرجع، ص 390.

³ - نفس المرجع، ص ص 390-391.

⁴ - نفس المرجع، ص 392.

- لا تفرض الضرائب على الأرباح الرأسمالية إلى أن يتم بيع السهم، وهو ما يعني أن الضريبة سوف تدفع في المستقبل، وبالتالي فإن القيمة الحالية لها ستكون منخفضة؛
 - تتيح قوانين بعض الدول - الو. م. أ مثلاً- أنه إذا تملك شخص ما سهماً أو أكثر حتى وفاته فإن الأرباح الرأسمالية تعفى من الضرائب.
- لذلك فإذا كان معدل الضريبة على التوزيعات يفوق معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية فإن المستثمر يفضل أن يحصل على نصيبه من أرباح المؤسسة في صورة أرباح رأسمالية والعكس إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات أقل من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.
- وبالتالي فالمساهمين الواقعين في شريحة مرتفعة الضرائب يفضلون شراء أسهم المؤسسات الأقل توزيعاً، بينما المساهمين الذين يخضعون لضرائب أقل يتحولون نحو شراء أسهم المؤسسات الأكثر دفعاً للتوزيعات. ومن هنا نجد أن لسياسة التوزيعات تأثير على جاذبية السهم وبالتالي على قيمته السوقية.
- ولقد أشار "برنان" سنة 1970 بأنه في ظل اختلاف الضريبة على الأرباح الرأسمالية والضريبة على التوزيعات (معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من معدل الضريبة على التوزيعات)، القيمة السوقية لمؤسسة تحتجز كافة أرباحها المتولدة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تجري توزيعات لكافة الأرباح المتولدة مضافاً إليها القيمة الحالية للفرق بين الضريبة المستحقة على التوزيعات والضريبة المستحقة على الأرباح الرأسمالية¹.
- ويعترف "ميلر" و"شولز" بأنه يمكن أن يكون لاحتجاز الأرباح جاذبيته في ظل النظام الضريبي الذي يميز الأرباح الرأسمالية والتوزيعات. غير أنهما يؤكدان على وجود حيل ضريبية يمكن للمستثمر أن يحقق بها ميزة ضريبية على العائد المتمثل في التوزيعات بحيث يتساوي الأمر بالنسبة له في النهاية². فمن المعروف أنه من بين المزايا التي يمكن أن تتحقق من جراء الأرباح المحتجزة هو تأجيل سداد الضريبة على نصيب المستثمر من الأرباح وبالتالي ينتج عنها زيادة القيمة السوقية للسهم. أما الحيل الضريبية فتتمثل في القرض الشخصي بحيث يقوم المستثمر باقتراض مبلغ من المال تكون الفوائد التي يدفعها المستثمر عن هذا القرض مساوية تماماً لقيمة التوزيعات المتوقعة على أن يقوم بتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمار يتولد عنه عائد خالي من المخاطر، مثل المؤسسات المعفاة من الضرائب أو مؤسسات التأمين. وفي ظل هذه العملية سيحصل المستثمر على توزيعات تخصم منها الفوائد المستحقة عليه بنفس القيمة. ومن ثم يصبح وعاء الضريبة معدوم، أي لن يدفع أي ضريبة.

3-2-4- الاقتراحات الجديدة بشأن طرق التوزيعات.

هناك إطار نظري جديد أوجد علاقة بين سياسة التوزيعات وكل من تكلفة الوكالة، المعلومات وتداخل القرارات الاستثمارية، ويمكن إبراز أهم مرتكزاته فيما يلي:

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص. 361-363.

² - نفس المرجع، ص. 364.

3-2-4-1- سياسة التوزيعات وعلاقتها بتكلفة الوكالة:

فسر "روزيف" و"أستبروك" التباين بين المؤسسات التي تطبق توزيعات مرتفعة وعملائها الخاضعين للضرائب بالنسبة لأي سياسة توزيعات بعلاقة الوكالة بين المديرين والمساهمين الداخليين من جهة والمساهمين الخارجيين من جهة أخرى. فسياسة التوزيعات التي تؤدي إلى دفع توزيعات مرتفعة تخفض من القدرة على التمويل الذاتي والارتفاع المتكرر لزيادة رأس المال يؤدي إلى إصدار السندات لتغطية حاجيات الاستثمار. وبالتالي يعمل المدير على تخفيض تكلفة الوكالة لاختلاف مصالحهم مع المساهمين الخارجيين. ومن هنا نجد أن معدل التوزيعات دالة متزايدة الأهمية في تكلفة الوكالة¹.

كما توجد علاقة وكالة بين المساهمين والمقرضين مما يتطلب تحديد طريقة دفع التوزيعات في عقود الاقتراض. إلا أن هناك من يرى أن معدل العائد على سندات المؤسسات التي لا تعتمد بشكل كبير على الاقتراض نادرا ما يتأثر بالإعلان عن تغيير في سياسة التوزيعات، بعكس معدل العائد على الأسهم. أما بالنسبة للمؤسسات المعتمدة في تمويلها على الاقتراض فنمو التوزيعات يلعب دورا معتبرا على السندات لكن ليس بالحجم الذي يؤثر به على الأسهم.

وينتج عن سياسة التوزيعات أثرتين، أثر الإعلان وأثر إعادة توزيع الموارد. فتوزيعات مرتفعة تعمل على تحويل ثروة المقرضين نحو المساهمين، بينما توزيعات منخفضة تؤدي إلى العكس، فإذا كان هذين الأثرين يسيران في نفس الاتجاه بالنسبة للأسهم فسينتج عنهم العكس بالنسبة للسندات. ومن هنا يمكن للمساهمين جلب الأرباح عن زيادة معدل العائد على المؤسسة بواسطة زيادة التوزيعات، بينما انخفاض الأرباح الناتج عن انخفاض في التوزيعات يؤدي إلى الخسارة بالنسبة للمساهمين والمقرضين لكن خسارة هؤلاء مرتبطة بأهمية الاقتراض².

وأخيرا يمكن القول أن علاقة الوكالة بين المساهمين الداخليين والمساهمين الخارجيين تؤدي إلى زيادة معدل التوزيعات بينما علاقة الوكالة بين المساهمين والمقرضين تؤدي إلى تخفيض معدل التوزيعات.

3-2-4-2- سياسة التوزيعات ونظرية الإشارة:

نظرية الإشارة أو المؤشر تبين أن مستوى المعلومات بالنسبة لعارضي وطالبي رؤوس الأموال في السوق المالي غير متماثل، فطالبي الأموال الذين هم داخل المؤسسة عموما يحوزون على معلومات بكمية ونوعية أكثر من عارضي الأموال³.

وحتى يتم التخصيص الأمثل للموارد يجب أن يعود التوازن في الحصول على المعلومات إلى حاله في السوق المالي.

¹ - A. Capiez , Op. cit. , P.170.

² - Ibid. , P.170.

³ - J. Teulié & P. Topsacalian , Op. cit. , P.342.

فالمؤسسة تقوم بتقديم هذه المعلومات حول السوق بمعايير يتم مقارنتها بمؤشرات متعلقة بالصحة المالية. ودفع التوزيعات هو أحد هذه المؤشرات. لذلك يجب أن يتم إرسال هذا المؤشر بصورة واضحة من خلال الحفاظ على مستوى التوزيعات وبطريقة واضحة. هذا الذي يؤدي إلى تحسين أداء المؤسسة في المستقبل¹. إن نظرية المؤشر لا يمكنها أن تؤدي عملها على الوجه الأكمل إلا إذا وضعت عقوبات كافية وملائمة على كل من يبعث معلومات خاطئة.

3-3- معدل العائد على الأصول.

يعتبر معدل العائد على الأصول أو الاستثمار من أكثر النسب المالية عموماً والربحية خصوصاً أهمية، وما يدل على ذلك استخدام هذا المعدل في معظم الدراسات التجريبية التي تناولت مواضيع تقييم الأداء والتحليل المالي للمؤسسات، إذ اعتبر في معظم الأحيان المقياس الرئيسي لإنجاز المؤسسات وتفوقها. ويمثل معدل العائد على الأصول، العائد بالمعدل لكل دينار مستثمر في الأصول بغض النظر عن الطريقة التي تم بها تمويل هذه الأصول، فهو بذلك يعكس كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في المؤسسة كما يعد من أكثر مقاييس الربحية ومعايير الأداء شيوعاً.

3-3-1- تعريف معدل العائد على الأصول Return on Assets:

ويعرف أيضاً باسم معدل العائد على الاستثمار. وهو مقياس لربحية الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل في المؤسسة، ويدل انخفاض هذا المعدل على ضعف إنتاجية الاستثمارات بالمؤسسة. أما ارتفاعه فيدل على كفاءة سياسات المؤسسة الاستثمارية والتشغيلية. وهو أيضاً عبارة عن نسبة صافي الدخل المتاح للملاك إلى مجموع الأصول.

ومن ثم فاختبار الفعالية *Effectiveness* (الفعالية الربحية) لا يكون كاملاً بمجرد الاعتماد على حجم الدخل وإنما يكون من خلال ربط العلاقة بين الدخل وحجم الاستثمار الموظف هذه العلاقة يعبر عنها بالعائد على الاستثمار². ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots\dots\dots (3-8)$$

تزود هذه العلاقة المحللين والمقيمين بمعلومة فورية غير تحليلية حول الأداء الربحي للقسم أو المؤسسة ككل، ولكنها تحقق في إعطاء صورة واضحة عن العلاقات المتبادلة بين المبيعات والتكاليف ورأس المال المستثمر وتأثير كل منهما على مستوى الربحية. ويعتبر ذلك من الأمور الضرورية لتصحيح مواضع الخلل إن وجدت.

¹ - www.vernimmen.net/ftp/dividend.bdf , 29/05/2004.

² - يونس عبد الحميد بتال، إمكانية استخدام معدل العائد على الاستثمار في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية الصناعية الليبية بمدينة بنغازي، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة قارون، 1995، ص 17.

كما يعرف أيضا معدل العائد على الأصول (ROA) في التحليل المالي باسم نظام دي بونت Dupont System نسبة لشركة دي بونت (إحدى الشركات الكيماوية الأمريكية) الرائدة في استخدام هذا المعدل كأداة للرقابة وتقييم الأداء. كما قامت بتطويره أيضا، حيث تتبع قوة هذا النظام في التحليل المالي من شكله التدفقي لما يظهره من تفصيلات للعناصر المكونة له حتى يصل إلى الصيغة النهائية وهي معدل العائد على الأصول¹. ويعد هذا النظام أداة مهمة وفعالة للمراقبة التمويلية في المؤسسات. فهو يبين تأثير قرارات الإدارة في كافة المستويات على الربحية الإجمالية للمؤسسة، ويمكن الإدارة من تحديد مناطق الصعوبات في أداء المؤسسة واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة. ويتكون نظام الـ ROA جبريا من حاصل ضرب نسبتين هامتين تتعلق إحدهما بالربحية وتعلق الثانية بالتشغيل، هما نسبتا هامش الربح ودوران الأصول². ويعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{صافي المبيعات}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots\dots\dots (9-3)$$

- نسبة هامش الربح: الجزء الأول من العلاقة السابقة. تقيس هذه النسبة مقدار الربح عن كل دينار من المبيعات متبقى كدخل بعد طرح التكاليف والمصروفات. فالأرباح الصافية تساوي المبيعات مطروحا منها إجمالي التكاليف (تكاليف الإنتاج وتكاليف البيع، والتكاليف الإدارية). وتكمن أهمية هامش الربح في أنه يزود الإدارة بمقياس يعتمد عليه في تفسير العلاقة بين أسعار البيع والتكاليف وانخفاض هذه النسبة يدل على أن التكاليف لدى المؤسسة مرتفعة أو أن أسعار البيع لديها منخفضة.

- معدل دوران الأصول: هو عبارة عن عدد دنانير المبيعات المولدة أو الناشئة بواسطة كل دينار مستثمر في الأصول. فهو يقيس كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها لتحقيق المبيعات. وعلى هذا الأساس فإن ارتفاع هذا المعدل دلالة على الاستخدام الكفء للأصول في خلق المبيعات أو دلالة على الاستخدام الأمثل للموجودات المتاحة. لكن إذا كان هناك انخفاض في هذا المعدل فتلك إشارة على ضعف الاستغلال لأصول المؤسسة بصورة جيدة أو أن هناك زيادة غير مبررة في حجم تلك الأصول³.

وبناء على ذلك إذا كان معدل العائد على الأصول منخفضا، فيعود السبب في ذلك إلى تدني معدل هامش الربح أو تدني معدل دوران الأصول أو كليهما معا. فإذا كان هامش الربح منخفضا، فيعود ذلك إلى تدني المبيعات أو ارتفاع التكاليف. ويمكن للمبيعات أن تكون منخفضة لتدني الكمية المباعة بسبب انخفاض الطلب أو

¹ محمد عدنان أبو الهيجاء، أثر اختلاف الحجم على العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية (1990-2001)، رسالة ماجستير، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2004، ص 32.

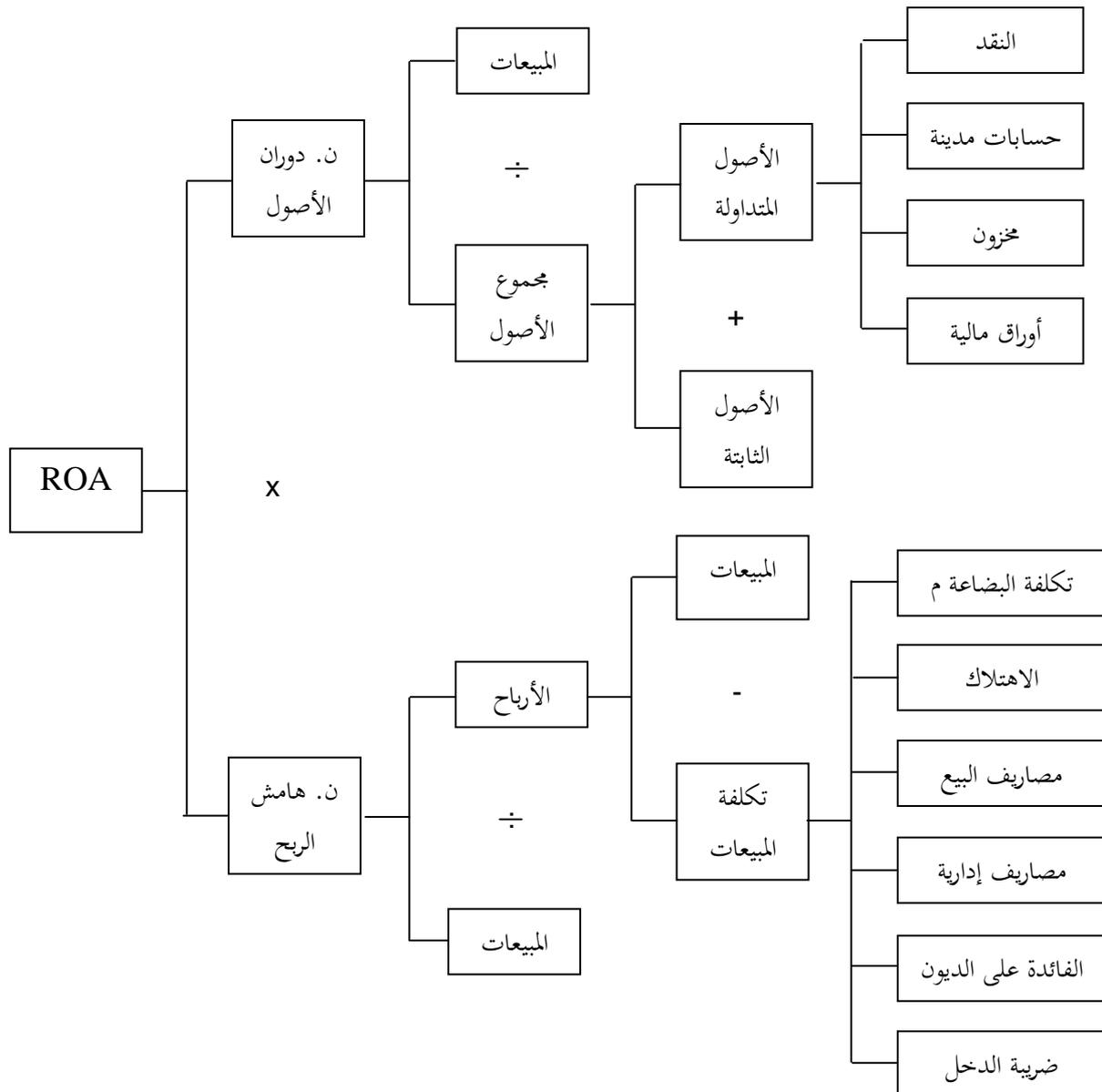
² محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 180.

³ محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 32-33.

لعدم تنافسية السلعة بالتنوع والسعر. أما ارتفاع التكاليف فيمكن تحري أسبابه من تفحص تكاليف الإنتاج، وتكاليف المبيعات والتكاليف الإدارية ومقارنتهما مع التكاليف المعيارية، ومن ثم تحديد مصدر التجاوز في التكاليف واتخاذ الإجراءات المناسبة. أما إذا كان معدل دوران الأصول متدنياً، فيعود السبب في ذلك إلى تدني المبيعات أو إلى وجود استثمارات فائضة في الأصول (آلات، معدات، أدوات،...) ¹.

ويمكن إبراز مكونات معدل العائد على الأصول في الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): مخطط دي بونت لمعدل العائد على الأصول ROA



المصدر: محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 181

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 180.

يبين الجزء السفلي من الشكل مكونات نسبة هامش الربح ، أي الأرباح الصافية على المبيعات . والأرباح الصافية تساوي المبيعات مطروحا منها تكلفة البضاعة، أما تكلفة المبيعات فإنها تتكون من إجمالي تكاليف المصنع، وتكاليف البيع، والتكاليف الإدارية. ويبين الجزء العلوي من الشكل مكونات معدل دوران الأصول، أي المبيعات إلى إجمالي الأصول، فيفصل إجمالي الاستثمارات إلى رأس مال متداول واستثمارات رأسمالية. كما يبين هذا النظام عناصر الأصول المتداولة من نقد وحسابات مدينة ومخزون وأوراق مالية قابلة للتداول¹.

3-3-2- أهمية معدل العائد على الأصول: يعتبر معدل العائد على الأصول من أكثر المؤشرات المالية دقة في تقييم أداء المؤسسات، ويشير هذا المعدل إلى ربحية الدينار الواحد من الأموال المستثمرة داخل المؤسسة وبهذا فهو يعتبر المعيار الرئيسي للحكم على إنجاز المؤسسة، وقد انبثقت أهمية هذا المعيار من ضعف المقاييس الأخرى للربحية كمعدل هامش الربح مثلا الذي لا يكفي للحكم على الأداء ، لأنه يعكس الربح المتولد عن المبيعات فقط ويتجاهل حجم المؤسسة ذاتها. ولهذا فإن أهمية معدل العائد على الأصول جاءت من ربطه بين الأرباح المحققة وحجم المؤسسة وطاقاتها المتاحة وذلك للتعبير عن أداء المؤسسة بشكل أكثر موضوعية وأكثر دقة².

وتجدر الإشارة إلى أن تحقيق أقصى درجات الاستفادة من معدل العائد على الاستثمار في مجال الحكم على أداء المؤسسات يكمن بالدرجة الأولى في كفاءة ومهارة الإدارة في كيفية إجراء التحليلات والتفسيرات اللازمة لتحديد الأسباب الرئيسية الكامنة وراء ظهور الانحرافات في معدل العائد على الاستثمار في المؤسسة. فالتغيرات في معدل هامش الربح أو دوران الأصول لا بد من تعزيزها بدراسة تحليلية دقيقة تحدد من خلالها الأسباب الرئيسية التي أدت إلى ظهور تلك التغيرات واتخاذ التدابير الملائمة لمعالجة الانحرافات غير المرغوبة، وهذا المسعى لن يتحقق إلا في ظل وجود إدارة كفؤة³.

ويمكن للمؤسسة أن تحسن من مستوى ربحيتها من خلال استخدامها لمعدل العائد على الأصول في الحكم على أدائها، والذي لو تم استخدامه بصورة دقيقة من قبل الإدارة لأمكن تحديد المجالات التي تسببت في تدني مستوى الربحية، في كون المؤسسة تعاني فعلا من تدني مستوى ربحيتها بالمقارنة مع معدلات العائد الأخرى المستخدمة كمعيار للمقارنة.

ومن بين العوامل المؤدية إلى تخفيض معدل العائد على الأصول نجد:

- تكاليف الإنتاج والمصاريف الإدارية والبيعية: يبين الجزء الأول من علاقة معدل العائد على الأصول (هامش الربح) أثر التغير في حجم تكاليف الإنتاج والمصاريف الإدارية والبيعية على ربحية المؤسسة. فعندما يزداد حجم هذه التكاليف، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض معدل هامش الربح ، ومن ثم معدل العائد على الأصول والعكس.

¹ - محمد أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² - محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 34.

³ - يونس عبد الحميد بتال، مرجع سبق ذكره، ص 29.

لذلك تلجأ الإدارة إلى معالجة ذلك الارتفاع في التكاليف ومراقبتها والعمل على تخفيضها إلى أدنى مستوى لها من خلال، رفع إنتاجية العامل أو الآلة، الحد من الهدر في المواد، الحد من الإنتاج التالف، اختيار مزيج المنتجات وعدد دورات الإنتاج التي تخفض التكلفة إلى الحد الأدنى. كما يمكن تخفيض المصاريف الإدارية بتخفيض عدد الموظفين الإداريين من فئة الكتبة بالتوسع في استخدام الآلات الحاسبة، رفع مؤهلات ومقدرات العاملين الإداريين على مختلف المستويات باتباعهم في دورات التدريب الإداري، الحد من الإنفاق البذخي والتظاهري على المفروشات والتجهيزات المكتبية، الحد من الإنفاق على وسائل الانتقال والسفر الداخلي والخارجي غير المنتج، ترشيد استهلاك المواد المكتبية... أما بالنسبة لمصاريف البيع، فيمكن تخفيضها بربط التنظيم التسويقي للمؤسسة بأهداف للمبيعات يجب تحقيقها، بالإضافة إلى ضغط النفقات وترشيدها إلى الحد الممكن¹.

ويجب التنبيه إلى أمر على درجة عالية من الأهمية، ألا وهو أن إدارة المؤسسة عند محاولتها تقليص حجم تكاليف الإنتاج، يجب عليها مراقبة وباستمرار مدى تأثير جودة المنتجات بهذا الإجراء، وذلك حتى تتفادى مشكلة انخفاض حجم المبيعات الناجم عن تدني مستوى جودة المنتجات.

- حجم المبيعات: يتأثر مستوى ربحية المؤسسة بمقدار ما يباع من إنتاج خلال فترة مالية. حيث ينخفض مستوى ربحية الوحدة بانخفاض حجم المبيعات والعكس. ويمكن تحسين مستوى ربحية المؤسسة ومن ثم معدل العائد على الأصول بزيادة المبيعات من خلال تحسين نوعية المنتجات، تخفيض سعر البيع، اتباع سياسة البيع الآجل، القيام بحملة دعائية للإعلان عن السلعة المطورة، وتطوير سياسات تسويق وترويج مناسبة، بالإضافة إلى تحديد تشكيلة المبيعات الواجب طرحها في السوق تماشياً مع الظروف والعوامل السوقية، بالإضافة إلى دراسة كيفية زيادة حجم المبيعات عن طريق منح الحفزات للعملاء، لتحفيزهم على شراء كميات أكبر من المنتجات.

- حجم الاستثمار الموظف ودرجة الفعالية في استخدامه: إن ظهور انحرافات غير مرغوبة في الجزء الثاني من علاقة معدل العائد على الأصول والمتمثل في معدل دوران الأصول يدل على وجود أحد أمرين هما، إما أن تكون الموارد الاقتصادية المتاحة للمؤسسة غير مستغلة استغلالاً كاملاً وكما ينبغي، أو أن هناك زيادة وتضخيم في تلك الموارد، وهذا يعتبر تبديداً للموارد الاقتصادية. فإذا كانت المشكلة تتعلق بالأصول الثابتة، فيمكن التخلص من الاستثمارات بشكل معمل أو آلات وتجهيزات تسبب طاقة إنتاجية فائضة تتجاوز التقديرات الواقعية للطلب الحالي والمستقبلي في السوق ببيعها، أما إذا كانت المشكلة تتعلق برأس المال العامل، فيمكن للمؤسسة أن تخفض من حجم الاستثمار فيه بتطبيق نظام مراقبة للمخزون، تعديل سياسة البيع الآجل و/أو تسريع تحصيل الحسابات المدينة، والاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقد².

¹ - محمد أمين عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 182.

² - نفس المرجع، ص 182.

وعموماً يمكن تلخيص أهم أسباب أهمية معدل العائد على الأصول كمقياس للكفاءة والفعالية في نشاط المؤسسة وإدارتها فيما يلي¹:

- يبحث المؤسسة على وضع خطط طويلة وقصيرة الأجل وذلك لتحقيقها؛
- يوفر قاعدة سليمة لعملية اتخاذ القرار فهو حقيقة ورقم وليس مقياس للتخمين؛
- يمكن من خلاله تقييم الاستثمارات الحالية والفرص الاستثمارية المستقبلية؛
- يساعد في تقييم أداء المدراء وخصوصاً في المؤسسات التي تطبق مفهوم اللامركزية حيث يكون المطلوب تقييم أداء مدراء المراكز كل على حده بغية تقديم المكافآت؛
- يعكس هذا المقياس التغيرات التي حدثت بالسوق وأثرت على المؤسسة مثل التغيرات في الربحية والأسعار، ويعتبر معياراً لخفض التكاليف؛

وغالبا ما يحاول المدراء التركيز على الحاجة للرقابة على المبيعات والمصروفات لعلاقتها بنسبة هامش الربح، ولكنهم لا يعطون نفس الاهتمام لحاجة الرقابة على الاستثمارات في الأصول. لكن المؤسسات التي تطبق مدخل معدل العائد على الأصول لتقييم الأداء تقرر أن أحد أهم الوظائف لمدير الاستثمارات هو محاولة تخفيض الاستثمار بالأصول إلى الحد المناسب والسبب وراء ذلك أن المدراء يدركون جيداً أن الاستثمارات الفائضة في الأصول من شأنها تخفيض معدل دوران الأصول الذي يشكل جزءاً هاماً في معدل العائد على الأصول وبالتالي يؤثر عليه سلباً، كما أن تخفيض الأصول الفائضة يعني الشيء الكثير إذ تصبح هناك أموال إضافية محررة ومتاحة للاستخدام من قبل الإدارة بشكل أفضل.

3-3-3- العوامل المؤثرة على معدل العائد على الأصول: من الملاحظ أن قيم معدل العائد على الأصول تتباين من صناعة إلى أخرى في البيئة الاقتصادية نفسها ومن مؤسسة إلى أخرى في الصناعة نفسها، ويمكن رد الاختلافات في قيم معدل العائد على الأصول وسلوك معدل العائد على الأصول عبر الزمن إلى عاملين رئيسيين هما: مستويات الرفع التشغيلي أو ما يسمى بالمخاطرة التشغيلية، ودورة حياة المنتج.

- **المخاطرة التشغيلية *Operating Risk*:** تعتمد المخاطرة التشغيلية للمؤسسة بشكل رئيسي على هيكل التكلفة الذي يختلف باختلاف طبيعة المؤسسة ونوع الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة، والمقصود بهيكل التكلفة هو كيفية توزيع التكاليف الكلية بين تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة.

فبعض الصناعات تتميز باستخدام مكثف للأصول الرأسمالية مثل الصناعات الثقيلة، كما هو الحال في صناعات الحديد والصلب وصناعة النفط. وينعكس التوسع في الأصول الرأسمالية على هيكل التكاليف التشغيلية للمؤسسة التي تعمل ضمن هذه الصناعات، إذ يترتب على التوسع في الأصول الرأسمالية زيادة في التكاليف الثابتة

¹ - محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 34.

مع زيادة الاهتلاكات ومصاريف الصيانة والمصاريف الثابتة الأخرى التي ترتبط باقتناء الأصول الرأسمالية، لذلك يتوقع أن تزداد نسبة التكاليف الثابتة للتكاليف المتغيرة كلما زاد التوسع في الأصول الرأسمالية والزيادة في نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة تمثل زيادة في درجات الرفع التشغيلي، ويترتب عليها زيادة في المخاطرة التشغيلية للمؤسسة حيث تصبح الأرباح التشغيلية أكثر حساسية للتغيرات في حجم المبيعات¹.

فعند مستويات عالية نسبياً للرفع التشغيلي تصبح الأرباح شديدة الحساسية للتغيرات في حجم المبيعات، بحيث أن الزيادة في المبيعات تؤدي إلى زيادة - بنسبة أكبر - في حجم الرفع التشغيلي، وذلك لأن نسبة التكاليف الثابتة من التكاليف الكلية مرتفعة نسبياً، إذ أن زيادة حجم المبيعات يترتب عليها انخفاض ملموس في متوسط التكلفة الكلية للمنتج بسبب توزيع التكاليف الثابتة على عدد أكبر من الوحدات المباعة (المنتجة).

ويعتمد مدى الانخفاض في متوسط التكلفة نتيجة الزيادة في حجم المبيعات على حجم التكاليف الثابتة ونسبة التكاليف الثابتة للتكاليف المتغيرة، فكلما كانت نسبة التكاليف الثابتة للمتغيرة أعلى زاد أثر التغير في حجم المبيعات على متوسط التكلفة للمنتج وعلى الأرباح التشغيلية، وعندما ينخفض حجم المبيعات ينخفض الرفع التشغيلي بنسبة أكبر للأسباب السابقة نفسها. ومن هنا نلاحظ أن الزيادة في نسبة التكاليف الثابتة للتكاليف المتغيرة تشكل زيادة في مستوى المخاطرة التشغيلية وتجعل الأرباح التشغيلية ومعدل العائد على الأصول أكثر تذبذباً وأقل استقراراً، وبما أن الأرباح التشغيلية تشكل قيمة البسط في معادلة معدل العائد على الأصول فإنه يتوقع لمعدل العائد على الأصول أن يكون في المؤسسات التي تعمل بمستويات عالية من الرفع التشغيلي، أكثر تذبذباً منه في المؤسسات التي تعمل بمستويات منخفضة نسبياً من الرفع التشغيلي².

- **دورة حياة المنتج *Product Life Cycle***: تختلف الاستراتيجيات التي تنتهجها الإدارة باختلاف دورة حياة المنتج. ففي مرحلة تقديم المنتج ومراحل النمو المبكرة يتم عادة التوسع في الإنفاق الرأسمالي والإنفاق على البحث والتطوير، ولتسهيل قبول المنتج تتوسع المؤسسة أيضاً في الإنفاق على الترويج وخدمات العملاء وغيرها من النفقات اللازمة لتعزيز حصة المؤسسة في السوق. والتوسع في النفقات المختلفة مع تدني المبيعات يؤدي إلى ربح تشغيلي متدن، وقد تحقق المؤسسة خسائر في السنوات الأولى من مرحلة تقديم المنتج. ولذلك يتوقع لمعدل العائد على الأصول أن يكون متدنياً في هذه المرحلة، وقد يأخذ قيمة سالبة. وعندما تتحسن المبيعات في مرحلة النمو يتحسن الرفع التشغيلي ويتحسن معدل العائد على الأصول. حيث يتوقف معدل النمو في معدل العائد على الأصول في هذه المرحلة على عدة عوامل أهمها حجم الإنفاق على تطوير المنتج وترويجه بالإضافة إلى مدى التوسع الرأسمالي لزيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة اللازمة لمواجهة الزيادة المتوقعة في المبيعات المستقبلية. ويؤدي الإنفاق

¹ - محمود الخلايلة، العلاقة بين معدل العائد على الأصول والمخاطرة التشغيلية، دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، جانفي 2000 / شوال 1420.

² - نفس المرجع.

الرأسمالي بحد ذاته إلى زيادة قيمة المقام في معادلة معدل العائد على الأصول، وبالتالي يجد من تسارع معدل النمو في معدل العائد على الأصول في هذه المرحلة. أما في مرحلة النضج، فإن معدل العائد على الأصول يتحسن بشكل ملموس وذلك بسبب التخفيض الكبير في حجم الإنفاق الرأسمالي في هذه المرحلة، وتحسن كفاءة المؤسسة في أحكام الرقابة على التكاليف، والاستفادة من ميزات الحجم الكبير وتراكم خبرات المؤسسة. وفي المرحلة الأخيرة من حياة المنتج (الانحدار) تتراجع الأرباح ومعدل العائد على الأصول بسبب انخفاض المبيعات بشكل ملموس في هذه المرحلة، وقد يأخذ معدل العائد على الأصول قيمة سالبة لاسيما في السنوات الأخيرة من هذه المرحلة¹.

¹ - محمود الخلايلة، مرجع سبق ذكره.

خلاصة الفصل:

على عكس النظريات السابقة اهتمت نظريات الإشارات بالمحتوى المعلوماتي الذي تحدته سياسات المؤسسة سواء المتعلقة بسياسات التمويل أو سياسات توزيع الأرباح أو ربحية المؤسسة. ومن خلال التحليل السابق يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

- في ظل ثبات قرارات الاستثمار ، فالمؤسسات ذات الجودة المرتفعة تفضل استخدام الديون في تمويلها، أما المؤسسات المنخفضة الجودة فتفضل الاعتماد على إصدار أسهم عادية؛
 - في حالة تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل ، فالمؤسسات تفضل عادة التمويل الداخلي. ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولاً بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كملاذ أخير؛
 - حسب نظرية الإشارة للديون فلإصدار أسهم عادية علاقة عكسية بينها وبين قيمة السهم، أما إصدار السندات فله علاقة طردية بينه وبين قيمة السهم؛
 - غالبية المديرين بالمؤسسات والمستثمرين الخارجيين من النوع المتجنب للمخاطرة مما يؤثر في سلوكهم لتقييم الاستثمارات والأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات؛
 - كما أنه لا يجب على المؤسسة استخدام الحد الأقصى من الاستدانة باعتبار أن التمويل بالديون من الممكن أن يؤدي إلى التخفيض من مشكلة الاستثمارات غير الكفؤة والاستثمارات الفائضة وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة؛
 - في ظل ظروف السوق التام لا علاقة لسياسة التوزيعات بقيمة المؤسسة. لكن هذا غير واقعي ففي حالة عدم التأكد يطلب المستثمر عائداً أعلى بمرور الزمن، كما أن الضريبة على دخل المستثمر ستؤثر على سياسة التوزيعات وفي تفضيلهم لكيفية الحصول على الدخل؛
 - من جهة أخرى يعكس معدل العائد على الأصول كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في المؤسسة ومن ثم مدى تدني ربحيتها. الأمر الذي يؤثر في سياسة التوزيعات.
- رغم كل ما سبق إلا أننا نجد أن هناك من نادى بأن المتغيرات المالية وحدها لا تكفي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات حيث قام بإضافة متغيرات أخرى يمكنها التأثير على قرار التمويل تتمثل في المتغيرات التنظيمية والإدارية. هذا ما سنحاول تناوله في الفصل الموالي.

الفصل الرابع

المتغيرات التنظيمية
والإدارية المؤثرة في السلوك
التمويلي للمؤسسات

تمهيد:

ظهرت في الآونة الأخيرة نظريات دعت إلى الأخذ بعين الاعتبار متغيرات غير مالية في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات معتبرة أن نظريات الاقتصاد والإدارة المالية ليست وحدها المحددة لقرار التمويل في المؤسسة ، بل أن هناك متغيرات تنظيمية سواء تعلقت بهيكل الملكية، السيطرة والتنوع وحجم المؤسسة، هيكل الأصول. وإدارية مثل الهيكل التنظيمي وبيئة المؤسسة والأهداف والاستراتيجية يمكن إيجاد علاقة بينها وبين هيكل التمويل بالمؤسسة.

لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل شرح هذه المتغيرات وإبراز العلاقة بينها وبين

الهيكل التمويلي من خلال عنصرين أساسيين:

4-1- المتغيرات التنظيمية؛

4-2- المتغيرات الإدارية؛

4-1- المتغيرات التنظيمية.

تلعب المتغيرات التنظيمية دوراً مهماً في قرار التمويل خاصة منها هيكل الملكية، هيكل الأصول، التنوع وحجم المؤسسة. حيث نجد أن السلوك التمويلي للمؤسسات ليس في منأى عن هذه المتغيرات بل يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل.

4-1-1- هيكل الملكية: يمكن تناول هيكل ملكية المؤسسات من خلال توضيح مفهوم الملكية ومفهوم السيطرة باعتبار أن الفصل بينهما ينتج من اختلاف أهداف كل من المالكين والمدراء.

أولاً- مفهوم الملكية: الملكية هي الحق في التملك كما أنها الحق في المطالبة بموارد المؤسسة. أو هي نسبة ما يملكه الشخص أو المؤسسات من أسهم مؤسسة معينة. ويمكن توضيحها من جانبين¹:

- أن الملكية هي نسبة من أسهم المؤسسة يملكها شخص أو مؤسسة أو مجموعة مستثمرين أو مجموعة منفصلة من مدراء المؤسسة، أو مجموعة المتقاعدين من مدراء المؤسسة، أو مجموعة من الموظفين، أو مجموعة موظفين من عائلة واحدة أو حصة ملكية العاملين للأسهم؛
- الملكية هي عدد من الحصص المنفردة التي يملكها أفراد لا ينتمون إلى بعضهم البعض. ويجب أن تزيد حصة ملكية كل منهم عن 5% من أسهم المؤسسة. وقد تكون الملكية داخلية أو خارجية، فإن كانت داخلية فإن المالكين هم أعضاء في المؤسسة، أما إذا كانت خارجية فالمالكين هم من خارج المؤسسة. ويمكن تعريف الملكية الداخلية *Insider Ownership* بأنها نسبة الأسهم المملوكة من قبل مدراء المؤسسة أو موظفيها. كما يمكن تعريفها بأنها ملكية أهم أعضاء المؤسسة سواء كانوا موظفين، أو مدراء الذين يقدمون أفضل الأداء.

فهناك مؤسسات أصحابها من عائلة واحدة وإدارتها من نفس العائلة، هذا النوع من الملكية لا يرغب بوجود شركاء جدد في المؤسسات حتى ولو كانت هناك نظرة توسع وتطور في المؤسسة، إذ أن أصحاب المؤسسة ذات العائلة الواحدة سيرغبون في الاستدانة والتمويل بالديون على أن يتم استخدام الأسهم كمصدر للتمويل حتى وإن كانت مخاطر التمويل عن طريق الديون أكبر من مخاطر التمويل عن طريق حقوق الملكية².

¹ - ميساء منير ملحم، أثر الملكية العائلية في البنوك وشركات التأمين على مخاطر الأسهم وعوائدها في بورصة عمان ومقارنتها بعوائد ومخاطر البنوك وشركات التأمين التي ملكيتها غير عائلية، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2002، ص 30.

