



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة
شعبة العلوم المالية والمحاسبة



الموضوع

أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية
-دراسة حالة: الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
خلال الفترة (2010-2021)-

أطروحة دكتوراه مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في علوم المالية والمحاسبة
تخصص: محاسبة ومالية

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالب:

د - عقبة قطاف

الأطرش أسامة

لجنة المناقشة

الجامعة	الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
جامعة بسكرة	رئيسا	أستاذ	- أ.د. الحاج عامر
جامعة بسكرة	مقررا	أستاذ محاضر -أ-	- د. عقبة قطاف
جامعة بسكرة	ممتحنا	أستاذ	- أ.د. محمد رمزي جودي
جامعة بسكرة	ممتحنا	أستاذ محاضر -أ-	- د. إسماعيل شويخي
جامعة الوادي	ممتحنا	أستاذ	- أ.د. زكريا دمدوم
جامعة باتنة	ممتحنا	أستاذ	- أ.د. عادل عرقابي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر وعرفان

أولا وقبل كل شيء أحمد الله تعالى على نعمه التي أحاطني بها
أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من ساهم في تكويني العلمي من معلمين وأساتذة، وأخص بالذكر
مؤطري الأستاذ الفاضل الدكتور قطاف عقبة الذي لم يتوانى في تقديم توجيهاته ونصائحه القيمة
التي ساعدت في تحقيق هذا العمل.
كما أتقدم بالشكر الجزيل وخالص تقديري إلى كل من ساعدني في إنجاز هذه الأطروحة وأخص
بالذكر الأستاذ: أ.د./ ريمي رياض
كما أتقدم بخالص الشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول ومناقشة
وإثراء هذا العمل.
أشكر كل من مدّ لي يد العون من قريب أو بعيد.

إهداء

أهدي هذا العمل:

إلى والدي حفظهما الله وأعزهما (أبي عبد الوهاب و أمي شبل الزهرة)

إلى أخي عبد اللطيف و أخواتي ماريا وفريدة

إلى عائلة المرحوم: عمي ريمي نور الدين

إلى كل أفراد عائلتي

إلى أساتذتي وزملائي

في جامعة محمد خيضر - بسكرة -

وفي جامعة الجزائر 3

إلى كل أصدقائي

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021)، وتم الاعتماد على المنهج الوصفي في عرض المفاهيم المتعلقة بكل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة والنظريات المالية المفسرة للعلاقة بينهما، كم تم استخدام المنهج الإحصائي القياسي باستخدام نموذج بيانات بانل من أجل الدراسة بين أبعاد المتغير المستقل "الهيكل المالي" والتي تمثلت: نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDEQ، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LDEQ، نسبة الديون قصيرة الأجل SDFS وتكلفة الوسيطة المرجحة للرأس المال WACC، وبين المتغير التابع "قيمة المؤسسة" والذي تم قياسه بالقيمة السوقية للسهم.

وقد تم اختيار المؤسسات المدرجة في البورصة الجزائرية كعينة للدراسة وهم: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، ومؤسسة أليانس للتأمينات، وتم استبعاد كل من مؤسسة بيوفارم وروبية لأنها أدرجت بعد في البورصة بعد 2010، وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من التقارير السنوية للمؤسسات محل الدراسة وتقارير لجنة تنظيم عمليات البورصة COSOB، وتم معالجة البيانات باستخدام برنامج Excel و Eviews 14 . وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين كل من أبعاد المتغير المستقل "الهيكل المالي" وقيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021). حيث تم التوصل إلى وجود علاقة طردية بين كل نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDEQ وقيمة المؤسسات محل الدراسة، في المقابل تم التوصل إلى وجود علاقة عكسية بين كل من نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LDEQ ونسبة الديون قصيرة الأجل SDFS، وتكلفة الوسيطة المرجحة للرأس المال WACC وقيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وخلصت الدراسة إلى تحقق الفرضية الرئيسية، بوجود تأثير لتركيب الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021).

الكلمات المفتاحية: قيمة المؤسسة، هيكل مالي، نظريات مالية، تكاليف التمويل، بورصة الجزائر

Abstract:

This study aimed to study the relationship between financial structure and the value of companies listed on the Algiers Stock Exchange (2010–2021). A descriptive approach was adopted to present concepts related to financial structure, firm value, and financial theories that explain their relationship. Additionally, an econometric statistical approach was employed using a panel data model to analyze the relationship between the dimensions of the independent variable, “financial structure”, which includes: The total debt-to-equity ratio (TDEQ), The long-term debt-to-equity ratio (LDEQ), The short-term debt ratio (SDFS), the weighted average cost of capital (WACC), and the dependent variable, “firm value”, measured by the market share price.

The study sample consisted of Firms listed on the Algiers Stock Exchange, namely: Saidal Group, Aurassi Company, And Alliance Company. However, Biopharm and Rouiba were excluded as they were listed after 2010. The study's data were obtained from the annual reports of the selected Firms and the reports of the COSOB. Data analysis was conducted using Excel and EViews 14 software.

The study concluded that there is a significant relationship between the financial structure dimensions and the value of companies listed on the Algiers Stock Exchange during the period (2010–2021). a positive relationship was found between the total debt-to-equity ratio (TDEQ) and the Firms Value. Conversely, a negative relationship was identified between the long-term debt-to-equity ratio (LDEQ), the short-term debt-to-equity ratio (SDFS), the weighted average cost of capital (WACC), and the value of Firms listed on the Algiers Stock Exchange. The study confirmed the main hypothesis, demonstrating that the composition of the financial structure impacts the value of listed Firms in Algeria over the specified period.

Keywords: Firm value, Financial structure, Financial theories, Financing costs, ASE

Résumé

Cette étude vise à étudier la relation entre la structure financière et la valeur des entreprises cotées à la Bourse d'Alger sur la période (2010-2021). Une approche descriptive a été adoptée pour présenter les concepts liés à la structure financière, à la valeur de l'entreprise ainsi qu'aux théories financières expliquant leur relation. En outre, une approche économétrique a été utilisée en appliquant un modèle de données de panel afin d'analyser la relation entre les dimensions de la variable indépendante, à savoir la structure financière, représentée par : Le ratio de la dette totale aux fonds propres (TDEQ), Le ratio de la dette à long terme aux fonds propres (LDEQ), Le ratio de la dette à court terme (SDFS), Et le coût moyen pondéré du capital (WACC) et la variable dépendante, qui est la valeur de l'entreprise, mesurée par le prix de l'action en bourse.

L'échantillon de l'étude est composé des entreprises cotées à la Bourse d'Alger, à savoir : Le Groupe Saidal, L'Entreprise de gestion hôtelière El Aurassi, Et la compagnie Alliance Assurances.

Toutefois, les entreprises Biopharm et Rouiba ont été exclues, car elles ont été introduites en bourse après 2010. Les données de l'étude ont été collectées à partir des rapports annuels des entreprises concernées ainsi que des rapports de la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB). L'analyse des données a été effectuée à l'aide des logiciels Excel et EViews 14.

L'étude a abouti à l'existence d'une relation significative entre les dimensions de la variable indépendante « structure financière » et la valeur des entreprises cotées à la Bourse d'Alger sur la période (2010-2021). Plus précisément, une relation positive a été trouvée entre le ratio de la dette totale aux fonds propres (TDEQ) et la valeur des entreprises étudiées. et une relation négative a été identifiée entre le ratio de la dette à long terme aux fonds propres (LDEQ), le ratio de la dette à court terme (SDFS), le coût moyen pondéré du capital (WACC) et la valeur des entreprises cotées à la Bourse d'Alger. L'étude a confirmé l'hypothèse principale, mettant en évidence l'impact de la composition de la structure financière sur la valeur des entreprises cotées en Algérie au cours de la période étudiée.

Mots-clés: Valeur de l'entreprise, Structure financière, Théories financières, Coûts de financement, Bourse d'Alger

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	المحتويات
I	شكر وعرفان
II	الإهداء
III	الملخص باللغة العربية
IV	الملخص باللغة الإنجليزية
V	الملخص باللغة الفرنسية
VI	فهرس المحتويات
X	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال
XIII	قائمة الملاحق
XIII	قائمة المختصرات
i	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة الاقتصادية
6	المطلب الثاني: أشكال القيمة في المؤسسة
9	المطلب الثالث: ماهية تقييم المؤسسة
13	المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية
13	المطلب الأول: طرق الذمة المالية
17	المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على العائد
21	المطلب الثالث: طرق فائض القيمة
25	المبحث الثالث: مؤشرات قياس قيمة المؤسسة
25	المطلب الأول: المؤشرات المرتكزة على العائد
27	المطلب الثاني: المؤشرات السوقية
31	المطلب الثالث: مؤشرات الربح الاقتصادي
35	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي	
37	تمهيد
38	المبحث الأول: الإطار العام للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية
38	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول التمويل
43	المطلب الثاني: ماهية الهيكل المالي
47	المطلب الثالث: محددات اختيار تركيبة الهيكل المالي
53	المبحث الثاني: أنواع مصادر التمويل
53	المطلب الأول: مصادر التمويل الخاصة
57	المطلب الثاني: الديون طويلة الأجل
64	المطلب الثالث: الديون قصيرة الأجل
69	المبحث الثالث: تقدير تكاليف التمويل
69	المطلب الأول: تعريف تكلفة التمويل وأهميتها والعوامل المؤثرة فيها
72	المطلب الثاني: تقدير تكاليف مصادر التمويل
76	المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل
79	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة	
81	تمهيد
82	المبحث الأول: النظريات المالية في ظل سوق كامل
82	المطلب الأول: مدخل صافي الربح Net Income Approach
84	المطلب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach
86	المطلب الثالث: مدخل موديليني وميلر (بدون ضرائب)
90	المبحث الثاني: النظريات المالية في ظل سوق غير كامل
90	المطلب الأول: مدخل موديليني ميلر (في ظل وجود الضرائب)
92	المطلب الثاني: نظرية الموازنة Trade Off Theory
95	المطلب الثالث: نظرية الوكالة Agency Theory
98	المبحث الثالث: النظريات المالية الحديثة
98	المطلب الأول: نظرية التسلسل الهرمي في التمويل Pecking Order Theory
99	المطلب الثاني: نظرية الإشارة Signaling Theory
101	المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق Market Timing Theory
103	خلاصة الفصل

الفصل الرابع: دراسة قياسية لأثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في البورصة خلال الفترة (2010-2021)	
105	تمهيد
106	المبحث الأول: تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
106	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر
108	المطلب الثاني: تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر محل الدراسة
114	المبحث الثاني: الإطار المنهجي والوصفي للدراسة القياسية
114	المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة القياسية
120	المطلب الثاني: تحليل بيانات الدراسة القياسية
129	المطلب الثالث: الخصائص الإحصائية الوصفية للمتغيرات الدراسة
132	المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج
132	المطلب الأول: المفاضلة بين نماذج بانل
133	المطلب الثاني: تشخيص نموذج الدراسة القياسية
134	المطلب الثالث: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها
139	خلاصة الفصل
141	الخاتمة
147	قائمة المراجع
164	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الفرق بين الإيجار التمويلي والتشغيلي	62
02	طرق حساب متغيرات الدراسة	117
03	البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة	118
04	البيانات المالية لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة (مجمع صيدال)	120
05	البيانات المالية لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة (مؤسسة الأوراسي)	124
06	البيانات المالية لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة (مؤسسة أليانس)	127
07	الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة	130
08	ANOVA تحليل التباين	133
09	نتائج الإنحدار	135