² - إسماعيل يونس إبراهيم يامين، تأثير سياسة تعويم سعر الفائدة على استراتيجية الهيكل التمويلي للشركات المساهمة، دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 1990-1999، أطروحة دكتوراه في التمويل، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 1423هـ/2002م، ص 57.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

وقد وجد بعض الباحثين نتائج إيجابية بخصوص تأثير الملكية العائلية أو تركيز الملكية بأيدي مجموعة معينة من الأشخاص على أداء المؤسسات، فهناك من وجد علاقة إيجابية بين الملكية العائلية وأداء المؤسسة. كما وجد آخرون أن هناك علاقة قوية بين تركيز الملكية وأداء المؤسسات، حيث لاحظوا ارتفاع معدل العائد في المؤسسات التي تتركز فيها الملكية، وبالمقابل فإن البعض يعتقدون أن للملكية العائلية بعض السلبيات ولكنها إن وجدت فهي قليلة. ومن أهمها أن أصحاب المؤسسات العائلية يفضلون استخدام موظفين من نفس العائلة وبالتالي فإن أعضاء العائلة يكون لهم الأولوية والأفضلية في التعيين والترقية، والدفع، كما أنه نادرا ما يؤخذ برأي الأعضاء من غير العائلة في القرارات الاستراتيجية والهامة وتكون أغلب المواقع العليا في الإدارة للمؤسسات مشغولة من قبل أفراد العائلة نفسها¹.

غير أنه ومع توسع المؤسسات في الأعمال والمشاريع، والحاجة إلى إدخال أطراف جدد في المؤسسة كمصدر من مصادر التمويل، أحدث عدد كبير من المساهمين تجمعهم مؤسسة واحدة، وهذا يعكس حقيقة هامة هي أن ملكية كل واحد منهم منفصلة تشكل جزءا ضئيلا من مجموع هذه الأسهم. كما أن نسبة كبيرة منهم غير مؤهلة لإدارة استثماراتهم، ومتابعة أعمالهم، لذلك يقومون بتوكيل غيرهم لاتخاذ القرارات بدلا عنهم.

لذلك صنف كثير من الاقتصاديين منهم جنسن وميكلينج Jensen & Meckling 1976 مالكي الأسهم في المؤسسات غير العائلية إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تمثل حملة الأسهم ويقومون أيضا بإدارة المؤسسة (الإدارة)، أما المجموعة الثانية فهم بقية حملة الأسهم (المساهمين)، ولكلنا المجموعتين الحقوق نفسها، كالتصويت، الحصول على عوائد الاستثمار، التأثير في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية في المؤسسة².

ويترتب على الملكية الداخلية فوائد عدة منها أن ملكية المدراء للأسهم يمكن أن تؤدي إلى توحيد الرغبات والأهداف بين الإدارة والمالكين لأن المدراء هم مالكيين. وبالتالي هذا يمكن أن يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة، كما أن زيادة الملكية للإدارة يمكن أن تؤدي إلى تركيز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين، ومن ثم إعطاء المدير السيطرة اللازمة في المؤسسة والتي تمكنه من القيام بمهامه وبالتالي تحسين الأداء وهذا ينعكس بدوره على الأرباح. أو حتى الانحياز في بعض الأحيان لتحقيق مصلحته على حساب مصلحة بقية المساهمين.

غير أن آخرين يرون أن زيادة الملكية تؤدي إلى تراجع في الأداء المالي للمؤسسة لأن هذه الملكية المرتفعة قد تعطي الحافز والحق للإدارة في التصرف، لذا فهي قد لا تحتم زيادة ثروة المساهمين، بل قد تركز على أمور أخرى مثل التوسع في الحصة السوقية أو الإبداع في التصنيع واستخدام التكنولوجيا، بمعنى آخر أن زيادة الملكية

¹ - ميساء منير ملحم، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² - عهود عبد الحفيظ علي حسانة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

تعطي نوعاً من الحصانة والحرية في اتخاذ القرارات المختلفة كما أنها تحد من احتمالية حدوث السيطرة أو الاستيلاء ¹. Takeover.

وبما أن المفهوم العام لتركيز الملكية هو نسبة الملكية من قبل شخص معين أو مجموعة معينة، بحيث يستطيع هذا الشخص أو هذه المجموعة مراقبة وتنظيم الإدارة في المؤسسة بفعالية، مما يؤدي إلى التقليل من وجود إدارات انتهازية، فإن وجود مالك واحد على الأقل له حصة كبيرة من ملكية المؤسسة قد يؤدي إلى انخفاض فاعلية قرارات الإدارة. حيث ينتج عن تركيز الملكية مستثمرين لديهم الدوافع والقدرة للمراقبة والسيطرة على الإدارة ².

وتوصف المؤسسة التي تزيد فيها المركزية في الملكية بأنها مسيطر عليها من قبل المالكين، مما يعطي لغالبية المستثمرين محفزات قوية لمراقبة الإدارة. أما المؤسسة التي تقل فيها المركزية في الملكية بأنها مؤسسة مسيطر عليها إدارياً. الأمر الذي يؤدي إلى ظهور مشكلة تسمى بالقيادة الحرة *Free rider* وهي تعني عدم وجود مراقبة فعالة للمدراء بسبب عدم تركيز الملكية، وبالتالي عدم وجود أشخاص لديهم ملكية كبيرة وكافية تدفعهم لمراقبة وإدارة المؤسسة. ومن ثم فغياب المراقبة الفعالة من قبل المالكين تؤدي إلى اختيار المدراء المسيطرين للاستراتيجيات التي تساعدهم في تحقيق أهدافهم دون أهداف الملاك ³.

فالمؤسسات التي تركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة محددة من الأشخاص تفضل الاتجاه إلى الاقتراض على زيادة حقوق الملكية، بدخول شركاء جدد خارجيين وذلك لتجنب التكلفة المرتفعة للوكالة المرتبطة بالنوع الأخير من التمويل.

ثانياً - مفهوم السيطرة: تتعلق السيطرة بمتابعة العمل واختيار المدراء والأعضاء الآخرين في الإدارة والإدارة العليا، كما تتضمن السيطرة وضع الخطط والاستراتيجيات ومتابعتها، وتتركز السيطرة باتخاذ القرارات.

كما يمكن تعريف السيطرة أيضاً بأنها اختيار الأحداث والتحكم بها، فهي تلك القوة التي توجه العلاقات العامة والسياسات المهمة للإدارة وبالتالي فإن السيطرة هي القوة التي تختار الإدارة العليا ⁴.

وبالرغم من أن المالكين هم المساهمون، فإن المسيطرين هم المدراء الذين يمارسون حرية معقولة في المؤسسة لتحقيق أهدافهم من خلال أموال المساهمين، لأن أعمال المدراء ليست مراقبة تماماً.

¹ - عهود عبد الحفيظ علي حساونة، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² - ميساء منير ملحم، مرجع سبق ذكره، ص 33.

³ - نفس المرجع، ص 34.

⁴ - نفس المرجع، ص 31.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

وقد نشطت عملية السيطرة والاستيلاء على المؤسسات خلال فترة الثمانينات في الو. م. أ وبدأ الباحثون بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي والمؤسسات التي تعرضت أو تتعرض لعمليات الاستيلاء والسيطرة، حيث خلصت إلى أن:

- معظم المؤسسات المستهدفة بعملية الاستيلاء تقوم بزيادة نسبة مديونيتها، ويكون ذلك مصحوبا بارتفاع أسعار أسهمها؛

- هناك علاقة عكسية بين نسبة مديونية المؤسسات واحتمال نجاح عملية الاستيلاء.

حيث بينت الدراسات أن المؤسسات تقوم بزيادة نسب مديونيتها بشكل ملحوظ في حال شعورها بأنها مستهدفة بعملية الاستيلاء أو السيطرة من قبل مؤسسات أو أشخاص آخرين مما يدفع أسعار أسهمها للارتفاع لتوقعات السوق بتحسن العائد على أسهم المؤسسة. هذا بالإضافة إلى قيام المؤسسة بشراء أسهمها من السوق بحيث تبقى غالبية الأسهم بيد أصحاب الملكية الرئيسيين بالمؤسسة.

هذا ما أكدته نموذج هاريس ورافيف Harris & Raviv 1988 لتفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي ومباريات السيطرة على المؤسسة معتمدا على افتراض مفاده أن الإدارة المسؤولة للمؤسسة المستهدفة للسيطرة يمكنها أن تؤثر على نوع محاولة السيطرة (تقديم عطاء لشراء المؤسسة، مباراة وكيل أو مفوض) واحتمال نجاحها باستخدام وسائل متنوعة للمقاومة، حيث تستطيع الإدارة التأثير على نوع ونتيجة محاولة السيطرة من خلال اختيار استراتيجية للمقاومة تتوقف على الأرباح المحتملة من وراء السيطرة والمنافع الشخصية للرقابة¹.

ويركز النموذج على زيادة الرافعة المالية كوسيلة للمقاومة حيث يفترض أن التغيرات قصيرة الأجل في الهيكل المالي تعتبر وسيلة مضادة للسيطرة لتأثيرها على توزيع هيكل الملكية، وبالتالي يتوقع أن يؤثر قرار الهيكل التمويلي على ناتج أصوات المؤسسة، ومن ثم يحدد من الذي يتحكم في موارد المؤسسة. وعلية تستطيع الإدارة استخدام إعادة تشكيل الهيكل التمويلي في الأجل القصير للتأثير على أي شكل لمحاولة السيطرة ونتيجتها. فإذا كان اختيار مستوى الديون مرتفعا بدرجة كافية ليسمح للإدارة بالتحكم في 50% من الأصوات فإنها تستطيع معارضة أية محاولة للسيطرة. والعكس فالمستويات المنخفضة للديون من المتوقع أن تؤدي إلى نجاح عروض عطاء شراء المؤسسة. أما المستويات المتوسطة للديون قد تسفر عن عدم تحقيق أية نتيجة².

وتتلخص تنبؤات النموذج في النتائج التالية³:

- يتوقع أن تزداد أسعار الأسهم للمؤسسات المستهدفة للسيطرة بعيد معرفة عرض العطاء الناجح، أما في حالة عرض العطاء غير الناجح فلن يحدث أي تغير في السعر؛

¹ - جمال بدير على الخولي، مرجع سبق ذكره، ص 77.

² - نفس المرجع، ص 78.

³ - نفس المرجع، ص ص 78-79.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

- يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم عقب مباراة التفويض غير الناجحة، بل قد يكون الارتفاع كبيرا في المتوسط في حالة نجاح مباراة التفويض (حيث يفوز المنافس بالرقابة)؛
- يتوقع أن تزيد أسعار الأسهم بعيد الإعلان عن مباراة التفويض ولكن بدرجة أقل في المتوسط عن عرض العطاء؛
- يتوقع أن يصاحب مباريات الرقابة تغيرات في الهيكل التمويلي (زيادة درجة الرفع التمويلي في المتوسط)؛
- يتوقع أن تكون الزيادة في درجة الرفع المالي محدودة في حالة عروض العطاءات الناجحة بالمقارنة بالمؤسسات المستهدفة في مباريات التفويض أو المؤسسات المستهدفة للسيطرة بعروض العطاءات غير الناجحة؛
- إذا كان لدى صغار المستثمرين اعتقاد بأن غالبيتهم سوف يصوت لصالح فريق الإدارة الأفضل فيتوقع أن يكون متوسط زيادة مستوى الديون عاليا فيما بين المؤسسات المستهدفة للسيطرة بعروض العطاءات الناجحة أكثر من المؤسسات في مباريات التفويض؛
- في المؤسسات ذات الخبرة في مباريات التفويض *Proxy Fights* يوقع أن ينخفض متوسط مستوى الديون بالمؤسسات التي تحتفظ إدارتها بالرقابة بالمقارنة بتلك التي يفوز المنافسون فيها بالرقابة. أما رغبة الملاك الباقين الاحتفاظ بسيطرتهم على المؤسسة فتعتبر من العوامل التي تلعب دورا مهما في عملية التخطيط لأنواع الأموال التي يمكن للمؤسسة أن تمول أعمالها ، فكما نعرف أن المقرضين لا يكون لهم حق التصويت في اختيار الإدارة وكذا الحال بالنسبة للملاك من حملة الأسهم الممتازة، لذلك من هنا نرى أن المؤسسة لو حصلت على أموالها عن طريق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة فإن سيطرة الملاك الباقين على الإدارة ستبقى كما هي ولا يحصل تشتت في أسهم المؤسسة وزيادة عدد المالكين. وبالتالي تشتت عملية التصويت للإدارة¹.
- غير أن هذا لا يحدث دائما باعتبار أن المؤسسة لو توسعت في الاقتراض بشكل قد يمنعها من تسديد الفوائد أو أصل الدين فإن المقرضين سيستولون على أصول المؤسسة وبالتالي فإن الملاك هم الذين يخسرون. الأمر الذي يؤدي إلى احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس نتيجة زيادة الديون بالهيكل المالي. أو أيضا استخدام الديون في إعادة شراء حقوق الملكية الخارجية بقيمة احتياطية *Reservation Value* منخفضة نسبيا، ومن ثم فالتكاليف التي يتحملها المضارب المحتمل الذي يمتلك أسهم المستثمرين بقيمة احتياطية عالية يتوقع أن يزيد. وبالتالي يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة *Trading off* بين ارتفاع السعر الذي يجب أن يدفعه المضارب وانخفاض احتمال تزايد القيمة المصاحب لتملك المؤسسات المستهدفة للسيطرة.

¹ - جميل جابر علاونة ، مرجع سبق ذكره، 49.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

إضافة إلى ذلك أن الهيكل التمويلي قد يؤثر في نتيجة مباريات السيطرة من خلال تأثيره على توزيع الأصوات فيما بين أعضاء الإدارة والمستثمرين الخارجيين، أو من خلال تأثيره على توزيع التدفقات النقدية فيما بين حملة الأسهم وحملة السندات أو الديون.

وعموماً يمكن القول أن هيكل الملكية أو السيطرة، بمعنى مدى تركيز الأسهم في يد عدد قليل من الملاك، أو انتشارها في يد عدد كبير من الملاك سوف يسهم في فعالية الرقابة على القرارات الإدارية وتقل معها فرصة الاعتماد على الديون والعكس.

4-1-2- التوزيع وحجم المؤسسة: الفكرة البديهية المستقرة في أدب الإدارة مؤداها أن التنويع يقلل من المخاطرة ومن ثم يتيح فرصة أكبر للاعتماد على القروض. أي أن العلاقة بين التنويع والقروض علاقة طردية مع ثبات العوامل الأخرى. ومن جهة أخرى نجد أن أدب السلوك التمويلي أعطى أهمية كبيرة لحجم المؤسسة باعتباره أحد المقاييس المستخدمة في التنويع.

4-1-2-1- التنويع: تعد استراتيجيات التنويع مهمة جدا للمؤسسات التي تطمح للنمو والتوسع، وتوزيع مخاطرها على محفظة منتجات متوازنة. ويرتبط مفهوم التنويع بخصائص متعددة لأنشطة المؤسسة، فيعرفه روملت بأنه مدى المهارات التي تمتلكها المؤسسة وأنه يمثل حركة الدخول في نشاط (منتج/ سوق) والذي يتطلب زيادة المزايا المتوفرة في المؤسسة. ويعرف التنويع أيضاً بكونه صفة مميزة تنعكس بعدد السلع و/أو الخدمات المختلفة التي تنتجها المؤسسة وبعدها الأسواق المختلفة التي تخدمها¹.

ومن فرضية أن الاستثمار في أصلين أقل مخاطرة من الاستثمار في أصل واحد فقط، لأن عائدات أحد الأصلين المرتفعة يمكن أن تعوض عن العائدات المنخفضة من الأصل الثاني، لذلك تبرز أهمية التنويع في المؤسسات في حالة وجود فرص جذابة داخل الصناعة تشجع المؤسسة على الدخول فيها من خلال إطلاق أعمال جديدة في أسواق جديدة لم تتنافس بها سابقاً. هذا الأمر يتطلب من إدارة المؤسسة إيجاد محفظة أعمال متوازنة.

وتوجد عدة طرق للتنويع في المؤسسات باعتبار استراتيجيات التنويع أحد أنواع استراتيجيات النمو، أهمها²:
أولاً- استراتيجية التنويع المترابط: يطلق عليها في بعض الأحيان الاستراتيجية المركزة. وهي تشير إلى التطور ما وراء المنتج والسوق المحلي، لكنها تبقى مع ذلك ضمن الحدود الواسعة التي تعمل فيها المؤسسة. كما أن إضافة سلع وخدمات جديدة تتشابه مع السلع والخدمات الحالية من حيث التكنولوجيا، السوق، المستهلكون، قنوات التوزيع، والمعرفة والخبرات الإدارية تعد نوعاً من التنويع المترابط. وأيضاً الدخول التنظيمي الواسع في نشاطات ترتبط بشكل أو بآخر بالعمل الأساسي أو المهيم للمؤسسة يعد تنويع مترابط. فالأعمال تكون مترابطة إذا كانت تلي

¹ - طاهر محسن منصور، حسين شهدة حسين، استراتيجية التنويع والأداء المالي : دراسة ميدانية في منشأة عراقية (المنشأة العامة للصناعات الجلدية)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 3، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2003.

² - نفس المرجع.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

طلبات أسواق متشابهة وتستخدم أنظمة توزيع متماثلة أو تستخدم تقنيات الإنتاج نفسها أو تستثمر البحث العلمي نفسه.

ثانيا- استراتيجية التنوع غير المترابط: وتسمى أيضا الاستراتيجية المختلطة، وتتجسد بإضافة سلع وخدمات جديدة تختلف عن السلع والخدمات الحالية من حيث التكنولوجيا والسوق أو غيرها، وكذلك التوسع في مجالات لا تشترك بأية علاقة وظيفية أو مهارية مع العمل الأساسي للمؤسسة. ورغم أن التآزر من النواحي الفنية والتنظيمية والإدارية وغيرها يكون أكبر في حالة التنوع المترابط وضعيفا أو معدوما في حالة التنوع غير المترابط، إلا أن الأسباب المالية هي الأسباب الأكثر شيوعا لمثل هذا النوع من التنوع. حيث تحاول إدارة المؤسسة أن تخلق محفظة أعمال متنوعة، تتشكل من العديد من المجموعات (الأعمال) غير المترابطة والعمل من أجل وضع بعض درجات الارتباط في كل مجموعة. وبالتأكيد فإن هناك العديد من العوائد تحصل عليها المؤسسة جراء الإقدام على مثل هذا النوع من التنوع.

ثالثا- استراتيجية التكامل العمودي: إن توجه المؤسسة لأداء عمليات باتجاه المستهلك النهائي يعد تنوعا عموديا، إذ تقوم بتوحيد أعمالها بحيث أن كل عمل من تلك الأعمال يغذي العمل الآخر بشكل كفؤ. كما أن التكامل العمودي يتأتى من الاندماج بين المؤسسات التي تعمل في مراحل إنتاجية متعاقبة. ويرى جونز أن استراتيجية التكامل العمودي تضطلع فيها المؤسسة بمجهزتها أو بموزعيها، وأيضا أنه في هذه الاستراتيجية تسعى المؤسسة إلى النمو عن طريق اكتساب مؤسسات أخرى في قناتها التوزيعية.

رابعا- استراتيجية التكامل الأفقي: وتشير إلى تطوير نشاطات تتنافس مع النشاطات الحالية للمؤسسة، أو تعد مكملة لها بشكل مباشر. حيث تسعى المؤسسة من خلال هذه الاستراتيجية إلى النمو من خلال اكتساب مؤسسات منافسة في نفس خط العمل. ويمكن أن تتنوع المؤسسة أفقيا إلى منتجات جديدة وتستخدم التصنيع أو التسويق أو الخبرة الإدارية والمالية والتسهيلات الأخرى، في الوقت الذي لا يكون لها أي تأثير مهم على المنتجات الموجودة.

وتقوم المؤسسات بالتنوع من خلال عدة طرق ووسائل وأشكال تعتمد في ضوء منظورها لاستراتيجية التنوع المستخدمة وهي¹:

- **التطوير الداخلي العضوي:** يتم ذلك من خلال الاعتماد على الموارد الداخلية الموجودة كأساس لإنشاء عمل جديد. ومن الناحية النموذجية فإن هذا المدخل للتنوع تدعمه عملية تخطيط صريحة وواضحة تركز استعراض جميع الكفاءات التكنولوجية للمؤسسة وفرصها لتطوير عمل جديد على أساس مستمر، وإن مثل هذه الاستراتيجية تقتضي قابليات تكنولوجية وتنظيمية خاصة.

¹ - طاهر محسن منصور، حسين شحدة حسين، مرجع سبق ذكره.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

- **الاكتساب والاندماج:** تعد هذه الطريقة نقطة ارتكاز لأغلب البحوث التي وصفها باحثوا الاقتصاد الصناعي، بسبب وفرة البيانات عن الاكتساب قياسا للتطوير الداخلي، حيث يشير الاكتساب إلى شراء مؤسسة عاملة فعلا، وأنه يمكن وبسرعة أن ينوع المؤسسة ويحسن من قيمة استثمار المساهمين.
- **المشاريع المشتركة والتحالفات الاستراتيجية:** إن المشروع المشترك هو الأداة الأكثر ملاءمة ومرونة لخلق المواءمات من اللامواءمات. وأن هذه الأداة سوف تصبح مهمة بشكل متزايد مع الانفتاح وظاهرة العولمة، وإنها في الوقت ذاته تعد أصعب أدوات التنويع كلها وأقلها فهما. ويمكن أن تكون المشاريع المشتركة من خلال جملة من الأشكال مثل الاتحادات المالية، حقوق الامتياز، تراخيص الوكالة والشبكات. أما التنويع من خلال التحالف الاستراتيجي فيشير إلى التنسيق التي تقوم فيها المؤسسات بربط قواها لتشكيل شركة تضامنية تعاونية، ويلاحظ عادة في مثل هذا النوع من التحالفات أن إعادة الهيكلة والتطور لمختلف الوحدات التنظيمية ضمن المشروع المشترك تعد من الأمور المرغوبة والمهمة من أجل تحسين كفاءة وفاعلية التخطيط الاستراتيجي.
- ومع ذلك تبقى الفكرة البديهية المستقرة في أدب الإدارة والتي مؤداها أن التنويع يقلل من المخاطرة ومن ثم يتيح فرصة أكبر للاعتماد على القروض أي أن العلاقة بين التنويع والديون علاقة طردية مع ثبات العوامل الأخرى.
- هذا وعلى المستوى النظري هناك ربط بين دافع التنويع وبين هيكل التمويل وبين تعارض مصالح الإدارة والملاك. أي أنه لما كانت مخاطر الوظيفة للمديرين يصعب تنويعها بكفاءة في المحفظات الشخصية لهم، فإنه يكون لدى المديرين حافز لتقليل مخاطر الوظيفة بطرق أخرى منها تنويع نشاط المؤسسة الذي يقلل المخاطرة، لذا يتوقع أن تكون درجة التنويع في الأنشطة في المؤسسات التي يسيطر عليها المديرين أكبر منها في المؤسسات التي يسيطر عليها الملاك¹.
- 1-2-2-4- حجم المؤسسة:** لقد حظي مفهوم حجم المؤسسة على اهتمام واسع في معظم البحوث المتعلقة بالمواضيع الاقتصادية والإدارية والمالية وحتى المحاسبية باعتبار أن حجم المؤسسة يعتبر أحد المعايير الأساسية في تصنيف المؤسسات. ويعكس حجم المؤسسة الموارد المتاحة للمؤسسة بحيث تؤثر هذه الموارد على نشاطها الاقتصادي وقدرتها على الاستفادة من البيئة المحيطة بها بفعالية أكثر².
- ونظرا لأهمية حجم المؤسسة باعتماد العديد من الدراسات عليه خاصة تلك التي تناولت مواضيع مختلفة مثل اقتصاديات الحجم والإنتاج، التركيز الصناعي، والربحية، والتغير التكنولوجي بالإضافة إلى عمليات البحث

1 - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 66.

2 - محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 22.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

والتطوير في المؤسسات إلا أنه لا يوجد مفهوم واضح ومقياس موحد لحجم المؤسسة، أما أكثرها شيوعاً واستخداماً فهو إجمالي الأصول، وحقوق المساهمين، وعدد العاملين، وصافي المبيعات... حيث يعبر حجم الأصول عن مقدار الأموال المتاحة والمملوكة للمؤسسة بغض النظر عن مصدرها والتي من المتوقع الاستفادة منها في العمليات المستقبلية، وتشكل مجموع أحد جانبي الميزانية بالكامل وتنقسم إلى قسمين أصول مادية ملموسة وأخرى غير ملموسة¹.

ويعبر حجم حقوق المساهمين عن مقدار الأموال الداخلية للمؤسسة، أي المستحق للمساهمين من أصول المؤسسة بعد خصم الالتزامات المستحقة عليها؛ وتشمل رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. أما صافي المبيعات فيدل على حجم نشاط المؤسسة، أي المبلغ الظاهر في جدول حسابات النتائج والذي يعبر عن إجمالي مبيعات المؤسسة خلال السنة المالية مخصوماً منها المردودات والمسموحات عنها لنفس الفترة. وعدد العاملين فيشير إلى حجم الهيكل التنظيمي بها، أي عدد الموظفين داخل الفرع الرئيسي للمؤسسة وفروعها في نهاية كل سنة مالية².

وتستطيع المؤسسات أن تحقق نمواً في حجمها، إما داخلياً عن طريق عمل استثمارات رأسمالية جديدة، أو خارجياً عن طريق الاندماج والتملك مثلاً. والنمو الخارجي عادة ما يكون مفضلاً لأنه الوسيلة الأسرع والأوفر حيث أن شراء مؤسسة جاهزة بتنظيمها وإدارتها وموظفيها وقدراتها الإنتاجية والتسويقية والتمويلية يعتبر أكثر سهولة وأقل خطورة من عملية بناء الهياكل التنظيمية والمخططات الاستثمارية وتدريب الطاقات البشرية من جديد.

ويمكن للمؤسسات كبيرة الحجم الاستفادة مما يسمى باقتصاديات الحجم، أي تلك الوفورات الناتجة عن الزيادة في الحجم، والاستغلال الأفضل للطاقات المتاحة في الإنتاج والصيانة والتوزيع والتخزين والتمويل، مما يؤدي إلى وفورات هامة في التكاليف فينعكس ذلك إيجاباً على الأرباح. غير أننا في كثير من الأحيان ما نجد المؤسسات الكبيرة تحقق معدلات ربح أقل من معدلات الربح لدى المؤسسات صغيرة الحجم، ويعزى السبب في ذلك إلى زيادة البيروقراطية داخل التنظيم الإداري للمؤسسات ذات الحجم الكبير مما يجعل عملية إدارتها أكثر صعوبة³.

من جهة أخرى كشفت الكثير من الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة وبين مخاطر الإفلاس، فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي، على خلاف المؤسسات الصغيرة، فتكلفة

¹ - محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص 23.

² - Mohammad Al-Shiab & Abdussalam Abu-Tapanjeh, Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Jordan, Jordan Journal of Business Administration, Volume 1, No. 2, University of Jordan, 2005.

³ - محمد عدنان أبو الهيجاء، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-27.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

إصدار الأسهم والسندات لتلك المؤسسات عادة ما تكون مرتفعة بشكل تفضل معه الاعتماد بدرجة أكبر على القروض في التمويل¹.

وأيضاً لحجم المؤسسة أثر على علاقة توزيعات الأرباح بعائد السهم، حيث أن أسعار أسهم المؤسسات صغيرة الحجم تتأثر بالتغيرات التي تطرأ على توزيعات الأرباح أكثر من أسعار أسهم المؤسسات كبيرة الحجم. وذلك أن دقة المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون في المؤسسات صغيرة الحجم أكبر منها في المؤسسات كبيرة الحجم². وبالتالي فإن فرضية الحجم تنص على أن المؤسسة صغيرة الحجم تكون أرباحها المحاسبية وتدفعاتها النقدية من النشاطات التشغيلية أكثر ملاءمة في تفسير العائد السوقي لسهمها مقارنة بالمؤسسة كبيرة الحجم. وكذلك أن المؤسسات صغيرة الحجم تكون أكثر عرضة للتصفية من المؤسسات كبيرة الحجم، مما يؤدي إلى زيادة ملاءمة أرباحها المحاسبية وتدفعاتها النقدية في تفسير العوائد السوقية لأسهمها³.

ومما سبق يمكن القول أن هناك علاقة وثيقة بين التنوع وحجم المؤسسة لدرجة أن بعض الدراسات قامت بقياس التنوع بواسطة حجم المؤسسة مثل دراسة كيم وسورنسن Kim & Sorensen 1986، كما أن أدب السلوك التمويلي للمؤسسات أعطى أهمية كبيرة لحجم المؤسسة من زوايا عدة كالاتي⁴:

- أن المؤسسات الكبيرة لديها تنوع أكبر وبالتالي احتمال أقل للإفلاس، كما أن لديها قدرة أكبر على دخول أسواق المال وبالتالي من المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة والقروض؛
- أن حجم المؤسسة له علاقة بهيكل الأصول، حيث أن المؤسسات الكبيرة يكون لديها أصول ثابتة أكبر وبالتالي متوقع أن يكون لديها قروض طويلة أكثر بعكس المؤسسات صغيرة الحجم ومن هنا نتوقع علاقة طردية بين حجم المؤسسة والديون طويلة الأجل؛
- أن المؤسسات صغيرة الحجم سيكون لديها ديون قصيرة الأجل أكثر بسبب تكلفة المعاملات العالية التي تتحملها المؤسسات الصغيرة عند إصدار ملكية (أسهم عادية) أو ديون طويلة الأجل (سندات) ويرجع ذلك ليس فقط لارتفاع تكلفة المعاملات وإنما أيضاً لصعوبة الدخول في أسواق المال وكذا بسبب تركيبة الأصول؛

¹ - إسماعيل يونس إبراهيم يامين، مرجع سبق ذكره، ص 54.

² - دعاء فوزي شطبية، فايز سليم حداد، تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 37، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2010.

³ - زهران محمد علي دراغمة، أثر النمو والحجم ودرجة الرفع المالي على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية والأرباح المحاسبية: دليل من الأردن قطاع الصناعة، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد 15، العدد 3، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، سبتمبر 2008.

⁴ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 66.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

- كلما زاد حجم المؤسسة انخفض عدم تماثل المعلومات (أي زادت المعلومات عن المؤسسة لدى المستثمر) وبالتالي زاد تفضيله للملكية على القروض، أي أن هناك علاقة عكسية بين الحجم والديون؛
- أن المؤسسات كبيرة الحجم تكون مسيطرا عليها بواسطة مديرين محترفين وليس ملاك ومن ثم تكون تكلفة الوكالة للديون أقل وبالتالي نتوقع علاقة موجبة بين حجم المؤسسة والديون طويلة الأجل.
- 4-1-3- هيكل الأصول:** تضم ميزانية المؤسسة جانبين، الجانب المدين ويتمثل في الأصول والجانب الدائن ويتمثل في الخصوم. وتتمثل الأصول في موجودات المؤسسة وتسجل في الميزانية حسب درجة سيولتها أي حسب المدة التي تستغرقها للوصول إلى سيولة في حال النشاط العادي للمؤسسة (مؤن الأقل سيولة إلى الأكثر سيولة). وتنقسم إلى قسمين:
- يتمثل القسم الأول في الأصول الثابتة التي تبقى بالمؤسسة لفترة طويلة حيث لا يمكن تحويلها إلى سيولة إلا بعد مرور فترة طويلة من استعمالها في المؤسسة، وتضم القيم المعنوية من مصاريف إعدادية دفعتها المؤسسة عند إنشائها، حيث تمتلك في السنوات الأولى من التأسيس في شكل إطفاءات، وشهرة المحل أو الاسم التجاري حيث تمثل قيمة المحل التجاري وسمعة المؤسسة في السوق. والقيم الثابتة المادية، أي الاستثمارات الثابتة التي تبقى بحوزة المؤسسة لفترات تزيد عن السنة من أراضي ومباني ومعدات وأدوات، معدات نقل، أدوات مكتب،...¹
- أما القسم الثاني فيتمثل في الأصول المتداولة التي تبقى بحوزة المؤسسة لفترة أقل من سنة وبالتالي فهي أقرب إلى السيولة من الاستثمارات. وتضم المخزونات سواء التي اشترتها المؤسسة بغرض إعادة بيعها أو لاستخدامها في العملية الإنتاجية أو المنتجات التي أنتجتها المؤسسة. والذمم المدينة التي تمثل حقوقا على الغير من سندات مساهمة وسندات التوظيف والزبائن وأوراق القبض والقيم السائلة التي تمثل ما تملكه المؤسسة من أموال جاهزة سواء في صندوق المؤسسة أو في شكل حسابات جارية لدى البريد أو البنك.²
- وهناك علاقة بين هيكل الأصول والطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسة، فعندما تكون نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول مرتفعة. هذا يعني أن التكاليف تكون مرتفعة أيضا بسبب حجم تكاليف الاهتلاك. وهذا أيضا يعني أن المؤسسة تتمتع بدرجة رافعة تشغيل مرتفعة وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات. في هذه الحالة يكون التمويل بالاقتراف عاملا لزيادة التقلب وعدم الاستقرار في الأرباح المتاحة للمساهمين كما يجعل المؤسسات التمويلية تتردد في إقراض مثل هذه المؤسسات إلا ضمن حدود ضيقة لئلا تساهم في زيادة خطر تقلب أرباح المؤسسة وتحمل نتائجه السلبية.³

¹ - مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004، ص 18.

² - نفس المرجع، ص ص 19-20.

³ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص 620.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

وبالتالي الطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون أقل عندما تكون نسبة الأصول الثابتة في المؤسسة عالية مما يجعل نسبة المديونية المثلى تختلف من مؤسسة لأخرى حسب حجم الأصول الثابتة من مجموع الأصول فتكون مرتفعة في المؤسسات ذات درجة رافعة التشغيل المنخفضة والعكس¹.

ويؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة مختلفة. فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، خاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة. أما المؤسسات التي تكون غالبية أصولها متداولة والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق المؤسسة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل. وإن كانت تستخدم القروض طويلة الأجل بدرجة محدودة².

ولقد أشار كلا من مايرز وماجليف³ 1984 Mayers & Majluf وغيرهم إلى أن المؤسسة التي تمتلك أصولا لا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة. فلو عمدت المؤسسة إلى إصدار أسهم في وقت تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة، فإن المستثمر قد يعتقد بأن أصول المؤسسة يغالى في تقييمها، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم بالرغم من أنه قد يكون اعتقاده خاطئا بسبب نقص ما لديه من معلومات عن المؤسسة³.

ولكي يتجنب الملاك انخفاض القيمة السوقية للأسهم والذي يمكن أن يطلق عليه تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، فقد يفضلون الاقتراض بضمان الأصول إذ من شأن الضمان أن يجعل تكلفة الوكالة للقروض أقل من تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، لذلك كلما كانت نسبة الأصول الملموسة عالية في الميزانية كانت هناك رغبة للمقرضين في إعطاء المؤسسة الديون، وفي هذه الحالة يجب أن يكون الرفع المالي أعلى ولو أن جزءا كبيرا من أصول المؤسسة كان ملموسا فإن هذه الأصول تكون بمثابة تقليل إضافي لمخاطرة إعسار المدينين⁴.

أما إذا لم توجد أصول يمكن تقديمها كضمان فسوف ترتفع تكلفة الوكالة مما يدفع المقرضين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية ارتفاع تكلفة الاقتراض وتجد المؤسسة معها أن من الأفضل الاعتماد بدرجة أكبر على حقوق الملكية⁵.

¹ - Hisham Gharaibeh & Basil Al-Najjar, Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordanian Data, Jordan Journal Business Administration, Volume 3, No2, University of Jordan, 2007.

² - محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص 415.

³ - إسماعيل يونس إبراهيم يامين، مرجع سبق ذكره، ص 48.

⁴ - نفس المرجع.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 582.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

4-2 - المتغيرات الإدارية: زاد الاهتمام في الآونة الأخيرة بالربط بين هيكل التمويل للمؤسسة وبين الاستراتيجية، حيث يتم النظر إلى قرار التمويل كأحد القرارات الاستراتيجية في المؤسسة. ويرجع هذا الاهتمام المتزايد بالربط بين استراتيجية المؤسسة وسياستها المالية إلى سببين¹:

- الاهتمام المتزايد بمفهوم خلق القيمة كعيار للاختيار بين الاستراتيجيات المتاحة، وأدب الإدارة المالية هو الذي يهتم بكيفية تقدير القيمة؛

- الرافعة المالية تستخدم كأداة استراتيجية في كثير من القرارات الاستراتيجية مثل إعادة الهيكلة، الاندماج، بيع المؤسسة للإدارة،...

ويمكننا الربط بين السلوك التمويلي للمؤسسة واستراتيجيتها من حيث البيئة المحيطة، الهيكل التنظيمي، الأهداف، نقاط القوة والضعف،...

4-2-1- الاستراتيجية: تعد الاستراتيجية من المواضيع التي نالت اهتمام كثير من الباحثين في مجال الإدارة فضلا عن اهتمام شاغلي المواقع القيادية في الإدارات العليا تفكيرهم الذهني الدائم بما يجب أن يكون عليه وضع مؤسستهم في المستقبل. الأمر الذي حتم ويحتم على المعنيين بتسيير الأعمال السعي الدؤوب لبناء استراتيجيات معاصرة تنقل مؤسستهم إلى وضع أو مكانة أفضل تبعا للتغير الحاصل في البيئة الخارجية. فمعدل النجاح والفشل يتوقف على ما تتبعه المؤسسة من استراتيجيات، وحسن إدارتها لها من خلال إعداد وثيقة مناخ المؤسسة لتطبيق وتنفيذ اختيارها الاستراتيجي بطريقة صحيحة. فما تتبعه هذه المؤسسات من استراتيجيات يحدد بصورة قاطعة معدل نجاحها أو فشلها في دنيا الأعمال، ومن هنا يمكن القول بأن الاستراتيجيات تركز على صياغة قواعد عامة تساعد في إنجاز غرض المؤسسة الرئيس، لذا فهي تهتم بتحديد اتجاه ومستقبل المؤسسة.

4-2-1-1- تعريف: من الناحية اللغوية اشتقت كلمة الاستراتيجية من الكلمة اليونانية "استراتيجوس Strategos" التي تعني القائد أو فن قيادة القوات، ثم أصبحت تعني المهارات السيكلوجية والسلوكية لمن يحتل هذا الدور. أما الآن فقد أصبحت منهاجا وطريقة للتفكير والسلوك للإداريين وممارسي الأعمال لدرجة أنها احتوت جوهر الإدارة أو ما يسمى بالإدارة الاستراتيجية التي يتحدد مفهومها في أنها خطة محددة أو حيلة للمناورة يتم بموجبها خداع الخصم أو المنافسين لتحقيق الفوائد التنافسية. وتوصف الاستراتيجية بأنها نسق أو نمط أو مسار لتدفق قرارات المؤسسة عبر تاريخها الماضي والذي قد يسترشد به لتحديد توجهها المستقبلي وذلك بتتبع وتحليل التغيرات الرئيسية في تاريخها القيادي أو الإداري الناتج عن أحداث خارجية هامة في بيئة المؤسسة أي الانطباع العام عنها².

¹ - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 67.

² - نواف جهز المطيري، أثر الموازنة بين التركيب التنظيمي والاستراتيجية على أداء الشركات الكويتية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه الفلسفة في الإدارة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، حزيران 2008، ص 40.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

أو بعبارة أخرى تعرف استراتيجية الأعمال بأنها خطة طويلة الأجل تتخذها المؤسسة قاعدة لاتخاذ القرارات من واقع تحديدها لمهمتها الحالية والمستقبلية ، وتقوم على تحديد نطاق المنتجات والأسواق التي تتعامل بها، واستخدامات الموارد المتاحة لها، والتفوق التنافسي الذي تتمتع به، وأثر التوافق بين وظائفها الإدارية المختلفة، وأنشطة أعمالها بما يحقق تماسك المؤسسة داخليا بحيث يمكنها التأقلم مع بيئتها الخارجية والوصول إلى أهدافها وغاياتها الأساسية بشكل متوازن¹.