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	الهيكل المالي وهيكل رأس المال	44
02	العلاقة بين الهيكل المالي الأمثل وتكلفة التمويل	45
03	العلاقة بين الهيكل المالي الأمثل وقيمة المؤسسة	46
04	التغيرات في قيمة المؤسسة وفق مدخل الربح الصافي	83
05	التغيرات في تكاليف التمويل وفق مدخل الربح الصافي	83
06	التغيرات في تكاليف التمويل وفق مدخل صافي ربح العمليات	85
07	التغيرات في قيمة المؤسسة وفق مدخل صافي ربح العمليات	85
08	التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M	89
09	التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M في ظل وجود الضرائب	91
10	التغيرات في قيمة المؤسسة وفق نظرية الموازنة	95
11	التغيرات في تكاليف الوكالة وفق نظرية الوكالة	97
12	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	108
13	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	110
14	الهيكل التنظيمي للمؤسسة أليانس	113
15	تطور القيمة السوقية للسهم لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة	121
16	تطور أبعاد القرارات التمويلية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة	121
17	تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة	123
18	التطور في قيمة السهم السوقية للمؤسسة الأوراسي خلال فترة الدراسة	124
19	التطور في أبعاد القرارات التمويلية لمؤسسة الأوراسي خلال فترة الدراسة	125
20	تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة الأوراسي خلال فترة الدراسة	126

127	تطور القيمة السوقية للسهم لمؤسسة أليانس خلال فترة الدراسة	21
128	تطور أبعاد القرارات التمويلية لمؤسسة أليانس خلال فترة الدراسة	22
129	تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة أليانس خلال فترة الدراسة	23

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
1	مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار فيشر)	164
2	مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار Lagrange Multiplier)	165
3	مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار Jarque-Bera)	166
4	مخرجات برنامج Eviews 14 (نتائج الإنحدار)	167

قائمة الاختصارات

الاختصار	باللغة الأجنبية	باللغة العربية
SAI	SAIDAL	مجمع صيدال
AUR	AURASSI	مؤسسة الأوراسي
ALL	ALLIANCE	مؤسسة أليانس لتأمينات

المقدمة

يتكون أي نظام اقتصادي في العالم من وحدات أساسية تسمى المؤسسة الاقتصادية والتي تعتبر الوحدة البنائية الأولى لأي بناء اقتصادي، حيث أن التطور في الاقتصاد القومي لبلد ما يعتمد أساسا على التقدم الحاصل في خليط من المؤسسات متعددة الأنواع (صناعية، تجارية، إنتاجية)، حيث تعمل كل الأنظمة الاقتصادية على الحفاظ على استمرارية هذه المؤسسات وبقائها من أجل إبقاء العجلة الاقتصادية تعمل بنشاط وكفاءة.

تعتبر المؤسسة الاقتصادية كيان اعتباري يحتاج إلى مصادر تمويل تسمح لها بتغطية احتياجاتها المتولدة عن الأنشطة الاستغلالية و الاستثمارية، ومع تنوع هذه المصادر وتعددتها تسعى المؤسسة إلى دراسة البدائل التمويلية المتاحة والمفاضلة بينها لتحقيق الهيكل المالي المناسب، وذلك استنادا إلى عدة معايير من أبرزها تكلفة التمويل وسياسيات الاقتراض، حيث تهدف المؤسسة إلى تحقيق عائد أعلى أو يساوي التكلفة المترتبة عن استعمال مصادر التمويل المختلفة. ويعتبر تعظيم قيمة المؤسسة الهدف الرئيسي والاستراتيجي للمؤسسة الاقتصادية، ولذلك تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، ولقد شكلت دراسة هذه العلاقة ولازالت تشكل إلى اليوم جدلا علميا كبيرا بين الباحثين، وقد تطرقت العديد من النظريات المالية التقليدية والحديثة لموضوع تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية، و ظهرت نظريات وتيارات فكرية ترى بعدم وجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة مثل مدخل صافي ربح العمليات و نظرية Miller and Modigliani، وعلى النقيض من ذلك برزت نظريات تؤكد على تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة مثل النظرية التقليدية، مدخل صافي الربح، نظرية المبادلة ل Meyers، ونظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل.

أولا: إشكالية البحث

يعاني السوق المالي الجزائري من انخفاض في مستوى النشاط والمنافسة، ما يجعل من الضروري على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الالتزام بمعايير علمية دقيقة لإدارة هيكلها المالي والتوصل إلى اختيار طريقة التمويل والهيكل المالي الأمثل والذي يتماشى مع وضعية المؤسسة ومتطلبات السوق الجزائرية.

كما أن موضوع تصميم الهيكل المالي شكل جدلا واسعا بين المختصين، ومع تعدد وجهات النظر والنظريات المفسرة للعلاقة بينه وبين قيمة المؤسسة الاقتصادية بين المؤيد لوجود أثر للهيكل المالي وتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية والنافي لها.

ويزداد الجدل حدة وتعقيدا بسبب احتكام كل من النظريات ووجهات النظر المختلفة المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية إلى دراسات وأدلة نظرية وتطبيقية تؤيد وجهات نظر كل منهما، مما يؤدي إلى غياب الإجماع حول إجابة نهائية وحاسمة في ما يتعلق بأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية. وسنحاول في هذه الدراسة اختبار هذه العلاقة في البيئة الجزائرية، لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

و من خلال ما سبق تبرز معالم إشكالية البحث والتي نطرحها في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟

وبهدف الإحاطة ومعالجة هذه الإشكالية قمنا بصياغة الأسئلة الفرعية التالية:

- هل تؤثر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.
- هل تؤثر نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.
- هل تؤثر نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.
- هل تؤثر التكلفة الوسطية المرجحة للرأس المال (WACC) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟.

ثانيا: دراسات سابقة

1- الدراسات العربية:

- 1-1- نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات، جامعة ميله، الجزائر، العدد 5، جوان 2017.

هدفت الدراسة لتوضيح أثر الهيكل المالي للمؤسسة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية (صيدال) خلال الفترة (1999-2014)، وذلك باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية للانحدار في التحليل الإحصائي، وتوصلت الدراسة أن الهيكل المالي يمكن أن يفسر 40.09 % من التغيرات الطارئة على السعر السوقي لمجمع صيدال في الفترة المدروسة، كما تبين وجود علاقة عكسية بين إجمالي الديون على الأموال الخاصة و السعر السوقي للسهم.

- 1-2- نبيل حركاتي. (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015. أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين بعض المحددات الداخلية والخارجية الواردة في النظريات المالية وبين الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة العربية، كما هدفت الدراسة أيضا إلى دراسة أثر اختيار هيكل التمويل

للشركات الصناعية المساهمة على ربحيه وقيمه المؤسسة وذلك للفترة الممتدة من 2007 إلى 2015، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لمعالجه موضوع الهيكل التمويلي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة، كما استخدمت الدراسة المنهج الإحصائي القياسي باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد حيث تم تطوير نموذجين للدراسة يهتم الأول باختبار العلاقة بين بعض العوامل (معدل النمو، ربحية، حجم المؤسسة، سيولة، الوفرات الضريبية البديلة، عمر المؤسسة، الأصول الملموسة، معدل التضخم، معدل نمو رسملة سوق الأوراق المالية) و الهيكل التمويلي للمؤسسات، في ما اهتم النموذج الثاني بدراسة أثر الهيكل التمويلي على ربحيه وقيمه مؤسسات،

وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- وجود تأثير لنوع الصناعة والبيئة المحيطة على الاختيارات التمويلية للشركات الصناعية.
- تبين من نموذج محددات الهيكل التمويلي أن المتغيرات المستقلة تفسر 75% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع إجمالي القروض إلى الأصول الصافية.
- يوجد تأثير لكل من عمر المؤسسة، الربحية، السيولة، حجم المؤسسة، والوفرات الضريبية مع نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.
- وجود تأثير عكسي ذو دلالة معنوية بين نسبة الربحية ونسبه الاقتراض في الهيكل التمويلي.
- أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي وربحية الشركات مقاسة بالعائد على الأموال الخاصة.
- وجود أثر طردي للهيكل التمويلي مقاسا بنسبة إجمالي القروض إلى الأصول الصافية على قيمة الشركات.
- 1-3- نبيلة سهايلية. (2018). أثر القرارات المالية ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال 1999-2014. أطروحة دكتوراة، قسم علوم التسيير، كلية الإقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القرارات التمويلية والقيمة السوقية للسهم لمجمع صيدال، وذلك للفترة الممتدة بين 1999 إلى 2014، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من أجل عرض مختلف القرارات المالية ومحدداتها، وكذلك عرض النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة، كما استخدمت الدراسة المنهج الإحصائي القياسي بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط، حيث تم تكوين خمس نماذج بهدف دراسة: اثر القرارات التمويلية على قيمة السوقية للسهم، اثر قرار الاستثمار على قيمة السوقية للسهم واثر توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم لمجمع صيدال، وتوصلت الدراسة إلى نتائج التالية:

- وجود تأثير للقرار المالي (مقاسا بنسبه إجمالي الديون إلى أموال الخاصة) على قيمة السهم السوقية للمجمع صيدال.

- عدم وجود علاقة بين متغيرات قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح مع قيمة السهم السوقية لمجمع صيدال.
- 1-4- عبد الكريم خيرى. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة مسيلة، الجزائر .

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن مدى تأثير القرارات التمويلية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 2013 إلى 2016 ، وقد اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي في عرض طبيعة القرارات المالية وأنواع مصادر التمويل وكذا التعريف بماهيم قيمة المؤسسة وطرق تقييمها، كما استخدمت الدراسة المنهج التاريخي في عرض التسلسل الزمني لظهور أبرز النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح من أجل التعرف على أثر القرارات التمويلية على قيمة المؤسسة الاقتصادية تم تطبيق طريقة تحليل المركبات الأساسية وتأكيد النتائج باستخدام طريقه التصنيف التسلسل التصاعدي وذلك لغرض تجميع المتغيرات المستقلة التي لها أثر على قيمة المؤسسة.

وتمثلت المتغيرات المستقلة في:- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، نسبة إجمالي الديون إلى أموال الخاصة كأبعاد للقرار المالي.

- العائد على الاستثمار، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية كأبعاد لقرار الاستثمار.
- نصيب السهم من التوزيعات، نصيب السهم من الأرباح المحققة، نصيب السهم من الأرباح المحتجزة كأبعاد لقرار توزيع الأرباح.

فيما تمثل المتغير التابع في قيمة المؤسسة السوقية وتواصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود ارتباط قوي وعكسي بين قيمة المؤسسة السوقية ونسبه الرفع المالي.
- وجود ارتباط ضعيف جدا بين قيمة المؤسسة السوقية ومعدل العائد على الاستثمار.
- وجود ارتباط متوسط وعكسي بين نسبة الرفع المالي ونصيب السهم من التوزيعات.
- 1-5- بدرالدين قدوج. (2021). تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة - دراسة حالة-. أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريج، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تكاليف التمويل وقيمة المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك وذلك للفترة الممتدة من 2015 إلى 2020، واستخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي في التعريف بمختلف الجوانب المتعلقة بكل من تكلفه التمويل وقيمة المؤسسة وطرح العلاقة بينهما وفق النظريات التقليدية والحديثة، كما

استخدمت الدراسة المنهج القياسي في الدراسة التطبيقية عن طريق الاعتماد على بيانات بانل لـ 50 مؤسسه مدرجة في بورصة نيويورك لاختبار أثر تكلفه التمويل على قيم هذه المؤسسات حيث تضمن نموذج الدراسة المتغيرات التالية: المتغير التابع: نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

المتغير المستقل: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

المتغيرات الضابطة: العائد على الأموال الخاصة، العائد على رأس المال المستثمر، الرفع المالي، السيولة، نسبة الأرباح الموزعة، هيكل الأصول.

وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- عدم وجود تأثير للتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال على قيمه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك.
- وجود تأثير طردي لكل من العائد على الأموال الخاصة، الرفع المالي، الملاءة المالية على قيمه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك.
- وجود تأثير عكسي لمعدل العائد على رأس المال المستثمر على قيمه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك.
- عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة نيويورك.