وتجدر الإشارة إلى أن للاستراتيجية أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة فهي صورتها في المستقبل وتجسيد لتصوراتها في السعي لتحقيق أهدافها، فهي العملية التي يتم من خلالها صياغة حالة الانسجام والتكيف التي تعتمد عليها المؤسسات اتجاه بيئتها. وبالتالي فإن الاستراتيجية هي المنطلق الذي يتم بموجبه تحديد شكل التركيب التنظيمي المناسب لتنفيذ هذه الاستراتيجية إلى جانب اهتمامها بنشر وتوزيع الموارد. وبناء عليه فإن الاستراتيجية لا تظهر إلا بعد أن تكون إدارة المؤسسة قد اهتمت بالمخاور التالية²:

- الرؤية والرسالة، بمعنى الغرض الرئيس من وجود المؤسسة في المجتمع. فالمؤسسات التي تطبق مبادئ إدارة الاستراتيجية وتكون رؤيتها ورسالتها واضحة يمكن أن تحقق نجاحا أكبر من تلك المؤسسات التي لا تطبق مثل تلك المبادئ؛
- الأهداف الرئيسية، أي ما يجب إنجازه، متى يجب أن يتم ذلك. فالأهداف هي النتائج النهائية المطلوب التوصل إليها من خلال الأنشطة المتعددة التي ستمارسها المؤسسة بحيث يؤدي تحقيق الأهداف إلى تحقيق المؤسسة لرسالتها؛
- وضع الاستراتيجيات وتطويرها، فبعد تحديد الأهداف طويلة الأجل تقوم الإدارة العليا وبالتعاون مع الإدارات الأخرى بوضع وتطوير مجموعة من البدائل الاستراتيجية تحدد المؤسسة من خلالها الكيفية التي يتم بها تحقيق رسالة المؤسسة وأهدافها اعتمادا على الميزة التنافسية التي تملكها وفق معطيات البيئة الداخلية والخارجية؛
- وضع السياسات والإجراءات، التي ترشد إلى القواعد الأساسية والعامّة لتوجيه عملية اتخاذ القرارات في مختلف الإدارات الوظيفية وبطريقة تضمن تعزيز رسالة المؤسسة وأهدافها واستراتيجياتها. فالسياسات هي عبارة عن آليات لتنفيذ الاستراتيجيات؛

¹ - شاكر تركي الأمين إسماعيل، التطابق بين الاستراتيجية والهيكلة التنظيمية وأثره على الأداء الاستراتيجي دراسة تطبيقية على شركات الدهانات الأردنية، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2001/2000، ص46.

² - نواف جهز المطيري، مرجع سبق ذكره، ص ص45-47.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

4-2-1-2- البدائل الاستراتيجية: يمكن الإشارة إلى أهم البدائل الاستراتيجية المتمثلة في الاستراتيجيات الهجومية والاستراتيجيات الدفاعية وذلك بناء على تبني إدارة المؤسسات للمتغيرات البيئية المحيطة بها، والتي تعكس درجة المخاطرة والعائد التي تقبلها هذه الإدارات.

فالاستراتيجيات الهجومية تأخذ أشكالاً متعددة منها التوسع: التنمية للسوق أو للسلعة، والتنويع للسوق أو للسلعة، أو كليهما معاً، وغالباً ما تهتم هذه الاستراتيجيات بتحويل الاهتمام نحو الظروف الخارجية وربطها بظروف المؤسسة الداخلية كما تهتم بنواحي الابتكار والتجديد والاستمرار في التغيير. ومن أهمها نجد استراتيجيات النمو التوسعية، استراتيجيات التكامل، استراتيجيات التنويع.

أما الاستراتيجيات الدفاعية فتلجأ إليها المؤسسات التي تعمل في بيئة تتصف بالاستقرار النسبي، فهي تعمل باتجاه آخر يتصف بتجنبها للمخاطرة، وذلك باستخدامها لنفس الاستراتيجيات الحالية دون تغيير. لذا فهذا النوع من المؤسسات لا يهتم بالمبادرة بل ينتظر حدوث التغيير ثم تستجيب له في حينه. ومن أهم الاستراتيجيات الدفاعية التركيز على منتجات معينة أو أسواق محددة، تصفية بعض خطوط الإنتاج، دمج بعض الوحدات، إيقاف التعامل مع بعض المنتجات أو الأسواق أو العملاء، محاولة الحفاظ على التكاليف أو تخفيضها،...

4-2-2- الهيكل التنظيمي: لم يتفق علماء ومفكرو التنظيم على تعريف واحد لمصطلح الهيكل التنظيمي وهناك تفاوت في وجهات النظر التي قدمت من حيث شموليتها وعمقها ولكنهم جميعاً يشيرون إلى أن الهيكل التنظيمي هو وسيلة وأداة لتحقيق أهداف المؤسسة.

ويشير "ستونر Stoner" إلى أن الهيكل التنظيمي يعني الطريقة التي يتم بها تقسيم أنشطة المؤسسة وتنظيمها وتنسيقها. ويشير روبنز Robbins إلى أن الهيكل التنظيمي يوضح ويحدد عدة أمور هي كيفية توزيع المهام والواجبات، والمسؤول الذي يتبع له كل موظف، وأدوات التنسيق الرسمية وأنماط التفاعل الواجب اتباعها وتطبيقها¹.

4-2-2-1- مفهوم الهيكل التنظيمي: يعرف بأنه الإطار الذي يحدد الإدارات والأقسام التنظيمية الداخلية المختلفة في المؤسسة ويتحقق من خلاله الانسياب الدقيق والمنظم لأنشطة المؤسسات وأعمالها، كما يشمل الإجراءات التي تضمن التنسيق بين الأقسام والوحدات الإدارية بهدف الوصول إلى الأهداف المرسومة.

فقد نظر التقليديون إلى الهيكل التنظيمي على أنه البناء أو الإطار الذي يمكن من خلاله للمؤسسات أن تمارس أنشطتها المختلفة من خلال تنظيم رسمي يعكس العلاقات بين المستويات الإدارية وأقسامها. وعلى الجانب

¹ - مهند سامي حسان طواها، تحليل التأثير المتبادل بين الهيكل التنظيمي ونظم المعلومات الإدارية حالة شركات التأمين المسجلة في سوق عمان المالي حتى عام 2001، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2003/2002، ص 28.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

الأخر فإن النظرة السلوكية تضيف بعداً آخر في دراسة هذا المفهوم يتمثل في الجانب الإنساني الذي يأخذ بعين الاعتبار أهمية دور الأفراد والجماعات في تنظيم غير رسمي يعكس علاقاتهم الاجتماعية وأدوارهم التي يمارسونها داخل التنظيم وفي علاقاتهم مع الإدارة¹.

من هذا التعريف نجد أن للهيكلة التنظيمية خصائص عدة أهمها²:

- درجة الرسمية، أي مدى الاعتماد على التوثيق والتسجيل الرسمي بكل ما يتعلق بعمل المؤسسة من قواعد وسياسات وإجراءات لتنظيم وضبط السلوك الإنساني وفق المعايير المحددة في لوائح العمل وتعليماته والتي تتضمن حقوق وواجبات العاملين. فكلما كان الاعتماد على هذه القوانين والإجراءات لتأدية الأعمال في المؤسسة أكبر اتصف الهيكل بالتعقيد والرسمية؛
- درجة التعقيد، وتشير إلى درجة نمو المؤسسات وتوسعها من خلال زيادة عدد الوحدات التنظيمية والمستويات الإدارية والتي تؤدي بدورها إلى زيادة حجم الهيكل التنظيمي، مما يعني طول خط السلطة الذي تمر من خلاله جميع الاتصالات من وإلى الإدارة العليا مركز اتخاذ القرارات وبالتالي صعوبة التنسيق بين أجزاء التنظيم ككل؛
- درجة المركزية، وتعكس مدى تركيز مواقع اتخاذ القرارات في المستويات الأعلى من الهيكل التنظيمي، وبذلك تعد من السمات الأساسية المعبرة عن طبيعة تصميم الهيكل التنظيمي، حيث تميل المؤسسات ذات الهياكل الميكانيكية إلى درجة عالية من المركزية، بينما يقتزن تصميم الهيكل العضوي بالميل إلى اللامركزية، أما أهم وسائل التعرف على درجة المركزية فهي تحليل الصلاحيات الممنوحة للعاملين في المستويات الإدارية المختلفة من الهيكل التنظيمي؛
- درجة التخصص، وترتبط بتقسيم الأعمال وتوزيع التخصصات على النشاطات الرئيسية للمؤسسة، بحيث يتم تحديد المهام والمسئوليات لكل وظيفة من الوظائف التي تختلف كل منها عن الأخرى حسب الأهمية فكلما زاد عدد التخصصات في المؤسسة تنوعت الوظائف التخصصية وكذلك الأنشطة فيها بحيث يكون كل شخص مسؤولاً عن مهمة أو مجموعة من المهام. فإذا كانت درجة التخصص عالية فإن كل عامل من العاملين يقوم بأداء مهام محددة، وإذا كانت درجة التخصص متدنية نسبياً فإن العاملين يقومون بأداء مهام متنوعة وذات نطاق واسع.

¹ - نواف جهز المطيري، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.

² - شاكر تركي الأمين إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-33.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

4-2-2-2- أنواع الهيكل التنظيمي: إن متغيرات البيئة المحيطة تفرض على المؤسسة شكلا معيناً من التنظيم، فقلة المعلومات وسرعة التغيير في عناصر البيئة زاد من حالة عدم التأكد والتي تسهم في تحديد شكل التنظيم، ومستوى الرسمية، وطبيعة الإشراف المطلوب. وعليه تم تصنيف الهياكل التنظيمية إلى نوعين هما:

أولاً- هيكل التنظيم الآلي: ويمثل وجهة النظر التقليدية. ويعرف أيضاً بالنموذج البيروقراطي أو الهرمي الذي يعتمد على توزيع الوظائف بين المستويات الإدارية، وذلك بتركيز التخطيط ووضع الاستراتيجيات في قمة الهرم التنظيمي، كما يناط بهذه الإدارة مهمة الإشراف المباشر على الإدارات الأدنى التي يتوجب عليها تنفيذ تلك الخطط والاستراتيجيات وفقاً للأنظمة واللوائح النافذة في المؤسسة. حيث يناسب هذا التنظيم البيئة المستقرة نسبياً، حيث يتم بناء هياكل نمطية لتحقيق الاستقرار في التنظيم وتكون أعمال الموظفين روتينية لا إبداع فيها، وهناك درجة عالية من المعيارية والرسمية في التعامل بين الأفراد وهناك مركزية عالية. أفراد هذا التنظيم متخصصون مهنياً بشكل دقيق، فكل فرد يعرف تماماً مهمته والهدف الأساسي من التنظيم¹.

يتميز هذا النوع بجملة من الخصائص أهمها²:

- التحديد الدقيق لأهداف المؤسسة، فهي أهداف مكتوبة ومعروفة لجميع العاملين والتي يمكن الوصول إليها من خلال الإجراءات والقواعد المحددة وفق تسلسل معين وبرنامج زمني محدد؛
- تقسيم العمل على أساس التخصص المهني والاتجاه إلى التخصص الدقيق، بحيث يختص كل قسم أو وظيفة بأداء مهمة محددة؛
- الصلاحيات في المؤسسة هي صلاحيات متعلقة بالوظيفة، وتميل المؤسسة ذات الهيكل الميكانيكي إلى تركيز السلطة والرقابة، وبالتالي ضيق نطاق الإشراف فيها. حيث يتم التنسيق بين الوظائف وبين الأقسام من خلال الرئيس المباشر.
- غير أنه لم يخل من جملة من الانتقادات والتي تمثلت في³:
 - النظرة الآلية للإنسان؛
 - عدم إعطاء أي اعتبار للتنظيمات غير الرسمية في المؤسسة؛
 - عدم قدرته على استيعاب التكنولوجيا؛
 - التمسك بالأنظمة والقوانين بشكل كامل؛
 - عدم تطوير استراتيجيات تتماشى مع ما هو جديد؛
 - لا يساعد على تطوير الأفراد؛

¹ - نواف جهاز المطيري، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² - شاكر تركي الأمين إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ - نواف جهاز المطيري، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

- تركيز السلطة في جهة واحدة أو فرد واحد.

ثانيا- **هيكل التنظيم العضوي**: يمثل وجهة النظر الحديثة في الإدارة (نظرية النظم) التي تعتبر التنظيم نظاما مفتوحا يتفاعل مع البيئة المحيطة في المجتمع. وحسب هذا النموذج فإن المؤسسة كنظام تتكون من مجموعة من الأنظمة الفرعية المترابطة هي النظام الفني والمعلومات والقوى البشرية والنظام الاقتصادي المالي. فهو يناسب البيئة غير المستقرة، ويمتاز بالمرونة العالية ليتناسب مع التغير في البيئة، ويمتاز أيضا بدرجة عالية من التنسيق. وهو تنظيم مغلق ليتجاوب مع البيئة. درجة الرسمية والتخصص منخفضة وفيه مشاركة كبيرة بالمعلومات بين أعضاء التنظيم بحيث يميل إلى اللامركزية في اتخاذ القرار¹.

ويعتبر الهيكل التنظيمي العضوي من الهياكل التي تقوم على أساس المشاركة والتحاوور البناء بين الرؤساء والمرؤوسين والدرجة العالية من الاتصالات الأفقية والعمودية على حد سواء والتركيز على الرقابة الذاتية من خلاله، وهناك اهتمام بتبادل المعلومات أكثر من إعطاء وإصدار التوجيهات، لذا فهو أكثر فاعلية في البيئة الحركية التي تقترن بتغيرات متكررة في المؤسسة أو عندما تكون المهمات غير محددة ومتجددة وغير روتينية².

ويتميز الهيكل التنظيمي العضوي بجملة من الخصائص:

- زيادة درجة اللامركزية، حيث يمنح مسئولو المستويات الإدارية الأقل بالمؤسسات صلاحيات اتخاذ القرارات المختلفة، لمواجهة الظروف التي يمكن أن يتعرض لها التنظيم، والذي يسعى دائما إلى التأقلم أو التكيف مع البيئة التي يعمل بها ومسيرة متغيراتها؛
- المرونة التي يتمتع بها التنظيم لمقابلة الظروف البيئية تسهم في انخفاض درجة التقيد بالإجراءات والقواعد الرسمية ومعنى آخر انخفاض درجة رسمية التنظيم؛
- قلة عدد المستويات الإدارية التي يتكون منها التنظيم، ينجم عنها قصر هيكله التنظيمي؛
- ارتفاع درجة حرارة التفاعل والمشاركة بين أفراد التنظيم، للمرونة التي يتمتع بها وزيادة الميل نحو اللامركزية في اتخاذ القرارات؛
- اتساع نطاق الإشراف نتيجة لقلّة عدد المستويات الإدارية، وقصر الهيكل التنظيمي.

4-2-3- التراكيب البنوية للهيكل التنظيمي: يتكون الهيكل التنظيمي الخاص بمنظمات الأعمال من خمسة تراكيب بنوية. ويمكن لكل مؤسسة أن تختار عدد من هذه التراكيب لبناء هيكلها التنظيمي، حيث يمكنها إضافة عناصر بنوية إليها أو حذفها منها حسب الحاجة أو الموقف. والمؤسسات الفعالة تخلق ترابطا بين أجزائها

¹ - مهند سامي حسان طواها، مرجع سبق ذكره، ص 31.

² - شاكر تركي الأمين إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 27.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

المكونة لها لدرجة أنها لا تغير عنصرا واحدا دون الأخذ في الحسبان العواقب المترتبة على كافة العناصر البنوية الأخرى¹. وتمثل هذه التراكيب في²:

* القمة الاستراتيجية، وهي قمة الهرم التنظيمي مصدر السلطات والصلاحيات أو ما يطلق عليه بالإدارة العليا، وهي ذلك الجزء المسغول عن تحقيق النتائج التي وجدت من أجلها المؤسسة من خلال تخطيط وتنظيم وتوجيه العمل داخل المؤسسة ككل؛

* نواة العمليات، وتتكون من جميع العاملين الذين يقومون بأداء الأعمال الرئيسية للمؤسسة سواء كانت إنتاجية أو خدمية، ويكون هؤلاء العاملين الإدارة الدنيا في قاعدة الهيكل التنظيمي أو ما يسمى بنواة العمليات (نواة التشغيل)؛

* التنفيذيون في المستوى الوسط، ويقصد بهم مدراء المستوى الإداري الثاني الذي يلي مستوى الإدارة العليا والذين يقومون بتنفيذ أوامر وتعليمات الإدارة العليا من خلال الأفراد العاملين في مستوى الإدارة الدنيا والمتمثلة في نواة العمليات؛

* الاستشاريون المساندون، وهم الموظفون الذين يقدمون الخدمات غير المباشرة إلى بقية أجزاء المؤسسة، مثل إدارة العلاقات العامة والاستشارات القانونية؛

* البنية الفنية، وهم الموظفون المحللون الذين يقومون بالأعمال الإدارية وتصميم الأنظمة المتعلقة بالتخطيط الرسمي والإشراف على العمل، وهؤلاء غالبا ما يشكلون البنية الفنية؛

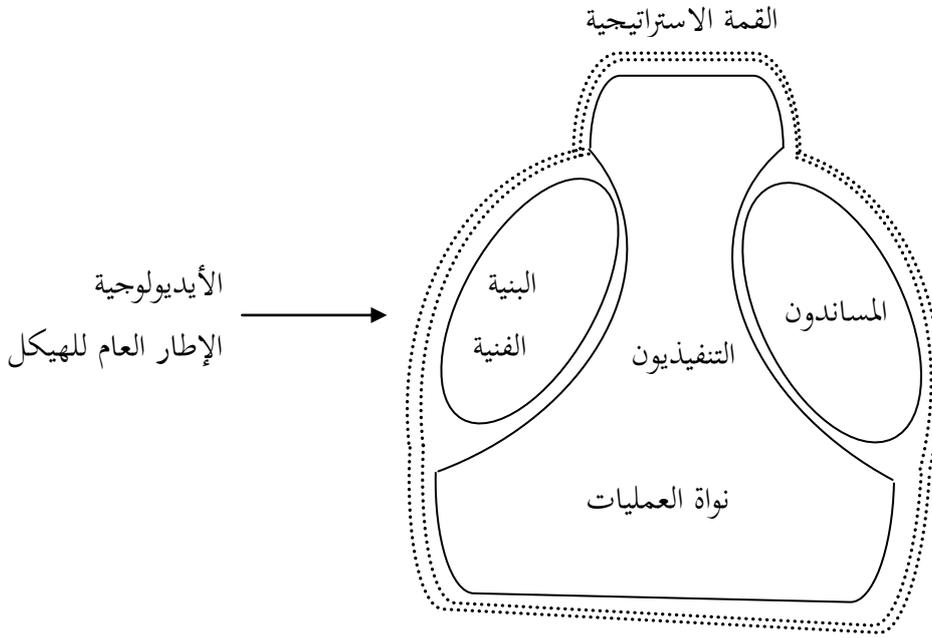
* الأيديولوجية، وتمثل الإطار العام أو المحتوى الذي يضم هذه الأجزاء (التراكيب البنوية) الخمسة السابقة الذكر، والتي يتشكل منها الهيكل التنظيمي، كنظام واحد يشمل على عدة أنظمة فرعية تعمل جميعها لتحقيق الأهداف العامة للمؤسسة ككل.

ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

¹ - شاكر تركي الأمين إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 34.

² - نفس المرجع.

الشكل رقم (4-1): التراكيب البنوية الستة مجتمعة



المصدر: شاكر تركي الأمين إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص36

وبناء عليه يمكن القول أن هناك علاقة بين الهيكل التنظيمي وأداء المؤسسة الذي يشمل الأداء المالي. ومن ثم وجود علاقة بين نمط الهيكل التنظيمي وهيكل التمويل في المؤسسة. خاصة أن التنظيم الميكانيكي مصمم لكي يحقق الكفاءة ولكن يعوزه المرونة، كما أنه يتسم بدرجة كبيرة من الرسمية والبيروقراطية والتخصص والمركزية... في حين أن التنظيم العضوي مصمم لكي يحقق المرونة والابتكار ويتسم بدرجة كبيرة من اللامركزية والتفاعل المتبادل بين أجزائه وأعضائه.

4-2-3- بيئة المؤسسة: تشكل البيئة نظاما كليا أكبر من نظام المؤسسة الذي يعتبر نظاما ثانويا مكملا للنظام البيئي الخارجي والتي تضم جميع الأحداث والمتغيرات السابجة في فلك المؤسسة. وبما أن لكل مؤسسة شكلا وطابعا يميزا لها عن المؤسسات الأخرى ضمن البيئة فإنها لا تستطيع أن تعمل بمعزل عنها، وعليها أن تهتم بأهداف المؤسسات الأخرى بنفس درجة اهتمامها بأهدافها المستقبلية.

فالبيئة الداخلية هي كل ما يجري داخل إطار المؤسسة ويؤثر في النواحي الفنية والإجرائية على أداء أعمالها، مثل النظم والإجراءات والقوانين الخاصة بالمؤسسة وطرق أداء الأعمال والتقنيات المستخدمة فيها، وتشمل أيضا التركيب التنظيمي الرسمي وغير الرسمي وأنماط الاتصالات وأسلوب القيادة ونظام الحوافز والأجور والفلسفة الإدارية السائدة في المؤسسة، إضافة إلى مجموعة العمل الرسمية وغير الرسمية. فعملية تحليل المقدرة الاستراتيجية للمؤسسة تعتبر مهمة من أجل فهم فيما إذا كانت موارد المؤسسة وقدراتها تلائم البيئة التي تعمل فيها

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

بفرصها وتحدياتها، وأن هذه الموارد والقدرات يمكن توسيعها بطريقة يصعب تقليدها بهدف خلق فرص جديدة في البيئة المحيطة. ويمكن تحليل المقدرة الاستراتيجية من خلال اتباع المراحل التالية¹:

- **تدقيق المصادر:** يتم تحديد المصادر المتاحة من داخل وخارج المؤسسة والتي تدعم استراتيجياتها، ويمكن دمج المصادر تحت أربع مجموعات هي المصادر المادية، المصادر البشرية، المصادر المالية، المصادر غير الملموسة؛
- **تقييم القدرات:** يتم تطوير مصادر المؤسسة من أجل خلق قدرات في مختلف الأنشطة وفي عملية ربط الأنشطة مع بعضها البعض، فتحليل سلسلة القيمة يمكن أن يفيد في فهم ووصف هذه الأنشطة والروابط؛
- **تحديد القدرات الجوهرية:** وهي القدرات التي تعزز إمكانية المؤسسة في المنافسة وإعطاء قيمة للنقود وفي خلق الفرص؛
- **تحليل المقارنة:** حيث يتم تقييم القدرات الجوهرية باستخدام المقارنات وهي ثلاثة أنواع: تاريخياً، من خلال معايير الصناعة، والمقارنة مع المؤسسات الرائدة؛
- **تقييم التوازن:** يمكن أن تتأثر المقدرة الاستراتيجية للمؤسسة بمدى كون المصادر والقدرات ووحدات العمل متوازنة؛
- **تحديد الأمور الرئيسية:** ويتم ذلك من خلال إجراء تقييم لنقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات (تحليل SWOT) وعوامل النجاح المهمة وذلك بهدف تحديد مدى أهمية الاستراتيجية الحالية ونقاط القوة فيها ومدى قابليتها للتعامل مع التغيرات الحاصلة في بيئة الأعمال.

أما البيئة الخارجية فتعني العوامل والظروف التي تقع خارج المؤسسة وتحيط بها وتؤثر على مستوى نموها وتطورها كالمغيرات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والقانونية وتؤثر كذلك على استراتيجياتها وأنظمتها وأنشطتها الداخلية. فالبيئة تقدم الموارد للمؤسسة على شكل مدخلات أساسية لعمليات الإنتاج داخل المؤسسة لتحويلها بدورها إلى سلع وخدمات تقدمها على شكل منتجات إلى البيئة الخارجية. ومن ثم فطبيعة العلاقة بين المؤسسة والبيئة تتمثل في تقديم البيئة الخارجية الموارد وتوافر الفرص وتثير التهديدات. والفرص هنا هي الظروف المواتية مثل احتياج الدولة لخدمات المؤسسة، أما التهديدات فهي الظروف غير المواتية مثل المنافسة².

¹ - زيدون وليد نويران، متطلبات الإدارة الاستراتيجية والأداء المؤسسي، دراسة تحليلية لواقع الشركات الصناعية في الأردن، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2001، ص 29.

² - نواف جهز المطيري، مرجع سبق ذكره، ص ص 50-51.

الفصل الرابع: المتغيرات التنظيمية والإدارية المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات

وتحتوي البيئة الخارجية على مكونات مجالها في العادة واسع بحيث يكون تأثيرها غير مباشر على المؤسسة وإنما عام على جميع المؤسسات في تلك البيئة. ومن أهمها المكونات السياسية والاقتصادية والتكنولوجية. ويمكن تحليل تأثير هذه المكونات بما يعرف بتحليل (PEST) كما يلي¹:

- التأثيرات السياسية/ القانونية، ناجمة عن تدخل الحكومة والسياسات التي تنظم أعمال المؤسسات وتشمل على سبيل المثال قانون الاحتكار، قوانين حماية البيئة، وسياسة الضرائب،....؛
 - التأثيرات الاقتصادية، تنتج من طبيعة الاقتصاد وموارده، وتشمل على سبيل المثال الناتج القومي الإجمالي، أسعار الفوائد، التضخم، البطالة، والدخل المتاح،...؛
 - التأثيرات الاجتماعية الثقافية، هي تأثيرات نابغة من خصائص المجتمع الذي تعمل فيه المؤسسة، وتشمل على سبيل المثال الخصائص الديمغرافية للسكان، مستويات توزيع الدخل، التغيير في أساليب الحياة، واتجاهات العمل، مستوى التعليم،....؛
 - التأثيرات التكنولوجية، وهي التأثيرات الناجمة عن التطور السريع في مجالات الأجهزة والآلات وطرق الإنتاج وإجراءات العمل، وتشمل على سبيل المثال البحث والتطوير، الاكتشافات والاختراعات الحديثة، وسرعة انتقال التكنولوجيا، والاهتمام ودعم التكنولوجيا وغيرها،....؛
 - التأثيرات البيئية على الحياة، فأهم عوامل البيئة الخارجية هو علاقة الأعمال مع علم تأثير البيئة على الحياة والذي يمكن تعريفه على أنه العلم الذي يبحث في العلاقة بين الإنسان والكائنات الحية وبين البيئة من ماء وهواء وتراب. وتشمل هذه التأثيرات كل ما تعنيه كلمة تلوث. كتلوث الهواء وتلوث المياه وتلوث التربة. ويكمن دور المؤسسات في تقليل التلوث البيئي من خلال إعادة تصميم المنتجات ، وتعديل عملياتها الإنتاجية وإعادة تصميم المصانع والآلات الإنتاجية والمنتجات القابلة لإعادة التصنيع وغيرها من الوسائل المطلوبة للمحافظة على البيئة.
- والغرض من توجه المؤسسة نحو تحليل البيئة هو الموازنة بين مواطن الضعف والقوة في المؤسسة مع الفرص والتهديدات في البيئة لتستفيد المؤسسة من الفرص التي تنتجها البيئة وتتفادى تهديداتها. ويتضح من خلال تحليل البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، أن البيئة الداخلية تمثلها نواحي الضعف ونواحي القوة، والبيئة الخارجية تمثلها التهديدات والفرص.

¹ - زيدون وليد نويران، مرجع سبق ذكره، ص 26.

خلاصة الفصل:

من التحليل السابق يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

- هناك علاقة بين هيكل الملكية والتمويل بالديون، فأصحاب المؤسسات ذات العائلة الواحدة يفضلون التمويل بالديون عن التمويل بالملكية. في حين أنه في مؤسسات الأعمال التي تتميز بتنوع الملكية، فتركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يمكن من تحسين أداء المدير وبالتالي تحسين أداء المؤسسة، هذا ينعكس بدوره على الأرباح. وتفضل المؤسسة الاتجاه نحو الاقتراض على زيادة حقوق الملكية؛
- من جهة أخرى هناك رابط بين التنوع وبين هيكل التمويل وبين تعارض مصالح الإدارة والملاك، لذا يتوقع أن تكون درجة التنوع في الأنشطة في المؤسسات التي يسيطر عليها المديرون أكبر منها في المؤسسات التي يسيطر عليها الملاك؛
- زاد الاهتمام بالربط بين هيكل التمويل للمؤسسة وبين الاستراتيجية، حيث يتم النظر إلى قرار التمويل كأحد القرارات الاستراتيجية للمؤسسة.

الفصل الخامس

تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة

تمهيد:

بعد تناولنا لأهم العوامل المؤثرة في السلوك التمويلي للمؤسسات والنظريات التي تناولت هذا الموضوع باعتباره يعد أساسيا في أدب الإدارة المالية، خاصة تأثير الاقتراض على السلوك التمويلي للمؤسسة، لذلك سنحاول إسقاط أهم جوانب هذه الدراسة على بعض المؤسسات الجزائرية، حيث تم اختيار عينة متنوعة منها مؤسسات مدرجة في البورصة وأخرى غير مدرجة في البورصة ومحاولة تفسير سلوكهما التمويلي المنتهج لتمويل مشاريعهما الاستثمارية. لكن قبل ذلك سنحاول إعطاء تقديم لهذه المؤسسات والتعريف بنشاطهما على مستوى الاقتصاد ومدى إسهامهما في ذلك. حسب العناصر التالية.

5-1- مؤسسات مدرجة في البورصة.

5-2- مؤسسات غير مدرجة في البورصة.

5-3- عرض وتحليل عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة.

5-1- مؤسّسات مدرجة في البورصة.

أصبحت بورصة الجزائر محل جذب لبعض المؤسسات الجزائرية لحوض تجربة التمويل عن طريق الأوراق المالية الذي يوفر التمويل اللازم للعمليات الاستثمارية وحتى بتكلفة أقل في بعض الحالات. حيث يعد مجمع صيدال وسلسلة الأوراسي من أوائل المؤسسات التي دخلت بورصة الجزائر كآلية جديدة للتمويل، ومؤخرا المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية روية. لذلك يمكن عرض وتقديم هذه المؤسسات بإبراز أهم نشاطاتهم من خلال هذا العنصر.

5-1-1- مجمع صيدال.

يعتبر مجمع صيدال من بين المؤسسات الأولى التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر والتي تتميز بمرونة في أسعارها، كما أنه من أهم المؤسسات الوطنية والمحتكر الرئيسي للإنتاج الصيدلاني المخصص للاستعمال البشري والحيواني. حيث مر مجمع صيدال بعدة مراحل حتى وصل إلى ما هو عليه الآن ابتداء بإنشاء الصيدلية المركزية وختاما بمجمع صيدال. كما شهد خلال ذلك رفع رأسماله من 600 مليون دج في 1997/12/31 إلى 2500 مليون دج في 1998/07/25 أي 10 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم حتى يستوفي المجمع الشروط التي وضعتها لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصية (COSOB)؛

النشأة¹: أنشئت الصيدلية المركزية بموجب مرسوم رئاسي مؤرخ في سنة 1969. تختص باستيراد المنتجات الصيدلانية ذات الاستعمال البشري. وفي إطار مهمة الإنتاج أنشئت وحدة إنتاج بالحراش سنة 1971. كما تم شراء وحدتي بيوتيك وفارمال على مرحلتين (1971 ثم 1975). وبعد إعادة هيكلة هذه الأخيرة ظهرت المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية وفقا للمرسوم 161/82 المؤرخ في 1982/04/24. وفي 1988 تم إدماج مركب المدينة لإنتاج المضادات الحيوية ANTIBIOTIC (الذي كان تابعا للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية SNIC) لهذه المؤسسة.

وتمثلت مهمة المؤسسة الوطنية لصناعة المواد الصيدلانية في إنتاج وتوزيع الأدوية والمستحضرات الطبية والكواشف، بالإضافة إلى تموين السوق الجزائرية بصفة كافية ودورية.

وفي سنة 1989 تم إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية، حيث استفادت هذه الأخيرة من مرحلة استقلالية المؤسسات، هذا ما نتج عنه ميلاد المؤسسة الإنتاجية للأدوية صيدال (SAIDAL) التي أصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية تملك حرية التسيير، كما أنها اختيرت من بين المؤسسات الوطنية الأولى لتصبح شركة ذات أسهم هدفها احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية وإشباع السوق الوطنية عن طريق منتجات ذات نوعية عالية.

¹ - www.Saidalgroup.com ,15/04/2011.

وفي سنة 1993 طرأت تغييرات على القانون الأساسي للمؤسسة بحيث مكنتها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي ترتبط فيما بينها عن طريق إنشاء شركات أو فروع جديدة. ومنذ سنة 1996 أصبحت تملك المؤسسة العمومية القابضة كمياء - صيدلة 100 % من رأس المال المؤسسة.

وفي سنة 1997 وضعت المؤسسة مخطط لإعادة الهيكلة الذي أدى إلى تحويل المؤسسة إلى مجمع صناعي. وقد تم ذلك فعلا في 1998/02/02 وذلك بموجب عقد موثق رقم 15/85. وهو ما يعرف به حتى الآن تحت اسم "المجمع الصناعي صيدال".

أهداف المجمع ومهامه: يعتمد استمرار نشاط أي مؤسسة على مدى تحديدها للأهداف الاستراتيجية والعمل على تحقيقها من خلال توضيح المهام الملقاة على مستوى الوحدات، أو الفروع.

~ **الأهداف¹:** قام المجمع الصناعي صيدال بتسطير عدة أهداف تتماشى مع متطلبات السوق المحلي والدولي وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي:

- توسيع المنتجات ذات الاستهلاك الواسع مثل أدوية أمراض القلب، السكر، أمراض العيون، الأدوية المضادة للالتهابات والمضادات الحيوية؛

- تقديم أدوية بنوعية عالية الجودة وبأسعار تنافسية؛

- إقامة مشاريع شراكة مع مؤسسات ومخابر أجنبية؛

- دخول الأسواق الخارجية.

كما يهدف المجمع على المدى الطويل إلى تعزيز مكانته وموقفه في سوق الأدوية من خلال انتهاز استراتيجية جديدة تقوم على العمل المتكامل والحرص الدائم على مراقبة جودة ونوعية المنتج، قبل، أثناء وبعد التصنيع.

~ **المهام:** للمجمع عدة مهام تتمثل في:

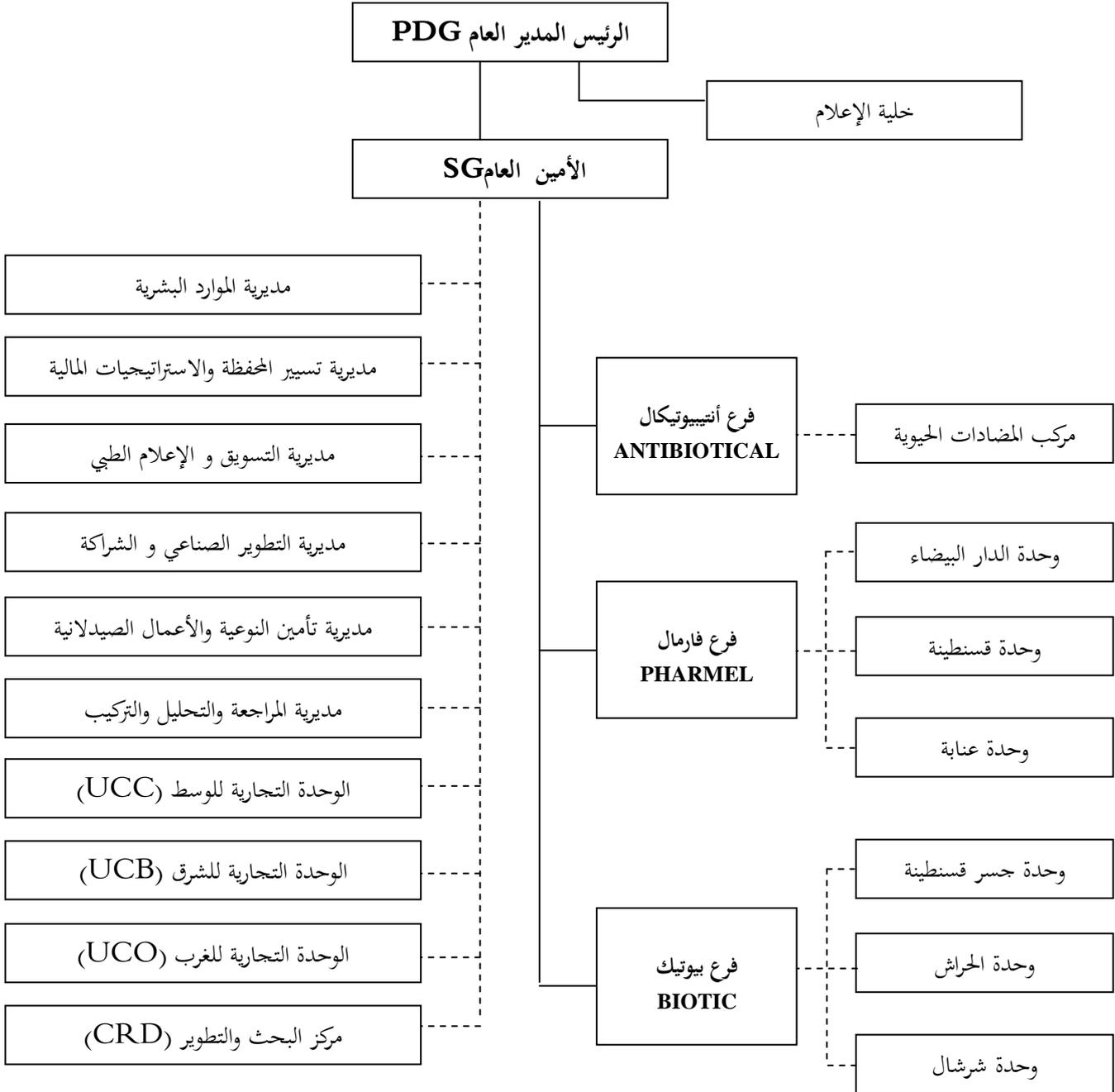
- إنتاج، استيراد وتصدير المواد الصيدلانية والكيميائية في شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع قصد الاستعمال البشري أو البيطري؛
- تحضير سياسة عامة واستراتيجية صناعية، مالية وتسويقية؛
- تطوير الجودة؛
- البحث في المجال الطبي وصناعة الأدوية؛
- إنشاء مؤسسات أو فروع جديدة والقيام بكل العمليات الملائمة للوضع الاجتماعي؛
- إدارة المحافظ المالية؛

¹ - Sidal info, Groupe SAIDAL, N⁰7, 1^{er} trimestre 1998, P.08.

- مراقبة استراتيجية الفروع وتطور المجمع.

~ الهيكل التنظيمي: حتى يتسنى للمجمع تحقيق الأهداف المسطرة ومراقبة تنفيذ المهام لجأ إلى وضع هيكل تنظيمي يتناسب مع هذه الأهداف، بحيث يسهل عملية الرقابة على الفروع ويضبط التنظيم الجيد والمحكم للمجمع. والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي للمجمع:

الشكل رقم (5-1): الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال



علاقة وظيفية _____

علاقة هرمية -----

المصدر : وثيقة إعلامية صادرة عن مجمع صيدال في 2001/07/01

شرح الهيكل التنظيمي للمجمع:

~ العلاقات: يشتمل الهيكل التنظيمي على نوعين من العلاقات.

- علاقات وظيفية: وترتبط بين مختلف الفروع، وكل من الرئيس المدير العام والأمين العام، كما أنها تسمح بتقسيم تنظيمي حسب المنتجات، فجمعت الوحدات المتشابهة الإنتاج في فرع واحد نظرا لتعدد الوحدات الإنتاجية والمنتجات (حوالي 115 نوع من الأدوية).

- علاقات هرمية: وترتبط بين مختلف المديرية ووحدات الخدمات (UCO؛UCB؛UCC و CRD) من جهة وبين الأمين العام والرئيس المدير العام من جهة أخرى.

~ المديرية:

- الرئيس المدير العام PDG: ويوجد بأعلى هرم بالمؤسسة، كما أنه المسئول الأول عن إصدار اللوائح والقرارات، كما يجتمع مع المديرين ومجلس الإدارة للبحث في التطورات الجارية في المؤسسة ودراسة المشاكل والبحث عن الحلول اللازمة.

- الأمين العام SG: يمثل هيئة استشارية تتولى مهمة التنسيق وهي تساعد على اتخاذ القرار.

- خلية الإعلام: هي الهيئة المسؤولة عن الإعلام والنشر.

- مديرية الموارد البشرية: هي هيئة وظيفية تتولى مهمة التدقيق والتنظيم الخاص بالعمل بناء على القرارات والاستراتيجيات المسطرة من قبل الإدارة العليا.

- مديرية تسيير المحفظة والاستراتيجيات المالية: تقوم هذه المديرية بالتخطيط المالي ووضع الإستراتيجيات المالية، وكذا متابعة محفظة الأوراق المالية، وتحتوي هذه المديرية على مصلحة البورصة والتي تقوم بمتابعة تطورات أسعار الأسهم في البورصة ومراجعة شهادات الأسهم certificats des actions من حيث الكمية، رقم الشهادة، اسم ولقب المساهم، وذلك بعد كل جلسة تداول في البورصة.

- مديرية التسويق والإعلام الطبي: من مهامها:

- العمل على تطوير الإنتاج وترقية صورتها؛

- وضع خطوط مراقبة الجودة؛

- وضع استراتيجية التسويق والإعلام الطبي وتطبيقها؛

- تنصيب مندوبين طبيين عبر القطر الوطني؛

- إعداد المجلتين "صيدال جريدة" و"أخبار صيدال Saidal info".

- مديرية التطوير الصناعي والشراكة: تعمل على تحسين أساليب الإنتاج وترقية الشراكة لتعزيز مكانتها في الأسواق.

- مديرية تأمين النوعية والأعمال الصيدلانية: تعمل على مراقبة ومطابقة المواد المنتجة في صيدال مع معايير الجودة، وكذا السهر على ترقية الجودة. ولما لها من أهمية فإن عدد مستخدميها 300 إطار.
- مديرية المراجعة والتحليل والتركيب: مهمتها مراجعة حسابات المجمع والمراجعة الداخلية والتحليل المالي.
- ~ الفروع والوحدات: يتكون المجمع الصناعي صيدال من ثلاثة فروع وأربع وحدات للخدمات.
- الفروع : وتمثل في:
 - فرع المضادات الحيوية ANTIBIOTICAL ؛
 - فرع فارمال PHARMEL؛
 - فرع بيوتيك BIOTIC.
- الوحدات: يمتلك المجمع الصناعي صيدال 4 وحدات للخدمات هي:
 - الوحدة التجارية للوسط (UCC): مقرها بالمحمدية الحراش ، أنشئت سنة 1996 مهمتها تتمثل في تسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية المنتجة من طرف مجمع صيدال وتلك المنتجة من طرف الشركاء كما أنها توجه الإنتاج حسب متطلبات السوق ولها قدرة تخزين تصل إلى 412 مليون وحدة بيع ، تتعامل مع أكثر من 300 زبون ما بين خواص وعموميين.
 - الوحدة التجارية للشرق - باتنة (UCB): تأسست سنة 1999 وتضمن تغطية أكثر من 18 ولاية. وتشغل 50 عاملا.
 - الوحدة التجارية للغرب - وهران (UCO): أنشئت عام 2000 . تعمل على تغطية الناحية الغربية بمختلف منتجات مجمع صيدال. أما التوزيع في الجنوب فيتكفل به فرع أنتيبوتيكال (تشغل 40 عامل).
 - مركز البحث والتطوير (CRD): يقع بالمحمدية بالحراش، أنشئ في 1975 من طرف الصيدلية المركزية الجزائرية. ويساهم في مراقبة إنتاج ونقل المواد التي تدخل في التصنيع. هذه الوحدة تصنع سنويا من 5 إلى 6 منتجات جنيسة (Générique). ويقوم بدراسة حاجيات السوق على مستوى القطر الوطني.
 - ~ الموارد البشرية: من أجل ضمان التأقلم مع المحيط الجديد اعتمد المجمع برنامجا متوسط المدى لاستغلال طاقاته وموارده البشرية. ويركز هذا البرنامج على عنصرين أساسيين:
 - تكوين قصير، متوسط وطويل المدى من أجل رفع مستويات المعرفة والثقافة لإطارات المجمع والفروع؛
 - وضع نظام تسييري للموارد البشرية (GRH) يسمح بتحفيز العمال للوصول إلى الأهداف المسطرة.

والجدول التالي يبين تطور عمال المجمع خلال الفترة 2002-2010.

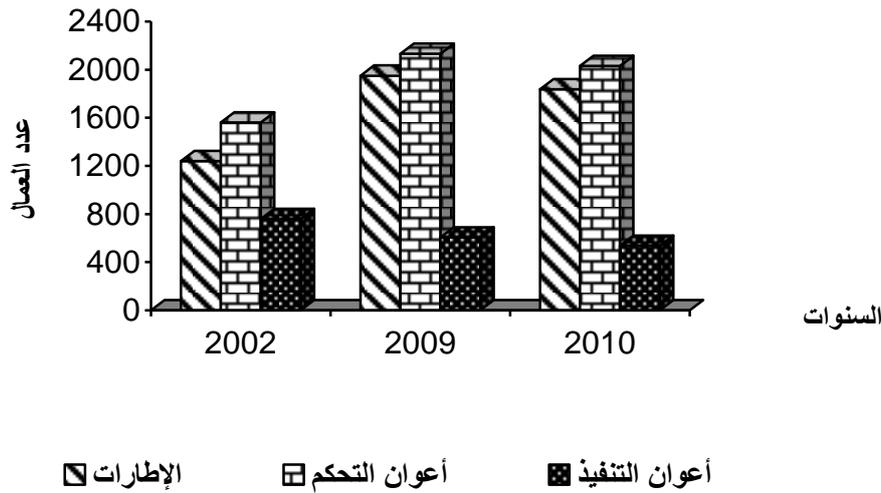
الجدول رقم(5-1): تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة 2002-2010.

السنوات	2010	2009	2002	أصناف العمال
	1838	1950	1241	الإطارات
	2031	2131	1562	أعوان التحكم
	536	606	760	أعوان التنفيذ
	4405	4687	3563	المجموع

Source : Rapport du conseil d'administration, 2010,Groupe Industriel Saidal,SPA, septembre 2011.

ولعل التمثيل البياني الآتي يوضح بشكل أفضل بيانات الجدول أعلاه :

الشكل رقم (5-2): تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة (2010-2002)



المصدر : من إعداد الباحث .

~ نظام الجودة: في نهاية سنة 1999 التزم المجمع الصناعي صيدال بمباشرة العمل وفق معايير شهادة ISO (International organization for standardization) لثلاثة مواقع متمثلة في:

• مركز البحث والتطوير (وفق معيار ISO 9001) ؛

• وحدة المحاليل المكثفة بجسر قسنطينة ببيوتيك (وفق معيار ISO 9002)؛

• مركب أنتيسبوتيكال بالمدية (وفق معيار ISO 9002).

وتعتبر هذه العملية نقطة البداية لمسار التحسين المستمر وهذا في إطار التسيير عن طريق الجودة الشاملة.

هذا الأسلوب سيساهم في بقاء المجمع في المقدمة على مستوى السوق الوطني ويدعم حضوره على المستوى

الدولي. وقد خصص السداسي الأول من سنة 2001 للمرحلة النهائية لمسعى التأكيد الذي شرع فيه سنة 2000، حيث تم التأكيد على أربعة مواقع خلال الفترة الممتدة من 17 إلى 26 جويلية من قبل مكتب التدقيق المعتمد من قبل "أفاك أسرت AFAQ ASCERT" الدولي، وكانت نتائج تقييم المرحلة الأولى التي قام بها المدققون إيجابية، حيث تسنى للجنة هيئة التأكيد "أفاك فرنسا AFAQ France" للبحث في منح شهادة الإيزو 9002/9001 إصدار 1994 والتي أعلن عنها فعلا في نهاية الفصل الأول من سنة 2001. لكن الجمع لم يكتف بهذا فقط بل باشر في سنة 2002 العمل بمعايير شهادة الإيزو 9001 إصدار 2000.

~ البحث والتطوير : تقييم أعمال وإنجازات الجمع في مجال البحث والتطوير لسنة 2002 كما يلي:

- انطلاق عدة مشاريع للبحث بالشراكة مع الوكالة الدولية للطاقة الذرية ؛
- وضع هيكل جديد لمركز البحث والتطوير.

أما عملية التطوير، فمواصلة للتوجيهات الاستراتيجية للمجمع وتوصيات المجلس العلمي فقد تم تطوير قائمة من 96 منتج للمدى القصير والمتوسط والطويل، منها 22 منتج كأدوية أساسية أشادت بها المنظمة العالمية للصحة.

5-1-2 المؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية (NCA) رويبة: أنشئت في ماي سنة 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة SARL، برأسمال قدره 300 ألف دينار جزائري. ثم تحولت إلى شركة ذات أسهم في مارس 2003. حيث عملت في بداية نشاطها على إنتاج المصبرات الغذائية في علب حديدية على غرار الطماطم المصبرة، المربيات، الموالح وغيرها، أين كانت رويبة آنذاك معروفة بمربي المشمش، لتدخل مع بداية الثمانينات عالم العصائر حيث أنتجت أول عصير فواكه سنة 1984 رفقة المصبرات في علب معدنية إلى غاية نهاية الثمانينات، أين بدأت التعليب في علب الكرتون¹.

في بداية التسعينات، تم إصدار تعليمة انهارت بسببها الصناعة الغذائية، حيث أنشأت الحكومة آنذاك ضريبة كبيرة على المصبرات أو الصناعة التحويلية، مما جعل العمل في هذا المجال شبه مستحيل الأمر الذي دفع الإدارة مع بداية الألفية الحالية إلى إنهاء العمل في المصبرات والتركيز على العصائر الطبيعية، وهي الصناعة التي لم تمسها هذه الضريبة الكبيرة، حيث شرع في إعادة هيكلة المؤسسة على هذا الأساس.

في سنة 2005 حققت الشركة نسبة نمو كبيرة مما جعل ضخ المزيد من السيولة أمرا ضروريا، وهو ما جعلها تدعو «صندوق الاستثمار الإفريقي» إلى العمل معها لتعزيز سيولتها أكثر، إضافة إلى النظم البنكية أو ما يعرف بالتأمينات البنكية. كما عملت على إطلاق مخطط للتكوين خاص بجميع الموارد البشرية. مما جعل الشركة بعد

¹ - Notice d'information NCA-Rouiba SPA,2011.

ذلك من أكثر الشركات تطورا تملك واحدا من أحدث المصانع المزودة بالنظم المعلوماتية الحديثة، إضافة إلى طاقم عمل شاب وخبير متحمس للعمل.

في 2010 شرعت في إنتاج وتوزيع تشكيلة من العصائر المشكّلة في عبوات بلاستيكية PET. شهد رأس مال الشركة ارتفاعات عدة آخرها يعود إلى 2008 بإصدار 120 ألف سهم بقيمة اسمية 1000 دج للسهم ليصبح 849195000 دج. غير أن الجمعية العامة غير العادية في 2012 قررت تجزئة القيمة الاسمية للسهم بتخفيضها من 1000 دج للسهم إلى 100 دج للسهم أي كل سهم يقابل 10 أسهم جديدة.

تموقع روية حاليا في قمة الهرم التنافسي لمصنعي عصائر الفواكه تحديدا، حيث تعتبر رائدة في صناعة العصائر المعلبة في الكرتون. حيث حققت قفزة في المبيعات بين عامي 2007 و 2010 مقدرتها بحوالي 100 بالمائة، إذ تجاوزت روية عتبة 200 مليون علبة سنة 2012، وهو رقم ممتاز نظرا للمجهودات التي بذلت من طرف طاقم العمل.

في سنة 2013 استطاعت الشركة دخول بورصة الجزائر بطرح 25% من أسهمها للاكتتاب. بهدف الحصول على مصدر تمويلي جديد يواكب تطور الشركة.

الجودة¹: تعتبر أول مؤسسة جزائرية تحصلت على شهادة الإيزو ISO 9002 في سنة 2000.

كما حصلت المؤسسة على شهادة إيزو 14001 في 2007.

في 2012 تم العمل وفق معايير إيزو 22000 لنظام الأمن الغذائي. والشروع في عملية تحقيق إسهامات المؤسسة في التنمية المستدامة حسب معايير إيزو 26000.

الموارد البشرية: بلغ عدد عمال المؤسسة سنة 2012 حوالي 479 عامل موزعين حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (5-2) : عدد عمال المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية سنة 2012

النسبة (%)	العدد	الصف
11,9	57	الإدارة
26,1	125	التجارة والتسويق والبحث والتطوير
62	297	الهندسة والإنتاج
100	479	المجموع

المصدر: من إعداد الباحث

يمكن إبراز تطور عمالة المؤسسة للفترة 2006-2013 في الجدول التالي:

¹ - Notice d'information NCA-Rouib, Art Cit.

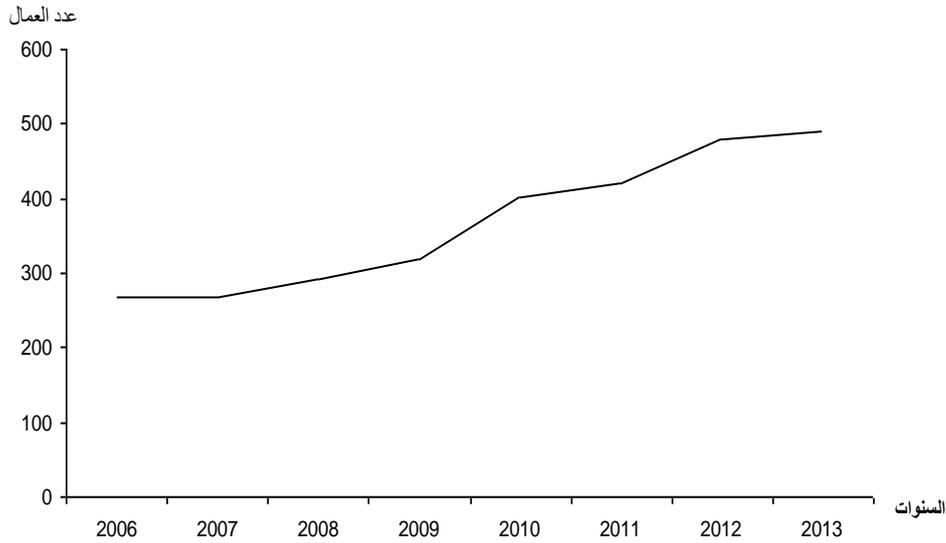
الجدول رقم (5-3) : تطور عدد عمال مؤسسة روية للفترة 2006-2013

السنوات	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
عدد العمال	267	268	292	319	401	421	479	489

المصدر: من إعداد الباحث.

هناك ارتفاع متزايد في عدد العمالة في المؤسسة نتيجة تزايد نشاطها للفترة 2007-2012 حيث بلغ 200 مليون عتبة سنويا. فقد وصل عدد العمال إلى 489 عامل سنة 2013. ويمكن عرض تطور عمالة المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية في الشكل التالي:

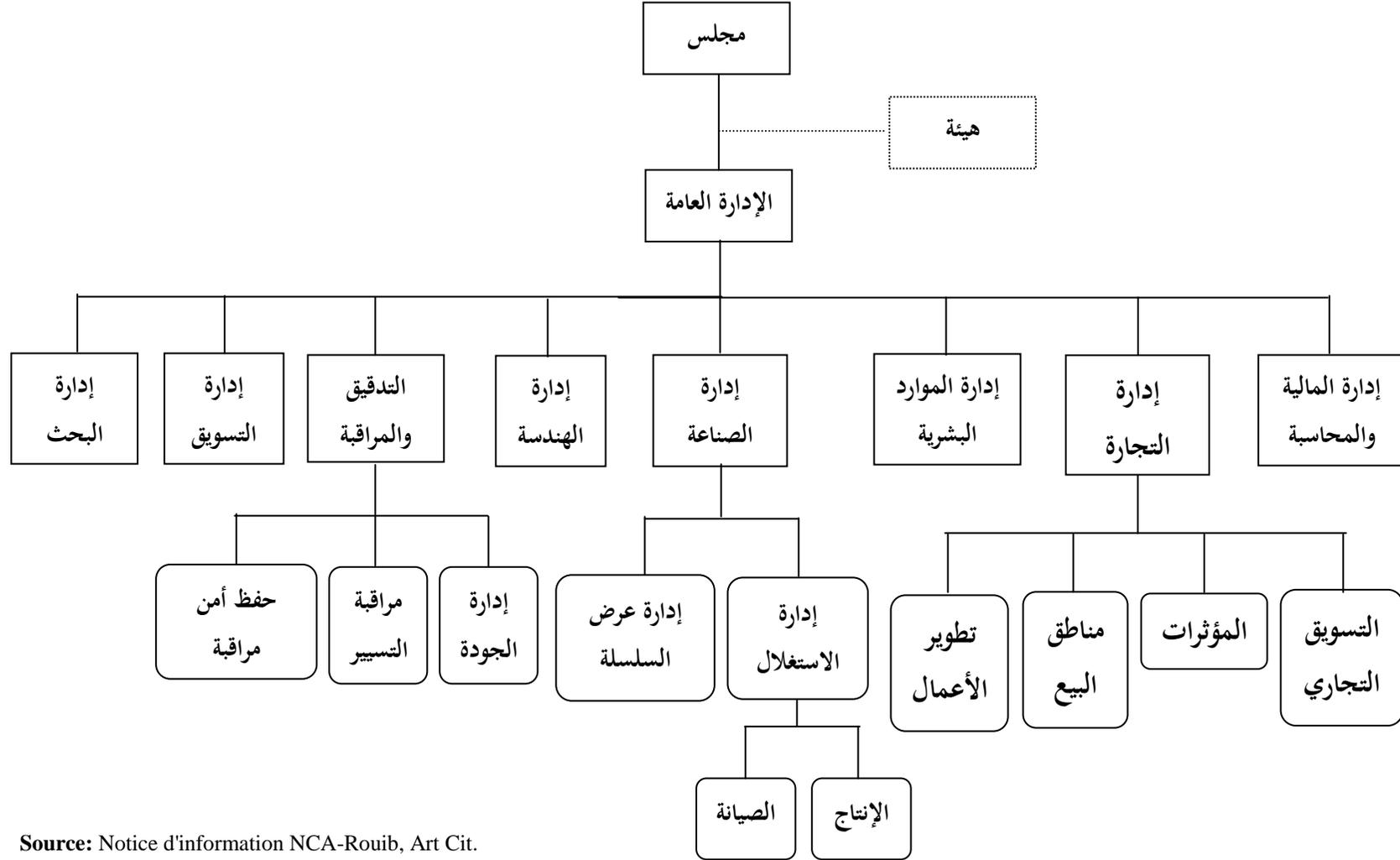
الشكل رقم (5-3): تطور عدد عمال مؤسسة روية للفترة 2006-2013.



المصدر: من إنجاز الباحث

الهيكل التنظيمي: عمدت المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية إلى وضع هيكل تنظيمي يتناسب وأهدافها. يعتبر من النوع المتفرع. ويمكن عرض الهيكل التنظيمي للمؤسسة في الشكل التالي.

الشكل رقم (4-5): الهيكل التنظيمي لمؤسسة رويبة



Source: Notice d'information NCA-Rouib, Art Cit.

5-1-3- مؤسسة التسيير الفندقية "سلسلة الأوراسي": تعتبر شركة بالأسهم ذات رأسمال يقدر بـ 1,5 مليار دينار. تضم أربع وحدات فندقية هي فندق الأوراسي بالعاصمة، فندق البستان بالمنية، فندق المهري بورقلة، وفندق ريم ببني عباس.

فندق الأوراسي: يعتبر نواة هذه المؤسسة يصنف ضمن فندق خمس نجوم، فتح أبوابه للزبائن في 2 ماي 1975، حيث كان تابعا للمؤسسة الوطنية سوناتور SONATOUR ثم ألتور ALTOUR وأخيرا ONCC (المكتب الوطني للمؤتمرات والمحاضرات).

في 12 فيفري 1991 غير الفندق وضعيته القانونية، وتحول إلى مؤسسة عمومية اقتصادية (شركة ذات أسهم) برأس مال اجتماعي قدرة 40 مليون دج مجزأ إلى 400 سهم بقيمة اسمية قدرها 100000 دج للسهم¹. وبمقتضى المرسوم رقم 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية أسهم الفندق إلى ملكية الشركة القابضة للخدمات، كما قامت المؤسسة برفع رأسمالها في إطار دعم قدراتها المالية عن طريق دمج فرق إعادة التقييم ليرتفع إلى مستوى 1,5 مليار دج بإصدار 14600 سهم مجاني بقيمة اسمية 100000 دج للسهم.

وتنفيذا لبرنامج الخوصصة المسطر من طرف الدولة والرامي إلى تنشيط بورصة الجزائر تقرر في بداية سنة 1999 طرح جزء من رأس مال المؤسسة بنسبة 20% للاكتتاب العام، أي ما يعادل 1,2 مليون سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دينار للسهم حيث تكفلت بهذه المهمة مؤسسة الراشد المالي. حيث تم عرض هذه الأسهم للاكتتاب للفترة من 15 جوان إلى 15 جويلية 1999 بسعر إصدار قدره 400 دج للسهم. وقد سعر سهم الأوراسي لأول مرة في بورصة الجزائر بتاريخ 14 فيفري 2000.

وفي جانفي 2010 تحول فندق الأوراسي إلى سلسلة بعد ضم ثلاثة فنادق بجنوب البلاد لهذه المؤسسة في إطار إعادة تنظيم محفظة شركة جستور. في إطار مخطط تطوير الوحدات الفندقية لقطاع السياحة الذي شرع فيه من قبل السلطات العمومية لتشكيل جميعها سلسلة الأوراسي. وهي:

فندق البستان بالمنية: يقع على بعد 270 كم عن مقر ولاية غرداية على طريق الجنوب الكبير. يصنف ضمن فنادق 3 نجوم يشغل مساحة تقدر بـ 16402 م² من أجمل واحات الجنوب.

فندق المهري بورقلة: تقع هذه المؤسسة في مركز ولاية ورقلة. صنفت ضمن فنادق 3 نجوم تشغل مساحة 25091 م².

فندق ريم ببني عباس: تقع هذه المؤسسة على بعد 240 كم عن مقر ولاية بشار. هذه الوحدة الفندقية دشنت في 1973 وأتم بناؤها بدخول 1986. حيث تشغل مساحة إجمالية تقدر بـ 22147,86 م².

¹ - Rapport du gestion du conseil d'administration portant sur l'exercice clos au 31 décembre 2010, novembre 2011.

5-2- مؤسسات غير مدرجة في البورصة.

وبما أن الغالبية العظمى للمؤسسات الجزائرية غير مدرجة في بورصة الجزائر ارتأينا أيضا اختيار مؤسستين لدراسة سلوكهما التمويلي ومدى تأثيره على أداء هذه المؤسستين هما مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف والشركة الجزائرية للأنايب ألفا بايب بغرداية.

5-2-1- مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E): هي مؤسسة وحيدة الوحدة مقرها الاجتماعي حي حمادية طريق وهران الشلف. أنشئت بموجب المرسوم رقم 82 - 325 المؤرخ في 1982/10/30 وإثر إعادة هيكلة الشركة الوطنية لمواد البناء (S.N.M.C) ، تحولت إلى مؤسسة عمومية اقتصادية بتاريخ 1989/10/09، برأس مال اجتماعي مبدئي قدره 80 مليون دج.¹

ارتفع رأس مال المؤسسة إلى 2 مليار دج بعد تحول ملكيتها إلى المالك العمومي (BMC) بنسبة 100% الذي تحول سنة 1999 إلى تشييد ومواد البناء RMC. وفي سنة 2000 عوض RMC بشركة تسيير مساهمات "المركب الصناعي للإسمنت الجزائري" SGP GICA ليصبح المالك الوحيد للمؤسسة، غير أنه تحول إلى مجمع صناعي للإسمنت الجزائري GICA وأصبحت المؤسسة فرعا تابعا له.²

كما عرف رأسمال المؤسسة أيضا تغييرات عديدة حيث ارتفع إلى 3 مليار دج سنة 2003، ثم 5 مليار دج سنة 2005. ليستقر عند 6,241 مليار دج سنة 2007.

من جهة أخرى تحصلت المؤسسة على شهادة الإيزو ISO 9001 إصدار 2000 من طرف AFAQ ACERT الفرنسية في 2003، ثم أعيد تقييمها في أبريل 2006 من طرف AFNOR AFAQ الدولي الذي سمح بتجديدها حتى سنة 2009، وفي جوان 2009 قام بتمديدها 3 سنوات أخرى.³

ممتلكات المؤسسة: تتكون أساسا من:

- مصنع الإسمنت بوادي سلي بقدرة إنتاجية تقدر بـ 2 مليون طن سنويا؛
 - أراضي ومحلات لـ SNVI ZI سابقا بوادي سلي؛
 - نقاط بيع الإسمنت (مخازن) في وادي سمار، تمنراست، عين صالح، تميمون؛
 - أراضي Techno Béton ZI سابقا بوادي سلي؛
- كما تمتلك المؤسسة أيضا مجموعة من المساهمات نوضحها في الشكل التالي:

¹ - Rapport du gestion du conseil d'administration portant sur l'exercice clos au 31 décembre 2012.

² - Idem.

³ - Idem.

الشكل رقم (5-5) : ممتلكات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف



المصدر : عاشور مزيريق ، بن ناقلة قدور، المراجعة البيئية كأداة لتحسين الأداء البيئي للمؤسسات الصناعية العربية بالإسقاط على حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف - الجزائر، الملتقى الدولي الثالث حول حماية البيئة ومحاربة الفقر في الدول النامية-حالة الجزائر-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 03-04/05/2010.

وحدة الإنتاج: تتمثل في مصنع الإسمنت بوادي سلي تربع على مساحة حوالي 40 هكتارا ، حيث تغطي الجزء الغربي للمنطقة الصناعية لوادي سلي. وينحصر نشاطها أساسا في صناعة وتجارة الإسمنت المركب CPJ CEM II/A42,5. وتبلغ قدرتها الإنتاجية في:

- كلينكر CLINKER : 1880000 طن سنويا؛
- إسمنت CPJ CEM II/A 42,5 2 مليون طن سنويا موزعة على خطي إنتاج مستقلين قدرة كل منهما مليون طن سنويا.

غير أنه بعد إعادة التأهيل تحسنت قدرتها الإنتاجية فأصبحت:

- كلينكر CLINKER : 2 مليون طن سنويا؛
- إسمنت CPJ CEM II/A 42,5 2,2 مليون طن سنويا

الموارد البشرية: يتوزع عمال المؤسسة في ثلاثة أصناف إطارات ، متخصصين، وتنفيذيين يمكن توضيح تطوهم للفترة 2005-2012 في الجدول التالي:

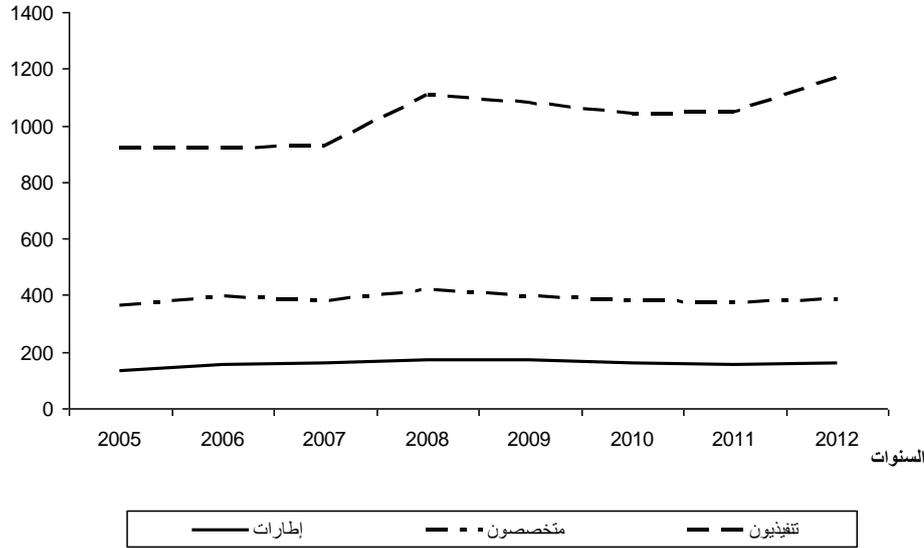
الجدول رقم (5-4): تطور عمال مؤسسة الاسمنت مشتقاته بالشلف للفترة 2005-2012

الوحدة عون	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	الصف
إطارات	158	156	160	169	170	160	157	133	
متخصصون	227	220	220	226	248	220	240	231	
تنفيذيون	786	669	661	687	688	546	522	554	
المجموع	1171	1045	1041	1082	1106	926	919	918	

Source: Rapport du gestion du conseil d'administration portant sur l'exercice clos au 31 décembre 2012.

ويمكن عرض تطور عمال المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (5-6): تطور عدد عمال مؤسسة الإسمنت ومشتقاته حسب الصنف للفترة 2005-2012



المصدر: من إنجاز الباحث.

نلاحظ أن غالبية عمال المؤسسة خلال فترة الدراسة هم تنفيذيون حيث يمثلون أكثر من ثلاثة أضعاف الإطارات في المؤسسة.

5-2-2- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب *ALEA PIPE*:

تعتبر من أهم مؤسسات صناعة الحديد والصلب في الجزائر حصلت مؤخرا على شهادة الجودة المتمثلة في ISO 9001 وشهادة جودة المنتجات البترولية API-Q1 بالإضافة إلى السعي للتسجيل في المواصفة ISO 14001، و تسجيلها في مواصفة ISO 18001 الخاصة بنظام الرعاية الصحية والسلامة .

أولا: النشأة: تعود نشأة المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية ALFA PIPE إلى الشركة الوطنية للحديد والصلب SNS التي تعتبر أول شركة أسستها الجزائر في ميدان صناعة الحديد والصلب، ولقد بدأت هذه الشركة نشاطها بعد الاستقلال وأخذت في التوسع خصوصا بعد إعادة تأميم الوحدتين SOTUABL و ALTUMEL وتمت عملية التأميم بعد إمضاء وثيقة التعاون التقني لثلاث سنوات من عام 1968 إلى عام 1972 مع مؤسسة VOLLOVEC بغرض المساعدة في التسيير التقني.

وفي إطار إعادة هيكلة الشركة الوطنية للحديد والصلب SNS إلى عدة شركات أنشئت شركة ANABIB. وهي الشركة الوطنية للأنابيب وتحويل المنتجات، مختصة في إنتاج الأنابيب بمختلف أنواعها بالإضافة إلى المنتجات المسطحة وزوايا الأنابيب الفلاحية ومختلف تجهيزات الري كنتيجة للطلب الداخلي والخارجي على الحديد والصلب في هذه الفترة خاصة في القطاع البترولي. وفي إطار الإصلاحات الاقتصادية وبعد إصدار القانون

رقم: 01/88 تمت إعادة هيكلة الشركة حتى أصبحت تسمى " المؤسسة العمومية الاقتصادية أناييب " والتي استقلت بمجلس إدارة خاص و رأس مال تابع للدولة حيث تفرعت عنها عدة وحدات و هي :

- ✓ وحدة أناييب الغاز - تبسة - TGT.
- ✓ وحدة الصفائح المفتوحة الناقلة للماء - وهران - TON.
- ✓ وحدة الأناييب الصغيرة - الرغاية - PTS.
- ✓ وحدة الأناييب الكبيرة - الرغاية - GTR
- ✓ وحدة أناييب و تجهيزات الري - برج بوعرييج - TMIA.
- ✓ وحدة الأناييب الحلزونية بغرداية TUSGH ، و التي صارت بعد ذلك تسمى المؤسسة الاقتصادية الجزائرية للأناييب الناقلة للغاز PIPE GAZ.

وفي إطار إعادة الهيكلة لسنة 2000 تم تقسيم هذه الوحدات إلى مديريات مشكلة لمجمع أناييب هي:

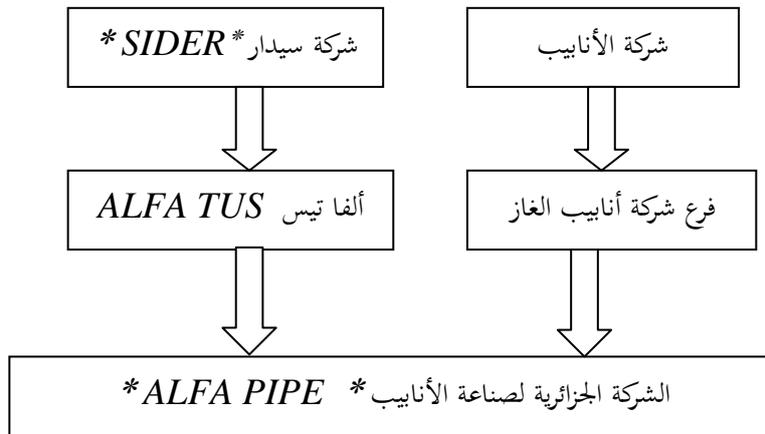
- مديرية غرداية PIPE GAZ
- مديرية الرغاية TUPELONGITUDINAL وتضم وحدتي GTR و PTS
- مديرية ثالثة تضم كل من تبسة ، وهران ، برج بوعرييج .

أما عن مؤسستنا محل الدراسة فقد تم إنشاؤها بغرداية سنة 1974 برأس مال قدره (7.000.000.000 دج) وقد تم إنجاز هذه الوحدة على يد الشركة الألمانية (HOCH) بالمنطقة الصناعية بنورة والتي تبعد 10 كلم عن وسط الولاية وتتربع على مساحة 23000 متر مربع، وتشغل 969 عاملا. كما قامت بتقديم مساعدة لها لمدة 10 سنوات بعد تسليمها للمشروع، وقد مرت هذه الوحدة بعدة مراحل إلى أن أصبحت مؤسسة اقتصادية مستقلة والتي سوف نوضحها فيما يلي :

- في 05 نوفمبر 1983: تم إعادة هيكلتها حسب الجريدة الرسمية رقم 46 بتاريخ 1983/11/13م
- في سنة 1986 : تم إنشاء ورشة التغليف بالزفت في إطار توسيع نشاطها .
- في سنة 1992 انقسمت وحدة غرداية إلى وحدتين هما :
 - وحدة الأناييب والخدمات القاعدية ISP والتي كانت تضم حوالي 390 عامل.
 - وحدة الخدمات المختلفة UPD والتي كانت تضم حوالي 350 عامل.
- وفي سنة 1993 تم إنشاء ورشة الحديد للتغليف الخارجي للأناييب بمادة البوليتيلان .
- وفي سنة 1994 تم ضم الوحدتين الجديدتين نظرا لفشل التسيير في وحدة الخدمات المختلفة وبعدها أعيدت الوحدة إلى حالتها السابقة أصبحت تسمى وحدة الأناييب الحلزونية والخدمات القاعدية.

- وفي سنة 2000م: وبعد إعادة الهيكلة للمجموعة أصبحت الوحدة عبارة عن مؤسسة اقتصادية عمومية تحمل اسم مؤسسة الأنابيب الناقلة للغاز * PIPE GAZ * مستقلة ماليا وتابعة إداريا لمجمع الأنابيب * GROUP ANABIB
- في 20 جانفي 2001 م : تحصلت مؤسسة الأنابيب على شهادة الجودة العالية ISO 9001 وعلى شهادة المعهد الأمريكي البترولي APIQ 1
- في 15 أوت 2003 م : تم تجديد هذه الشهادة من طرف الجهة المختصة بعد إعطاء ملاحظات على ما يجب تغييره في المؤسسة للمحافظة على هذه الشهادة وقامت بمراقبة مدى دقة المؤسسة في الالتزام بهذه الملاحظات بعد سنتين عند تجديد الشهادة في المرة الثانية .
- في سنة 2006 : فكرت المؤسسة * PIPE GAZ * في مشروع الشراكة مع مؤسسة أنابيب غاز بالرغاية * ALFA TUS * لزيادة رأس مالها .
- في سنة 2007 م: تم اندماج شركة أنابيب الغاز مع ألفا تيس والشكل التالي يوضح اندماج شركة أنابيب الغاز مع ألفا تيس.

الشكل رقم (5-7): اندماج شركة أنابيب الغاز مع ألفا تيس



المصدر: وثيقة من المؤسسة

وتعتبر وحدة أنابيب الغاز * ALFA PIPE * بغيرداية وحدة إنتاجية بالدرجة الأولى، يكون الإنتاج فيها حسب الطلبات و إبرام العقود كما تسعى إلى جلب المستثمرين الصغار لاستغلال الفضلات والمهملات قصد التخلص منها وتوفير السيولة المالية . تقوم هذه المؤسسة بصناعة الأنابيب الخاصة بنقل المحروقات خاصة البترول والغاز ، إضافة إلى الأنابيب الخاصة بنقل المياه ، عن طريق تحويل المادة الأولية والمتمثلة في لفائف الحديد الخام بالدرجة الأولى والتي تحصل عليها إما من مجمع الحديد و الصلب بالحجار أو عن طريق الاستيراد من ألمانيا أو فرنسا أو اليابان.

تشتغل المؤسسة بطاقتها الكاملة حيث تبلغ قدرتها الإنتاجية حوالي 120 ألف طن ، وأما الصافية فتبلغ 100 ألف طن ، ويتراوح حجم الأنبوب المصنوع من 508 ملم إلى 1625 ملم وطوله من 07 أمتار إلى 13 متر. أما في مجال المحروقات ، فهي تتعامل مع كل من سونا طراك و سونلغاز ومحاور الرش الخاصة بقطاع الري ... الخ، حيث تقوم بتغطية حوالي 60 % من احتياجات السوق الوطنية.

وعلى الصعيد الداخلي فهي تساهم في تشغيل حوالي 930 عامل ما يعني امتصاص جزء من البطالة الموجودة على مستوى المنطقة ، والتشغيل يشمل جميع المستويات كسائقين و رجال الأمن الداخلي للمؤسسة، والمسيرين ، العمال داخل الورشات المهندسين ... الخ .

أما على الصعيد الدولي فلازالت تلعب دورا فعالا في نشر السمعة الحسنة على مستوى جودة منتجات المؤسسات الوطنية خاصة بعد تحصلها على شهادتي ISO 9001 و APIQ1 وعملها على التسجيل في شهادة الإيزو 14001 من خلال العمل على تحقيق متطلبات نظام الإدارة البيئية والمراجعة البيئية مع تنفيذها لنظام الرعاية الصحية والسلامة البيئية HSE.