1-6- دراسة (بدرالدين قدوج، مولود مليكاوي) بعنوان: قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 13، العدد 02، الجزائر، 2021.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة قياس أثر تكلفة رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية من خلال دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة الكويت للسوق المالي والتي شملت 30 مؤسسة، خلال الفترة 2014 - 2018، وذلك باستعمال بيانات البانل، وتوصلت الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسات الصناعية، إلا أن هذا التأثير موجب وهذا ما يتعارض مع النظرية المالية، كما أن كل من معدل العائد على حقوق الملكية وحجم التوزيعات وصافي التدفقات النقدية تؤثر إيجاباً وبشكل معنوي على القيمة السوقية للمؤسسة.

1-7- خالد مسعد. (2023). أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية _دراسة قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2010 - 2021. العلوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسات التي تعتمد على الأدوات الإسلامية، والذي بلغ عددها 247 مؤسسه مالىزیه وذلك للفترة الممتدة من 2010 إلى 2021 ، استخدمت الدراسة المنهج الوصفي من أجل عرض المفاهيم ذات العلاقة بالهيكل المالي وأهم النظريات المالية، بالإضافة إلى تقديم نظرة عامة عن التمويل الإسلامي، واستخدمت الدراسة المنهج القياسي في الجزء التطبيقي لاختبار العلاقة بين الهيكل المالي والمؤسسات المعتمدة على الأدوات الإسلامية وذلك باستخدام طريقه العزوم المعممة GMM للبانل ديناميكي، وتضمن نموذج الدراسة المتغيرات التالية:

- المتغير التابع : رسملة السوق
 - متغيرات المستقلة: نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي رأس المال.
 - المتغيرات الضابطة: حجم المؤسسة، معدل النمو، ملموسية الأصول، ربحية السهم الواحد.
- توصلت الدراسة إلى نتائج التالية:
- وجود علاقة معنوية عكسية لكل من إجمالي الديون إلى الأصول وقيمه المؤسسة.
 - وجود علاقة معنوية طردية بين كل من حجم المؤسسة، معدل النمو، ربحية السهم وقيمه المؤسسات الاقتصادية.
 - وجود علاقة عكسية غير معنوية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى أموال الخاصة مع قيمة المؤسسات الاقتصادية.
- 2- الدراسات الأجنبية:

2-1- (Samuel Antwi, Ebenezer Fufi Emire Atta Mills, Xicang Zhao) Capital Structure and Firm Value : Empirical Evidence From Ghana, International Journal of Humanities and Social Science, Vol.3, No. 22, Special Issue, November 2012.

سعت هذه الدراسة إلى تقديم أدلة حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، عن طريق تحليل المؤسسات المدرجة في بورصة غانا والذي يبلغ عددها 34 مؤسسة، تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية للانحدار في التحليل، وأظهرت الدراسة أن حقوق الملكية كعنصر من عناصر هيكل رأس المال له علاقة ذو صلة وثيقة بقيمة المؤسسة، كما توصلت الدراسة أن كل من الديون طويلة الأجل و حقوق الملكية تؤثر بصفة ايجابية على قيمة المؤسسة، وأن الديون طويلة الأجل هي المحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة.

2-2- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of Capital Structure on Firm Value:Evidence from Indian Hospitality Industry. *Theoretical Economics Letters* , pp. 982-1000

هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي وجودة المؤسسة على قيمه المؤسسات في قطاع الضيافة المدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة 2001 إلى 2015، واستخدمت الدراسة أساليب بيانات بانل عبر تطبيق نموذج الانحدار التجميعي، الآثار الثابتة والآثار العشوائية، حيث تم تطوير ثلاث نماذج تتضمن المتغيرات التالية: المتغيرات المستقلة: الرفع المالي، جودة المؤسسة، حجم المؤسسة، هيكل الأصول، الربحية، السيولة، عوامل الاقتصاد الكلي، معدل النمو وكانت المتغيرات التابعة للنماذج ثلاثة كما يلي قيمة المؤسسة و الرملة السوقية، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين كل من جوده المؤسسة، الرفع المالي، السيولة، حجم المؤسسة، معدل النمو اقتصادي، مع قيمه المؤسسة وخلصت الدراسة إلى أن مبرهنة موديليني وميلر التي تنص على نفي العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة لا تتلائم مع مؤسسات قطاع الضيافة المدرجة في بورصة بومباي.

2-3- Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., & Santo, M. (2018). Optimisation of Capital Structure and Firm Value. *European Research Studies Journal* (Volume XXI).

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الهيكل المالي على قيمه المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة اندونيسيا، وقد ضمت عينة في الدراسة 101 مؤسسه خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 لـ 2015 واستخدمت الدراسة أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد في الدراسة التطبيقية، حيث تضمن نموذج الدراسة المتغيرات التالية: المتغير التابع: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

متغيرات المستقلة: نسبة إجمالي الديون إلى أموال الخاصة، نسبة الأموال الخاصة إلى أصول المؤسسة، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون طويلة الأجل إلى أصول المؤسسة.

وتوصلت الدراسة على نتائج التالية:

- وجود علاقة معنوية طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وقيمة المؤسسة.
- وجود علاقة معنوية طردية بين نسبة ديون طويلة الأجل إلى أصول المؤسسة وقيمة المؤسسة.
- وجود علاقة معنوية عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى أموال الخاصة وقيمة المؤسسة.

2-4- Hirdinis M Capital Structure and Firm Size on Firm Value Moderated by profitability, International Journal of Economics and Business Administration, Volume7, Issue1,2019 ،

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير هيكل رأس المال وحجم المؤسسة على قيمة المؤسسة، مع مراعاة الربحية عن طريق دراسة عينة من المؤسسات تابعة لقطاع المناجم و المدرجة في بورصة اندونيسيا، وذلك باستعمال الانحدار الخطي المتعدد كطريقة لتحليل البيانات، وأظهرت الدراسة أن الهيكل المالي لا يؤثر على ربحية المؤسسة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير ذو أثر إيجابي لكل من الهيكل المالي وحجم المؤسسة على قيمة المؤسسة، كما أن الربحية لا تؤثر على قيمة المؤسسة.

2-5- Mishelle Doorasamy ,Capital structure, firm value and managerial ownership: Evidence from East African countries, Investment Management and Financial Innovations, Volume 18, Issue 1, March 2021.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، ومدى تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بينهما، وتمت الدراسة على 65 مؤسسة اقتصادية من مؤسسات دول شرق أفريقيا باستخدام طريقة اللحظات المعممة GMM، (Generalized Method of Moments) في التحليل الاحصائي، وأظهرت الدراسة أن الرفع المالي يؤثر تأثير ذو دلالة و بشكل سلبي على قيمة المؤسسات محل الدراسة، كما استنتجت الدراسة أن الملاك-المديرون يمكن أن يستخدموا الديون بأكثر فعالية للرفع من قيمة المؤسسة أكثر من المديرون-الغير الملاك.

ثالثا: ما يميز هذا الدراسة عن دراسات السابقة

إن أغلب الدراسات السابقة التي تم الإشارة إليها درست عينات في الدول الكبرى الصناعية أو الدول النامية، حيث ما يميز هذا البحث أنه حسب إطلاعنا هي من الدراسات القلائل التي درست أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسات من البيئة الجزائرية من 3 قطاعات مختلفة، كما تعتبر هذه الدراسة من الدراسات القلائل التي أخذت بعين الاعتبار بتكلفة رأس المال في دراستها لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

رابعا: فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة والتساؤلات الفرعية تمت صياغة الفرضية الرئيسية التالية:

تؤثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)

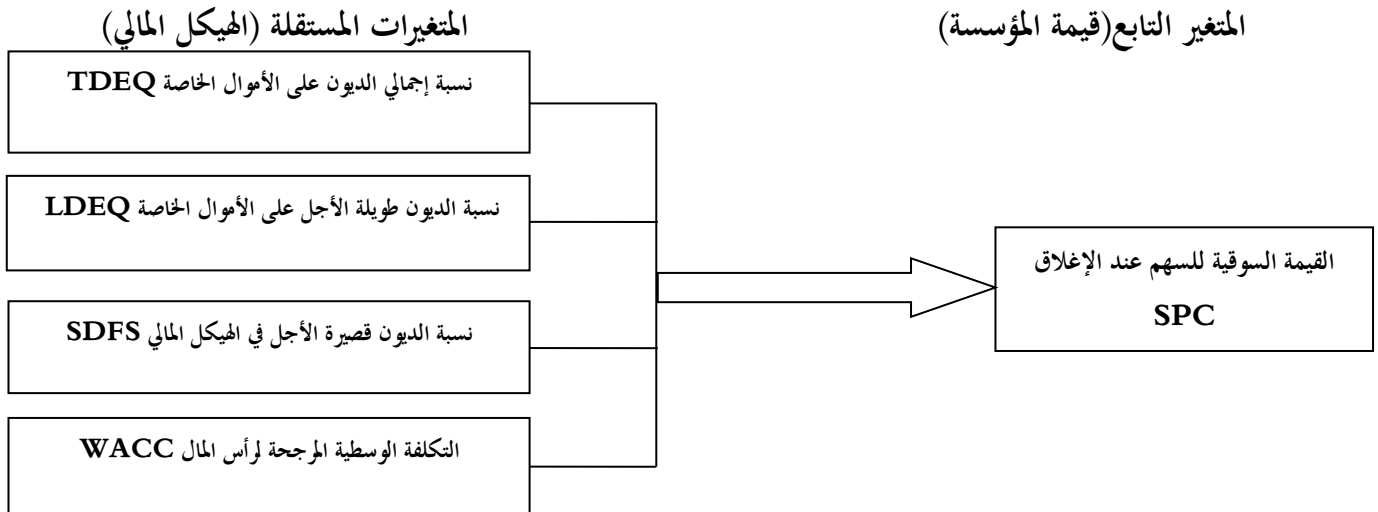
وينبثق من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

- 1- **الفرضية الفرعية الأولى:** " تؤثر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟".
- 2- **الفرضية الفرعية الثانية:** "تؤثر نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟".
- 3- **الفرضية الفرعية الثالثة:** "تؤثر نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟".
- 4- **الفرضية الفرعية الرابعة:** "تؤثر التكلفة الوسطية المرجحة للرأس المال (WACC) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)؟".

خامسا : نموذج الدراسة

وقد تمثل نموذج الدراسة في ما يلي:

المتغير التابع (قيمة المؤسسة)



سادسا: أهمية الدراسة

تتمحور أهمية الدراسة في ارتباطها بالهدف الرئيسي الذي حددته نظريات المالية الحديثة، وهو تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية، والذي يعتبر تحديد الهيكل المالي الأمثل من أبرز المعايير التي قد تسمح بتعظيم قيمتها، كما يستمد البحث أهميته من جهة أخرى على ظهور العديد من النظريات التي تنفي من جهة وتؤيد من جهة أخرى العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية، ولم تستطع أي نظرية الحياة على الإجماع والتوصل لإجابة نهائية.

سابعاً: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعرف على مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وتكاليف التمويل؛

- التعرف على طرق التقييم ومؤشرات حساب قيمة المؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على مختلف النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية؛
- اختبار العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر.

ثامنا: أسباب اختيار الموضوع

تمثلت أسباب اختيار الموضوع في ما يلي:

- تماشي موضوع الدراسة مع التخصص العلمي الدقيق للباحث وهو المحاسبة والمالية.
- الاهتمام باختبار النظريات المالية التقليدية والحديثة في البيئة الجزائرية.
- الرغبة في التعرف على قدرة النظريات المالية في تفسير سلوك المسيرين في المؤسسات الجزائرية.
- قلة الدراسات حسب اطلاعنا في الموضوع التي تناولت البيئة الجزائرية.

تاسعا : حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في ما يلي:

- الحدود المكانية: تقتصر الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.
- الحدود الزمانية: تمتد فترة الدراسة من سنة 2010 إلى 2021.

عاشرا: منهج الدراسة

يهدف الإحاطة بجميع جوانب الموضوع والإجابة على الأسئلة الرئيسية والفرعية واختبار صحة الفرضيات، تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجزء النظري من الدراسة، وذلك لعرض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي وأنواع مصادر التمويل وتكاليف التمويل، بالإضافة إلى الإحاطة الكافية بمفهوم القيمة في المؤسسة الاقتصادية وعملية التقييم، وكذلك عرض مختلف النظريات المالية المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فيما تم الاعتماد على المنهج الإحصائي القياسي في الفصل التطبيقي من الدراسة لعرض مختلف قرارات التمويل وتأثيرها على قيمة المؤسسات محل الدراسة عن طريق الاعتماد على بيانات بانل لثلاث شركات مدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من 2010 إلى 2021.

الحادي عشر: صعوبات الدراسة

تمثلت أبرز الصعوبات التي واجهتها الدراسة في ما يلي:

- صعوبة في الحصول على بعض بيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.
- من أبرز الصعوبات التي واجهت الدراسة هي النقص الكبير في المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر حيث أن

المؤسسات مثل مؤسسة روية، بيوفارم وأوم انفست انضمت للبورصة بعد سنة 2010 مما أدى إلى صغر حجم عينة الدراسة.

الثاني عشر: هيكل الدراسة

من أجل الإلمام بجميع جوانب الدراسة تم تقسيمها إلى أربع فصول تتقدمها مقدمة وينتهون بخاتمة وذلك كما يلي:

- **الفصل الأول:** تم في هذا الفصل التعريف بمفهوم القيمة والتقييم في المؤسسة الاقتصادية حيث تم في المبحث الأول التعريف بماهية القيمة في المؤسسة اقتصاديه فيما تم في المبحث الثاني شرح مفهوم التقييم وطرقه، بينما تم في المبحث الثالث دراسة مجموعة من المؤشرات لقياس قيمة المؤسسة الاقتصادية.

- **الفصل الثاني:** تم في هذا الفصل محاولة التعريف بالإطار العام للهيكل المالي ومكوناته، حيث تم في المبحث الأول عرض مفاهيم العامة حول التمويل، فيما تم في المبحث الثاني عرض أنواع مصادر التمويل المتوفرة المؤسسات الاقتصادية بينما تم في المبحث الثالث التطرق لمفهوم تكاليف التمويل وطرق تقديرها وقياسها.

- **الفصل الثالث:** تم في هذا الفصل عرض مجموعة من النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حيث تم في المبحث الأول عرض النظريات التي تفترض وجود سوق كامل، فيما تم في المبحث الثاني عرض النظريات التي تفترض وجود سوق غير كامل، بينما تم في المبحث الثالث عرض مجموعة من النظريات الحديثة المتعلقة بالهيكل المالي.

- **الفصل الرابع:** تم في هذا الفصل دراسة العلاقة بين تركيبه الهيكل المالي وقيمه الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة من سنة 2010 إلى 2021، حيث تم في المبحث الأول تقديم نظره عامة حول بورصة الجزائر والمؤسسات المدرجة بها محل الدراسة فيما تم في المبحث الثاني التعريف بمنهجية ومتغيرات الدراسة والقيام بدراسة إحصائية وصفية لبعض خصائص متغيرات الدراسة، بينما تم في المبحث الثالث تقدير نموذج قياسي عن طريق استخدام بيانات بانل.

الفصل الأول:

الإطار النظري لقيمة المؤسسة
الاقتصادية

تمهيد:

إن موضوع القيمة في الفكر الاقتصادي موضوع ذو أهمية بالغة، حيث لا يمكن القيام بعمليات التصفية أو الإدماج وغيرها من الأعمال الاقتصادية بدون المرور على مفهوم قيمة الأصل أو قيمة المؤسسة، حيث تشير النظريات المالية المعاصرة على أن الهدف الرئيسي الواجب القيام به من طرف المديرين الماليين هو البحث عن طرق فعالة وناجعة للرفع من قيمة المؤسسة، وهذا بهدف الرفع من ثروة الملاك، حيث ظهر مفهوم الإدارة القائمة على القيمة (Value-Based Management) والذي يجعل القيمة العامل الرئيسي في عملية التسيير، وبالرغم من اختلاف أساليب تقييم المؤسسات ومؤشرات قياس قيمتها، إلى أن هذه الأساليب تتفق في الجوهر.

ومن أجل الإلمام بجميع المفاهيم المتعلقة بقيمة المؤسسة الاقتصادية قمنا في هذا الفصل بتوضيح ماهية القيمة في الفكر الاقتصادي والتطرق أيضا لماهية تقييم المؤسسات وطرقها، إضافة إلى التعرف على أبرز مؤشرات قياس القيمة التقليدية منها والحديثة.

ولأجل ذلك تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث هي:

- المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية.
- المبحث الثالث: مؤشرات قياس قيمة المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة الاقتصادية

يمثل موضوع القيمة أحد المواضيع الأساسية في الفكر الاقتصادي والمالي على مر العصور، حيث ترى النظريات المالية المعاصرة أن الهدف الرئيسي للمؤسسات الاقتصادية يتمثل في البحث على الطرق اللازمة واتخاذ القرارات الفعالة للرفع من قيمة المؤسسة، وبالتالي الرفع من ثروة الملاك، وستتطرق في هذا المبحث إلى ماهية القيمة في المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال التعرف على قيمة المؤسسة في الفكر المالي والمحاسبي، كما سيتم التطرق أيضا إلى أشكال القيمة المختلفة في المحاسبة، وماهية عملية التقييم ومراحلها.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول قيمة المؤسسة الاقتصادية

مع ظهور مفهوم التسيير بالقيمة في الفكر المالي المعاصر (Value-Based Management)، أصبح مفهوم القيمة أحد أهم المواضيع في الإدارة المالية المعاصرة، حيث يسعى المسيرين إلى اتخاذ قرارات تؤدي إلى الرفع من قيمة المؤسسة، مما يجعلها المعيار الأساسي لتقييم كفاءة الإدارة، و الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، و يعتبر تقييم الأصول في المؤسسة عاملا أساسيا في اتخاذ الأطراف الداخلية والخارجية ذات العلاقة بنشاط المؤسسة القرارات الصائبة في عملية التمويل والاستثمار، وستتناول في هذا المطلب إلى تعريف قيمة المؤسسة من وجهة نظر الفكر الاقتصادي والمحاسبي، والعوامل التي من شأنها أن تؤثر على القيمة في المؤسسة الاقتصادية.

أولا: تعريف قيمة المؤسسة في الفكر الاقتصادي

يمكن تعريف قيمة الأصل على أنها المبلغ المقابل لهذا الأصل، أو الحق في تحقيق عوائد في المستقبل من جراء استعمال هذا الأصل (حماد، 2000، الصفحات 5-6).

و تعرف القيمة في الفكر الاقتصادي على أنها المقابل الذي يقوم في مقام أصل ما سواء كان هذا المقابل نقدي أو عيني، كذلك تتمثل قيمة الأصل في مدى قدرته على تحقيق عوائد مستقبلية باستعماله في الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة، وعموما يمكن تقسيم مفهوم القيمة من المنظور الاقتصادي إلى قسمين هما: (خيري، 2019، صفحة 4)

- **القيمة التبادلية:** يقصد بالقيمة التبادلية للأصل، قدرة الأصل على اقتناء وحدات من أصل آخر متوفر في السوق، مقابل وحدة واحدة منه.
- **القيمة الاستعمالية:** وتعلق هذه القيمة بمبدأ المنفعة، حيث تتمثل القيمة الاستعمالية للأصل في حجم المنفعة التي تتحصل عليها المؤسسة من استعماله في أنشطتها، وهي تعبر عن قدرة المؤسسة على إشباع احتياجاتها، وتحقيق عوائد مستقبلية من جراء استعماله، حيث تزيد القيمة الاستعمالية للأصل كلما زادت حاجة المؤسسة له،

أو ارتفعت العوائد المستقبلية الناجمة عن استخدامه.

وبالرغم من هذه التفرقة بين القيمة التبادلية والقيمة الاستعمالية، فإن الفكر الاقتصادي يركز في تفسيره للقيمة على مفهوم القيمة التبادلية، وذلك لأن الإلمام بأسسها وقواعدها يعتبر أسهل مقارنة بالقيمة الإستعمالية، حيث تتميز السلع من ناحية الكيف بخاصية مشتركة تجعلها ذات قابلية للمبادلة فيما بينها بالرغم من الاختلاف في قيمتها الإستعمالية، وتتمثل هذه الخاصية في أن السلع نتاج لعمل اجتماعي مجرد، وعليه فإن القيمة تظهر في شكل قيمة المبادلة، والتي تمثل العلاقة بين القيمتين.

وتجدر الإشارة، أنه من المهم التفريق بين مفهوم القيمة والسعر، حيث يقصد بسعر الأصل الثمن الضروري للحصول على أصل ما في السوق عند طرف معين كنتيجة لالتقاء قوى الطلب والعرض، وهو يمثل المبلغ المدفوع مقابل اقتناء أصل معين، بينما تعتبر قيمة الأصل كامنة في جوهره وترجم هذه القيمة إلى سعر محدد عند القيام بعملية التبادل. (مسعد، 2023، صفحة 59)

ويمكن أن يتغير سعر الأصل لعدة عوامل، قد تجعله يتجاوز قيمته الحقيقية، أو يكون أقل منها، حيث تختلف المنفعة المتوقعة من الأصل من مشتري إلى آخر، ولذلك قد يعتبر الأصل ضئيل المنفعة لمشتري ما يمارس نشاط معين، وعالي المنفعة لمشتري آخر يمارس نشاط مختلف.

وتشير النظرية النيوكلاسيكية أن الهدف الأساسي للمؤسسة الاقتصادية يتمثل في تعظيم أرباحها التي تخضع لقيد دالة الإنتاج، حيث استخدمت النظرية المالية نماذج لها نفس الشكل لاستخراج قواعد توجيهية تهدف إلى تسهيل معرفة القرارات التي يتوجب على المؤسسة اتخاذها لتعظيم دالة الهدف، وقد وجهت العديد من الانتقادات للنظرية النيوكلاسيكية أدت لتخلي النظرية المالية عن هذا المفهوم، وتبني فكرة تعظيم ثروة الملاك، حيث تبنت النظرية المالية مفهوم القيمة كهدف أساسي للمؤسسة، والتي يجب عليها السعي لتعظيمها، واتخاذ القرارات المالية التي من شأنها تعزيز قيمة المؤسسة، ويرجع ظهور مفهوم القيمة إلى الاقتصادي (1938) J.B Williams والذي أشار إلى أن قيمة المؤسسة كأصول معنوية ومادية يتم تحديدها من خلال قيمة جميع تدفقاتها المالية. (قدوج، 2021، صفحة 76)

ويعتبر الفكر المالي الحديث أن الهدف الأساسي المعاصر للمؤسسة الاقتصادية هو تعظيم ثروة ملاكها والأطراف الأخرى التي لها مصالح في المؤسسة، وعليه فإن استمرار المؤسسة في ممارسة أنشطتها مرتبط بشكل أساسي بقدرتها على خلق القيمة، ولذلك فإن المؤسسات التي تتبنى هذا الطرح عملياً، تكون ملزمة بأن تكون جميع قراراتها موجهة لتحقيق هدف خلق القيمة. (حركاتي، 2018، صفحة 68)

ثانيا: قيمة المؤسسة في الفكر المحاسبي

يعتبر الفكر المحاسبي ذو دور بارز في قياس وتفسير مفهوم القيمة عن طريق استخدام الأرقام في التعبير عن الجوانب الاقتصادية في الكيانات الاقتصادية المختلفة، لتحديد مركزها المالي من خلال تسجيل العمليات ذات الطابع المالي والتجاري للمؤسسة في الدفاتر والسجلات، واستخلاص نتائج الأعمال، وتقديم صورة عن المركز المالي للمؤسسة في فترات محددة، وذلك في ظل الاختيار السليم للأسس التي سيعتمد عليها في استخراج نتائج الأعمال، وتحديد مصادر الأموال المستثمرة، ومجالات استثمارها (بن منصور، 2009، صفحة 116) ويرتكز الفكر المحاسبي على مدخلين أساسيين هما:

1- مدخل التكلفة:

يعتمد مدخل التكلفة على مفهوم النفقة في عملية التقييم المحاسبي، وهو يركز على طريقتين أساسيتين (الصبان، أبو المكارم، و الدهراوي، 2000، الصفحات 42-48):

1-1- طريقة التكلفة التاريخية: و تعتمد على تقييم أصول المؤسسة بما يعادل الثمن النقدي لحيازتها، وعدم الأخذ بعين الاعتبار التقلبات في القيم السوقية الطارئة على هذه التكلفة بعد الحيازة.