الهيكل التنظيمي :

تتحلى أهمية الهيكل التنظيمي للمؤسسة في تحديد مختلف المسؤوليات وكذا توزيع المهام؛ وهذا من أجل المساعدة على الرقابة والتنظيم من جهة و التسيير الحسن لمختلف العمليات والأنشطة من جهة أخرى، بالإضافة إلى محاولة التنسيق بين مختلف الوظائف لبلوغ الأهداف ، وسنحاول من خلال دراسة الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأنايب الناقل للغاز * ALFA PIPE * التطرق لمختلف المديرات والدوائر و المصالح المكونة لها الموضحة على النحو التالي :

الرئيس المدير العام: وهو أعلى سلطة في المؤسسة، المسئول عن إستراتيجياتها العامة، يعمل على التنسيق بين جميع المديرات لتحقيق الأهداف العامة ، يصدر الأوامر ويتخذ القرارات اللازمة وهو الواصل بين المؤسسة ومجموعة أناييب التابعة لها إداريا.

✓ **مساعد المدير العام للأمن :** وهو الشخص المختص بتوفير الأمن الداخلي اللازم للمؤسسة وعملياتها، يسهر على تطبيق قواعد الأمن ، مسئول على التعرف على أي دخيل للمؤسسة ، له جميع الوسائل التي تمكنه من ذلك ، مع تفويض من قبل الإدارة العامة باتخاذ القرارات الخاصة بمجال عمله وله فريق عمل تابع له يساعده على القيام بهذه الوظائف؛

✓ **مساعد المدير العام لمراقبة الجودة :** وهو الذي يسهر على تطبيق كل المواصفات العالمية للجودة على جميع الأعمال التي تقام في المؤسسة ، بمراقبة مدى تطبيق المديرات المختلفة للتعليمات الواجب إتباعها للقيام بعملها ، والحرص على أن يكون مقرات العمل مؤهلة للقيام بذلك العمل؛

✓ مساعد المدير العام لمراقبة التسيير : وهو المسئول عن مراقبة المديرية المختلفة في المؤسسة ومدى احترامها لتحقيق أهدافها وتتبع الانحرافات أثناء حدوثها للتقليل من الأخطار التي يمكن أن تنتج عنها، خاصة المحاسبة العامة والمالية؛

✓ مساعد المدير العام القانوني: وهو الذي من اختصاصه جميع المعاملات القانونية المتعلقة بالمؤسسة كالعقود المبرمة مع المؤسسات الأخرى ، الإنشاءات الجديدة ، مختص بحل المنازعات والقضايا المرفوعة في المحكمة سواء مع المؤسسات الأخرى أو مع المؤسسة و موظفيها؛

✓ مساعد المدير العام للمراجعة :

المديرية:

✓ المديرية الفنية: ولها دور مهم يتمثل في:

- تحديد مواصفات المواد الأولية وقطع الغيار ؛

- تعمل على تصليح الأعطاب على مستوى الآلات أو وسائل النقل؛

- تقوم بإنتاج بعض أنواع قطع الغيار الخاصة بالطلبات المقدمة للمؤسسة ، كما أنها مسؤولة عن جميع عمليات الرقابة لضمان جودة منتجات المؤسسة. وتشمل المديرية على دائرة الإنتاج والتغليف، دائرة الصيانة، دائرة رقابة النوعية ومصصلحة البرمجة.

✓ مديرية الموارد البشرية: تهتم هذه المديرية بمختلف شؤون العاملين خاصة الإدارية والاجتماعية منها حيث تقوم بالسهر والإشراف على مختلف عمليات (التوظيف، التكوين، التأهيل، والتحفيز والترقية وتوزيع الأجور والمكافآت والعطل والوضعية الاجتماعية اتجاه الضمان الاجتماعي)، كما تقوم بإعداد التقارير التي تتعلق بتطور عدد العمال ومعدل دورانهم والغيابات و... الخ. وتحرص أيضا على ربط العمل بالمؤسسة أكثر فأكثر وذلك على أساس المعلومات المحصلة من مختلف المديرية الأخرى.

✓ مديرية التموين: تعتبر هذه المديرية بمثابة الوسيط بين المؤسسة و المورد حيث تقوم بالتفاوض مع هذا الأخير سواء كان محليا أو أجنبيا، لتوريد ما تحتاج إليه (مواد أولية، مواد ولوازم، قطع الغيار... الخ) وذلك بعد إعداد برامج التموين وتحديد الاحتياجات العامة والمختلفة للمؤسسة كما تعمل على التسيير الحسن لعمليات الاستيراد وكل ما يتعلق بها، إضافة إلى حرصها على التسيير الأمثل للمخزونات.

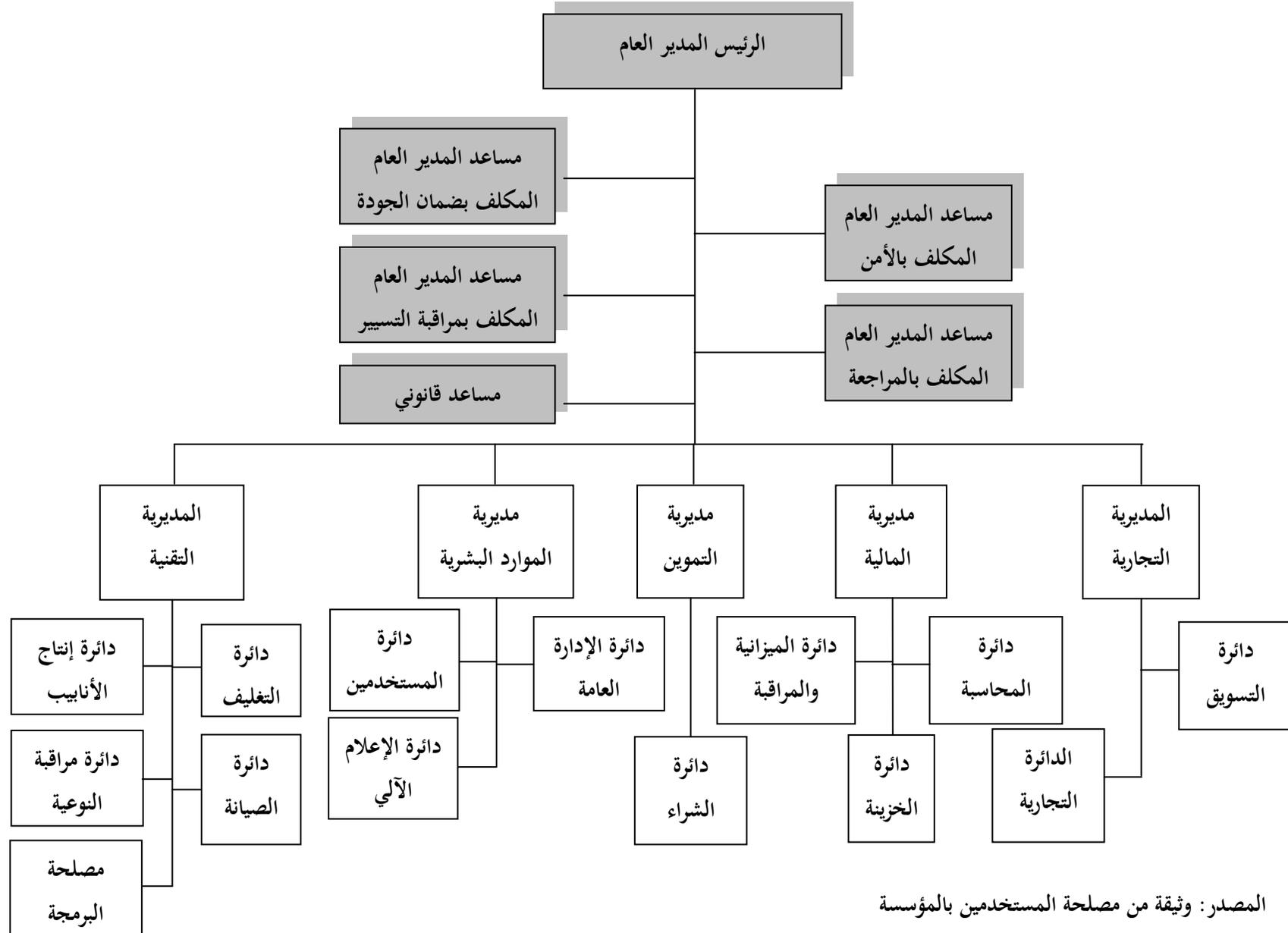
✓ مديرية المالية: تعد من المديرية الرئيسية وذلك لأن عملها حساس نوعا ما إذا ما قورن بباقي المديرية الأخرى، إذ تهتم بمختلف العمليات المالية، والمحاسبية حسب طبيعتها، وذلك من خلال تحليل مختلف الحسابات ومراقبة جميع التصريجات المالية، كما تقوم بإعداد مختلف الدفاتر والتسجيلات

المحاسبية، إضافة إلى القيام بإعداد مختلف الميزانيات ومراقبتها، وهذا كله بهدف تحديد الوضعية المالية للمؤسسة ومتابعة سير النشاط فيها.

✓ **المديرية التجارية :** وتعتبر بمثابة الوسيط بين المؤسسة والزبون، حيث تقوم بالتفاوض مع هذا الأخير على الصفقات التي تريد إبرامها معه فيما يخص الطلبات، السعر والوقت... الخ، ذلك بعد الاطلاع على العرض المقدم من طرفه ودراسته، كما تعمل على تلبية أكبر عدد ممكن من الطلبات، إضافة إلى الاهتمام بكل ما يتعلق بعمليات البيع والتسويق المرتبطة بالمنتج، وهذا بالتنسيق مع مختلف المديرات الأخرى.

ويمكن عرض الهيكل التنظيمي للمؤسسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (5-8): الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأنابيب الناقلة للغاز



3-5- عرض عناصر ميزانيات المؤسسات محل الدراسة: تشتمل الميزانية عادة على جانبين أساسيين الخصوم والأصول. فالخصوم تمثل متحصلات الموارد المالية للمؤسسة ومصادرها. أما الأصول فتمثل استخدامات هذه الموارد.

1-3-5- جانب الخصوم: يمثل الهيكل المالي لأي مؤسسة، ويشتمل على الأموال الخاصة التي تتمثل في جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين في شكل مساهمات نقدية أو عينية، بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة. والديون التي تمثل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين. وتنقسم إلى الديون طويلة ومتوسطة الأجل وهي التي تزيد فترة استردادها عن سنة. أما الديون قصيرة الأجل فتكون فترة استردادها أقل من سنة.

1-1-3-5- مجمع صيدال: بالنسبة للمجمع نجد أن الأموال الخاصة تتراوح نسبتها في هيكله التمويلي بين 40% و 55%، مما يدل تتمتع المجمع بنوع من الاستقلالية المالية تمكنه من الحصول على التمويل عن طريق الاقتراض لتلبية احتياجاته المالية مستقبلا.

كما نلاحظ أنه بالنسبة لديون المجمع فتنوع بين ديون طويلة ومتوسطة الأجل وديون قصيرة الأجل حيث تتقارب نسبتها في السنوات الثلاث الأخيرة في حدود 30%. هذا الذي يفسر طبيعة نشاط المؤسسة الصناعي والاستثمارات الضخمة التي تقوم بها في مجال الصناعة الصيدلانية، مما يمكنه من تمويل أصوله الثابتة عن طريق أمواله الدائمة.

ويمكن عرض تطور جانب الخصوم بالنسبة للمجمع للفترة 2008-2012 في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-5): تطور جانب خصوم المجمع الصناعي صيدال للفترة 2008-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون ط الأجل	النسبة %	الديون ق الأجل	النسبة %
2008	7217107	41.70	2576113	14.89	7512380	43.41
2009	9789872	48.01	2534736	12.43	8066819.5	39.56
2010	11785525	41.72	8620505	30.51	7845158	27.77
2011	13795483	50.57	5741801	21.05	7740687	28.38
2012	14424538	53.90	5534711	20.68	6803091	25.42

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (1، 5، 8، 11).

من الجدول نستنتج أن المجمع يتبع سياسة تمويلية جديدة من خلال التنويع بين مصادر التمويل بين أموال الملكية والديون طويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل. الأمر الذي يخفض له من تكلفة التمويل ويسمح له بتحقيق عوائد أعلى على الاستثمار إذا ما استغلت هذه الأموال في استثمارات تدر عوائد تفوق تكلفة التمويل.

5-3-1-2- المؤسفة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية: نلاحظ بالنسبة لمؤسسة روية أن الأموال الخاصة تتراوح نسبتها بين 36% و 46% مما يدل على اعتمادها في هيكل تمويلها على أموال الغير بنسبة معتبرة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية مستقبلا ومن ثم عدم إمكانية حصولها على الاقتراض مستقبلا بسبب انخفاض قدرتها الائتمانية.

أما بالنسبة للديون فتختلف نسبة لجوئها إلى الديون طويلة ومتوسطة الأجل، والديون قصيرة الأجل. فعند ارتفاع نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل تنخفض معها نسبة الديون قصيرة الأجل. مما يدل على اعتمادها على التمويل الدائم في تمويل أصولها الثابتة ويرجع ذلك لطبيعة نشاط المؤسسة. ويمكن عرض تطور خصوم مؤسسة روية خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-6): تطور جانب خصوم المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية للفترة 2009-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون ط الأجل	النسبة %	الديون ق الأجل	النسبة %
2009	1127391	42.38	833334	31.33	699386	26.29
2010	1365025	46.64	767149	26.21	794479	27.15
2011	1476870	40.07	1121480	30.43	1087058	29.50
2012	1610818	36.52	1108699	25.14	1690905	38.34

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (2، 12).

من الجدول نستنتج أن السياسة التمويلية لمؤسسة روية تعد ملائمة لطبيعة نشاطها، من خلال التنوع في هيكلها التمويلي بمختلف مصادر التمويل وعدم الاقتصار على التمويل بأموال الملكية ذو التكلفة المرتفعة.

5-3-1-3- سلسلة الأوراسي: بالنسبة لخصوم سلسلة الأوراسي فنجد أنها تتشكل أيضا من أموال الملكية والديون. ففي الفترة 2008-2010 كانت أموالها الخاصة تمثل حوالي 50% من هيكلها التمويلي مما يفسر طبيعة نشاطها الخدمي، لكنها انخفضت إلى ما دون 30% سنة 2011 نتيجة ارتفاع الديون طويلة الأجل في السنتين الأخيرتين. أما الديون قصيرة الأجل والموجهة لنشاط استغلال المؤسسة فلم تتجاوز 30%.

ويمكن عرض تطور خصوم سلسلة الأوراسي خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-7): تطور جانب خصوم سلسلة الأوراسي للفترة 2008-2011

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون ط الأجل	النسبة %	الديون ق الأجل	النسبة %
2008	2997058	50.94	1179873	20.05	1706704	29.01
2009	3388637	50.00	1250486	18.45	2138151	31.55
2010	3944135	45.76	2974260	34.51	1701253	19.74
2011	3247475	29.88	6049551	55.66	1570877	14.45

المصدر: من إنجاز الباحث. بناء على الملاحق (3، 6، 9).

من الجدول نستنتج أنه رغم طبيعة نشاط المؤسسة الخدمي، إلا أنها سجلت ارتفاعا في الديون طويلة الأجل في السنوات الأخيرة مما يزيد من المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة مستقبلا، مما يؤدي إلى عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها في حالة انخفاض معدلات العائد مستقبلا.

5-3-1-4- مؤسسه الإسمنت ومشتقاته: بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته، فنجد أنها تعتمد شبه كلياً على الأموال الخاصة في تمويلها تجاوزت 90%، مما يدل على توجه المؤسسة نحو تجنب مخاطر التمويل بالديون خاصة طويلة الأجل التي تبقى دون 3%. ومن ثم فهناك استقلالية تامة للمؤسسة تزيد من قدرتها الائتمانية التي يمكن استغلالها مستقبلاً من أجل الحصول على قروض طويلة ومتوسطة الأجل في حالة التوسع.

ويمكن عرض تطور خصوم المؤسسة خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-8): تطور جانب خصوم مؤسسة الاسمنت ومشتقاته للفترة 2008-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون ط الأجل	النسبة %	الديون ق الأجل	النسبة %
2008	21772290	90.14	52422	0.22	2327990	9.64
2009	28193596	87.60	628639.6	1.95	3361579	10.44
2010	30505527	72.26	7167889	16.98	4544513	10.76
2011	33554173	70.61	687477	1.45	13281833	27.95
2012	35244366	92.47	841866	2.21	2027237	5.32

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (4، 7).

من الجدول السابق نستنتج أنه بإمكان المؤسسة تعديل سياستها التمويلية بالاعتماد أكثر على التمويل بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل للاستفادة من مزايا الرفع المالي في تحقيق عوائد أعلى مع المحافظة على نوع من الاستقلالية المالية.

5-3-1-5- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب: بالنسبة للمؤسسة الوطنية لصناعة الأنابيب، ونظراً لعدم توفر بيانات كافية عنها خلال فترة الدراسة نتيجة إعادة هيكلتها باندماجها مع ألفا تيس إلا أنه في سنة 2011

سجلت نسبة مرتفعة للأموال الخاصة في هيكلها التمويلي حوالي 58.61% مما يدل على الاستقلالية المالية التي تتمتع بها هذه المؤسسة ومن ثم قدرة ائتمانية يمكن استغلالها مستقبلا في الحصول على ديون إضافية لتمويل الفرص الاستثمارية الممكنة.

ويمكن عرض تطور خصوم المؤسسة الوطنية لصناعة الأنايب في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-9): تطور جانب خصوم المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب للفترة 2011-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأموال الخاصة	النسبة %	الديون ط الأجل	النسبة %	الديون ق الأجل	النسبة %
2011	3805348	58.61	1199932	18.48	1486919	22.90
2012	2028935	6.32	11866	0.04	30048070	93.64

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (10، 13).

5-3-2- جانب الأصول: ويتكون في الميزانية عادة من ثلاثة عناصر أساسية هي الاستثمارات وتقييم بتكلفة اقتنائها ، أي سعر الشراء مضافا إليه كل المصاريف الملحقه أو تكلفة إنتاجها. المخزونات يقيم مخزون المواد واللوازم بتكلفة الشراء ، بينما تقيم المنتجات بتكلفة الإنتاج التي تضم المصاريف المباشرة وغير المباشرة للإنتاج، أما المخرجات فهي مقيمة بتكلفة وحدة القياس. الحقوق تقيم الحقوق بقيمتها الاسمية ، وتشكل المؤونات للحقوق المشكوك فيها.

لكن مع دخول الجزائر إلى استخدام النظام المحاسبي المالي الجديد منذ سنة 2010، أصبح يقسم جانب أصول الميزانية لأي مؤسسة إلى جزئين الأصول الثابتة والأصول الجارية. لذلك سنحاول تقييم جانب الأصول للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2009-2012 فقط.

5-3-2-1- مجمع صيدال: بالنسبة للمجمع الصناعي صيدال نجد أن الأصول الثابتة تتراوح نسبتها بين 36% و 46% مما يعني وجود أصول ثابتة يمكن استعمالها كضمان للحصول على ديون في المستقبل. لكن هذه النسبة تبدو ضعيفة رغم طبيعة نشاط المؤسسة الإنتاجي. لكنها تدل على وجود رأس مال عامل دائم موجب يغطي جزء من الأصول الجارية.

ويمكن عرض تطور أصول المجمع في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-10): تطور جانب أصول المجمع الصناعي صيدال للفترة 2009-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأصول الثابتة	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2009	8497999	36.52	14678685	63.09
2010	13212824	46.77	15038364	53.23
2011	11161031	40.92	16116940	59.08
2012	11389102	42.56	15373238	57.44

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (14، 15، 21).

5-3-2-2- المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية: أيضا بالنسبة للمؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية، فقد سجلت أصولها الثابتة أعلى نسبة لها 58.73% سنة 2009 وهي تناسب نشاط المؤسسة الصناعي. مما يعني إمكانية استخدام هذه الأصول كضمانات للحصول على قروض في المستقبل. ويمكن عرض تطور أصول المؤسسة خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-11): تطور جانب أصول المؤسسة الجزائرية الجديدة للمصبرات الغذائية للفترة 2009-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأصول الثابتة	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2009	1583742	58.73	1112743	41.27
2010	1651974	55.19	1341196	44.81
2011	2049308	50.48	2010589	49.52
2012	2025090	50.33	1998913	49.67

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (16، 22).

5-3-2-3- سلسلة الأوراسي: ارتفاع نسبة الأصول الثابتة للمؤسسة سنة 2011 حوالي 82.15% يلائم نشاط المؤسسة الخدمية، حيث أن استخدامها للديون طويلة الأجل كان بهدف تشييد فنادق وإعادة تهيئتها. والجدول التالي يبرز تطور الأصول للسنتين 2010-2011.

الجدول رقم (5-12): تطور جانب أصول سلسلة الأوراسي للفترة 2010-2011

الوحدة 1000 دج

السنوات	الأصول الثابتة	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2010	5734358	66.53	2885290	33.47
2011	8928099	82.15	1939804	17.85

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (17، 18، 23).

5-3-2-4- مؤسسه الإسمنت ومشتقاته: هناك انخفاض في نسبة الأصول الثابتة للمؤسسة حيث سجلت أعلى مستوى لها 46.59% سنة 2012 هذا يعكس مدى اعتماد المؤسسة في تمويلها على الأموال الخاصة. وكذا عدم تناسب هذه النسبة ونشاط المؤسسة في السنوات السابقة لكن مع ارتفاعها يكون من الأفضل لها استخدام الدون طويلة الأجل في تمويل بعض الاستثمارات مما يحقق لها عوائد أعلى في المستقبل. ويمكن عرض تطور أصول المؤسسة خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-13): تطور جانب أصول مؤسسة الإسمنت ومشتقاته للفترة 2009-2012

الوحدة 1000دج

السنوات	الأصول الثابتة	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2009	10378042	32.25	21805772	67.75
2010	9762373	27.29	26005456	72.71
2011	9001066	18.94	38522418	81.06
2012	17756935	46.59	20356535	53.41

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (19، 20).

5-3-2-5- المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب: بالنسبة لهذه المؤسسة ونظرا لإعادة هيكلتها باندماجها مع ألفا تيس، يبدو لنا بوضوح الانخفاض الكبير في أصولها الثابتة مما يعني أنها لا تكفي حتى لتغطية التزاماتها الطويلة الأجل. الأمر الذي يعرضها إلى مخاطر مالية كبيرة مستقبلا. فالأصول الجارية تتجاوز نسبتها 90%. أي أن أصولها كلها تحولت إلى المؤسسة الأم. وبالتالي عدم تمكن المؤسسة من التوفيق بين التمويل طويل الأجل والاستثمارات طويلة الأجل.

ويمكن عرض تطور أصول المؤسسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (5-14): تطور جانب أصول المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب للفترة 2010-2012

الوحدة 1000دج

السنوات	الأصول الثابتة	النسبة %	الأصول الجارية	النسبة %
2010	220081	6.57	3129343	93.43
2011	245369	8.65	2591870	91.35
2012	517711	1.61	31571161	98.39

المصدر: من إنجاز الباحث بناء على الملاحق (36، 37).

من كل ما سبق نستنتج أن المؤسسات محل الدراسة تنتهج سياسة مقابلة التمويل الدائم بالأصول الثابتة، مما يحافظ لها على مبدأ الاستحقاقية المالية، عدا مؤسستي الإسمنت ومشتقاته ومؤسسة صناعة الأنابيب.

خلاصة الفصل:

مما سبق نجد أن المؤسسات محل الدراسة تحتل مكانة جيدة في مختلف القطاعات التي تنتمي إليها. كما أن هذه المؤسسات تنوعت بين مؤسسات دخلت بورصة الجزائر وأخرى لم تتمكن من دخولها. وما يميزها أنها كلها تعتمد البحث والتطوير في تطوير منتجاتها وعملها على اكتساب شهادات الإيزو المختلفة.

من جهة أخرى قيام هذه المؤسسات باختيار هيكل تنظيمي يتناسب وطبيعة نشاطها ، مما يسمح لها بتحقيق أهدافها المحددة.

تنوع غالبية المؤسسات في مصادر تمويلها، للاستفادة من مزايا انخفاض التكلفة. وكذا مقابلة التمويل الدائم بالاستخدامات الدائمة للحفاظ على مبدأ الاستحقاقية.

وسنحاول من خلال الفصل الموالي دراسة السلوك التمويلي لهذه المؤسسات خلال فترة الدراسة.

الفصل السادس

تقييم قرارات التمويل للمؤسسات محل الدراسة

تمهيد:

بعد تقديم المؤسسات التي تم اعتمادها لهذه الدراسة والتي تعتبر من أهم المؤسسات الجزائرية في قطاعها، خاصة مجمع صيدال الذي يعد رائدا في مجال إنتاج المواد الصيدلانية ومؤسسة روية الرائدة في مجال العصائر، مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف، سلسلة الأوراسي، ...

سنحاول تقييم القرارات التمويلية لهذه المؤسسات من خلال تأثير كل من الرفع الكلي بشقيه، الرفع المالي والرفع التشغيلي وكذا القدرة على التمويل الذاتي ومعدل العائد على الأصول في عناصر هي:

6-1- تقدير درجة الرفع الكلي للمؤسسات.

6-2- تقدير التمويل الداخلي.

6-3- معدل العائد على الأصول.

6-1-1- تقدير درجة الرفع الكلي للمؤسسات.

إن درجة الرفع الكلي تدل على مدى تغير العائد على حقوق الملكية لتغير الربح بسبب اعتماد المؤسسات على التكاليف الثابتة. ولحساب درجة الرفع الكلي ، يتم أولاً حساب درجة الرفع المالي ودرجة الرفع التشغيلي.

6-1-1-1- الرفع المالي: تعبر درجة الرفع المالي عن المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة نتيجة اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة في تمويلها.

6-1-1-1-1- عرض عناصر الهيكل المالي: يمثل الهيكل المالي لأي مؤسسة جانب الخصوم، ويشتمل على الأموال الخاصة والديون طويلة ومتوسطة الأجل والديون قصيرة الأجل.

6-1-1-1-1-1- الأموال الخاصة: تتمثل في جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين في شكل مساهمات نقدية أو عينية ، بالإضافة إلى الاحتياطيات والأرباح المحتجزة...

ويمكن عرض تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (6-1): تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012

(الوحدة 1000 دج)

المؤسسة	السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال		7217107	9789872	11785525	13795483	14424538
المؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية		/	1127391	1365025	1476870	1610818
مؤسسة التسيير الفندقية سلسلة الأوراسي		2997058	3388637	3944135	3247475	/
مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف		21772290	28193596	30505527	33554173	35244366
مؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب		/	/	/	3805348	2028935

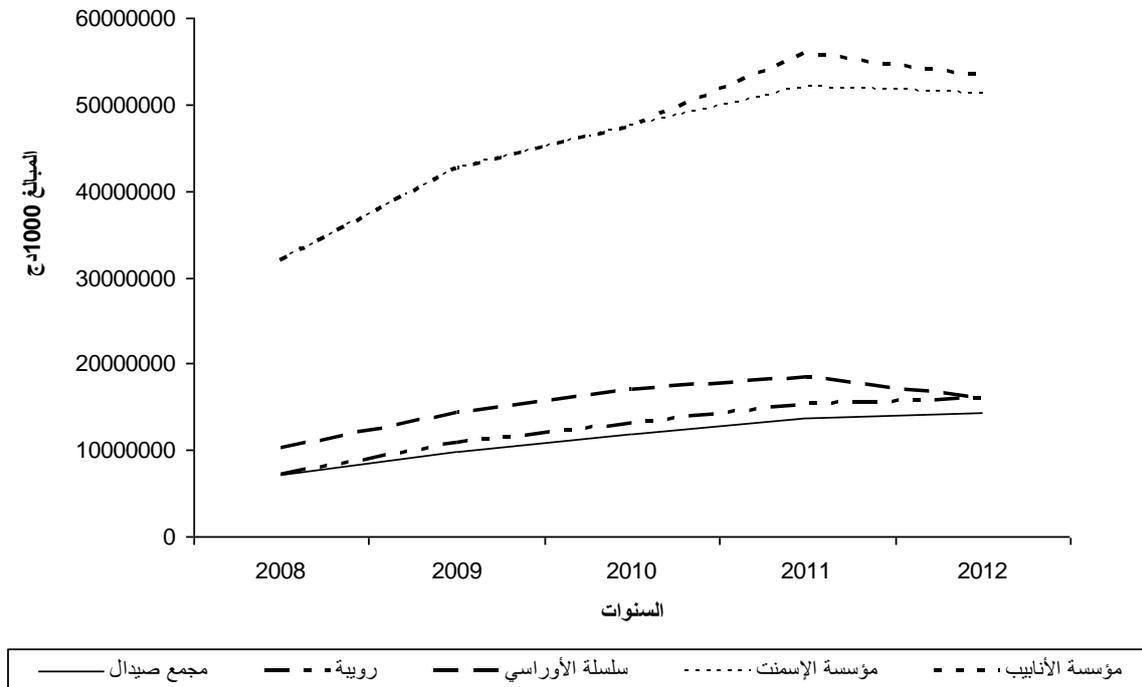
المصدر: من إعداد الباحث بناء على الملاحق (من 1 إلى 13).

نلاحظ من الجدول أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال هناك تطورا ونمو في الأموال الخاصة بمعدلات متناقصة فقد شهد أكبر نمو من سنة 2008 إلى سنة 2009 حوالي 35,65% هذه الزيادة راجعة إلى النمو في الاحتياطيات ومؤونة الخسائر والتكاليف. وأقل نسبة شهدتها من سنة 2011 إلى سنة 2012 بنسبة 4,56% كذلك أيضا بسبب الارتفاع في الاحتياطيات. ومن ثم تتضح سياسة المجمع للحماية من المخاطر الممكنة أو لاستغلال الفرص المتوقعة فيخصص جزء من نتائجه المحققة للاحتياطيات أو مؤونة الخسائر والتكاليف؛

- بالنسبة للمؤسسة الجديدة للمصبرات الجزائرية NCA روية، فهناك تذبذب في نمو الأموال الخاصة فقد شهدت أعلى تغير من سنة 2009 إلى 2010 بنسبة 21,08% وأقل نسبة من سنة 2010-2011 بنسبة 8,19%. كذلك هذا التغير ناتج عن زيادة في النتيجة الصافية والاحتياطات والمخصصات؛
- بالنسبة لمؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي، فقد شهدت أيضا تذبذبا في نمو الأموال الخاصة، حيث سجلت أعلى ارتفاعا من سنة 2009 إلى 2010 بنسبة 16,39% غير أنها سجلت تراجعاً في السنة الموالية 2010-2011. نتيجة لتحقيق خسائر سنة 2011؛
- بالنسبة لمؤسسة الإسمت ومشتقاته بالشلف ECDE، فقد سجلت أعلى ارتفاع للأموال الخاصة من سنة 2008 إلى سنة 2009 بنسبة 29,49%، أما أقل نسبة فقد سجلت من سنة 2011 إلى 2012 بنسبة 5,04%. هذا التغير ناتج عن تغير في النتيجة الصافية للمؤسسة لهذه الفترة؛
- بالنسبة للمؤسسة الجزائرية لصناعة الأنابيب ALFA PIPE، سجلت الأموال الخاصة تراجعاً كبيراً من سنة 2011 إلى سنة 2012 بنسبة 46,68% بسبب تراكم الخسائر وبسبب رأس المال المرحل. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6-1): تطور الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-1-1-2- إجمالي الديون: تمثل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين. وتنقسم إلى الديون طويلة ومتوسطة الأجل وهي التي تزيد فترة استردادها عن سنة. أما الديون قصيرة الأجل فتكون فترة استردادها أقل من سنة.

ويمكن عرض تطور ديون المؤسسات محل الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (6-2): تطور ديون المؤسسات للفترة 2008-2012

المبالغ (1000دج)

السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	10088493	10601555.5	16465663	13482488	12337802
روبية		1532720	1561628	2208538	2799604
سلسلة الأوراسي	2886577	3388637	4675513	7620428	
مؤسسة الإسمنت	2380412	3990218.6	11712402	13969310	2869103
مؤسسة الأنابيب			3671443	2686851	30059936

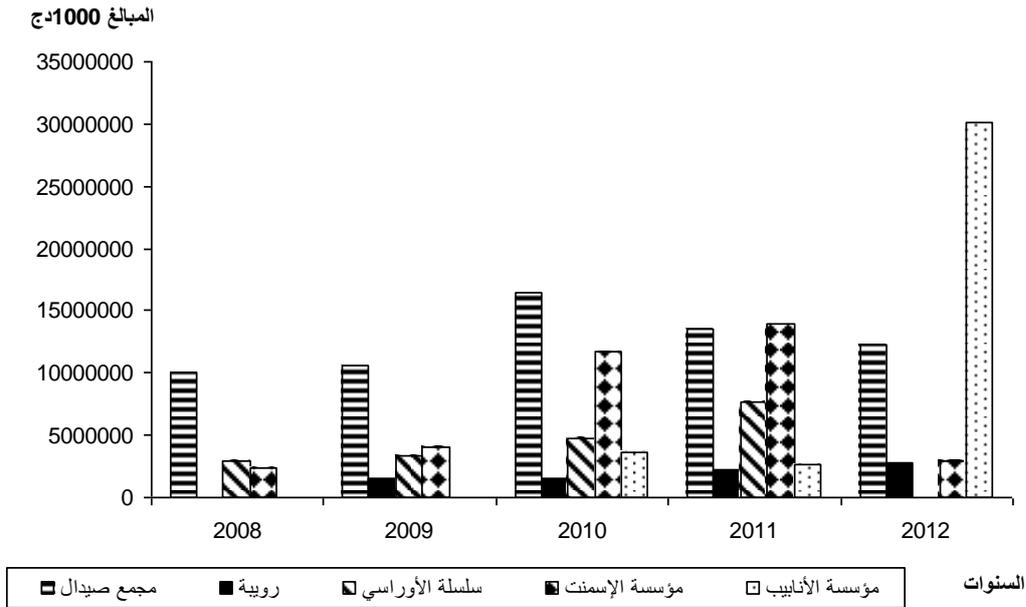
المصدر: من إنجاز الباحث أنظر الملاحق (من 1 إلى 13).

من الجدول السابق نلاحظ أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال نجد أن إجمالي الديون في تغير متذبذب حيث شهد ارتفاعا كبيرا من سنة 2009 إلى 2010 حوالي 55.31% نتيجة ارتفاع السلفات ومنتجات محسوبة مسبقا أكثر من خمس مرات غير أنها سجلت تراجعاً خلال السنوات الموالية بنسبة 8,49% من 2011 إلى 2012.
- بالنسبة لمؤسسة روية فقد سجلت ارتفاعات متذبذبة حيث سجلت أعلى نسبة من سنة 2010 إلى سنة 2011 حوالي 41,43% وذلك بسبب تزايد ديون الموردين؛
- بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد سجلت ديون المؤسسة ارتفاعاً متزايداً حيث سجلت أعلى نسبة من سنة 2010 إلى سنة 2011 حوالي 62,99% نتيجة ارتفاع الديون اتجاه مؤسسات القرض وكذا ديون الموردين؛
- بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته ، فهناك تذبذبا في مجمل ديونها فقد سجلت أعلى ارتفاعاً لها من سنة 2009 إلى سنة 2010 حوالي 193,53% نظراً لارتفاع القروض المختلفة؛

- بالنسبة لمؤسسة الأنايب، فهناك ارتفاع في ديونها من سنة 2011 إلى 2012 نتيجة ارتفاع خزينة الخصوم والديون المختلفة فقد بلغ حوالي 1018,78% . ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6-2): تطور ديون المؤسسات للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث.

3-1-1-1-6 نسبة الرفع المالي: يمكن قياسها بنسبة القروض إلى التمويل الممتلك (العلاقة 1-14) ، كونها النسبة التي تحدد المخاطرة المالية للمؤسسة. فهذه النسبة تدخل مباشرة في حساب المخاطرة المالية وارتفاعها يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية. والجدول التالي يبين تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2012-2008.

الجدول رقم (6-3): تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012

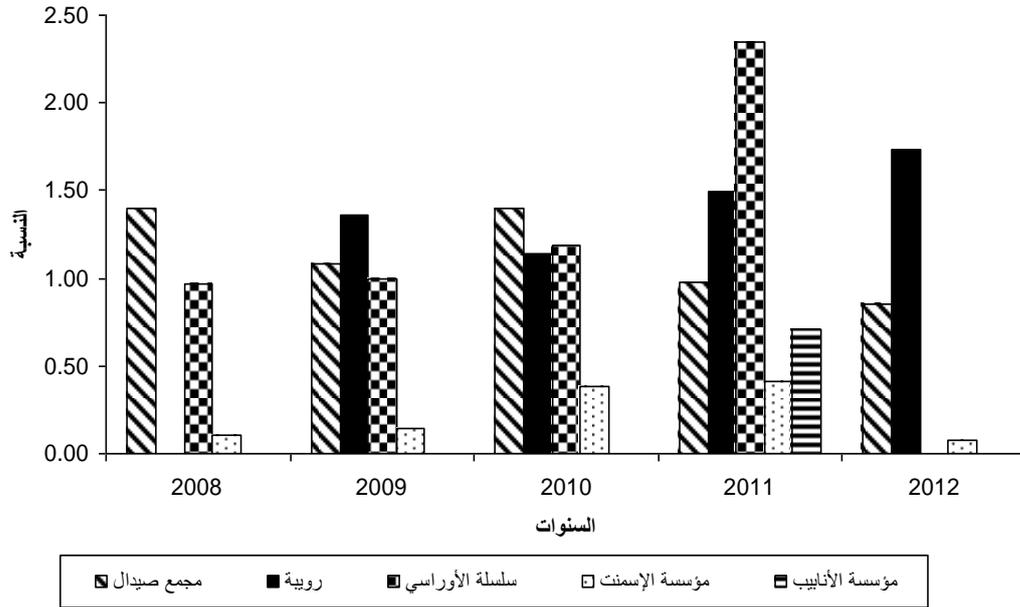
السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	1.40	1.08	1.40	0.98	0.86
روبية		1.36	1.14	1.50	1.74
سلسلة الأوراسي	0.96	1.00	1.19	2.35	
مؤسسة الإسمنت	0.11	0.14	0.38	0.42	0.08
مؤسسة الأنايب				0.71	14.82

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نجد أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال ، نسبة الرفع المالي متذبذبة حيث تتجاوز الواحد لسنة 2010 فقد سجلت نسبة 1,40 أي أن المجمع لا يتمتع بالاستقلالية المالية ، غير أنها انخفضت إلى ما دون الواحد للسنتين الأخيرتين مما يدل على توجه المجمع نحو تغطية ديونه بأمواله الخاصة؛
 - بالنسبة لمؤسسة روية ، فتتجاوز نسبة الرفع المالي أيضا الواحد حيث بلغت أكبر قيمة لها في سنة 2012 حوالي 1,74 هذه النسبة تعتبر مقبولة باعتبار المؤسسة إنتاجية يمكنها تغطية ديونها عن طريق أصولها الثابتة؛
 - بالنسبة لسلسلة الأوراسي، كانت نسبة الرفع المالي قريبة من الواحد باعتبار المؤسسة خدمية لكنها ارتفعت كثيرا لسنة 2011 حيث بلغت 2,35 مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية للمؤسسة؛
 - بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته ، فتعتبر النسبة ضعيفة حيث سجلت أعلى نسبة لها سنة 2011 حوالي 0,42 مما يدل على اعتماد المؤسسة الشبه الكلي في تمويلها على أموالها الخاصة؛
 - بالنسبة لمؤسسة صناعة الأنايب، فقد سجلت سنة 2012 حوالي 14,82 وهي تعتبر نسبة كبيرة غير عادية نتيجة ارتفاع نسبة الديون المختلفة مما يؤدي إلى ارتفاع المخاطرة المالية ومن ثم إمكانية عجز المؤسسة عن تسديد ديونها في المستقبل.
- ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6-3): تطور نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-1-2- درجة الرفع المالي: لحساب درجة الرفع المالي نحتاج أولاً تقدير العائد على حقوق الملكية وربحية السهم.