1-2- طريقة التكلفة التاريخية المعدلة: تعتبر هذه الطريقة أن التكلفة التاريخية تقدم معلومات موضوعية، ولكنها تعتبر أقل ملائمة عند اتخاذ القرارات، وذلك لأنها تحمل التغير في الأسعار، ما يجعلها تقدم صورة عن الأحداث الاقتصادية الماضية، ولا تعكس الأحداث الجارية ولذلك فإن هذه الطريقة تعمل على تعديل وحدة القياس بالأسعار السوقية الحالية مع وجود أساس التكلفة التاريخية.

2- مدخل القيمة :

يعتمد مدخل القيمة في قياس نتائج الأعمال وتصوير المركز المالي على أساس مفهوم القيمة، وهي تركز على الطرق التالية: (الدسوقي، 1995، الصفحات 8-11)

1-2- طريقة التكلفة الاستبدالية الجارية: تقدم هذه الطريقة دقة عالية في تحديد نتائج الأعمال، وهذا ما يحقق واقعية في القياس، وبالتالي الحفاظ على رأسمال المؤسسة، مما ينعكس أثره في المحافظة على الأسعار السوقية للأسهم، وفي المقابل فإن هذه الطريقة تعرضت لجملة من الانتقادات منها ما يتعلق بصعوبة تحديد ماهية تكلفة الاستبدال التي يجب الاعتماد عليها، كما أن الحفاظ على أسعار الأسهم السوقية لا يرتبط فقط بالحفاظ على رأس المال المادي للمؤسسة، ويوجد عدة عوامل أخرى تؤثر على الأسعار، منها ما يتعلق بمقدار العوائد المستقبلية المتوقعة، معدل النمو والخصم للمؤسسة، ودرجة مخاطرها.

2-2- طريقة محاسبة التحديث المستمر: تركز هذه الطريقة على افتراض أن ممارسة المؤسسة لنشاطها الاقتصادي يتطلب منها الاختيار بين بدائل التشغيل المختلفة، وذلك بسبب ندرة مواردها المتاحة، ويمكن قياس مشاركة المؤسسة في الأعمال باستعمال مفهوم تكلفة الفرصة البديلة لأصول المؤسسة في صورتها الحالية، والتي تكافئ المقابل النقدي الجاري لهذه الأصول، أي قيمة بيعها الجارية في السوق، والتي تمثل سعر قابل للتحقق بشكل فوري، في المقابل وجهت لهذه الطريقة عدة انتقادات، منها ما يتعلق باختلاف أسلوب تقييم المركز المالي للمؤسسة.

2-3- طريقة الدخل المتوقع: تعتمد هذه الطريقة على مفهوم القيمة الاقتصادية، وذلك بالعمل على قياس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة كنتيجة لاستغلال موارد المؤسسة المتاحة، وبالتالي تقدم هذه الطريقة معلومات تساعد في قياس القيمة الحقيقية للمؤسسة، والتي يعبر عنها في صورة القيمة الحالية للمنافع المتوقعة، مما يترتب عليه الحفاظ على القدرة الإيرادية المستقبلية لرأس المال، وبالتالي الرفع من ترشيد اتخاذ القرارات الاقتصادية الملائمة، وفي المقابل تعرضت هذه الطريقة لعدة انتقادات تتمثل أساسا في عدم موضوعية القياس عند ظروف عدم التأكد المستقبلي.

ثالثا: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

تتأثر قيمة المؤسسة بالعديد من العوامل منها ما هو داخلي وما هو خارجي وذلك كما يلي: (قدوج، 2021، صفحة 79):

1- العوامل الداخلية:

تتمثل هذه العوامل في المزايا التنافسية للمنتج والتي ترتبط بالأسعار، سياسة التسويق وخدمات ما بعد البيع، وكذلك كفاءة تمويل عمليات المؤسسة ومستوى الابتكار في دورات المنتج، كما ترتبط هذه المزايا التنافسية للمنتج بالقدرة التنافسية لدى الأفراد و كفاءة التعامل مع الموردين.

2- العوامل الخارجية:

وتتمثل في السياسة الجبائية للدولة، التشريعات القانونية، ومدى التطور في اقتصاد الدولة وقدرة السوق التنافسية.

المطلب الثاني: أشكال القيمة في المؤسسة

تختلف أشكال القيمة في الفكر المحاسبي باختلاف وجهة نظر الباحثين والمفكرين، والتي قد تكون سوقية أو استثمارية، أو قانونية، كما يمكن أن تكون القيمة في شكل معنوي غير ملموس، حيث سنتعرف في هذا المطلب

على الأشكال المختلفة للقيمة في الفكر المحاسبي، والتي يمكن حصرها في ما يلي:

1- قيمة الحياة:

يطلق عليها كذلك القيمة الدفترية، وهي تعبر عن تكلفه الحياة عن استثمار معين، حيث يتسنى من خلاله إدخاله في ملكية المؤسسة، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، وهي تعتبر محل انتقاد لأنها لا تعكس في الغالب الواقع في حالات التضخم، وبقاء الأصل في حوزة المؤسسة لفترة طويلة، ولأجل حساب القيمة الدفترية لأصل ما، يتم طرح قيمه الاهتلاكات المتراكمة من التكلفة التاريخية لهذا الأصل، وعند الرغبة في قياس قيمة المؤسسة وفق هذا المفهوم، يتم جمع كل القيم الدفترية لأصول المؤسسة مخصوما منها القيم الدفترية للخصوم المستحقة، والتي يعبر عنها في المحاسبة بالأصل الصافي المحاسبي. (سويسي، 2008، صفحة 40)

2- القيمة السوقية العادلة:

عرفت من طرف وكالة الإيرادات الداخلية الأمريكية على أنها السعر التي تتحول عنده الملكية من طرف إلى آخر، يكون كلاهما على دراية معقولة بالحقائق المتعلقة بالعملية، وراغبين في إتمام الصفقة بدون إكراه، كما عرفت لجنة معايير التقييم الدولية على أنها مبلغ مقدر يمكن في مقابله القيام بعملية تبادل لأصل ما في تاريخ التقييم بين مشتري وبائع لهما مطلق الحرية والرغبة في القيام بالعملية بدون وجود إكراه، في سوق محايد تتوفر فيه المعلومات الكافية حول الصفقة لكل منهما، وهي تعتبر أكثر أنواع القيمة استعمالا. (مسعد، 2023، صفحة 60)

3- القيمة السوقية:

تعبر القيمة السوقية عن ثمن تنازل مالك أصل ما عن الأصل لطرف آخر في السوق، وتنبثق هذه القيمة كنتيجة لالتقاء قوى الطلب والعرض، وهي تمثل المبلغ الذي سيحصل عليه البائع (أو يدفعه المشتري)، إذا ما قرر بيع الأصل (أو شراء الأصل) في السوق، وتتأثر القيمة السوقية بالعديد من العوامل المتعلقة بنشاط المؤسسة الداخلي كقدرتها على توليد الإيرادات ومستوى الخطر في استثماراتها، وعوامل خارجية تتمثل في الظروف الحالية للسوق، وتعتبر القيمة السوقية أكثر أشكال القيمة استخداما في تقييم المؤسسات.

4- قيمة شهرة المحل:

تعتبر شهرة المحل عنصرا من التثبيات المعنوية، وهي تتمثل في مجموع الصفات التي تجعل العملاء ينجذبون لمؤسسة ما على غيرها من المؤسسات، ولا يمكن قياس هذه الصفات بدقة، ويتم قياس شهرة المحل عند اندماج المؤسسة أو إعادة التقييم من أجل دخول ملاك جدد، وهي تمثل الفرق بين المبلغ الذي تم دفعه نظير مؤسسة مكتسبة، والقيمة العادلة في السوق لهذه المؤسسة. (مسعد، 2023، صفحة 62)

5- القيمة المتبقية:

هي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة في مقابل أصل ما عند نهاية مدة منفعة بعد خصم تكاليف الخروج. (الجريدة الرسمية الجزائرية. ع19، 2009، صفحة 91)

6- قيمة التصفية:

يقصد بقيمة التصفية، القيمة التي تتخلى بها المؤسسة على أصولها عند تصفيتها، حيث تضطر المؤسسة للتخلي على أصولها، عندما تعجز على الوفاء بالتزاماتها أو عند تحقيقها لخسائر مستمرة، بثمن معين يمثل قيمة تصفية الأصل، وتنقسم التصفية إلى نوعين هما: (مسعد، 2023، صفحة 63)

- **تصفية إجبارية:** وهي تعبر عن المبلغ الصافي الذي يحققه الأصل، إذا ما تم عرضه في سوق مفتوحة حيث يكون كل من البائع والمشتري على معرفة كاملة بهذا الأصل، ولكن يكون البائع في هذه الحالة مجبرا على البيع، ويكون المشتري غير مجبرا على الشراء.

- **تصفية منظمة:** هي تشبه التصفية الإجبارية، لكنها تختلف من ناحية الإتاحة للبائع فترة زمنية معقولة لإيجاد مشتري، حيث يكون البائع مجبرا على البيع، والمشتري راغبا في الشراء غير مجبر.

7- القيمة الاستثمارية:

تتعلق هذه القيمة بقيمة المنافع المستقبلية المتوقعة من الأصل بالنسبة للمشتري، حيث ترتبط القيمة الاستثمارية بالقيمة السوقية العادلة، إلا أن تساوي قيمتهما يعتبر نادر الحدوث، وذلك بسبب التباين الكبير بين توقعات وافتراضات المشترين، مما يؤدي إلى تباين في السعر الذي يكون المشترون مستعدون لدفعه مقابل الأصل، كما تختلف هذه القيمة من مشتري إلى آخر لعدة عوامل وتتمثل في ما يلي: (مسعد، 2023، صفحة 61)

- مدى رغبة المشتري في أن يدخل أسواق جديدة؛
- فرص خلق القيمة المتوقعة؛
- الوضعية الجبائية للمشتري؛
- مدى تفاؤل المشتري، وطبيعة سلوكه في التعامل مع المخاطر.

8- قيمة الإحلال:

تمثل قيمة الإحلال لأصل ما، التكلفة اللازمة لاقتناء أصل جديد يقدم منفعة مساوية، كما أن تقدير التكلفة الإحلالية يقوم بالأخذ بعين الاعتبار الكيفية التي يتم بها استبدال الأصل بأصول أحدث، وتكنولوجيا متطورة. (راجحي و بومزايد، 2018، صفحة 371)

9- القيمة الإجمالية:

هي القيمة التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الإهلاك وتخصيص المؤونة. (بكري، 2011، صفحة 14)

10- قيمة المشروع المستمر:

هي عبارة عن أصل معنوي يملكه مشتري مؤسسة ما، وتعكس هذه القيمة أن المؤسسة التي تم الحياة عليها بها موظفين وإدارة، ولها زبائن، وموردين، ويستخدم هذا المفهوم في حالة صعوبة البرهنة على وجود شهرة محل أو لا. (مسعد، 2023، صفحة 62)

المطلب الثالث: ماهية تقييم المؤسسة

تعتبر عملية التقييم عملية مركبة و معقدة يتم انجازها بالمرور على مراحل عدة، وهي تسعى إلى التعرف عن القيمة الحقيقية لأصول المؤسسة، وبالتالي التعرف على قيمة المؤسسة، ويقوم بعملية التقييم خبير ذو معرفة جيدة بالمؤسسة ودوافعها، ويمكن أن يتم القيام بعملية التقييم لأجل تحقيق عدة أهداف، بحسب دوافع المؤسسة من القيام بالعملية، وسنسعى في هذا المطلب إلى التعرف عن مفهوم عملية تقييم المؤسسة، ودوافع المؤسسة من عملية التقييم ومراحلها.

أولاً: مفهوم عملية تقييم المؤسسة

يقصد بتقييم مؤسسة ما أو مشروع ما هو إصدار حكم حول الوضعية الحالية أو المستقبلية للمؤسسة أو المشروع، وهذا ما يتطلب إجراء تشخيص دقيق للحصول عن كافة المعلومات الكافية (جبار، 2011، صفحة 174)

ويعرف التقييم على أنه الجهد المبذول في قياس القيمة الحقيقية لأصل ما، باستخدام أساليب محاسبية وإحصائية، ويقصد بتقييم المؤسسة أيضا تحديد قيمة أموالها الخاصة، أي تحديد ثروة الملاك. (مسعد، 2023، الصفحات 64-65)

وتعرف عملية تقييم المؤسسة كذلك بأنها عملية معقدة يتم انجازها عن طريق إتباع المقيم لمجموعة من الخطوات والمراحل من أجل التوصل للقيمة العادلة للمؤسسة، وتعتبر أهم مراحلها، مرحلة التشخيص، وذلك لكونها تساهم بشكل أساسي في تحديد قيمة المؤسسة الحقيقية. (راجي و بومزايد، 2018، صفحة 373)

مما سبق يمكن تعريف عملية التقييم على أنها عملية مركبة ومعقدة تتضمن العديد من الخطوات والمراحل وتهدف إلى تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية عن طريق استخدام أساليب القياس المحاسبية

والإحصائية من أجل التوصل إلى القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية، وبالتالي التعرف على القيمة العادلة للممتلكات المؤسسة وتحديد القيمة الحقيقية لثروة ملاكها.

ومن أجل القيام بعملية التقييم بشكل جيد يجب أن تتوفر بعض العوامل التي يفترض أن يأخذها المقيم بعين الاعتبار، نذكر أبرزها في ما يلي: (بن ضب، 2009، صفحة 21):

- يجب على المقيم أن يكون على دراية معمقة بالمؤسسة الاقتصادية محل التقييم؛
- يجب على المقيم أن يعتمد على قوائم مالية تمت المصادقة عليها من محافظ الحسابات؛
- يجب على المقيم أن يأخذ بعين الاعتبار مستقبل المؤسسة عند القيام بعملية التقييم؛
- يجب الأخذ بالحسبان تكلفة التقييم التي تتحملها المؤسسة لوصولها للهدف المعين؛
- إن اختلاف المحيط يفرض على المقيم استخدام طريقة معينة، والتي يختارها عن طريق المراجعة.

ثانيا : دوافع عملية التقييم

تقوم المؤسسة بعملية التقييم من أجل التوصل إلى الوضعية الحقيقية للمؤسسة، وذلك لعدة أسباب نذكر أبرزها فيما يلي: (بن ضب، 2009، صفحة 20):

- السيطرة على شركة أخرى بامتلاك نسبة من رأسمالها؛
- الاندماج بين الشركات؛
- التقييم الجزئي لأموال المؤسسة، أو إعادة تقييم ميزانيتها؛
- الدخول إلى البورصة؛
- التنازل عن شهرة المحل؛
- فتح المؤسسة لرأسمالها للاكتتاب العام إما بشكل كلي أو جزئي، أو الرفع من رأسمالها من أجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة؛
- إقامة شراكة بين المؤسسات؛
- تقييم الأداء المالي للمؤسسة، ومردودية الأموال المستثمرة؛
- تطور الذمة المالية المتراكمة، وقياس إنشاء القيمة في المؤسسة.

ثالثاً: مراحل عملية التقييم

تعد عملية التقييم عملية معقدة وتنجز وفق مراحل متعددة من أجل تحقيق الأهداف المسطرة لها، حيث يمكن حصر أبرز مراحل عملية التقييم في ما يلي: (بكري، 2011، الصفحات 17-25)

1- مرحلة تحديد المهمة:

إن عملية التقييم لا تعتبر في حد ذاتها هدفاً للمؤسسة، بل هي عبارة عن وسيلة تتم وفقها معرفة القيمة الحقيقية للمؤسسة وذلك وفقاً للغاية التي من أجلها قامت المؤسسة بعملية التقييم، حيث يتم استخدام التقييم في عدة حالات ولعدة دوافع، ولذلك فإن تحديد المهمة المتعلقة بعملية التقييم تعتبر ركيزة أساسية من أجل إنجاحها، ووفق هذا الأساس يتم تحديد إطار الدراسة، والذي من خلاله يتسنى بناء مخطط الأعمال.

2- مرحلة جمع المعلومات:

تمثل عملية جمع المعلومات القاعدة الأساسية التي تبنى عليها القرارات المتخذة من طرف المؤسسة الاقتصادية، حيث أن جمع المعلومات تعتبر مرحلة مهمة في عملية التقييم، تساعد الأفراد الذين يقومون بعملية التشخيص والتقييم على تنفيذ مهامهم في المؤسسة، ويتم الحصول على المعلومات وخاصة المعلومات المحاسبية عن طريق نظام المعلومات المحاسبي والذي يحصر ويجمع البيانات المالية من المصادر الخارجية والداخلية وتحويلها إلى معلومات مفيدة للمستخدمين.

3- مرحلة التشخيص:

هي عملية يتم من خلالها السعي للتعرف عن نقاط القوة في المؤسسة ومحاولة تعزيزها، ونقاط الضعف، والقيام بتحسينها لغرض تحقيق الأهداف المرجوة.

حيث بالاعتماد على المعلومات والوثائق التي تم جمعها يقوم المكلف بعملية التشخيص بالوقوف على نقاط القوة ونقاط الضعف في المؤسسة وتقييم التوقعات والقدرات على التكيف، كالموارد التقنية، المناخ الاجتماعي، تطور المنتج والتسيير التجاري (LOUART, 1999, p. 273). وتكمن أهمية التشخيص في القدرة على الاستفادة من نتائج الأعمال في الماضي والاستشراف بها عن المستقبل.

تعتبر عملية التشخيص أساسية في اتخاذ القرارات والاستراتيجيات المالية للمؤسسة في إطار خلق الثروة، والتي تتطلب استثمارات كافية ذات مردودية، وتعتبر دراسة أهمية ودور المؤسسة والسياسات الاستثمارية والتمويلية الخاصة بها في هذه المرحلة ضرورية وذات أهمية، وذلك لأنها تقدم صورة شاملة عن وضعية المؤسسة وتؤدي بالحلل إلى تقديم توصيات في تقريره.

وتسعى عملية التشخيص لتحقيق عدة أهداف، تتمثل أبرزها في ما يلي:

- تساعد على اتخاذ القرارات المالية بأعلى عائد، وأقل تكلفة؛
 - تقديم معلومات جاهزة لمسؤولي المؤسسة لمساعدتهم في اتخاذ القرارات ذات الأثر المالي؛
 - إظهار الحقائق، عن طريق تفسير الأرقام وتوضيح نقاط الضعف ونقاط القوة في المؤسسة؛
 - معرفة وضع المؤسسة الحالي في السوق وماهية الجهود اللازمة لتعزيزه مستقبلاً.
- وبعد الانتهاء من المراحل السابقة وقبل إجراء عملية التقييم يتعين على المقيم اختيار طريقة التقييم المناسبة، وترتكز هذه الطرق على مفاهيم الذمة المالية، العائد وشهرة المحل.

المبحث الثاني: طرق تقييم المؤسسة الاقتصادية

إن اختيار طريقة التقييم تعتبر أحد أهم المراحل في عملية التقييم، حيث يقوم المقيم باختيار طريقة التقييم على حسب الأهداف التي سطرها المؤسسة، ودوافعها من القيام بعملية التقييم وترتكز هذه الطرق على العديد من المفاهيم الاقتصادية والمالية، حيث تعتمد بعضها على مفهوم الذمة المالية للمؤسسة، بينما تعتمد بعضها الآخر على مفهوم العائد، وقدرة المؤسسة على توليد عوائد مستقبلية من استعمال أصولها، وسنتطرق في هذا المبحث إلى أبرز طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية.

المطلب الأول: طرق الذمة المالية

تسعى طرق الذمة المالية في تقييم المؤسسات الاقتصادية إلى التوصل للقيمة الإجمالية للمؤسسة بالاعتماد على بنود الميزانية المالية المسجلة بالتكلفة التاريخية، وتقوم بعض طرق الذمة المالية بالقيام بتعديلات وتصحيحات على بنود الميزانية من أجل التوصل لقيمة المؤسسة، وسنسعى في هذا المطلب إلى التعرف على طريقة الأصل الصافي المحاسبي، وطريقة القيمة الجوهرية، وطريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

أولاً: طريقة الأصل المحاسبي الصافي

تعتبر طريقة الأصل المحاسبي الصافي أن قيمة المؤسسة تقاس من خلال وضعية أصولها الصافية، وهي تمثل صافي المركز المالي للمؤسسة الذي يستخرج من الميزانية المحاسبية، والتي تساوي مجموع أصول المؤسسة الحقيقية مخصوما منها ديونها المستحقة، وهي تمثل بالتالي الأموال الخاصة في المؤسسة مضافا إليها نتيجة الدورة مخصوما منها المصاريف الإعدادية. (بلقاسم، 2008، صفحة 132)

ويتم قياس الأصل المحاسبي الصافي بالصيغة التالية: (Corhay & Mbangala, 2007, p. 149):

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{مجموع أصول} - \text{مجموع الديون والمخصصات}$$

ويعتبر الأصل الصافي المحاسبي مجرد طريقة محاسبية تسمح بتتبع التغيرات الحاصلة في صافي المركز المالي للمؤسسة الاقتصادية من خلال تأثير مردودية أنشطتها العملية على وضعية أموالها، وذلك من أجل التعرف على إمكانية التطور والاستمرار وسياسات توزيع الأرباح، كذلك مدى احترام المؤسسة للمتطلبات القانونية المتعلقة بالاحتياطات الإلزامية، بالإضافة إلى نطاق تأثير الخسائر عليها والذي يمكن أن يؤدي إلى عدة تغيرات في شكلها القانوني أو تطبيق قواعد الإفلاس والتصفية عليها، إلا أنها لا تعكس القيمة الحقيقية للمؤسسة ولهذا لا يمكن الاعتماد على هذه الطريقة كأسلوب لتقييم المؤسسات. (بلقاسم، 2008، الصفحات 133-134)

ثانيا: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح

تعتمد طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح على القيام بالتصحيحات الضرورية على كل من بنود الأصول والخصوم من أجل التوصل لتصور أكثر دقة وصدقا للحقيقة الاقتصادية لميزانية المؤسسة، ويمثل الأصل المحاسبي الصافي المصحح الفرق بين الأصول المصححة والخصوم المصححة، حيث يوجد ضرورة لتصحيح القيم التي تنشأ من طرق الاهتلاك، الانخفاض النقدي، وكذلك التغير في أسعار السوق، والطرق المحاسبية، والتي يمكن أن تظهر فروقات بين الميزانيتين الاقتصادية والمحاسبية (Mauguière, 1990)

في المقابل، عادة ما تكون القيمة السوقية للأصول والخصوم مختلفة عن قيمتها الدفترية بسبب التغيرات الطارئة في السوق، والاختلافات الكبيرة في القيم، مما يجعلها غير مقبولة في تحديد قيمة المؤسسة. (قدوج، 2021، صفحة 86)

ويتم قياس الأصل المحاسبي الصافي المصحح وفق الصيغة التالية (Miciuła, 2016, p. 173):

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{الأصول المصححة} - \text{الخصوم المستحقة المصححة}$$

ويمكن عموما حصر التصحيحات في بنود الأصول والخصوم في ما يلي: (Corhay & Mbangala, 2007, pp. 151-152)

- الأصول الغير ملموسة: الأصول الغير ملموسة كشهرة المحل مثلا، والتي تعتبر بدون قيمة، ولا يمكن أن تظهر في الأصل المحاسبي الصافي، حيث يمكن تقييم هذه العناصر باستخدام طريقة فائض القيمة Goodwill.
- الأصول الملموسة: يجب إعادة تقييم الأصول الملموسة وفق قيمتها في السوق، وليس حسب قيمتها الدفترية.
- الأصول المالية: تقييم سندات المساهمة وفق قيمتها في السوق.
- الأصول المتداولة: من أجل عدم المبالغة في تقييم الأسهم، يؤخذ بعين الاعتبار قواعد التقييم، وأساليب التسيير داخل المؤسسة، والوضع التكنولوجي والاقتصادي للمنتجات، وكذلك تقييم المستحقات التجارية وبنود الأصول المالية وفق القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، والتحقق من أن الانخفاض في قيم المستحقات ليس مبالغ فيه، ولا أقل من قيمته الحقيقية، وكذلك إقصاء كل المستحقات خارج الاستغلال من القياس.
- الخصوم: خصم كل المبالغ عديمة الفائدة الناتجة عن مصاريف التأسيس، وتسجيل الديون وفق القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية الناتجة عنها.