6-1-1-2-1-1- ربحية السهم : يمكن قياسها بنسبة العائد بعد الفوائد والضرائب إلى عدد الأسهم. والجدول التالي يبين تطور ربحية السهم للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012.

الجدول رقم(6-4): تطور ربحية السهم للفترة 2008-2012

الوحدة (1000دج)

السنوات المؤسسة	2012	2011	2010	2009	2008
مجمع صيدال	0.1716	0.2060	0.1102	0.2875	0.1329
روية	0.2284	0.2214	0.3010	0.1320	
سلسلة الأوراسي		0.0960-	0.0188	0.1383	0.1249
مؤسسة الإسمنت	3113882	3662101	2963444	3808913	3677443
مؤسسة الأنابيب	39059	593360-	299714-		

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نلاحظ أن :

- بالنسبة لمجمع صيدال يحقق ربحية مقبولة لكن متذبذبة حيث حقق أعلى قيمة لربحية السهم سنة 2009 حوالي 287,5 دج مما يسمح له بإمكانية توزيع للأرباح مستقبلا أما أدنى قيمة له فقد كانت 110,2 دج سنة 2010؛
 - بالنسبة لمؤسسة روية فقد كانت ربحية سهمها أيضا متذبذبة، حيث سجلت أعلى قيمة لها 301,0 دج سنة 2010 بسبب نتائجها الإيجابية؛
 - بالنسبة لسلسلة الأوراسي فكانت ربحية السهم متزايدة حيث سجلت أعلى قيمة 188 دج سنة 2010 لكنها تراجع وتراجعت وسجلت خسائر سنة 2011 بقيمة 96 دج؛
 - بالنسبة لمؤسستي الإسمنت ومشتقاته ومؤسسة الأنايب فقد تم عرض نتائجهما الصافية خلال فترة الدراسة، التي كانت أرباحا متذبذبة بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته، بينما سجلت مؤسسة أنايب خسائر لهذه الفترة عدا سنة 2012 فقد حققت أرباحا بقيمة 3905900 دج وتعتبر ضعيفة.
- ويمكن عرض ربحية السهم للمؤسسات المسعرة في البورصة في الشكل التالي:

الشكل رقم (6-4): تطور ربحية السهم للمؤسسات المسعرة في البورصة للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-1-2- العائد على حقوق الملكية: يمكن حساب العائد على حقوق الملكية باستخدام العلاقة (1-12). لكن نعبر عن حقوق الملكية باستخدام القيمة الدفترية أي مجموع الأموال الخاصة بسبب صعوبة تقدير القيمة السوقية لجميع المؤسسات محل الدراسة.

والجدول التالي يعبر عن تطور العائد لحقوق الملكية للفترة 2008-2012

الجدول رقم (5-6): تطور العائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012

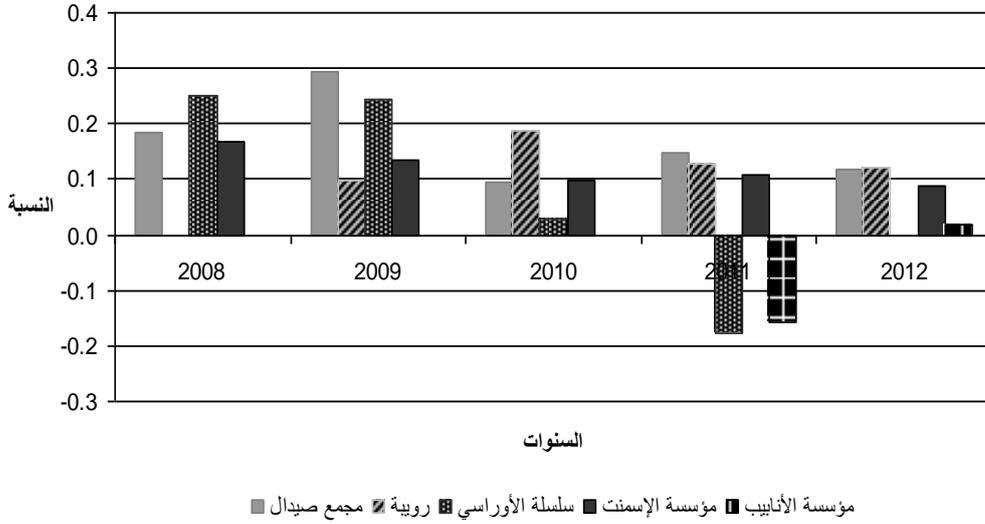
السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	0.1841	0.2937	0.0935	0.1494	0.1190
روبية		0.0994	0.1873	0.1273	0.1204
سلسلة الأوراسي	0.2500	0.2449	0.0286	0.1773-	
مؤسسة الإسمنت	0.1689	0.1351	0.0971	0.1091	0.0884
مؤسسة الأنايب				0.1559-	0.0193

المصدر: من إنجاز الباحث

من الجدول نلاحظ أن معدل العائد على حقوق الملكية:

- بالنسبة لمجمع صيدال يعتبر متذبذب حيث سجل أعلى مستوى له سنة 2009 حوالي 29,37% نظرا لعدم استقرار هيكل رأس مال المجمع وتراجع أداء هذا الأخير بسبب تذبذب نتائج المجمع؛
 - بالنسبة لمؤسسة روية، فقد سجلت أعلى مستوى للعائد على الملكية سنة 2010 حوالي 18,37% وتحاول المحافظة على معدل عائد على الملكية مستقر للسنوات الأخيرة عند مستوى 12%؛
 - بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد سجلت معدلا متقاربا للسنوات 2008-2010 لكنه سجل معدلا سالباً سنة 2011 أي (17,73) الأمر الذي يدل على التراجع في أداء السلسلة؛
 - بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته فقد سجلت معدلا متراجعا لفترة الدراسة ليصل إلى أدنى مستوى له 8,84% سنة 2012؛
 - بالنسبة لمؤسسة الأنايب فسجلت معدلا موجبا لأول مرة لكنه ضعيف جدا 1,93% سنة 2012.
- ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (5-6): تطور معدل العائد على حقوق الملكية للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-1-2-3- حساب درجة الرفع المالي: يمكن حسابها بالعلاقة (1-15)، كما يوضحها الجدول التالي.

الجدول رقم (6-6): درجة الرفع المالي للمؤسسات خلال الفترة 2008-2012

السنوات	2012	2011	2010	2009	المؤسسة
مجمع صيدال	1.22	0.69	1.11	0.51	
رويبة	1.73-	1.21	0.69		
سلسلة الأوراسي		1.18	1.02	0.19-	
مؤسسة الإسمنت	1.27	0.52	1.27	5.60-	
مؤسسة الأنايبب	1.05				

المصدر: من إنجاز الباحث

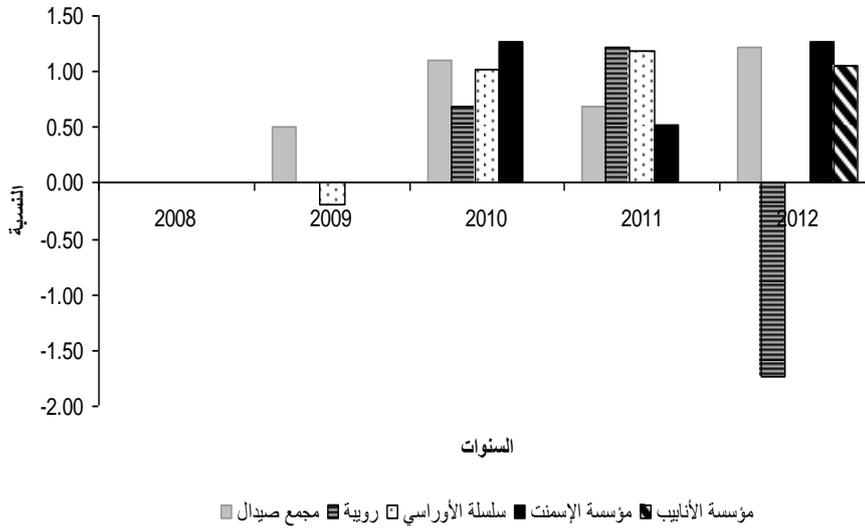
من الجدول نلاحظ أن درجة الرفع المالي:

- بالنسبة لمجمع صيدال، فقد سجلت درجة الرفع المالي أدنى مستوى لها 0,51 سنة 2009 لكن بقيت في تذبذب للسنوات الموالية مما يدل على المخاطرة المالية التي من الممكن أن يتعرض لها المجمع؛

- بالنسبة لمؤسسة رويبة، فقد سجلت درجة الرفع المالي نسبة سالبة لسنة 2012 (1.13) بسبب تراجع العائد على حقوق الملكية وربحية السهم الطفيفة؛
 - بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد حققت درجة رفع مالي موجبة أكبر من الواحد لسنتي 2010 و2011؛
 - بالنسبة لمؤسسة الإسمنت فقد حققت درجة رفع متذبذبة خلال فترة الدراسة أيضا حيث كانت أكبر من الواحد لسنتي 2010 و2012؛
 - بالنسبة لمؤسسة أنابيب كذلك حققت درجة رفع مالي موجبة لسنة 2012؛
- ومن ثم يمكن القول أنه إذا سجلت درجة الرفع المالي ارتفاعا إلى أكبر من الواحد في أي سنة، معنى ذلك أنه إذا حدث أي تغير في ربحية السهم ، أدى ذلك إلى تغير أكبر في العائد على حقوق الملكية. بينما إذا انخفضت درجة الرفع المالي إلى أقل من الواحد فإن أي تغير في ربحية السهم يترتب عنه تغير أقل في العائد على حقوق الملكية. وهذا عادة ما ينتج بسبب تراجع نسبة الديون إلى حقوق الملكية في الهيكل المالي لسنة ما. وعليه فإن للاقتراض تأثير على العائد على حقوق الملكية. فكلما اعتمدت المؤسسة في تمويلها على الاقتراض أكثر كلما ارتفع العائد على حقوق الملكية والعكس.

والشكل التالي يبين تطور درجة الرفع المالي للمؤسسات خلال الفترة 2008-2012.

الشكل رقم(6-6): تطور درجة الرفع المالي للفترة 2008-2012.



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-2 - الرفع التشغيلي.

تحتسب درجة الرفع التشغيلي لدراسة أثر استخدام أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة على ربحية السهم. ويمكن حسابها باستخدام العلاقة (1-7). غير أننا نعوض المبيعات في العلاقة برقم الأعمال لعدم الحصول على الكميات وكذا اختلاف وحدات القياس.

6-1-2-1-1 النتيجة الصافية: يمكن عرض تطور النتيجة الصافية لمختلف المؤسسات في الجدول التالي:
الجدول رقم (6-7): تطور نتيجة المؤسسات للفترة 2008-2012.

الوحدة (1000دج)

المؤسسة	السنوات	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال		1328601	2875000	1277004	2097751	
روبية			112105	255635	188042	193948
سلسلة الأوراسي		749226	829961	112572	575873-	
مؤسسة الإسمنت		3677443	3917199	3126521	3662101	3113882
مؤسسة الأنايب				299714-	593360-	39059

المصدر: من إنجاز الباحث أنظر الملاحق (من 24 إلى 35).

نلاحظ من الجدول أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال عدم وجود استقرار في نتائجه وأداءه خلال فترة الدراسة؛
- بالنسبة لمؤسسة روبية أيضا هناك تذبذب في نتائجها المحققة بسبب عدم استقرار الأداء؛
- بالنسبة لسلسلة الأوراسي زيادة على كون نتائجه غير مستقرة فقد حقق خسارة تفوق 575873000دج سنة 2011؛
- بالنسبة لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته تبدو من الجدول نتائجه مستقرة نوعا ما حوالي 3 مليار دج سنويا؛
- بالنسبة لمؤسسة الأنايب فقد كانت نتائجه سلبية دائما إلا أنه حقق نتيجة إيجابية سنة 2012 بقيمة 3905900دج.

6-1-2-2-2- تطور رقم الأعمال: يمثل جميع مبيعات المؤسسة خلال الدورة. ويمكن عرض تطور رقم الأعمال للمؤسسات محل الدراسة في الجدول التالي.

الجدول رقم (6-8): تطور رقم أعمال المؤسسات للفترة 2008-2012

الوحدة (1000 دج)

السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	11221750	11899832	12510200	13504271	
روبية		2883993	3998475	4633431	5712501
سلسلة الأوراسي	124445	121088	1159110	107094	
مؤسسة الإسمنت	44950	9408688	8436369	9658524	8823028
مؤسسة الأنابيب			4029450	2792964	7122888

المصدر: من إنجاز الباحث أنظر الملاحق (من 24 إلى 35).

عموما نلاحظ عدم استقرار في رقم الأعمال للمؤسسات محل الدراسة خلال فترة الدراسة مما يدل على تذبذب في أداء هذه المؤسسات، مما أثر سلبا على نتائجها.

6-1-2-3- درجة الرفع التشغيلي: يمكن عرض تطور درجة الرفع التشغيلي للمؤسسات في الجدول التالي.

الجدول رقم (6-9): تطور درجة الرفع التشغيلي للمؤسسات للفترة 2008-2012

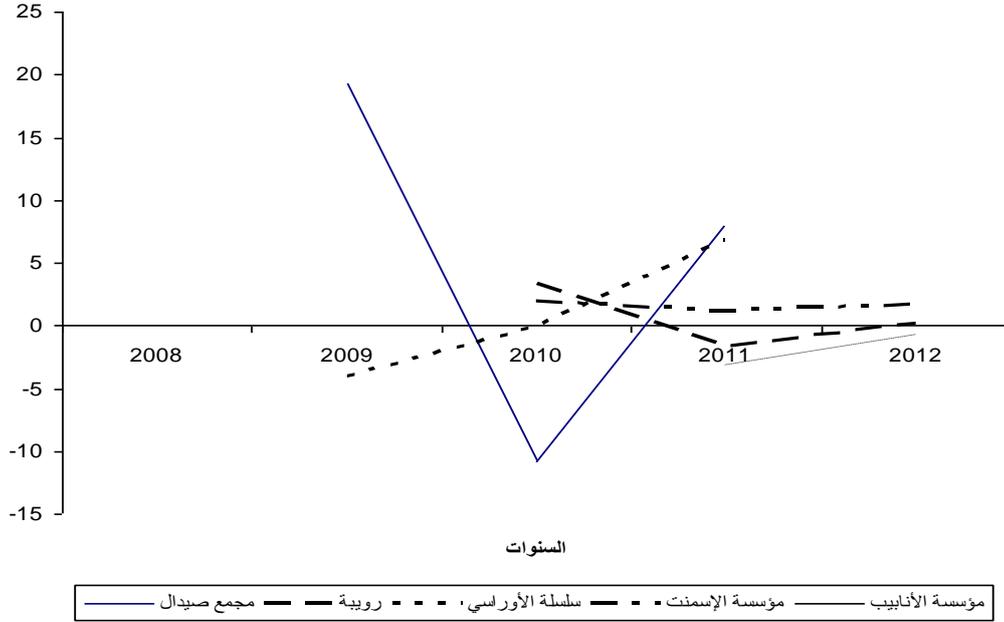
السنوات المؤسسة	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	19.26	10.84-	8.09	
روبية		3.31	1.67-	0.13
سلسلة الأوراسي	3.99-	0.10-	6.74	
مؤسسة الإسمنت		1.95	1.18	1.73
مؤسسة الأنابيب			3.19-	0.69-

المصدر: من إنجاز الباحث

نلاحظ أن درجة الرفع التشغيلي للمؤسسات غير مستقرة خلال فترة الدراسة. وتعتبر درجة الرفع التشغيلي عندما تكون سالبة على أن أي زيادة في المبيعات تؤدي إلى انخفاض في نتيجة الاستغلال. وبالتالي يجب على المؤسسة استبدال التكاليف الثابتة بتكاليف متغيرة حتى تحمد من أثر الرفع التشغيلي على ربح العمليات ، ومن ثم على ثروة الملاك.

أما عندما تكون درجة الرفع التشغيلي موجبة ، هذا يدل على أن أي زيادة في المبيعات سوف تؤدي إلى زيادة في نتيجة الاستغلال. وهذا نظرا لانخفاض التكاليف الثابتة لدى المؤسسة. والشكل التالي يبين تطور درجة الرفع التشغيلي في الفترة (2008-2012).

الشكل رقم (6-7): تطور درجة الرفع التشغيلي لفترة 2008-2012 النسبية



المصدر: من إنجاز الباحث

6-1-3- درجة الرفع الكلي.

يتم حساب درجة الرفع الكلي بالجمع بين أثر الرفع المالي والرفع التشغيلي على ربحية السهم. وتحسب بالعلاقة (1-20):

ويمكن عرض تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسات في الجدول التالي:

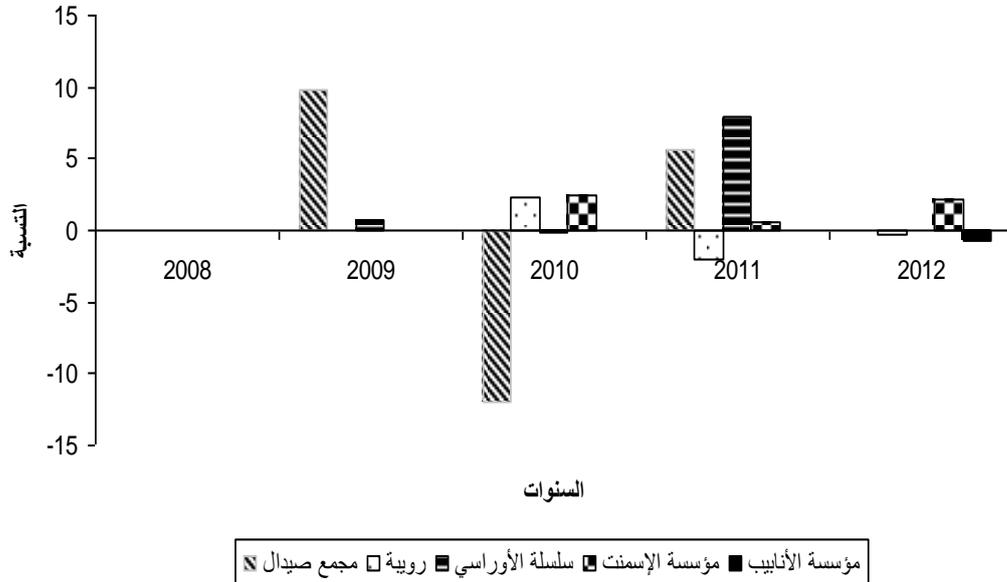
الجدول رقم (6-10): تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012

السنوات	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	9.85	11.98-	5.55	
روبية		2.29	2.02-	0.23-
سلسلة الأوراسي	0.75	0.10-	7.95	
مؤسسة الإسمنت		2.47	0.62	2.20
مؤسسة الأنايب				0.72-

المصدر: من إنجاز الباحث

نلاحظ أن المؤسسات تحاول المحافظة على درجة رفع كلي موجبة. حتى تؤثر بشكل إيجابي على ربحية المؤسسة ومن ثم على العائد على حقوق الملكية. ويمكن أبراز تطور درجة الرفع الكلي في الشكل التالي:

الشكل رقم (6-8): تطور درجة الرفع الكلي للمؤسسات للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-2- تقدير التمويل الداخلي.

عادة ما تفضل المؤسسات التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة، الاحتياطيات وأقساط الاهتلاك) للتمويل، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف. ويمكن عرض تطور التمويل الداخلي للمؤسسات محل الدراسة في الجدول التالي.

الجدول رقم (6-11): تطور التمويل الداخلي للمؤسسات للفترة 2008-2012

الوحدة 1000 دج

السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	3349597	4925931	5662300	3793108	1385110
روبية		421222	548950	698807	553235
سلسلة الأوراسي	908238	1563537	2106416	371535-	
مؤسسة الإسمنت	7967316	10393170	9653261	7134944	7208354
مؤسسة الأنايب			299714-	2173314	301590

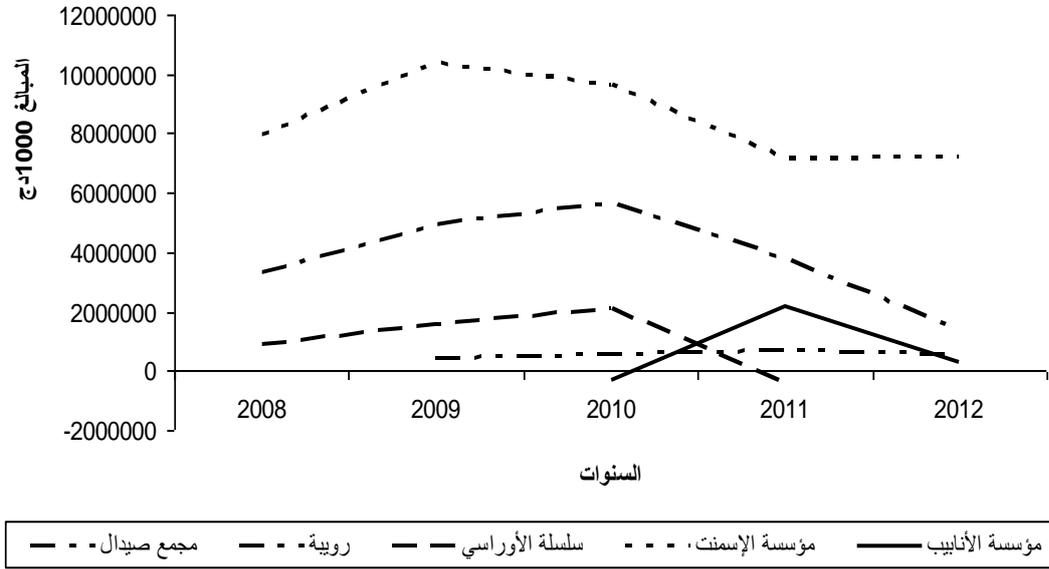
المصدر: من إنجاز الباحث

نلاحظ من خلال الجدول أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال يحتفظ بنسبة كبيرة من الأرباح في صورة احتياطيات وأرباح محتجزة، حيث نجد أنها تزايدت من سنة 2008 إلى سنة 2010 غير أنها سجلت تراجعاً في السنتين الأخيرتين. هذه المخصصات يمكن استغلالها في تمويل فرص استثمارية متاحة مستقبلاً؛
- بالنسبة لمؤسسة روية فقد سجلت أرباحها المحتجزة والاحتياطيات تزايداً كبيراً من سنة 2009 وحتى سنة 2011 غير أنها سجلت تراجعاً سنة 2012؛
- بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد سجلت أعلى قيمة لهذه المخصصات حوالي 2106416000 دج سنة 2010 لكنه سرعان ما سجل خسارة لسنة 2011؛
- بالنسبة لمؤسسة الإسمنت نجد أن هذه المخصصات متذبذبة القيمة من سنة لأخرى غير أنها تعتبر مرتفعة نوعاً ما 10393170000 دج سنة 2009، هذا ما يفسر اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلاً، وأيضاً انخفاض نسبة الرفع المالي مقارنة بالمؤسسات الأخرى؛
- بالنسبة لمؤسسة الأنايب فقد سجلت المخصصات (الاحتياطيات والأرباح المحتجزة) قيمة سالبة سنة 2010 لكنها سرعان ما حققت نتائج إيجابية للسنتين الأخيرتين؛

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6-9): تطور التمويل الداخلي للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2008-2012



المصدر من إنجاز الباحث

إن احتجاز جزء كبير من الأرباح يمكن المؤسسات من الاحتفاظ بنسبة ملكية عالية ونسبة ديون منخفضة من شأنها تحسين الطاقة الاقتراضية لها أو استخدامها في تمويل المشاريع الاستثمارية المربحة واستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة. دون اللجوء إلى الاقتراض أو إصدار أسهم عادية جديدة.

6-3- معدل العائد على الأصول.

يمثل معدل العائد على الأصول، العائد بالمعدل لكل دينار مستثمر في الأصول، أي يعكس كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في المؤسسة كما يعد من أكثر مقاييس الربحية ومعايير الأداء شيوعاً. ويحسب بالعلاقة (3-9). أي نسبة صافي الدخل إلى مجموع الاستثمارات.

6-4-1- حجم الأصول: يعبر عن الجانب الأيمن من ميزانية المؤسسة. أي كل استخدامات الأموال في

المؤسسة سواء الأصول الثابتة التي يفوق عمرها السنة أو الأصول المتداولة التي يكون عمرها أقل من سنة.

ويمكن عرض تطور أصول المؤسسات خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (6-12): تطور حجم الأصول للمؤسسات خلال الفترة 2008-2012

الوحدة 1000 دج

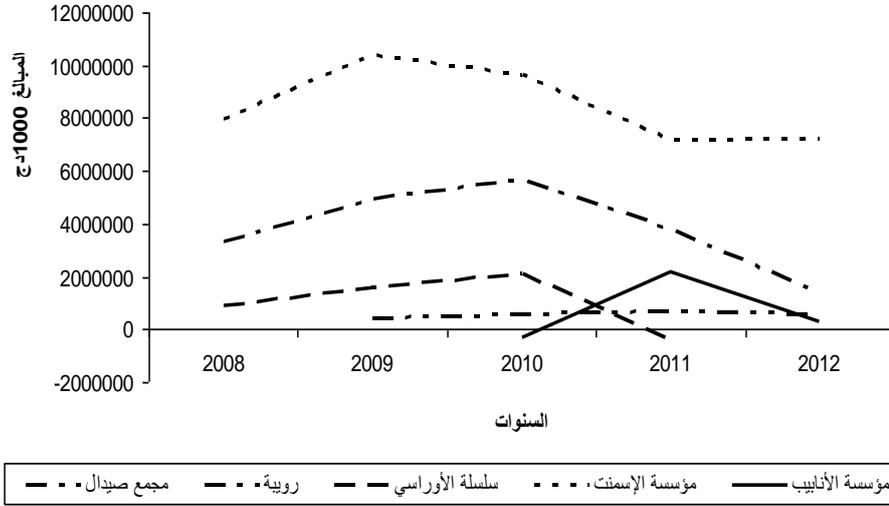
السنوات المؤسسة	2008	2009	2010	2011	2012
مجمع صيدال	18674202	23266427	28251188	27277971	26762340
روبية		2696486	2993170	4059897	4024004
سلسلة الأوراسي	6632861	6954458	8619648	10867903	
مؤسسة الإسمنت	27830145	32183814	35767828	47523483	38113470
مؤسسة الأنايب			3349424	2837239	32088872

المصدر: من إنجاز الباحث أنظر الملاحق (من 14 إلى 23).

نلاحظ من الجدول أنه:

- * بالنسبة لمجمع صيدال هناك نوعا من الاستقرار في تطور أصوله خلال فترة الدراسة؛
 - * بالنسبة لمؤسسة روية هناك ارتفاع كبير في حجم أصولها خلال فترة الدراسة أكثر من 50% في سنة 2011؛
 - * بالنسبة لسلسلة الأوراسي سجل حجم أصولها ارتفاعا متزايدا خلال فترة الدراسة؛
 - * بالنسبة لمؤسسة الإسمنت سجل حجم أصولها ارتفاعا متزايدا خلال فترة الدراسة إلا أنه سجل انخفاضاً نسبياً سنة 2012؛
 - * بالنسبة لمؤسسة أناييب هناك تذبذب في حجم أصولها خلال فترة الدراسة؛
- ويمكن عرض تطور أصول المؤسسات خلال فترة الدراسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (6-10): تطور أصول المؤسسات للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

6-4-2- معدل العائد على الأصول: يمكن عرض تطور معدل العائد على الأصول في الجدول التالي:

الجدول رقم (6-13): تطور معدل العائد على الأصول للفترة 2008-2012

السنوات	2012	2011	2010	2009	2008	المؤسسة
مجمع صيدال		7.69	4.52	12.36	7.11	
روية	4.82	4.63	8.54	4.16		
سلسلة الأوراسي		5.30-	1.31	11.93	11.30	
مؤسسة الإسمنت	8.17	7.71	8.74	12.17	13.21	
مؤسسة الأنايب	0.12	20.91-	8.95-			

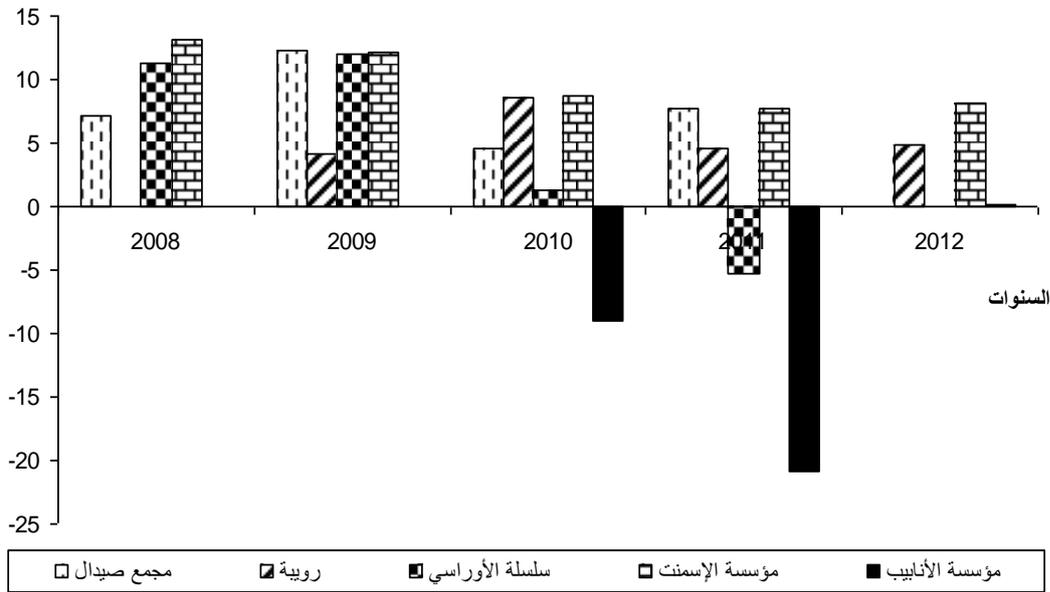
المصدر: من إنجاز الباحث

نلاحظ من الجدول أنه:

- بالنسبة لمجمع صيدال نجد أن معدل العائد على الأصول في تذبذب مستمر لكنه موجب حيث سجل أعلى مستوى له 12,36% سنة 2009، أما أقل نسبة سجلت 4,52% سنة 2010 مما يدل على أن المجمع حقق نتائج إيجابية تسمح له بتغطية التزاماته؛
- بالنسبة لمؤسسة روية تحاول المحافظة على معدل عائد مستقر حوالي 4%، لكن من الملاحظ أنه في سنة 2010 سجل طفرة نوعية حقق من خلالها معدل عائد على الأصول نسبته 8,54%؛

- بالنسبة لسلسلة الأوراسي فقد سجلت معدل عائد على الأصول يفوق 11% لسنتي 2008 و2009 غير أنه تراجع بصفة كبيرة للسنوات الموالية حيث سجل نسبة سالبة سنة 2011 مما يدل على تراجع أداء السلسلة؛
 - بالنسبة لمؤسسة الإسمنت فوجد أن معدل العائد على الأصول مرتفعا نوعا ما يتجاوز 8%، مما يدل على الأداء الجيد للمؤسسة يسمح بتحقيق نتائج لتغطية التزاماتها؛
 - بالنسبة لمؤسسة أنابيب حققت معدل عائد موجب لسنة 2012 لكنه صغير جدا 0,12% لا يعبر بصفة جيدة عن تحسن أداء المؤسسة.
- ويمكن عرض تطور معدل العائد على الأصول في الشكل التالي:

الشكل رقم (6-11): تطور معدل العائد على الأصول للفترة 2008-2012



المصدر: من إنجاز الباحث

مما سبق نستنتج أن انخفاض معدل العائد على الأصول يدل على ضعف إنتاجية الاستثمارات بالمؤسسات. أما ارتفاعه فيدل على كفاءة سياسات المؤسسة الاستثمارية والتشغيلية.

خلاصة الفصل:

مما سبق يمكن الوصول إلى النتائج التالية:

- هناك ارتفاع في نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة، باستثناء مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها هذه المؤسسات وبالخصوص مؤسسة الأوراسي التي تعتبر مؤسسة خدمية؛
- تحاول المؤسسات المحافظة على درجة رفع قريبة من الواحد الصحيح حتى لا يكون هناك تأثير كبير لتغير ربحية السهم على العائد لحقوق الملكية؛
- اعتماد المؤسسات على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة نتج عنه درجة رفع تشغيلي موجبة مما يدل على أن أي تغير في مبيعات المؤسسات ينتج عنه تغير أكبر في ربحية السهم؛
- تحتفظ المؤسسات بجزء كبير من أرباحها في شكل احتياطات وأرباح محتجزة، إضافة إلى أفساط الاهتلاك لتشكيل التمويل الذاتي، الذي تعتمد عليه المؤسسات في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلاً؛
- تحقق المؤسسات معدل عائد على الأصول مقبول على استثماراتها، يدل على كفاءة المؤسسات الاستثمارية والتشغيلية.

الخاتمة

تكتسي دراسة موضوع السلوك التمويلي في المؤسسات الاقتصادية أهمية كبيرة في أدب الإدارة المالية للعلاقة التي تربط قرارات التمويل بجميع أنشطة المؤسسة، لذلك جاءت هذه الدراسة لتسلط الضوء على أهم النظريات التي تناولت هذا الموضوع من مختلف حيثياته بالاعتماد على المناهج العلمية للدراسة. حيث تم تناول الموضوع في ستة فصول أربع نظرية واثنين في دراسة حالة.

ففي الفصل الأول والمعنون بعلاقة السلوك التمويلي بقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب، الذي يهدف إلى دراسة أثر استخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، تبين أنه في ظل عالم لا تسوده الضرائب (ظروف السوق التام)، تعتمد المؤسسة على استخدام الرفع المالي في هيكلها التمويلي عند زيادة معدل العائد على الاستثمار عن تكلفة التمويل بالقروض. كما أنه في حالة الراج وبهدف زيادة صافي ربح العمليات تعتمد إلى استبدال التكاليف المتغيرة بتكاليف ثابتة لزيادة الرفع التشغيلي.

من جهة أخرى وحسب MM تبين أن لتكلفة التمويل بحقوق الملكية علاقة خطية بمستوى الرفع المالي للمؤسسة، الأمر الذي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي.

أما الفصل الثاني، المسمى تحديد الهيكل المالي في ظل نظرية التبادل أو التوازن، تم من خلاله دراسة نظريات الهيكل المالي بإسقاط فرض عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات حيث ينتج عنها وفر ضريبي وكذا تكاليف للإفلاس وتكاليف الوكالة بالاعتماد على القروض في الهيكل المالي. ومن خلال الموازنة بينها، فالرفع المالي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة ترتفع بزيادة الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم فوائد القروض من الدخل الخاضع للضريبة من جهة، ومن جهة أخرى ارتفاع تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. وبالتالي يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

في الفصل الثالث تم تناول نظريات الإشارة وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات، من خلال أثر محتوى المعلومات المتاحة في قرارات التمويل وكذا الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل ومعدل العائد على الأصول. تبين من خلال نظرية الإشارة للديون أن لإصدار أسهم عادية علاقة عكسية بينه وبين قيمة السهم، أما إصدار السندات فله علاقة طردية بينه وبين قيمة السهم. غير أنه لا يجب على المؤسسة استخدام الحد الأقصى من الاستدانة باعتبار أن التمويل بالديون من الممكن أن يؤدي إلى التخفيض من مشكلة الاستثمارات غير الكفؤة والاستثمارات الفائضة وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة. لكن في الواقع نجد أن المؤسسات عادة ما تفضل التمويل الداخلي في قراراتها التمويلية، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولاً بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كملاذ أخير للتمويل.

أيضا في الفصل الرابع والموسوم بالمتغيرات غير المالية وتأثيرها على السلوك التمويلي للمؤسسات، وجد أن المتغيرات المالية وحدها لا تكفي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، بل لابد من أخذ بعين الاعتبار متغيرات تنظيمية وإدارية مثل هيكل الملكية، والسيطرة والهيكل التنظيمي والاستراتيجية،... فتركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يدفع بالمؤسسة بالاتجاه نحو الاقتراض بدلا من إصدار الأسهم. كما تعد قرارات التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية للمؤسسة.

أما الفصلين الخامس والسادس فقد خصصا للجانب التطبيقي. حيث تناول الفصل الخامس تحليل الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة التي تم اختيارها لإسقاط أهم نتائج الجانب النظري عليها. وفي الفصل السادس تقييم قرارات التمويل للمؤسسة محل الدراسة بهدف إسقاط أهم الجوانب النظرية على الجانب التطبيقي، اتضح من خلالها ارتفاع درجة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة باستثناء مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف مما يدل على السياسة التمويلية المتبعة من طرف هذه المؤسسات بالاعتماد أكثر على القروض في هياكلها التمويلية، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها هذه المؤسسات وبالخصوص مؤسسة الأوراسي التي تعتبر مؤسسة خدمية ومن ثم الحد من قدرتها الائتمانية مستقبلا. أما بالنسبة لاقتراب درجة الرفع التشغيلي من الواحد، فمؤشر على حرص المؤسسات على انتهاج سياسات تشغيلية تمكنها من تخفيض الأثر الذي يحدثه التغير في ربحية السهم على التغير في عائد الملكية.

من جهة أخرى، تكوين المؤسسات للتمويل الذاتي بهدف تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلا دون اللجوء إلى الاقتراض أو إصدار أسهم. هذا ناتج عن الكفاءة الاستثمارية والتشغيلية للمؤسسات وينعكس جليا في معدل العائد على الأصول.

اختبار الفرضيات: بالنسبة للفرضيات المفسرة لإشكالية الدراسة فكانت نتائج اختبارها كما يلي:
الفرضية الأولى: " يوجد تصور نظري للعلاقة بين السلوك التمويلي للمؤسسات وقيمتها السوقية ". فقد اختلفت النظريات التي تناولت السلوك التمويلي بالدراسة بين من يقر بوجود علاقة بينه وبين قيمة المؤسسة وبين من ينفي وجود هذه العلاقة.

ففي ظل افتراضات السوق التام، وحسب المدخل التقليدي تنخفض تكلفة التمويل طالما استخدمت المؤسسة القروض عند حد معقول، حيث يترتب عنه ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، لكن إذا ما تجاوزت هذا الحد فسوف تزداد تكلفة التمويل بزيادة الرفع المالي مما يؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة. لذلك يوجد هيكل مالي أمثل يتحدد عندما تكون تكلفة التمويل أقل ما يمكن وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها.