- **الضرائب:** إن إعادة صياغة الميزانية قد تؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية، أو ضرائب مؤجلة، حيث قد تكون بعض عناصر الأصول معرضة لخصم ضريبي ناتج عن الاهتلاكات، ما يرفع من وفورات الضريبة، التي يجب إضافتها إلى نتيجة الأصل الصافي، وفي المقابل فإنه بعد إعادة صياغة الميزانية يجب الإبلاغ على بعض بنود الخصوم التي تضاف إلى نتيجة الدورة والتي تخضع بدورها للضرائب المؤجلة بحسب خصمها من الأصل الصافي.

ويوجد بعض نقائص في طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح، نذكرها في ما يلي: (بلقاسم، 2008، الصفحات 137-138):

- تعتبر طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح طريقة يتطلب فيها اللجوء إلى خبرة من أجل تقييم أصول المؤسسة وخاصة القيم المنقولة. (Brilman & Marie, 1988)

- تعتبر هذه الطريقة ستاتيكية، تقييم المؤسسة على أساس ما تملكه من الأصول والديون، وليس على أساس ما تملكه من قيم الامتياز في مجال النشاط، حيث تعتبر أن القيمة تمثل مجموع قيم أصول المؤسسة مخصوما منها ديونها المستحقة، وكأن هذه الأصول منفصلة عن بعضها البعض، ولا تساهم في تحقيق نتائج من ممارسة هذا النشاط (J.C Tournier & J.B Tournier, 1998)، كما تقوم بإهمال القيم المعنوية الناتجة عن صورة المؤسسة وحصتها في السوق، خبرتها، عدد زبائنها، وكفاءة الموارد البشرية لديها، وتعتبر هذه العناصر أساسية ومحددة للقيمة وفق مبدأ استمرارية النشاط.

- لا تتلاءم هذه الطريقة مع المؤسسات التي بها معدلات نمو عالية، ولا يمكن تقييمها وفق أساس ما تملكه من قيم مادية بل وفق أساس قيمة الأعمال (J.C Tournier & J.B Tournier, 1998)، حيث أن العناصر المحددة لربحية المؤسسة ستكون محددة بشكل جوهري لقيمة المؤسسة، حيث يمكن أن ترتفع القيمة السوقية لأسهم المؤسسة أضعافا مقارنة بقيمة أصولها، في حال ما كانت تحقق نتائج أعمال ممتازة، وكان رقم أعمالها المسجل دوريا عدة أضعاف مقارنة بصافي مركزها المالي، وذلك كشركات تكنولوجيا مثلاً.

ثالثا: القيمة الجوهرية

ظهر مصطلح القيمة الجوهرية في عام 1960 من طرف خبراء ألمان، و تعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرار المقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول (بن ضب، 2009، صفحة 24)، وتحدد القيمة الجوهرية بتقدير جميع العناصر الحقيقية اللازمة من أجل تشغيل المؤسسة، وعليه، ووفق ما سبق فإن هذه القيمة تتمثل بشكل أساسي في قيمة أدوات الإنتاج. (قدوج، 2021، صفحة 86)

ويتحكم في تحديد القيمة الجوهرية عاملا يتمثلان في: (قدوج، 2021، الصفحات 86-87):

- العامل الأول: الأخذ بجميع عناصر التي لها مساهمة في تشغيل المؤسسة، سواء كانت مملوكة لها أو مؤجرة أو مستعارة

- العامل الثاني: الأخذ بعين الاعتبار العناصر المملوكة وغير المملوكة والتي تعتبر ضرورية في تشغيل المؤسسة، والتي تكون خاضعة لتقويم خاص كشهرة المحل وبراءات الاختراع والماركات، والتي تقيم عن طريق رسمة عوائدها الناتجة.

ويتم قياس القيمة الجوهرية كما يلي: (سويسي، 2008، صفحة 87) :

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتحديد والحفاظ على المعدات - العناصر الغير المملوكة للاستغلال

وتنقسم القيمة الجوهرية إلى قسمين هما (Chantal & Hubert, 1992, p. 37):

1- القيمة الجوهرية المخفضة:

هي تمثل القيمة الجوهرية الإجمالية مخصوما منها الديون بدون فوائد (مثل الأموال المتروكة بشكل مجاني تحت تصرف المؤسسة من طرف المسيرين، كذلك قروض موردي المؤسسة) ويتم قياس القيمة الجوهرية المخفضة كما يلي:

القيمة الجوهرية المخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد

2- القيمة الجوهرية الصافية:

تمثل القيمة الجوهرية الإجمالية مخصوما منها مجموع الديون، ويتم قياس القيمة الجوهرية الصافية كما يلي:

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون

فالقيمة الجوهرية الصافية بهذا المفهوم تقترب من الأصل الصافي المحاسبي المصحح ، إلا أنها تختلف عنها، في إضافة للأصل المحاسبي الصافي المصحح قيمة العناصر المؤجرة أو المستعارة الضرورية للاستغلال (خيري، 2019، صفحة 19)

تتماشى طريقة القيمة الجوهرية مع المنطق الاقتصادي، والذي يعتبر أنه يجب الأخذ بعين الاعتبار في تقييم المؤسسة، بالأصول التي تساهم في الأنشطة الاستغلالية وتولد منفعة مرتبطة بها فقط، أما الأصول الأخرى المملوكة من طرف المؤسسة ولكنها لا تستعمل في النشاط الاستغلالي (كأصول التوظيف) فإنها تستبعد من عملية التقييم، كما أن هذه الطريقة تسمح بحصر كل الأصول التي لا تستخدم في النشاط الاستغلالي والتي تمثل عنصر تضخيم

لحجم المؤسسة مقارنة بما يتطلبه نشاطها، ما يسمح بإعادة هيكلة هذه الأصول أو تحديد الأصول التي ستشكل موضوع تبادل عند القيام بعمليات بيع-شراء المؤسسات، ويعاب على هذه الطريقة إهمالها لشروط الاستغلال وعدم أخذها بعين الاعتبار لتكلفة التمويل التي مكنت من الحصول على هذه الأصول، إضافة إلى أنها مثل طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر المعنوية ذات الارتباط بالطاقة الربحية في تقييم المؤسسة. (بلقاسم، 2008، الصفحات 140-141)

رابعاً: طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

ظهرت طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال على يد كل من (A. Barnay & G. Calba) كنتيجة للانتقادات الموجهة لطريقة القيمة الجوهرية خصوصاً ما يتعلق بتمويل العناصر الضرورية للاستغلال، حيث تأخذ هذه الطريقة بالاعتبار كل الأموال الضرورية للاستغلال في المؤسسة، أي الموارد المالية المتعلقة بدورة الاستغلال وبدورة الاستثمار، والتي هي تقوم على أساس مفهوم التوازن المالي، حيث تتم تغطية الأصول الثابتة بالأموال الدائمة والأصول المتداولة بالخصوم. (مسعد، 2023، صفحة 71)

ويتم قياس الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كما يلي (Tchemeni, 1993, p. 14):

$$\text{الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال} = \text{القيمة الجوهرية الخام} - \text{احتياج رأس المال العامل للاستغلال}$$

وتشبه هذه الطريقة طريقة القيمة الجوهرية مع الاختلاف في عدم أخذها بعين الاعتبار إلا بأصول الاستغلال التي تمول بتمويل دائم، حيث ترجع طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال إلى مفهوم أدق للأصول الاقتصادية المستثمرة التي تتكون من الأصول الثابتة التي تم استثمارها في الاستغلال مضافاً إليها ما استثمر في تشغيل دورة الاستغلال، ويمكن نقد هذه الطريقة بنفس النقد الموجه للقيمة الجوهرية في كونها لا تأخذ بعين الاعتبار بتكلفة رأس المال والأصول المعنوية المرتبطة بالطاقة الربحية للمؤسسة في قياس القيمة (بلقاسم، 2008، صفحة 142)

المطلب الثاني: الطرق المرتكزة على العائد

بشكل مختلف عن طريقة الذمة المالية، تعتبر الطرق المرتكزة على العائد أن أصول المؤسسة ما هي إلا وسيلة للمؤسسة الاقتصادية تسعى من خلال استعمالها على تحقيق عوائد، حيث تعتبر هذه الطرق أن قيمة المؤسسة تتمثل في العوائد المستقبلية التي يمكن أن تحققها المؤسسة من خلال نشاطها الاقتصادي، وسنسعى في هذا المطلب إلى التعرف على طرق التقييم المرتكزة على مفهوم العائد.

أولاً: الطرق المرتكزة على الربح

1- المردودية :

تعتبر المردودية مقياس نقدي لمدى كفاءة الوسائل المالية والبشرية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة تسمح بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة، وتعتمد طريقة المردودية على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من أكثر الطرق استعمالاً بين الخبراء. (مويسي، 2018، صفحة 77)

ويتم قياس المردودية بالصيغة التالية: (Choinel, 1991, p. 128)

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+i)^t}$$

حيث:

FV: قيمة المؤسسة

n: عدد السنوات

B: المتوسط الحسابي للربح المتوقع

i: معدل الاستحداث

ويتعلق قياس قيمة المؤسسة وفق طريقة المردودية بثلاث متغيرات هي: (مويسي، 2018، الصفحات 77-78)

- **الربح** : على خلاف السعر، يتم استقاء الربح من مصادر خارجة عن السوق، وذلك بالاعتماد بالدرجة الأولى على القوائم المالية للمؤسسة، بحيث تتخذ الطرق التقليدية الربح التي تحصلت عليه المؤسسة خلال الثلاث أو الخمس السنوات الماضية التي سبقت عملية التقييم.
- ويتم قياسه كما يلي:

$$B = \frac{P_{t-3} + P_{t-2} + P_{t-1}}{3}$$

P_{t-a} : ربح السنة السابقة

- **معدل الاستحداث**: وهو معدل يسمح بتحويل القيمة الاسمية لمجموع مستقبلي إلى قيمة حالية، وهو يعبر عن المردودية المتوقعة من طرف المستثمرين، ويتم تحديد معدل الاستحداث من خلال مرحلتين، تتمثل الأولى في اختيار معدل الأساس وتتمثل الثانية في القيام بإدخال فارق بالمقارنة مع هذا المعدل، يترجم مدى مستوى الخطر المقدر للمؤسسة.

- **مدة الاستحداث**: يتم اختيار مدة الاستحداث من خلال دراسة العوامل الحساسة التي لها تأثير على ثبات النتائج على مستوى مقدر بالنسبة للمستقبل، وتتمثل هذه العوامل في ما يلي:

• **العوامل موضوعية:** بحوث أهمية الزبون، وجود احتكار، دراسات....، وغيرها من العوامل التي تبرر اختيار مدة أطول.