من جهة أخرى، وحسب MM القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي لأن تكلفة التمويل بحقوق الملكية لها علاقة خطية طردية مع الرافعة المالية. أي أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع لتمتص معها

الوفورات الناجمة عن انخفاض تكلفة التمويل بالقروض، وذلك لزيادة المخاطرة المالية نتيجة إحلال القروض محل حقوق الملكية.

أما في حالة إسقاط افتراضات السوق التام، خاصة المتعلق بعدم وجود الضرائب. فإنه يوجد هيكل مالي أمثل يمكن الوصول إليه بالاعتماد على القروض في التمويل من خلال تحقيق الموازنة بين المزايا الضريبية والتكاليف الناتجة عنه والمتمثلة في تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. لكن من جهة أخرى وحسب نظرية الإشارة يمكن القول أن المؤسسات تعتمد إلى إتباع ما يسمى بالالتقاط التدريجي لمصادر التمويل. أي في حالة تفاعل قرارات التمويل وقرارات الاستثمار، تفضل المؤسسات عادة التمويل الداخلي، ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولاً بإصدار ديون خالية من الخطر ثم سندات أو أسهم ممتازة قابلة للتحويل ثم أسهم عادة كملاذ أخير. ومن ثم لا يوجد هيكل مالي أمثل تسعى المؤسسة للوصول إليه.

غير أنه ظهرت نظريات تنادي بأن المتغيرات المالية وحدها لا تكفي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات بل لا بد من إضافة متغيرات أخرى غير مالية يمكنها التأثير في قرار التمويل يطلق عليها بالمتغيرات التنظيمية والإدارية تتمثل ففي هيكل الملكية، التنوع، حجم المؤسسة، هيكل الأصول، الهيكل التنظيمي، الاستراتيجية... وبالتالي ثبات صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثانية: " تنوع العوامل المحددة لهيكل التمويل بين عوامل مالية مثل الرفع المالي، الوفر الضريبي،... وعوامل غير مالية مثل التنوع، هيكل الملكية،... " تبين من خلال الدراسة النظرية أن السلوك التمويلي للمؤسسات تتحكم فيه عوامل عدة، يمكن تصنيفها إلى عوامل مالية وعوامل غير مالية.

فالعوامل المالية تتمثل في الرفع المالي الذي ينتج عنه أثرتين متضادتين ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة بسبب الوفورات الضريبية، وانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ظهور تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة. والرفع التشغيلي الذي يكون له تأثيراً إيجابياً على صافي ربح العمليات ومن ثم قيمة المؤسسة السوقية في حالة الرواج أو العكس. أيضاً التمويل الذاتي، باعتباره مصدراً جيداً للتمويل عادة ما تلجأ إليه المؤسسات لتلبية احتياجاتها التمويلية في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة. إضافة إلى معدل العائد على الأصول الذي يكس مدى كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في المؤسسة.

أما العوامل غير المالية، فتتمثل بتنوع بين عوامل تنظيمية وعوامل إدارية. فهيكلم الملكية على علاقة بالتمويل بالديون كون أن تركزم الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يحفز المؤسسة إلى الاتجاه نحو الاقتراض. والتنوع في الأنشطة كونه يقلل من الخاطر التي تتعرض لها المؤسسة. وكذا هيكل الأصول باعتباره محددًا للطاقة الائتمانية للمؤسسة. إضافة إلى العوامل الإدارية المتمثلة في الاستراتيجية باعتبار قرارات التمويل من أهم القرارات

الاستراتيجية، والهيكل التنظيمي الذي يوضع خصيصا وفق أهداف المؤسسة للمساهمة في تحقيقها. وبيئة المؤسسة المحيطة بها. وبالتالي ثبات صحة هذه الفرضية.

الفرضية الثالثة: " تفسر العوامل المحددة للهيكل التمويلي في جزء كبير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية ". تبين من خلال الدراسة أن السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية يتأثر بعدد من المتغيرات أهمها الرفع المالي والرفع التشغيلي، التمويل الذاتي، هيكل الأصول، حجم المؤسسة، الهيكل التنظيمي،.... وبالتالي ثبات صحة هذه الفرضية.

الفرضية الرابعة: " لا تراعي المؤسسات محل الدراسة العوامل المفسرة للسلوك التمويلي عند اختيار هيكلها المالي ". تبين من خلال الدراسة الميدانية أن المؤسسات الجزائرية محل الدراسة تستخدم الاقتراض في هياكلها التمويلية بهدف الاستفادة من مزايا الرفع المالي، إضافة إلى المحافظة على درجة مقبولة من الرفع التشغيلي حتى لا يكون هناك تأثير كبير لتغير ربحية السهم على العائد لحقوق الملكية.

من جهة أخرى، تكوين التمويل الذاتي الذي يسمح لها بتمويل الفرض الاستثمارية المتاحة مستقبلا. وأيضا تحقيقها لمعدل عائد على الأصول مقبول يدل على الكفاءة الاستثمارية والتشغيلية للمؤسسات.

إضافة إلى كون هذه المؤسسات تضع هيكلها تنظيميا خاصا بها يسمح لها بتحقيق أهدافها المسطرة.

غير أنه في حقيقة الأمر يتم مراعاة هذه العوامل بشكل ضمني فقط، ولا توجد استراتيجية فعلية لدراسة العوامل المفسرة للسلوك التمويلي. وبالتالي ثبات صحة هذه الفرضية أيضا.

النتائج:

وقد أسفرت الدراسة على النتائج التالية:

الجانب النظري:

- تعتمد المؤسسات إلى استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم؛
- حسب المدخل التقليدي يوجد هيكل مالي أمثل يتحقق عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها. أما حسب MM وفي ظل افتراضات السوق التام وفي عالم خالي من الضرائب القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي ؛
- في عالم تسوده الضرائب على أرباح المؤسسات، الوفر الضريبي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة ترتفع مع زيادة الرفع المالي. ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف، إضافة إلى تكلفة الوكالة مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة.

- وفي ضوء ذلك يتحدد هيكل التمويل الأمثل بالموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وبين القيمة الحالية للتكلفة المتوقعة للإفلاس وتكلفة الوكالة؛
- في حالة تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل، فالمؤسسات تفضل عادة التمويل الداخلي. ولا تلجأ للتمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولاً بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كملاذ أخير؛
 - كما أنه لا يجب على المؤسسة استخدام الحد الأقصى من الاستدانة باعتبار أن التمويل بالديون من الممكن أن يؤدي إلى التخفيض من مشكلة الاستثمارات غير الكفؤة والاستثمارات الفائضة وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة؛
 - في ظل ظروف السوق التام لا علاقة لسياسة التوزيعات بقيمة المؤسسة. لكن هذا غير واقعي ففي حالة عدم التأكد يطلب المستثمر عائداً أعلى بمرور الزمن، كما أن الضريبة على دخل المستثمر ستؤثر على سياسة التوزيعات وفي تفضيلهم لكيفية الحصول على الدخل؛
 - من جهة أخرى يعكس معدل العائد على الأصول كفاءة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في المؤسسة ومن ثم مدى تدني ربحيتها. الأمر الذي يؤثر في سياسة التوزيعات.
 - هناك علاقة بين هيكل الملكية والتمويل بالديون، فأصحاب المؤسسات ذات العائلة الواحدة يفضلون التمويل بالديون عن التمويل بالملكية. في حين أنه في مؤسسات الأعمال التي تتميز بتنوع الملكية، فتركز الملكية في يد عدد قليل من المساهمين يمكن من تحسين أداء المدير وبالتالي تحسين الأداء للمؤسسة، هذا ينعكس بدوره على الأرباح. وتفضل المؤسسة الاتجاه نحو الاقتراض على زيادة حقوق الملكية؛
 - من جهة أخرى هناك رابط بين التنوع وبين هيكل التمويل وبين تعارض مصالح الإدارة والملاك، لذا يتوقع أن تكون درجة التنوع في الأنشطة في المؤسسات التي يسيطر عليها المديرون أكبر منها في المؤسسات التي يسيطر عليها الملاك؛
 - زاد الاهتمام بالرابط بين هيكل التمويل للمؤسسة وبين الاستراتيجية، حيث يتم النظر إلى قرار التمويل كأحد القرارات الاستراتيجية للمؤسسة؛

الجانب التطبيقي:

- هناك ارتفاع في نسبة الرفع المالي للمؤسسات محل الدراسة، باستثناء مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف مما يدل على ارتفاع المخاطر المالية التي تتعرض لها هذه المؤسسات وبالخصوص مؤسسة الأوراسي التي تعتبر مؤسسة خدمية؛

- تحاول المؤسسات محل الدراسة المحافظة على درجة رفع قريبة من الواحد الصحيح حتى لا يكون هناك تأثير كبير لتغير ربحية السهم على العائد لحقوق الملكية؛
- اعتماد المؤسسات على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة نتج عنه درجة رفع تشغيلي موجبة مما يدل على أن أي تغير في مبيعات المؤسسات ينتج عنه تغير أكبر في ربحية السهم؛
- تحتفظ المؤسسات بجزء كبير من أرباحها في شكل احتياطات وأرباح محتجزة، إضافة إلى أقساط الاهتلاك لتشكيل التمويل الذاتي تعتمد عليه في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلاً؛
- تحقق المؤسسات معدل عائد على الأصول مقبول على استثماراتها، يدل على كفاءة المؤسسات الاستثمارية والتشغيلية.

التوصيات:

- ضرورة البحث أكثر في تأثير المتغيرات التنظيمية والإدارية في السلوك التمويلي للمؤسسات؛
- مراجعة بعض المؤسسات محل الدراسات لدرجة الرفع المالي حتى تتلاءم مع نشاطها، خاصة سلسلة الأوراسي ومؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف...؛
- مراجعة بعض المؤسسات لاستخدامات الرفع التشغيلي، حتى لا تؤثر بشكل سلبي على ربحية المؤسسة بالخصوص مجمع صيدال ومؤسسة الأنابيب؛
- الحرص على جعل معدل العائد على الأصول أكبر ما يمكن حتى يمكن المؤسسات من تحقيق نتائج تمكنها من تغطية التزاماتها؛

آفاق البحث: انطلاقاً من نتائج هذه الدراسة يمكن إثارة بعض الإشكاليات الجديدة بالدراسة:

- المتغيرات الإدارية وعلاقتها بالهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- المتغيرات التنظيمية وعلاقتها بالهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- دراسة مقارنة بين التمويل عن طريق الاستدانة والتمويل عن طريق السوق المالية ودوره في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
- مساهمة النظريات الحديثة في الإدارة المالية في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية.

قائمة المراجع

• المراجع باللغة العربية:

I- الكتب:

- 1- أبو الفتوح علي فضالة ، الهياكل التمويلية ، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، القاهرة، 1994؛
- 2- أجين برغام، الإدارة المالية(1) مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، ترجمة محمد فتوح وآخرون، ط1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية، 2010،
- 3- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، المكتبة الأكاديمية، القاهرة ، مصر، 1425هـ 2005م؛
- 4- زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، ط4، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1996؛
- 5- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، القاهرة، مصر، 1997؛
- 6- عبد المعطي أرشيد، حسني علي خريوش، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار زهران للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 1434 - 2013.
- 7- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط2، إثراء للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2011.
- 8- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2004؛
- 9- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط2، مكتبة العبيكان، الرياض، السعودية، 2004؛
- 10- محمد صالح الحناوي :- الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1995؛
- تحليل وتقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية) ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 1998؛
- 11- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الإسكندرية، مصر ، 2007؛
- 12- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010؛
- 13- منير إبراهيم هندي: - الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1997؛
- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الإسكندرية، مصر، 1998؛

II- الأطروحات:

- 14- اسماعيل يونس إبراهيم يامين، تأثير سياسة تعويم سعر الفائدة على استراتيجية الهيكل التمويلي للشركات المساهمة، دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ما بين 1990-1999، أطروحة دكتوراه في التمويل، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 1423هـ/2002؛
- 15- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005؛
- 16- جميل جابر علاونة، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، أطروحة دكتوراه في الإدارة المالية والتمويل، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين، جمهورية السودان، 1425هـ -2004م؛
- 17- عهود عبد الحفيظ على خصاونة، هيكل الملكية وأثره في تحديد هيكل رأس المال في الشركات الأردنية المساهمة، أطروحة ضمن متطلبات دكتوراه فلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان، الأردن، 2004؛
- 18- محمد عبده محمد مصطفى، نحو نظرية لتفسير السلوك التمويلي للشركات في مصر، أطروحة دكتوراه، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1997؛
- 19- محمد وليد فريد حمدان، بناء نموذج للتنبؤ بالفشل المالي للشركات المساهمة العامة الأردنية العاملة في قطاعي التأمين والبنوك، أطروحة دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، المملكة الأردنية الهاشمية، آذار 2008؛
- 20- محمود محمد عبد الهادي صبح، تقييم الآثار الاستثمارية والتمويلية والاقتصادية لاستخدام أسلوب المتاجرة على الملكية، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1988؛
- 21- موفق رفاعي عبد الرحمن هناندة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن (1996-2006)، أطروحة دكتوراه، فلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، 2007؛
- 22- نواف جهز المطيري، أثر الموازنة بين التركيب التنظيمي والاستراتيجية على أداء الشركات الكويدية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، أطروحة دكتوراه الفلسفة في الإدارة، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، الأردن، حزيران 2008؛

III- الرسائل:

- 23- أسامة سهيل علي هياجنة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن (1990-1999)، رسالة ماجستير في التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان ، الأردن، 2001؛
- 24- جمال بدير علي الخولي ، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعات العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، مصر، 1995؛
- 25- راتب محمد حمد القطامين، أثر تركيبية الهيكل المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي في القيمة السوقية للأسهم 2000-2005، رسالة ماجستير في التمويل، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان ، الأردن، 2007؛
- 26- زيدون وليد نويران، متطلبات الإدارة الاستراتيجية والأداء المؤسسي دراسة تحليلية لواقع الشركات الصناعية في الأردن، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، عمان، 2001؛
- 27- شاكر تركي الأمين إسماعيل، التطابق بين الاستراتيجية والهيكل التنظيمي وأثره على الأداء الاستراتيجي دراسة تطبيقية على شركات الدهانات الأردنية، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2001/2000؛
- 28- محمد عدنان أبو الهيجاء، أثر اختلاف الحجم على العائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية (1990-2001)، رسالة ماجستير ، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البت، الأردن، 2004؛
- 29- مرام أديب أسلامبولي، دراسة حول استخدام النسب المالية في التنبؤ بتعثر شركات الصناعات الغذائية العامة في سوريا حالة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2005؛
- 30- مهند سامي حسان طواها، تحليل التأثير المتبادل بين الهيكل التنظيمي ونظم المعلومات الإدارية حالة شركات التأمين المسجلة في سوق عمان المالي حتى عام 2001، رسالة ماجستير، قسم إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن، 2003/2002؛
- 31- ميساء منير ملحم، أثر الملكية العائلية في البنوك وشركات التأمين على مخاطر الأسهم وعوائدها في بورصة عمان ومقارنتها بعوائد ومخاطر البنوك وشركات التأمين التي ملكيتها غير عائلية، رسالة

- ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2002؛
- 32- يونس عبد الحميد بتال، إمكانية استخدام معدل العائد على الاستثمار في تقييم أداء الوحدات الاقتصادية الصناعية الليبية بمدينة بنغازي، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة قاربونس، 1995؛
- IV- الدوريات والمجلات:
- 33- دعاء فوزي شطبية، فايز سليم حداد، تأثير المخاطرة النظامية وحجم الشركة ونوع القطاع على العلاقة بين توزيعات الأرباح وعوائد الأسهم، دراسة تطبيقية على بورصة عمان، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 37، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2010، ص ص 204-220؛
- 34- زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية؛
- 35- زهران محمد علي دراغمة، أثر النمو والحجم ودرجة الرفع المالي على المحتوى المعلوماتي للتدفقات النقدية من النشاطات التشغيلية والأرباح المحاسبية: دليل من الأردن قطاع الصناعة، المجلة العربية للعلوم الإدارية، المجلد 15، العدد 3، مجلس النشر العلمي، جامعة الكويت، سبتمبر 2008، ص ص 375-394؛
- 36- طاهر محسن منصور، حسين شهدة حسين، استراتيجية التنوع والأداء المالي : دراسة ميدانية في منشأة عراقية(المنشأة العامة للصناعات الجلدية)، دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 30، العدد 3، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 2003، ص ص 291-321؛
- 37- عادل مبروك محمد، " أثر التوسع في الاقتراض على القيمة البيعية لمنظمات قطاع الأعمال العام (دراسة تطبيقية)" ، آفاق جديدة، السنة العاشرة ، العدد-03 ، يوليو 1998؛
- 38- عاشور مزيريق ،بن ناقلة قدور، المراجعة البيئية كأداة لتحسين الأداء البيئي للمؤسسات الصناعية العربية بالإسقاط على حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف - الجزائر، الملتقى الدولي الثالث حول حماية البيئة ومحاربة الفقر في الدول النامية-حالة الجزائر-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسير، المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 03-04/05/2010؛
- 39- عبد الناصر إبراهيم نور، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثيرها بربحية الشركة وحجمها ومخاطرتها اللانظامية: دراسة ميدانية مقارنة بين الشركات العامة العراقية

- والأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد 17، العدد 01، المملكة العربية السعودية، 2003، ص ص 41-67؛
- 40- كمال الدين الدهراوي، الاتجاه نحو المخاطرة وأثره على العلاقة بين العائد والمخاطرة مع دراسة تجريبية على الكويت، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، العدد 41، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، سنة 1991، ص ص 203-229؛
- 41- مؤيد محمد علي الفضل، العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها ببعض المتغيرات: دراسة ميدانية مقارنة بين العراق والأردن، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد 26، العدد 101، مركز البحوث والتوثيق، الإمارات العربية المتحدة، 1425هـ/2005م، ص ص 85-121؛
- 42- مدحت إبراهيم الطراونة، " قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال "، مجلة العلوم الإنسانية، العدد-17، جامعة قسنطينة، الجزائر، جوان 2002؛
- 43- محمود الخلايلة، العلاقة بين معدل العائد على الأصول والمخاطرة التشغيلية، دراسات للعلوم الإدارية، المجلد 27، العدد 1، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، جانفي 2000/ شوال 1420، ص ص 18-29؛
- 44- يسري حسين خليفة، دور التمويل السلوكي في تفسير القرارات المالية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة القاهرة، مصر، ص ص 165-203؛

• المراجع باللغة الأجنبية:

I- Ouvrages:

- 45- Alain Capiez , Elément de gestion financière , 4^{eme} édit , Masson , Paris , 1995;
- 46- Armand Dayan , Manuel de gestion , Volume 2 , Ellipses/Anf , Paris, 1999;
- 47- Cobbaut Robot , Théorie financière , 4eme édit , Economica , Paris , 1997 ;
- 48- Jacques Teulié & Patrik Topsacalian , Finance , Carlo Descamps , France , 1994 ;
- 49- Janine Meyer , Economie d'entreprise , 2^{eme} édit , Dunod , Paris, 1985;
- 50- J. M. Gagnon, N. Khoury, Traité de gestion financière, 3^{eme} édition, Eska S.A.R.L ,Paris, France;
- 51- J. Van Horne , Principes de gestion financière , 6^{eme} édit , Economica , Paris , 1991;
- 52- Nathalie Mourgues , Financement et coût du capital de l'entreprise , Economica , Paris , 1993;

II- Revues:

- 53- Khaled Abdelal and Ghassan Omet, The Ownership Structure, Changing Tax Regulation and the Capital Structure of Industrial Companies Listed on the Jordnian Capital Market, Dirasat, Administrative Sciences, Volume 34, No 2, DAR Publishers, University of Jordan, 2007, PP434-446;
- 54- Hisham Gharaibeh & Basil Al-Najjar, Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordanian Data, Jordan Journal Business Administration, Volume 3, No2, University of Jordan, 2007,PP185-195;
- 55- Husam-Aldin, Nizar Al-Malkawi, Determinants of Corporate Dividend Policy: An Application of the Tobit Model,Journal of Economic & Administrative Sciences, Vol. 23, No. 2, The college of Business & Economics, UAE University, December 2007,PP44-68;
- 56- Mohammad Al-Shiab & Abdussalam Abu-Tapanjeh, Ownership Structure and Firm Performance: The Case of Jordan, Jordan Journal of Business Administration, Volume 1, No. 2, university of Jordan, 2005,PP102-128;

• مواقع الأنترنت:

- 57- WWW.Delta.ens.fr/hautcoeur , 12/02/2004;
- 58- www.clubnada.jeeran.com , 18/04/2004;
- 59- www.insee.fr/fr/ffc , 31/12/2003;
- 60- www.crest.fr/pagperso/lei/thesmar , 15/03/2004;

• وثائق المؤسسات:

61- وثيقة إعلامية صادرة عن مجمع صيدال في 2001/07/01؛

- 62- Notice d'information NCA-Rouiba SPA,2011;
- 63- Saidal info , Groupe SAIDAL , N⁰7 , 1^{er} trimestre 1998;
- 64- Rapport du Conseil d'administration, 2010,Groupe Industriel Saidal,SPA, septembre 2011;
- 65- Rapport de gestion du Conseil d'administration portant sur l'exercice clos au 31 décembre 2010,novembre 2011;
- 66- www. Saidalgroup.com ,15/04/2011;

الملاحق

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE. : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31



TABLEAU NUMERO 36 : IMMOBILISATIONS INCORPORELLES (En milliers de dinars)

PASSIF	NOTES	2008	2009	2010
CAPITAUX PROPRES		1 127 391	1 365 025	1 476 870
Capital émis		849 195	849 195	849 195
Capital non appelé		-	-	-
Primes et réserves		152 234	230 487	436 121
Ecart de réévaluation		-	-	-
Résultat net		112 105	255 635	188 042
Autres capitaux propres		13 856	29 709	3 511
PASSIFS NON COURANTS		522 956	520 797	850 917
Emprunts et dettes financières	3.1	507 154	507 217	750 613
Impôts (différés et provisionnés)		1 967	1 675	-
Autres dettes non courantes		-	-	-
Provisions et produits constatés d'avance	3.2	13 835	11 905	100 304
PASSIFS COURANTS		1 046 139	1 107 348	1 732 110
Fournisseurs et comptes rattachés	3.3	756 822	690 269	1 082 080
Impôts	3.4	68 822	117 047	166 185
Autres dettes	3.5	196 822	299 659	353 181
<i>Échéances à moins d'un an sur emprunts bancaires à moyen terme</i>		<i>107 852</i>	<i>141 709</i>	<i>132 990</i>
<i>Autres passifs</i>		<i>88 970</i>	<i>157 950</i>	<i>220 191</i>
Trésorerie passif	3.6	23 673	373	130 664
TOTAL GENERAL PASSIF		2 696 486	2 993 170	4 059 897

الملحق رقم (03)
PASSIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	423 658 282,21	
13401 -Fonds de renouvellement	923 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	2 997 058 282,21	2 997 058 282,21
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	120 563 179,11	
52 - Dettes d'investissements	1 059 309 338,40	
53 - Dettes de stocks	1 620 171,21	
54 - Détentions pour compte	179 753 860,22	
55 - Dettes envers les associés	883 859 393,02	
56 - Dettes d'exploitation	588 618 144,62	
57 - Avances commerciales	52 852 514,37	
TOTAL CLASSE 5	2 886 576 600,95	2 886 576 600,95
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2008	749 226 317,97	
TOTAL CLASSE 8	749 226 317,97	749 226 317,97
TOTAL GENERAL	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

2- PASSIF (PCN)

U: KDA

Désignation	2005	2006	2007	2008
FONDS PROPRES				
Fonds social	5 000 000	5 000 000	6 241 000	6 241 000
Réserves	5 993 782	8 935 521	11 870 116	15 163 306
Subventions d'investissement	322 103	278 877	235 652	192 427
Ecart de réévaluation	239 255	194 869	152 352	109 722
Résultats en instance d'affectation	-	-	-	-
Provisions pour pertes et charges	38 039	67 744	58 451	65 835
TOTAL FONDS PROPRES	11 593 179	14 477 011	18 557 571	21 772 290
DETTES				
Comptes créditeurs d'actifs	-	-	-	414
Dettes d'investissement	554 790	293 428	70 250	52 008
Dettes de stocks	121 391	118 456	176 477	328 483
Détentions pour compte	11 126	42 841	32 389	20 936
Dettes envers les associés	90 000	0	250 000	0
Dettes d'exploitation	857 263	875 544	1 601 937	1 251 876
Avances Commerciales	62 373	47 223	95 712	726 695
TOTAL DETTES	1 696 943	1 377 492	2 226 765	2 380 412
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	3 132 789	3 285 855	3 674 540	3 677 443
TOTAL GENERAL	16 422 911	19 140 358	24 458 876	27 830 145

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

2 - Passif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		9 789 871 730
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
	TOTAL I	9 789 871 730	9 789 871 730
	DETTES		10 601 555 286
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
	TOTAL II	10 601 555 286	10 601 555 286
	RESULTAT (BENEFICE)	2 875 000 365	2 875 000 365
	TOTAL PASSIF	23 266 427 381	23 266 427 381

PASSIF DU BILAN AU 31/12/2009

الأوراسي

الملحق رقم (06)

TABLEAU n° 1/1

DESIGNATION	Montants	Totaux partiels
- FONDS PROPRES		
100 - Capital	1 500 000 000,00	
130 - Réserve légale	150 000 000,00	
134 - Réserve facultative	425 236 600,18	
13401 - Fonds de renouvellement	1 313 400 000,00	
150 - Ecart de réévaluation		
180 - Résultat en instance d'affectation		
190 - Provisions pour pertes probables		
195 - Provisions p/charges à répartir		
TOTAL CLASSE 1	3 388 636 600,18	3 388 636 600,18
- DETTES		
50 - Comptes créditeurs de l'actif	45 187 454,29	
52 - Dettes d'investissements	1 205 298 575,22	
53 - Dettes de stocks	1 379 703,27	
54 - Détentions pour compte	122 575 358,03	
55 - Dettes envers les associés	941 748 044,02	
56 - Dettes d'exploitation	372 850 553,77	
57 - Avances commerciales	46 820 628,57	
TOTAL CLASSE 5	2 735 860 317,17	2 735 860 317,17
- RESULTAT DE L'EXERCICE		
88 - Résultat Net au 31/12/2009	829 961 257,28	
TOTAL CLASSE 6	829 961 257,28	829 961 257,28
TOTAL GENERAL	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

PASSIF (SCF)

U : DZD

LIBELLÉ	Note	2012	2011	2010	2009
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis		6 241 000 000,00	6 241 000 000,00	6 241 000 000,00	6 241 000 000,00
Capital non appelé		0,00	0,00	0,00	0,00
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	13	26 369 853 003,16	23 719 127 043,94	21 554 912 432,03	18 396 399 674,78
Ecart de réévaluation		0,00	0,00	0,00	113 014,03
Ecart d'équivalence (1)		0,00	0,00	0,00	0,00
Résultat net - Résultat net du groupe (1)		3 113 882 394,95	3 662 100 928,25	3 126 521 655,21	3 917 198 907,93
Autres capitaux propres -IMPACT		0,00	0,00	-252 829 438,91	-252 829 438,91
Charges & Produits Hors Cycle D'exploitation		-480 368 442,86	-68 054 780,38	-163 077 604,39	-108 286 150,68
Part de la société consolidante (1)		0,00	0,00	0,00	0,00
Part des minoritaires (1)		0,00	0,00	0,00	0,00
TOTAL I		35 244 366 955,25	33 554 173 191,81	30 506 527 043,94	28 193 596 007,15
PASSIFS NON-COURANTS					
Emprunts et dettes financières		0,00	0,00	0,00	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	14	194 963 419,74	51 050 038,73	45 701 437,87	19 253 162,15
Autres dettes non courantes		0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions et produits constatés d'avance		646 902 669,99	636 426 866,53	671 087 353,08	609 386 409,86
TOTAL II		841 866 089,73	687 476 905,26	716 788 790,95	628 639 572,01
PASSIFS COURANTS:					
Fournisseurs et comptes rattachés		274 871 646,26	889 462 422,66	533 097 739,13	762 331 728,78
Impôts		43 360 493,83	123 674 083,23	125 642 242,01	1 021 701 108,12
Autres dettes	15	1 421 839 393,81	2 963 806 447,74	3 700 620 563,30	1 519 715 190,65
Trésorerie passif		287 165 154,19	9 304 890 420,23	185 152 085,86	57 830 889,49
TOTAL III		2 027 236 688,09	13 281 833 373,86	4 544 512 630,30	3 361 578 917,04
TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)		38 113 469 733,07	47 523 483 470,93	35 767 828 465,19	32 183 814 496,20

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves (réserves consolidées)	7 452 813 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	960 305 964,74	275 639 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 380 315,80	1 102 191 929,00
	Autres capitaux propres report à nouveau	116 860 810,38	163 180 502,73
	Intérêts minoritaires	761 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 625 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 080,53	1 622 683 790,66
	Impôts différés et provisionnés	264 216 542,42	210 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,05	8 620 604 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,05	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 069,37	1 085 332 611,27
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

BILAN PASSIF CUMULE**ARRETE AU 31/12/2011**

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & reserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2011		-575 872 544,49	112 752 335,58
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		96 046 460,51	50 035 338,30
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-127 678 413,82	-73 632 749,57
TOTAL 1		3 247 475 359,66	3 944 134 781,77
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt auprès des établissements de crédits		5 776 373 263,25	2 683 419 617,41
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		22 221 817,82	22 223 410,02
Provisions p/pensions & obligations similaires		201 600 132,77	217 891 069,55
Dépôts & cautionnements reçus		10 445 615,10	11 816 015,36
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II		6 049 550 939,94	2 974 260 223,34
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		617 304 506,70	226 948 114,65
impôts		38 782 726,42	146 364 166,34
Autres dettes		890 389 243,70	1 303 540 732,96
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 570 876 793,35	1 701 253 330,28
TOTALGENERAL PASSIF		10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

Dossier : U01\2011

Nom : ALFAPIPE UNITE GHARDAÏA

La période

Du: 01/01/2011

au: 31/12/2011

BILAN

P A S S I F	Note	Exercice 2011	Exercice 2010
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis			
Capital non appelé			
Primes et réserves /(Réserves consolidées(1))			
Ecart de réévaluation			
Ecart déquivalence (1)			
Résultat net /(Résultat net part du groupe /(1))		- 593 359 896.44	- 299 714 320.37
Autres capitaux propres -Report à nouveau		-24 727 051.23	-22 304 326.84
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		- 618 086 947.67	- 322 018 647.21
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôts (différés et provisionnés)		111 769 051.60	111 769 051.60
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		600 170 409.48	307 101 497.16
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		711 939 461.08	418 870 548.76
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		197 055 886.58	182 014 785.28
Impôts		4 346 013.00	1 007 207.15
Autres dettes		2 541 984 629.08	3 069 549 685.71
Trésorerie Passif			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		2 743 386 528.66	3 252 571 678.14
TOTAL GENERAL PASSIF		2 837 239 042.07	3 349 423 579.69

Communiqué aux Actionnaires du Résultat du 1^{er} semestre 2012

Le Conseil d'Administration du Groupe SAIDAL, réuni en séance ordinaire le 20 septembre 2012 a arrêté les comptes du 1^{er} semestre 2012 et communique conformément au règlement de la COSOB du 20 janvier 2000 aux actionnaires de l'entreprise le bilan consolidé du 1^{er} semestre 2012

ACTIF	%	30/06/2012		DESIGNATIONS
		MONTANTS NETS	MONTANTS BRUTS	
	-19,08%	28 221 664,18	192 012 197,96	ACTIFS NON COURANTS
				Écart d'acquisition (ou goodwill)
	-36,92%	7 135 480 473,75	4 501 276 243,87	Immobilisations incorporelles
	-22,70%	2 314 895 823,27	6 718 232 688,36	Immobilisations corporelles
	22,53%	2 288 492 418,26	1 789 239 763,11	Terrains
				Bâtiments
	214,14%	97 878 788,38	14 625 959 822,06	Autres immobilisations corporelles
				Autres immobilisations en concession
				Immobilisations en cours
				Immobilisations financières
				Titres mis en équivalences - entreprises associées
	22,35%	1 290 277 301,80	1 635 489 537,52	Autres participations et créances rattachées
				Autres titres immobilisés
	11,28%	27 529 947,26	30 635 203,17	Autres titres immobilisés
				Prêts et autres actifs financiers non courants
				Impôts différés actif
	-14,61%	13 338 298 602,54	11 389 102 164,18	TOTAL ACTIF NON COURANTS
				ACTIFS COURANTS
	-6,67%	5 828 932 259,69	6 011 192 624,76	Stocks et encours
				Créances et emplois assimilés
	-27,46%	4 437 032 005,61	4 916 169 926,28	Clients
	22,97%	436 726 723,55	565 776 195,10	Autres débiteurs
	-56,35%	166 629 369,12	345 983 806,32	Impôts
				Autres actifs courants
				Disponibilités et assimilés
				Placements et autres actifs financiers courants
	73,72%	3 504 097 283,49	6 087 379 286,00	Trésorerie
	6,31%	14 480 636 592,86	18 099 980 322,28	TOTAL ACTIFS COURANTS
	-3,73%	27 798 735 195,40	46 508 658 794,76	TOTAL ACTIF

FAITS MARQUANTS

- * Evolution du résultat net de 3,47%
- * Réduction des créances clients de 27%
- * Evolution de la trésorerie de 73%

DOMINEES CONSOLIDES

Production	30/06/2011	30/06/2012	RUBRIQUES
EVOLUTION	70 770	67 061	Quantités (1 000 UV)
-5,24%	5 393 424	5 298 326	Valeurs (1 000 DA)
-1,58%			

OPINIONS SUR LES COMPTES CONSOLIDES

Nous avons effectué notre examen des comptes selon les normes de la profession, qui requièrent la mise en œuvre de diligences limitées conduisant à une assurance moins élevée que celle relevant d'un audit. Un examen de cette nature ne comprend pas tous les contrôles propres à un audit, mais se limite à mettre en œuvre des procédures analytiques et obtenir toutes les informations nécessaires des dirigeants et de toute personne compétente.

Nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes consolidés arrêtés au 30/06/2012 ni altérer l'image fidèle du Groupe

LES COMMISSAIRES AUX COMPTES

M. CHOUDER
Y. DJELLOULI

Le Président du Conseil d'Administration

B. DERKAOUI

PASSIF	%	30/06/2011	30/06/2012	DESIGNATIONS
		2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	CAPITAUX PROPRES
				Capital émis
	20,05%	6 928 478 270,36	8 317 865 031,28	Capital non appelé
	130,76%	335 127 149,52	773 402 027,07	Primes et réserves - (réserves consolidées)
				Écarts de réévaluation
	3,47%	1 688 808 880,72	1 716 361 452,03	Écart d'équivalence
	-63,32%	707 113 651,64	330 070 064,35	Résultat Net
	7,92%	729 068 716,72	766 838 831,14	Autres capitaux propres - report à nouveau
				Intérêts minoritaires
	12,18%	12 858 918 648,86	14 424 538 403,87	TOTAL I
				PASSIFS NON COURANTS
	-9,88%	1 584 454 987,10	1 436 875 284,78	Emprunts et dettes financières
	15,25%	219 000 183,14	252 388 287,15	Impôts (différés et provisionnés)
	-42,58%	6 697 595 346,86	3 845 447 271,64	Autres dettes non courantes
	-34,97%	8 511 018 517,10	5 534 710 843,57	Provisions et produits comptabilisés d'avance
				TOTAL PASSIFS NON COURANTS II
				PASSIFS COURANTS
	-2,55%	2 701 344 188,73	2 632 509 180,00	Fournisseurs et comptes rattachés
	-4,34%	36 907 429,81	37 217 786,14	Impôts
	14,25%	2 974 349 648,10	3 398 328 487,71	Autres dettes
	2,87%	714 489 782,60	735 037 242,41	Trésorerie passif
	5,82%	6 429 101 029,44	6 803 090 706,26	TOTAL PASSIF COURANT III
	-3,73%	27 798 735 195,40	26 762 339 955,70	TOTAL GENERAL PASSIF

COMPTE DE RESULTAT

%	30/06/2011	30/06/2012	DESIGNATIONS
-2,35%	6 101 114 534,28	5 857 570 476,44	Chiffre d'affaires
11,40%	227 717 972,74	253 687 578,27	Variation stocks produits finis et en cours
			Production immobilisée
			Subvention d'exploitation
-1,06%	6 328 832 507,02	6 211 268 054,71	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE
7,84%	-2 094 140 335,07	-2 268 397 315,64	Achats consommés
-25,99%	-347 169 031,17	-256 941 997,60	Services extérieurs et autres consommations
3,03%	-2 441 309 365,24	-2 515 339 313,44	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE
-4,93%	3 887 523 140,78	3 695 918 741,27	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (- I - II)
-7,27%	-1 746 038 051,22	-1 819 155 018,38	Charges de personnel
-40,77%	-155 968 814,79	-92 379 013,96	Impôts, taxes et versements assimilés
-0,05%	1 985 515 274,77	1 984 384 706,93	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION
36,50%	56 613 743,27	71 275 163,34	Autres produits opérationnels
-2,68%	-99 290 303,52	-96 633 263,59	Autres charges opérationnelles
-42,81%	-909 516 710,73	-520 159 132,69	Dotations aux amortissements et pertes de valeur
-51,65%	676 478 939,11	327 035 716,83	Reprises sur pertes de valeurs et provisions
3,63%	1 709 800 942,90	1 771 904 212,92	V - RESULTAT OPERATIONNEL
30,10%	21 052 918,47	27 330 359,21	Produits financiers
-7,55%	-68 042 507,43	-62 904 520,01	Charges financières
-24,42%	-46 898 587,96	-35 514 120,80	VI - RESULTAT FINANCIER
4,42%	1 662 811 354,94	1 736 390 092,02	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)
			Impôts exigibles sur résultats ordinaires
-6,21%	7 082 978 108,87	6 642 959 354,09	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires
-9,47%	5 420 166 753,93	4 807 080 828,17	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES
4,39%	1 662 811 354,94	1 736 888 524,92	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES
			Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)
			Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)
387,49%	-4 001 494,22	-19 507 072,89	K - RESULTAT EXTRAORDINAIRE
3,47%	1 658 809 860,72	1 716 361 452,03	RESULTAT MINORITAIRES
			RESULTAT DU SEMESTRE

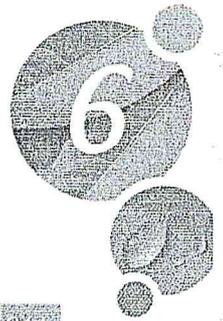


TABLEAU NUMERO 64 : BILAN FINANCIER ESTIME AU 31/12/2012 (En milliers de dinars)

	2012 (C)	2011
Fonds Propres	1 610 818	1 476 870
Capital	849 195	849 195
Autres Fonds Propres	567 675	439 633
Résultat de l'Exercice	193 948	188 042
Crédits à Moyen Terme	1 108 699	1 121 480
Crédits bancaires	855 215	883 603
Autres dettes non courantes	135 112	137 573
Provisions et produits constatés d'avance	118 372	100 304
Capitaux permanents	2 719 517	2 598 350
Actif Immobilisé	2 392 452	2 049 308
Immobilisations brutes	3 844 101	3 258 957
Amortissements	1 474 240	1 237 668
Autres Actifs non courants	22 591	28 019
Fonds de Roulement	327 065	549 042
Besoin en Fonds de Roulement	582 546	419 580
Stock matière première	539 624	619 232
Stock produits fabriqués	368 701	228 282
Clients	617 160	498 896
Fournisseurs	839 300	763 587
Autres Actifs	253 363	160 227
Autres Passifs	357 005	323 471
Trésorerie	-255 473	129 463

La période

Du: 01/01/2012

au: 31/12/2012

BILAN

P A S S I F	Note	Exercice 2012	Exercice 2011
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves /(Réserves consolidées(1))		2 225 052 612.12	2 225 052 612.12
Ecart de réévaluation			
Ecart déquivalence (1)			
Résultat net /(Résultat net part du groupe /(1))		- 770 392 173.90	- 504 463 256.65
Autres capitaux propres -Report à nouveau		-1 925 725 457.91	- 415 241 356.27
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
TOTAL I		2 028 934 980.31	3 805 347 999.20
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			1 188 065 897.24
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		11 866 216.66	11 866 216.66
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		11 866 216.66	1 199 932 113.90
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 890 582.32	23 747 726.94
Impôts		154 858 445.82	260 670.48
Autres dettes		16 025 250 909.54	1 452 451 651.92
Trésorerie Passif		13 866 070 499.42	10 459 056.96
TOTAL PASSIFS COURANTS III		30 048 070 437.10	1 486 919 106.30
TOTAL GENERAL PASSIF		32 088 871 634.07	6 492 199 219.40

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<u>INVESTISSEMENTS</u>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	<u>STOCKS</u>			
30	Marchandises	17 067 385,62	1 249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<u>CREANCES</u>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

1 - Actif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
INVESTISSEMENTS				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
TOTAL		23 483 257 529	15 946 904 853	7 536 352 675
STOCKS				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
TOTAL II		8 936 700 242	613 055 513	8 323 644 728
CREANCES				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
TOTAL III		9 318 680 969	1 912 250 992	7 406 429 977
TOTAL ACTIF		41 738 638 739	18 472 211 358	23 266 427 381

Les bilans de NCA-Rouiba pour les exercices 2009, 2010 et 2011 se présentent come suit :
TABLEAU NUMÉRO 35 : BILAN DES 3 DERNIERS EXERCICES (En milliers de dinars)

NOTES	2009	2010	2011	
TOTAL ACTIF NON COURANT	1 583 742	1 651 974	2 049 308	
Immobilisations incorporelles nettes	2.1	4 739	3 206	23 501
Immobilisations incorporelles brutes		8 104	8 104	33 353
Amortissement des immobilisations incorporelles		-3 365	-4 898	-9 852
Immobilisations corporelles nettes	2.2	1 565 494	1 605 265	1 997 788
Terrains nets		398 571	398 571	398 571
<i>Terrains bruts</i>		398 571	398 571	398 571
Bâtiments nets		212 067	296 534	279 168
<i>Bâtiments bruts</i>		248 612	350 349	350 349
<i>Amortissement des bâtiments</i>		-36 545	-53 815	-71 181
Autres immobilisations corporelles nettes		860 765	897 160	1 265 194
<i>Autres immobilisations corporelles brutes</i>		1 684 142	1 870 551	2 421 828
<i>Amortissement des autres immobilisations corporelles</i>		-823 377	-973 391	-1 156 634
Immobilisations encours nettes		94 091	13 000	54 855
<i>Immobilisations encours brutes</i>		94 091	13 000	54 855
Immobilisations financières	2.3	13 508	43 503	28 019
Autres participations et créances rattachées		0	0	0
Autres titres immobilisés		0	0	0
Prêts et autres actifs financiers non courants		5 406	30 520	4 260
Impôts différés actif		8 103	12 982	23 759
TOTAL ACTIF COURANT		1 112 743	1 341 196	2 010 589
Stocks et encours nets	2.4	284 826	494 660	847 514
<i>Stocks et encours nets</i>		322 111	570 193	893 821
<i>Provisions de dépréciation des Stocks et encours</i>		-37 285	-75 533	-46 307
Créances et emplois assimilés		418 686	499 559	902 948
Clients nets	2.5	379 181	445 615	560 134
<i>Clients bruts</i>		499 262	573 713	693 825
<i>Provisions de clients</i>		-120 081	-128 098	-133 692
Autres débiteurs	2.6	20 076	25 016	206 505
Impôts et assimilés	2.7	13 257	20 904	109 007
Autres créances et emplois assimilés	2.8	6 172	8 024	27 301
Disponibilités et assimilés		409 231	346 976	260 127
Trésorerie	2.9	409 231	346 976	260 127
<i>Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés</i>		0	0	0
TOTAL GÉNÉRAL ACTIF		2 696 486	2 993 170	4 059 897

ACTIF DU BILAN AU 31/12/2008

TABLEAU n°1

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	47 634 581,25	14 196 974,45	33 437 606,80	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 190 424 924,52	2 448 847 080,21	1 741 577 844,31	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 340 817,36	255 753,28	
28 - Investissements en cours	1 170 646,67		1 170 646,67	
TOTAL CLASSE 2	4 784 498 723,08	2 464 384 872,02	2 320 113 851,06	2 320 113 851,06
- STOCKS				
30 - Marchandises	8 705 918,12	471 167,49	8 234 750,63	
31 - Matieres et fournitures	312 580 067,57	13 285 210,99	299 294 856,58	
37 - Stocks a l'exterieur	2 290 075,42		2 290 075,42	
TOTAL CLASSE 3	3 23 576 061,11	13 756 378,48	3 09 819 682,63	3 09 819 682,63
- CREANCES				
40 - Comptes debiteurs du passif	145 800,00		145 800,00	
42 - Créances d'investissements	2 437 200 368,00	171 050 000,00	2 266 150 368,00	
43 - Créances de stocks	2 059 023,50		2 059 023,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	314 268 507,80		314 268 507,80	
45 - Avances pour comptes	14 828 206,22		14 828 206,22	
46 - Avances d'exploitation	170 931 310,91		170 931 310,91	
47 - Créances sur clients	698 379 727,27	86 080 243,32	612 299 483,95	
48 - Disponibilités	629 197 390,49	6 952 423,43	622 244 967,06	
TOTAL CLASSE 4	4 267 010 334,19	264 082 666,75	4 002 927 667,44	4 002 927 667,44
TOTAL	9 375 085 118,38	2 742 223 917,25	6 632 861 201,13	6 632 861 201,13

DESIGNATION	Montants bruts	Amortissements ou provisions	Montants nets	Totaux partiels
- INVESTISSEMENTS				
21 - Valeurs incorporelles	48 053 796,25	21 557 781,46	26 496 014,79	
22 - Terrains	543 672 000,00		543 672 000,00	
24 - Equipements de production	4 167 228 822,73	2 568 489 398,41	1 598 739 424,32	
25 - Equipements sociaux	1 596 570,64	1 392 935,68	203 634,96	
28 - Investissements en cours	206 187 567,52		206 187 567,52	
TOTAL CLASSE 2	4 966 738 757,14	2 591 440 115,55	2 375 298 641,59	2 375 298 641,59
- STOCKS				
30 - Marchandises	6 950 924,86	453 339,45	6 497 585,41	
31 - Matieres et fournitures	313 383 966,87	12 851 110,90	300 532 855,97	
37 - Stocks a l'exterieur				
TOTAL CLASSE 3	320 334 891,73	13 304 450,35	307 030 441,38	307 030 441,38
- CREANCES				
40 - Comptes debiteurs du passif	262 500,00		262 500,00	
42 - Créances d'investissements	1 546 507 966,87	171 037 500,00	1 375 470 466,87	
43 - Créances de stocks	2 061 123,50		2 061 123,50	
44 - Créances s/Stes apparentées	373 018 870,80		373 018 870,80	
45 - Avances pour comptes	27 885 396,24		27 885 396,24	
46 - Avances d'exploitation	156 140 059,52		156 140 059,52	
47 - Créances sur clients	586 178 545,12	85 264 865,19	500 913 679,93	
48 - Disponibilités	1 843 329 418,23	6 952 423,43	1 836 376 994,80	
TOTAL CLASSE 4	4 535 383 880,28	263 254 788,62	4 272 129 091,66	4 272 129 091,66
TOTAL	9 822 457 529,15	2 867 999 354,52	6 954 458 174,63	6 954 458 174,63

BILAN COMPTABLE

1-ACTIF(PCN)

U : KDA

Designation	2005	2006	2007	2008
INVESTISSEMENTS			0	0
Frais préliminaires	154 387	0	0	206 438
Terrains	127 266	129 966	1 484 079	1 661 528
Équipements de production	17 737 819	17 747 670	18 312 533	18 721 053
Équipements sociaux	89 069	112 038	112 038	112 085
Investissements en cours	956 593	589 367	2 001 485	2 216 661
MONTANT BRUT	19 065 134	18 579 041	21 910 135	22 917 765
Amortissements	11 067 120	10 957 266	11 975 808	12 936 409
MONTANT NET	7 998 014	7 621 775	9 934 327	9 981 356
STOCKS				
Marchandises	0	0	0	9 483
Matières & fournitures	2 218 250	2 355 964	2 259 504	2 498 288
Produits semi -ouvrés	178 725	235 691	159 244	38 607
Produits finis	60 803	73 563	78 619	49 201
Stocks à l'extérieur	23 162	113 462	13 096	119 617
MONTANT BRUT	2 480 940	2 778 680	2 510 463	2 715 196
Provisions	110 288	87 012	83 730	206 248
MONTANT NET STOCKS	2 370 652	2 691 668	2 426 733	2 508 948
CREANCES				
Comptes débiteurs du passif	6 090	95 168	48 208	204 801
Créances d'investissement	5 020 714	8 139 812	7 925 595	8 248 894
Créances de stock	28 252	23 203	21 833	27 877
Créances / associés et sociétés apparentées	0	0	0	0
Avances pour compte	195 146	91 138	216 544	83 497
Avances d'exploitation	256 164	340 303	1 209 299	701 093
Créances sur clients	48 204	106 204	97 199	207 896
Disponibilités	2 375 900	1 906 239	4 648 105	7 725 670
MONTANT BRUT	7 930 470	10 702 067	14 166 783	17 199 728
Provisions	1 876 225	1 875 152	2 068 967	1 859 887
MONTANT NET CREANCES	6 054 245	8 826 915	12 097 816	15 339 841
TOTAL GENERAL BRUT	29 476 544	32 059 788	38 587 381	42 832 689
Amortissements et provisions	13 053 633	12 919 430	14 128 505	15 002 544
TOTAL GENERAL NET	16 422 911	19 140 358	24 458 876	27 830 145

1-ACTIF (SCF)

U : DZD

ACTIFS NON COURANTS	Note	2012	2011	2010	2009
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	1	0	206 438 088,87	206 438 088,87	206 438 088,87
Immobilisations incorporelles		37 083,33	66 750,00	0,00	
Immobilisations corporelles	-			0,00	
Terrains	2	1 718 807 955,83	1 718 807 955,83	1 718 807 955,83	1 718 807 955,83
Bâtements	3	170 299 111,04	133 801 070,14	139 496 906,27	157 224 547,26
Autres immobilisations corporelles	4	4 921 248 660,21	5 526 782 560,11	6 391 117 027,08	6 799 925 384,49
Autres immobilisations corporelles reformés	5	0	0	0,00	0,00
Immobilisations en concession	-	0	0	0,00	0,00
Immobilisations encours	6	504 994 048,71	1 118 990 256,12	1 065 787 070,95	1 350 602 643,66
Immobilisations financières				0,00	0,00
Titres mis en équivalence				0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		600 000,00	600 000,00	600 000,00	14 000 000,00
Autres titres immobilisés	7	0		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		10 013 514 977,00	13 581 364,44	24 207 364,44	43 342 917,25
Impôts différés actif		427 433 351,18	281 997 493,11	215 918 376,73	87 700 709,90
Comptes de liaison				0,00	0,00
TOTAL ACTIF NON COURANT		17 756 935 187,30	9 001 065 538,62	9 762 372 790,17	10 378 042 247,26
ACTIF COURANT					
Stocks et encours	8	2 420 078 405,54	2 243 738 394,67	2 003 226 517,11	2 139 016 701,84
Créances et emplois assimilés					
Clients	9	162 311 617,88	444 056 167,16	264 024 520,43	268 279 855,23
Autres débiteurs	10	1 616 234 916,53	779 869 272,93	1 709 549 961,06	608 863 504,25
Impôts et assimilés	11	99 790 276,97	222 711 887,22	93 251 469,07	765 262 618,44
Autres créances et emplois assimilés		0	0		
Disponibilités et assimilés		0	0		
Placements et autres actifs financiers courants		0	0	4 000 000 000,00	0,00
Trésorerie	12	16 058 119 328,85	34 832 042 210,33	17 935 403 207,35	18 024 349 569,18
TOTAL ACTIF COURANT		20 356 554 545,77	38 522 417 932,31	26 005 455 675,02	21 805 772 248,94
TOTAL GENERAL ACTIF		38 113 469 733,07	47 523 483 470,93	35 767 828 465,19	32 183 814 496,20

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS. OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193.873.834,27	165.324.653,39	28.549.179,29	31.977.115,66
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4.574.051.920,08	0,00	4.574.051.920,08	7.268.256.149,96
	Bâtiments	7.054.832.984,10	4.847.277.789,44	2.207.555.194,66	2.673.469.320,26
	Autres immobilisations corporelles	15.073.575.275,03	11.919.616.641,95	3.154.758.633,07	2.568.484.827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629.650.609,89	0,00	629.650.609,89	413.622.626,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres titres immobilisés	394.212.125,00	38.777.726,78	355.434.398,22	76.120.110,20
	Prêts et autres actifs financiers non courants	0,00	0,00	0,00	104.683,33
	Impôts différés actif	22.578.706,97	0,00	22.578.706,97	35.026.204,16
	Impôts différés passif	168.252.030,52	0,00	168.252.030,52	167.722.186,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28.131.727.493,95	16.970.196.813,16	11.161.030.680,69	13.212.823.631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6.896.290.090,37	645.997.748,48	6.250.292.341,89	6.600.644.545,38
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5.554.570.051,04	1.086.412.204,33	4.468.157.846,71	4.412.510.499,62
	Autres débiteurs	83.640.971,31	28.720.954,84	54.920.016,47	290.344.345,23
	Impôts	161.641.047,23	340.261.517,11	115.389.530,12	234.772.686,01
	Autres actifs courant	0,00	0,00	0,00	0,00
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	170.718.058,32
	Placements et autres actifs financiers courants	18.636.212,26	0,00	18.636.212,26	18.559.909,16
	Trésorerie	5.943.752.064,18	124.143.824,78	5.819.608.239,40	3.251.114.197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18.958.496.436,33	2.841.566.249,36	16.116.940.187,04	16.038.364.330,85
	TOTAL GENERAL ACTIF	47.089.723.930,28	19.811.753.062,50	27.277.970.867,73	29.251.187.962,62

6.1.1.2 Présentation et analyse des bilans

La société NCA-Rouiba affiche un total bilan de plus de 4 milliards de dinars au 30 juin 2012.

TABLEAU NUMERO 61 : BILAN AU 30/06/2012 Actif (En milliers de dinars)

TOTAL ACTIF NON COURANT	2 025 080
Immobilisations incorporelles nettes	22 290
Immobilisations incorporelles brutes	35 631
Amortissement des immobilisations incorporelles	-13 341
Immobilisations corporelles nettes	1 972 893
Terrains nets	398 571
Terrains bruts	398 571
Bâtiments nets	322 235
Bâtiments bruts	392 342
Amortissement des bâtiments	-70 106
Autres immobilisations corporelles nettes	1 251 776
Autres immobilisations corporelles brutes	2 508 295
Amortissement des autres immobilisations corporelles	-1 256 519
Immobilisations encours nettes	311
Immobilisations encours brutes	311
Immobilisations financières	29 908
Autres participations et créances rattachées	0
Autres titres immobilisés	0
Prêts et autres actifs financiers non courants	4 260
Impôts différés actif	25 648
TOTAL ACTIF COURANT	1 998 918
Stocks et encours nets	714 204
Stocks et encours bruts	762 017
Provisions de dépréciation des Stocks et encours	-47 813
Créances et emplois assimilés	953 684
Clients nets	683 637
Clients bruts	826 463
Provisions de clients	-142 826
Autres débiteurs	116 187
Impôts et assimilés	119 973
Autres créances et emplois assimilés	33 886
Disponibilités et assimilés	331 026
Trésorerie	331 026
Provisions de dépréciation des disponibilités et assimilés	0
TOTAL GENERAL ACTIF	4 024 004

**BILAN ACTIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2011**

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations Incorporelles		50 488 939,40	37 759 324,04	12 729 615,36	20 293 662,93
Immobilisations corporelles		5 024 718 154,84	3 079 011 242,06	1 945 706 912,78	2 083 217 066,01
Immobilisations en cours		6 762 729 752,73		6 762 729 752,73	3 443 785 638,34
Equipements neufs en stocks		7 720 224,46	-	7 720 224,46	4 581 220,66
Immobilisations financières		193 845 211,48	170 212 500,00	23 632 711,48	172 235 546,34
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	212 500,00	22 412 500,00	21 125 000,00
Autres titres immobilisés		171 215 216,48	170 000 000,00	1 215 216,48	151 105 551,34
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		175 579 793,03		175 579 793,03	10 244 821,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 215 082 075,94	3 286 983 066,10	8 928 099 009,84	5 734 357 955,39
Stocks & encours		310 967 997,71	1 358 602,81	309 609 394,90	309 615 383,63
Créances & emplois assimilés		388 092 596,84	121 193 547,37	266 899 049,47	941 036 757,78
Clients		234 104 711,35	120 907 047,37	113 197 663,98	363 479 999,68
Autres débiteurs		47 190 816,39	286 500,00	46 904 316,39	421 238 473,61
Impôts		105 787 636,76		105 787 636,76	156 226 322,83
Autres actifs courants		1 009 432,34		1 009 432,34	91 961,66
Disponibilités & assimilés		1 370 248 062,17	6 952 423,43	1 363 295 638,74	1 634 638 239,01
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 070 248 062,17	6 952 423,43	1 063 295 638,74	1 334 638 239,01
TOTAL ACTIF COURANT		2 069 308 656,72	129 504 573,61	1 939 804 083,11	2 885 290 380,42
TOTAL GENERAL ACTIF		14 284 390 732,66	3 416 487 639,71	10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70 60	Ventes marchandises Marchandises consommées		305 799 515,72
		292 559 166,58	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
71 72 73 74 75 61 62	Production vendue Production stockée P.E.P.E.M Prestations fournies Transfert de charges de production Matières et fourts consommées Services		10 915 950 151,79 331 300 843,36 198 006 053,78 61 614 316,48
		4 301 190 521,41 716 794 629,72	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
77 78 63 64 65 66 68	Produits divers Transfert de charges d'exploitation Frais de personnel Impôts et taxes Frais financiers Frais divers Dotations aux amortissements		18 289 967,92 54 439 362,57
		3 061 841 789,81 275 634 072,69 273 387 343,07 93 488 859,46 761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79 69	Produits hors exploitation Charges hors exploitation		1 082 309 548,83
		1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

3- Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
80	MARGE BRUTE		21 636 452
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
81	VALEUR AJOUTEE		8 497 558 062
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		3 592 528 907
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	75 329 069	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 875 000 365

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2008

TABLEAU n° 2

N° de comptes	DESIGNATION	2 008	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		124 445 162,35
60	Marchandises consommées	17 881 750,18	
80	MARGE BRUTE		106 563 412,17
80	Marge brute		106 563 412,17
71	Production vendue denrées		771 135 431,77
74	Prestations fournies		1 063 070 483,69
75	Transfert de charges de production		1 301 731,04
61	Matières et fournitures consommées	328 195 082,37	
62	Services	89 884 878,30	
	Total	418 079 960,67	1 942 071 058,67
81	VALEUR AJOUTEE		1 523 991 098,00
81	Valeur ajoutée		1 523 991 098,00
76	Revenus financiers		27 500,00
77	Produits divers		66 775 842,88
78	Transfert de charges d'exploitation		7 295 273,63
63	Frais de personnel	589 663 743,42	
64	Impôts et taxes	54 732 882,87	
65	Frais financiers	76 863 132,68	
66	Frais divers	14 279 963,91	
68	Dotations aux amortissements et provisions	159 012 230,80	
	Total	894 551 953,68	1 598 089 714,51
	RESULTAT D'EXPLOITATION		703 537 760,83
79	Produits hors exploitation		554 333 131,08
69	Charges hors exploitation	363 968 223,53	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		190 364 907,55
83	Résultat d'exploitation		703 537 760,83
84	Résultat hors exploitation		190 364 907,55
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		893 902 668,38
	Impôt sur les bénéfices IBS	144 676 350,41	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		749 226 317,97

BILAN AU 31-12-2009

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS AU 31/12/2009

TABLEAU n° 2

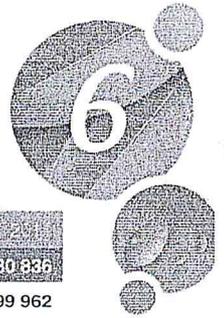
de ptes	DESIGNATION	2009	
		MONTANTS DEBIT	MONTANTS CREDIT
70	Ventes de Marchandises		121 087 628,61
60	Marchandises consommées	17 792 937,90	
80	MARGE BRUTE		103 294 690,71
80	Marge brute		103 294 690,71
71	Production vendue denrées		666 754 127,20
74	Prestations fournies		914 419 285,93
75	Transfert de charges de production		2 240 727,45
61	Matières et fournitures consommées	270 632 298,83	
62	Services	118 757 578,18	
	Total	389 389 877,01	666 708 831,29
81	VALEUR AJOUTEE		1 297 318 954,28
81	Valeur ajoutée		1 297 318 954,28
76	Revenus financiers		87 500,00
77	Produits divers		58 145 937,99
78	Transfert de charges d'exploitation		8 190 826,80
63	Frais de personnel	545 538 260,42	
64	Impôts et taxes	54 841 634,59	
65	Frais financiers	78 707 072,55	
66	Frais divers	11 599 442,81	
68	Dotations aux amortissements et provisions	158 338 589,23	
	Total	849 024 999,60	1 363 743 219,07
	RESULTAT D'EXPLOITATION		514 718 219,47
79	Produits hors exploitation		826 137 731,36
69	Charges hors exploitation	315 933 227,37	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		510 204 503,99
83	Résultat d'exploitation		514 718 219,47
84	Résultat hors exploitation		510 204 503,99
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE		1 024 922 723,46
	Impôt sur les bénéfices IBS	194 961 466,18	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		829 961 257,28

TABLEAU NUMERO 22 : TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT (En milliers de dinars)

Éléments comptables de l'exercice	INDICE	2019	2018	2017
Chiffre d'affaires	1.1	2 883 993	3 998 475	4 633 431
Variation stocks produits finis et en-cours	1.2	-63 394	24 977	146 599
Subventions d'exploitation	1.3	-	1 728	3 813
PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 820 599	4 025 180	4 783 843
Achats consommés	1.4	-1 612 874	-2 336 929	-2 924 653
Services extérieurs et autres consommations	1.5	-430 976	-583 990	-645 701
CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-2 043 849	-2 920 919	-3 570 355
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION		776 750	1 104 261	1 213 488
Charges de personnel	1.6	-357 208	-413 511	-464 579
Impôts taxes et versements assimilés	1.7	-46 615	-63 923	-74 425
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		372 928	626 828	674 484
Autres produits opérationnels	1.8	11 774	25 976	5 012
Autres charges opérationnelles	1.9	-16 234	-32 701	-48 791
Dotations aux amortissements et aux provisions	1.10	-156 883	-215 082	-305 111
Reprise sur pertes de valeur et provisions		20 956	-	36 397
RESULTAT OPERATIONNEL		232 541	405 020	361 991
Produits financiers	1.11	18 905	18 002	13 214
Charges financières	1.12	-113 707	-76 323	-109 221
RESULTAT FINANCIER		-94 802	-58 321	-96 007
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS		137 738	346 700	265 984
Impôts exigibles sur résultat ordinaires		-32 467	-96 237	-90 393
Impôts différés sur résultats ordinaires		6 834	5 172	12 451
Total des produits des activités ordinaires		2 872 233	4 069 158	4 838 466
Total des charges des activités ordinaires		-2 760 128	-3 813 523	-4 650 424
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		112 105	255 635	188 042
Éléments extraordinaires (produits)		-	-	-
Éléments extraordinaires (charges)		-	-	-
RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-	-	-
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		112 105	255 635	188 042

جدول حسابات النتائج

Chapitre 6. Evolution récente, but de l'émission et perspectives d'avenir



2012 (1)	2012 (2)	2012 (3)
Chiffre d'affaires Net	5 712 501	4 630 836
Marge sur coûts matières	2 406 612	1 999 962
En % du CA	42,13%	43,19%
Marge sur coûts variables	2 320 604	1 928 665
En % du CA	40,62%	41,65%
Charges du personnel	531 296	464 579
<i>Masse Fixe</i>	473 384	403 163
<i>Masse Variable</i>	57 913	61 416
Services	827 329	682 996
<i>Marketing</i>	204 882	120 131
<i>Transport et logistique</i>	272 137	245 857
<i>Assistance, consulting & formation</i>	87 927	99 699
<i>Entretien & réparation</i>	183 745	143 885
<i>Voyages, Déplacements, Hébergement, Restauration</i>	45 200	46 962
<i>Frais de télécommunication</i>	28 044	22 323
<i>Autres services et frais divers</i>	5 394	4 140
Autres charges exceptionnelles d'exploitation	94 443	34 913
Assurance	22 673	11 781
Comissions bancaires	33 810	33 199
Produits divers	5 360	9 720
Impôts & taxes	90 226	74 425
EBITDA	726 186	636 490
En % du CA	12,71%	13,74%
Dotations aux amortissements	231 245	208 232
Dotations aux provisions	133 731	60 399
EBIT	361 211	367 859
Charges Financières	111 755	97 831
<i>CMT existants</i>	64 708	49 172
<i>Nouveaux CMT</i>	0	0
<i>Pertes & Gains de change</i>	21 855	40 464
<i>Frais financiers de fonctionnement</i>	25 193	8 195
Résultat des activités ordinaires	249 456	270 028
En % du CA	4,37%	5,83%
Résultat des opérations non récurrentes	14 492	-4 044
<i>Revenus non récurrents</i>	33 846	3 442
<i>Charges non récurrentes</i>	19 354	7 485
Résultat avant impôts	263 948	265 984
En % du CA	4,62%	5,74%
Impôts sur les bénéfices	70 000	77 942
Résultat net	193 948	188 042
En % du CA	3,40%	4,06%

COMPTES DE RESULTATS CUMULES ARRETE AU 31/12/2011

INTITULE	N	N-1
Ventes de marchandises	64 247 309,59	157 105 601,39
Ventes de produits finis	11 948 730,02	487 935 901,00
Autres prestations de services	30 897 661,47	514 068 501,19
Ventes & produits annexes (1)	107 093 701,08	1 159 110 003,58
<u>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</u>	107 093 701,08	1 159 110 003,58
Achats consommés	38 879 788,14	239 990 432,85
Autres achats consommés	26 614 333,69	
Services extérieurs	21 373 580,27	26 476 825,32
Autres services extérieurs	28 317 360,33	24 489 581,93
<u>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</u>	115 185 062,43	290 956 840,10
III-VALEUR AJOUTE D'EXPLOITATION (I - II)	-8 091 361,35	868 153 163,48
Charges de personnel	406 704 905,86	437 539 760,39
Impôts,taxes & versements assimilés	9 891 383,49	36 949 759,19
<u>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</u>	-424 687 650,70	393 663 643,90
Autres produits opérationnels	22 024 277,41	9 329 481,73
Autres charges opérationnelles	35 468 114,90	44 355 008,38
Dot aux amort,Prov & Pertes de valeur	204 338 450,25	214 101 141,38
Reprises sur pertes de valeur & provisions	38 214 895,06	27 189 343,20
<u>V-RESULTAT OPERATIONNEL</u>	-604 255 043,38	171 726 319,07
Produits financiers	40 473 581,00	53 070 447,66
Charges financières	139 780 251,62	61 664 905,82
<u>VI-RÉSULTAT FINANCIER</u>	-99 306 670,62	-8 594 458,16
<u>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</u>	-703 561 714,00	163 131 860,91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		50 379 525,33
Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires	127 689 169,51	
<u>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>	207 806 454,55	1 248 699 276,17
<u>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</u>	783 678 999,04	1 135 946 940,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
<u>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</u>		
<u>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</u>	-575 872 544,49	112 752 335,58

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 469 990,05
	Achats consommés	-4 609 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-805 122 461,07	-814 339 940,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 410,17
	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 562,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-202 832 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 979 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	585 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,29
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 988,68
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 252 504,02	-1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	-2 624 069 985,42	-3 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 045,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 221,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	-2 525 202 081,58	-3 519 611 966,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 599 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 093,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 776 767 416,26	-13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 670 016 474,41	-12 598 453 029,83
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-2 097 750 941,85	-1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	90,06	0,00
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	-2 097 750 851,79	-1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-2 060 480 315,80	-1 102 191 923,00

⇒ TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS (PCN)

Compte	Désignation	2005	2006	2007	2008
70	Ventes de marchandises	780	2 941	12 523	44 950
60	Marchandises consommées	634	1 671	10 461	38 514
80	MARGE BRUTE	+146	+1 270	+2 062	+6 436
71	PRODUCTION VENDUE	7 248 216	7 852 892	8 813 716	9 268 013
72	Production stockée	-36 503	69 726	-71 390	-149 937
73	Production de l'ent. pour elle-même	-	-	-	-
74	Prestations fournies	6 450	20 680	5 100	1 309
75	Transfert de charges de production	63 082	71 900	18 277	17 685
61	Matières et fournitures consommées	1 635 686	1 930 404	2 166 171	2 151 311
62	Services	384 804	401 606	372 320	452 546
81	VALEUR AJOUTEE	+5 260 901	+5 684 458	+6 229 274	+6 539 649
76	Revenus financiers	900	644	640	1 025
77	Produits divers	30 084	229 127	126 829	147 286
78	Transfert de charges d'exploitation	107 381	47 779	25 219	22 615
63	Frais de personnel	684 914	595 298	689 794	711 087
64	Impôts et taxes	126 685	149 072	141 187	146 018
65	Frais financiers	96 492	43 051	11 834	7 778
66	Frais divers	52 295	76 072	59 965	78 968
68	Dotations aux amortissements	878 130	937 341	975 911	996 683
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	+3 560 750	+4 161 174	+4 503 271	+4 770 041
79	Produits hors exploitation	2 792 588	2 173 872	2 213 023	2 442 632
69	Charges hors exploitation	2 463 964	2 286 185	2 315 927	2 422 584
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	+328 624	-112 313	-102 904	+20 048
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	+3 889 374	+4 048 861	+4 400 367	+4 790 089
889	IMPOTS SUR BENEFICES	756 585	763 006	725 827	1 112 646
88	RESULTAT NET DE L'EXERCICE	+3 132 789	+3 285 855	+3 674 540	+3 677 443

➔ **COMPTE DE RESULTATS PAR NATURE (SCF)**

U : KDA

LIBELLE	Note	2012	2011	2010	2009
Ventes et produits annexes	16	8 823 028	9 658 524	8 436 369	9 408 688
Variation stocks produits finis et en cours		-17 561	- 49 809	126 864	-54 577
Production immobilisée		-	-	-	-
Subventions d'exploitation	17	279 642	267 220	278 157	305 481
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 085 109	9 875 935	8 841 390	9 659 592
Achats consommés	18	2 108 101	2 111 247	2 067 930	2 058 478
Services extérieurs et autres consommations	19	902 523	943 007	794 762	850 376
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		3 010 625	3 054 253	2 862 692	2 908 854
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)	20	+6 074 484	+6 821 682	+5 978 698	+6 750 738
Charges de personnel	21	937 059	1 097 370	1 187 318	825 319
Impôts, taxes et versements assimilés	22	133 102	156 798	161 007	159 521
IV-EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	23	+5 004 323	+5 567 514	+4 630 373	+5 765 898
Autres produits opérationnels	24	106 698	71 792	78 803	93 799
Autres charges opérationnelles	25	85 090	15 788	6 765	31 628
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	26	1 443 746	1 308 628	3 368 228	3 242 877
Reprises sur pertes de valeur et provisions	27	73 270	83 896	2 231 669	2 130 071
V-RESULTAT OPERATIONNEL	28	+3 655 454	+4 398 786	+3 565 852	+4 715 262
Produits financiers	29	-	41 571	134 165	96 084
Charges financières		-	-	-	-
IV-RESULTAT FINANCIER			+41 571	+134 165	+96 084
IV-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		+3 655 454	+4 440 356	+3 700 017	+4 811 346
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		- 658 185	840 352	673 164	894 147
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		116 613	62 097	99 668	-
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		9 265 076	10 073 194	11 286 027	11 979 547
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		6 151 194	6 411 093	8 159 506	8 062 348
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		+3 113 882	+3 662 101	+3 126 521	+3 917 199
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		-	-	-	-
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-	-	-	-
Produits & Charges Hors Cycle d'exploitation		-	-	-163 077	-108 286
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE				-163 077	-108 286
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE	30	+3 113 882	+3 662 101	+2 963 444	+3 808 913

Dossier : U01\2011

Nom : ALFAPIPE UNITE GHARDAÏA

الملحق رقم (34)

COMPTE DE RESULTAT
(Par fonction)

La période

Du: 01/01/2011

au: 31/12/2011

	NOTE	Exercice 2011	Exercice 2010
Chiffres d'affaires		2 792 964 145.48	3 932 257 512.38
Coût des ventes		286 291 620.22	3 790 805 205.52
MARGE BRUTE		2 506 672 525.26	141 452 306.86
Autres produits opérationnels		98 760 502.18	873 157 407.09
Coûts commerciaux		6 300 232.75	561 022 809.20
Charges administratives		6 103 208.08	37 227 966.58
Autres charges opérationnelles		3 177 958 288.11	475 987 939.67
RESULTAT OPERATIONNEL		- 584 928 701.50	-59 629 001.50
Produits financiers		3 960 618.80	935 199.60
Charges financières		81 754 621.58	109 238 292.88
RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT		- 662 722 704.28	- 167 932 094.78
Impôts exigibles sur les résultats ordinaires			
Impôts différés sur résultats ordinaires (variations)		-69 362 807.84	131 782 225.59
RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		- 593 359 896.44	- 299 714 320.37
Charges extraordinaires			
Produits extraordinaires			
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		- 593 359 896.44	- 299 714 320.37
part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)		- 593 359 896.44	- 299 714 320.37
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			

Dossier : U01\2012

Nom : PIPE GAZ GHARDAIA

الملحق رقم (35)

COMPTE DE RESULTAT

(Par nature)

La période

Du: 01/01/2012

au: 31/12/2012

	NOTE	Exercice 2012	Exercice 2011
Chiffre d affaires		7 122 888 385.71	2 714 859 387.90
Variation stocks produits finis et en cours		1 832 876 007.46	78 104 757.58
Production immobilisée		3 350 892.51	2 538 864.35
Subventions d exploitation			
I - Production de l'exercice		8 959 115 285.68	2 795 503 009.83
Achats consommés		7 069 383 216.83	2 163 828 986.79
Services extérieurs et autres consommations		489 631 114.13	138 299 083.07
II- Consommation de l'exercice		7 559 014 330.96	2 302 128 069.86
III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 400 100 954.72	493 374 939.97
Charges de personnel		799 690 890.45	639 507 233.17
Impôts, taxes et versements assimilés		101 256 347.20	38 591 559.92
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		499 153 717.07	- 184 723 853.12
Autres produits opérationnels		45 071 561.54	4 959 346.78
Autres charges opérationnelles		4 990 396.78	2 698 989.24
Dotations aux amortissements et aux provisions		262 530 723.73	541 620 642.01
Reprise sur pertes de valeur et provisions		55 260 267.34	91 262 291.05
V- RESULTAT OPERATIONNEL		331 964 425.44	- 632 821 846.54
Produits financiers		1 499 334.69	3 960 618.80
Charges financières		294 404 702.20	81 754 621.58
VI-RESULTAT FINANCIER		- 292 905 367.51	-77 794 002.78
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)		39 059 057.93	- 710 615 849.32
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires			-78 462 505.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		9 060 946 449.25	2 895 685 266.46
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		9 021 887 391.32	3 527 838 610.37
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		39 059 057.93	- 632 153 343.91
Eléments extraordinaires (produits)(à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges)(à préciser)			
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X- RESULTAT NET L'EXERCICE		39 059 057.93	- 632 153 343.91
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence(1)			
XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)		39 059 057.93	- 632 153 343.91
Dont part des minoritaires(1)			
Part du groupe(1)			

Dossier : U01\2011

Nom : ALFAPIPE UNITE GHARDAÏA

La période

Du: 01/01/2011

au: 31/12/2011

BILAN

ACTIF	Note	Exercice 2011			Exercice 2010
		Brut	Amort-Prov.	Net	Net
ACTIF NON COURANTS					
Ecart d'acquisition(ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains					
Bâtiments		2095 399 946.98	2089 362 049.33	6 037 897.65	9 283 778.49
Autres immobilisations corporelles		1848 716 826.01	1740 665 329.36	108 051 496.65	144 178 076.93
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		73 230 000.00	70 000 000.00	3 230 000.00	8 860 000.00
Impôts différés actif		128 049 542.02		128 049 542.02	57 758 644.73
TOTAL ACTIF NON COURANT		4145 396 315.01	3900 027 378.69	245 368 936.32	220 080 500.15
ACTIF COURANT					
Stocks et encours		1773 374 659.08	424 837 271.17	1348 537 387.91	1188 832 008.87
Créances et emplois assimilés					
Clients		234 942 562.44	145 416 681.18	89 525 881.26	674 467 396.62
Autres débiteurs		1090 297 045.46	798 713.66	1089 498 331.80	1143 423 979.40
Impôts et assimilés		21 379 907.22		21 379 907.22	14 187 067.66
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		42 928 597.56		42 928 597.56	108 432 626.99
TOTAL ACTIF COURANT		3162 922 771.76	571 052 666.01	2591 870 105.75	3129 343 079.54
TOTAL GENERAL ACTIF		7308 319 086.77	4471 080 044.70	2837 239 042.07	3349 423 579.69

Dossier : U02\2012

Nom : ALFAPIPE SIEGE

La période

Du: 01/01/2012

au: 31/12/2012

BILAN

ACTIF	Note	Exercice 2012			Exercice 2011
		Brut	Amort-Prov.	Net	Net
ACTIF NON COURANTS					
Ecart d'acquisition(ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles					
Immobilisations corporelles					
Terrains					
Bâtiments					
Autres immobilisations corporelles		26 605 653.60	19 525 439.31	7 080 214.29	10 844 898.59
Immobilisations en concession					
Immobilisations en cours					
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		635 567.00		635 567.00	635 567.00
Impôts différés actif		509 995 266.53		509 995 266.53	509 833 752.83
TOTAL ACTIF NON COURANT		537 236 487.13	19 525 439.31	517 711 047.82	521 314 218.42
ACTIF COURANT					
Stocks et encours					
Créances et emplois assimilés					
Clients					
Autres débiteurs		30821 157 971.46		30821 157 971.46	4514 582 124.43
Impôts et assimilés		1247 428 198.00	583 086 409.68	664 341 788.32	297 085 775.57
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		85 660 826.47		85 660 826.47	1159 217 100.98
TOTAL ACTIF COURANT		32154 246 995.93	583 086 409.68	31571 160 586.25	5970 885 000.98
TOTAL GENERAL ACTIF		32691 483 483.06	602 611 848.99	32088 871 634.07	6492 199 219.40