• **العوامل الذاتية:** شخصية المسيرين، علاقات الأعمال، قيمة إطارات المؤسسة....، وغيرها من العوامل، حيث يكون تأثيرها ممكن على المدى القصير.

وتكون المدة من سنة إلى ثلاث سنوات، ويمكن أن تكون خمس سنوات كأقصى حد في حالة تفوق العوامل الذاتية، وتكون من 5 إلى 8 سنوات في حال تفوق العوامل الموضوعية، ويؤدي تخفيض مدة الاستحداث إلى تخفيض رأس المال، ومن ثم انخفاض في علاوة الخطر، فالمعدل والفترة متضامين في هذا الصدد.

2- نسبة السعر / الربح (PER)

تلعب هذه الطريقة دورا هاما في تقييم المؤسسات الاقتصادية وهي تعبر عن عدد المرات (الدورات) اللازمة من أجل أن تغطي أرباح المؤسسة سعر السهم (مويسي، 2018، صفحة 79)، وبالتالي فإن انخفاض قيمة نسبة السعر / الربح (PER) تعتبر المؤشر الأفضل من أجل شراء أسهم المؤسسة، وفي المقابل فإن ارتفاع قيمة المضاعف (PER) يعد المؤشر الأفضل لبيع أسهم المؤسسة في مجمل الحالات. (بن منصور، 2009، صفحة 140)

ويتم قياس نسبة السعر / الربح وفق الصيغة التالية (Choinel, 1991, p. 130):

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

حيث:

PER: معامل نسبة سعر / الربح

E: أرباح المؤسسة

P: السعر السوقي للسهم

B: الربح الإجمالي للمؤسسة

ونجد أن هذا المضاعف يستخدم كثيرا في المقارنة بين الأسواق المالية المختلفة، وكذلك المقارنة بين مختلف القطاعات والمؤسسات كمؤشر في اتخاذ القرارات لدى المستثمرين، وكذلك المساعدة في التحليل من أجل التعرف على أوضاع الأسواق المالية من طرف المحللين الماليين، كما تلعب هذه الطريقة دورا مهما في تقييم المؤسسات المسعرة وغير المسعرة. (خيري، 2019، صفحة 23)

ثانيا: الطرق المرتكزة على التدفقات

ترتكز مقارنة التدفق النقدي في تقييم المؤسسة على التدفقات النقدية المستقبلية التي تنتج عن الاستثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الربح في المستقبل، وتدفقات الخزينة المتاحة، وهي تشكل معطيات هامة لجميع المستثمرين (خيرى، 2019، صفحة 24)

ويوجد عدة طرق ترتكز على مقارنة التدفقات، نذكر أبرزها في ما يلي: (خيرى، 2019، الصفحات 24-25):

1- طريقة القدرة على التمويل الذاتي:

يمكن استخدام هذا المفهوم في قياس قيمة مردودية المؤسسة الاقتصادية بدلا من استعمال مفهوم الربح الصافي المصحح، ويمكن استعمال القدرة على التمويل الذاتي بدلا من مضاعف السهم والربح في طرق مقارنة، وذلك نظرا للاتقادات الموجهة لهذا المضاعف فيما يتعلق بسياسة الاهتلاكات التي تميز بعض المؤسسات الاقتصادية أو القطاعات كقطاع الصناعات الثقيلة، حيث تعتبر القدرة على التمويل الذاتي أكثر تمثيلا لقدره الربحية.

ويتم قياس قيمة المؤسسة وفق طريقة القدرة على التمويل الذاتي كما يلي: (Alain, 1991)

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{CAF_t}{(1+i)^t}$$

حيث:

CAF t : القدرة على التمويل الذاتي للفترة t

تظهر هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، والتي تقدم لنا أيضا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة الاقتصادية، حيث أن رسمة القدرة على التمويل الذاتي تقدم لنا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

2- تدفقات الخزينة المستحدثة:

ترتكز هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة الاقتصادية على القيمة الحالية لتدفقات الخزينة المستحدثة التي يمكن أن تتحقق، والتي يتم استحداثها بمعدل معين مع الأخذ بالاعتبار الخطر المحيط بالتشيت، ويكون مجموع هذه التدفقات المستقبلية وفق أفق تقديره، وبشكل عام تكون مدتها تتراوح بين 5 إلى 10 سنوات وبعد هذه الفترة تأتي إضافة القيمة النهائية (قيمه باقية).

وفق طريقة تدفقات الخزينة المستحدثة، تعتبر المؤسسة كيان من حيث القيمة غير مرتبطة ببرمجيتها، بل بقدرتها الربحية، والتي تقاس عن طريق تدفقات الخزينة المتاحة أو تدفقاتها النقدية الحرة، فهي تمثل أحسن مكمل

لطريقه استحداث الأرباح. (بكري، 2011، صفحة 104)

وكما هو الحال في طريقة المردودية يتم استحداث متوسط تدفق الخزينة لفترة من ثلاث إلى خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث معين يختلف عن معدل الاستحداث المستخدم في طريقه المردودية وذلك لأن المعدل يمكنه أن يتغير من تركيبه إلى أخرى، لأنه لا يتم استحداث نفس المركبات. (Brilman & Marie, 1991).

ويمكن تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية وفق هذه الطريقة كما يلي:

$$FV = \sum_{t=1}^n \frac{DCF}{(1+i)^t} + \frac{VT}{(1+i)^n}$$

حيث:

FV : قيمة المؤسسة

DCF : التدفق النقدي المتاح

i : معدل الاستحداث

VT : القيمة المتبقية للمؤسسة

n : عدد السنوات

المطلب الثالث: طرق فائض القيمة

ترتكز طرق فائض القيمة (شهرة المحل) على القيم المعنوية التي لا تظهر في الميزانية المالية، (مثل :سمعة المؤسسة، التكنولوجيا، براءات الاختراع)، وهي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و قيمة مجموع أصولها، ويتم قياس فائض القيمة بعدة طرق مباشرة وغير مباشرة، وسنتطرق في هذا المطلب إلى أبرز الطرق في قياس القيمة وفائض القيمة وفق هذا المدخل.

أولاً: الطرق الغير المباشرة

يوجد وفق هذه الطريقة أسلوب وحيد يسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، حيث يقوم أصحاب هذه الطريقة بقياس فائض القيمة على اعتبار أنه يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية للمؤسسة (إما الأصل الصافي المحاسبي أو القيمة الجوهرية الإجمالية)، حيث تحسب القيمة الإجمالية انطلاقاً من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن طرق الذمة المالية (الأصل المحاسبي الصافي أو القيمة الجوهرية الإجمالية)، أو من منظور التوقعات (قيمة المردودية (العائد))، وتختلف طرق القياس وفق الطريقة الغير المباشرة باختلاف الطرق المستخدمة في القياس (الأصل المحاسبي الصافي أو القيمة الجوهرية) (سويسي، 2008، صفحة 99)

كما يتم صياغة معادلة قيمة المؤسسة وفق طرق فائض القيمة بالشكل التالي:

$$FV = GW + ANCC$$

حيث:

FV: قيمة المؤسسة

GW: فائض القيمة

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح

ويمكن تقسيم الطرق الغير مباشرة كما يلي: (بن ثابت، 2014، صفحة 36)

1- الطريقة الغير المباشرة الصافية:

تمثل قيمة المؤسسة المتوسط بين المردودية والأصل المحاسبي المصحح وتحسب بالصيغة التالية:

$$FV = (ANCC + VR)/2$$

حيث:

VR يساوي $\frac{B}{i}$

وتعتبر الطريقة الغير المباشرة أن فائض القيمة يساوي الفرق بين قيمة المؤسسة الكلية والأصل المحاسبي

المصحح، وعليه يحسب فائض القيمة وفق المعادلة التالية:

$$GW = \frac{1}{2}r(B - r \cdot ANCC)$$

حيث:

B : الربح السنوي

r : معدل الاستحداث

2- الطريقة الغير مباشرة الإجمالية:

يتم في هذه الطريقة تعويض الأصل المحاسبي الصافي المصحح بالقيمة الجوهرية الإجمالية وعليه يتم قياس

فائض القيمة كما يلي:

$$GW = \frac{1}{2}r(B - r \cdot VSB)$$

حيث:

VSB : القيمة الجوهرية الإجمالية

ثانيا: الطرق المباشرة

يمكن تقسيم أبرز الطرق المباشرة إلى ما يلي:

1- الطريقة الأنجلوسكسونية:

ترتكز هذه الطريقة على رسملة الربح الصافي والذي ينتج عن الفرق بين الربح التي تحصلت عليه المؤسسة وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالي، ويتم قياس فائض القيمة وفق هذه الطريقة كما يلي:

(Mauguière, 1990, p. 36):

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i.VSB)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة كما يلي:

$$FV = ANCC + \frac{1}{t} (CB - i.VSB)$$

i : سعر الفائدة بدون خطر

t : معدل الاستحداث بوجود خطر (حيث يكون أكبر من i كونه يضاف إليه ما بين 25% إلى 50% كنسبة خطر)

CB : القدرة الربحية (نتيجة الاستغلال بعد الضريبة)

يتبين مما سبق أن هذه الطريقة تقوم برسملة الربح الإضافي لفترة غير نهائية بمعدل استحداث t، حيث تصبح مساوية لطريقة الممارسين إذا ما كانت نسبة الخطر 50%، وعليه يمكن القول بأن طريقة الممارسين ما هي إلا حالة خاصة من الطريقة الأنجلوسكسونية.

2- طريقة الربح المختصرة لفائض القيمة:

ويطلق عليها كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث ترتكز هذه الطريقة في قياس فائض القيمة على استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين كل من الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالي خلال فترة معينة، وذلك على خلاف الطريقة الأنجلوسكسونية والتي تعتمد على فترة غير منتهية، ويتم قياس قيمة المؤسسة في حالة ثبات فائض القيمة وفق هذه الطريقة كما يلي: (Mauguière, 1990, p. 36)

$$FV = ANCC + an (B - i.ANCC)$$

حيث: $an = \frac{1-(1-t)^{-n}}{t}$ والذي يمثل القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية ماثلة

ويتم قياس قيمة المؤسسة في حالة عدم ثبات فائض القيمة وفق هذه الطريقة كما يلي:

$$FV = ANCC + \sum_{t=1}^n \left(\frac{B_t - i.ANCC}{(1-i)^t} \right)$$

i : معدل الاستحداث

3- طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين :

وفق أصحاب هذه الطريقة فإن فائض القيمة والذي يمثل استثمار حصة المسيرين هو الآخر يستحق أن يعوض، مثله مثل الأصول المادية، ويتم قياس قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة كما يلي: (Achoche & Labanji, 1996, p. 52)

$$FV = \frac{ANCC + an.B}{1 + i.an}$$

ويتم قياس الفائض وفق الصيغة التالية (Mauguière, 1990, p. 34):

$$GW = \frac{an}{1 + i.an} (B - i.ANCC)$$

المبحث الثالث: مؤشرات قياس قيمة المؤسسة

إن مؤشرات قيمة المؤسسة تختلف حسب زوايا النظر التي يهتم أصحاب المصالح الذين لهم علاقة بالمؤسسة بمعرفتها، حيث قد تحدد قيمة المؤسسة وفق قدرتها عن طريق قدرتها على توليد عوائد مستقبلية، ويمكن أن تحدد قيمة المؤسسة من خلال أدائها السوقي وقدرتها على تحقيق أرباح رأسمالية والذي يسمح بخلق القيمة للملاك، كما تعتمد بعض المؤشرات في تحديد قيمة المؤسسة على مفهوم الربح الاقتصادي والذي يأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال في القياس، وبالتالي التعرف على قدرة المؤسسة على خلق القيمة، وسنتطرق في هذا المبحث إلى مجموعة من المؤشرات المحددة لقيمة المؤسسة باختلاف أنواعها.

المطلب الأول: المؤشرات المرتكزة على العائد

تعتبر المؤشرات المرتكزة على العائد معياراً لمدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الاستثمار في رأسمالها، ويؤثر العائد على قيمة المؤسسة الاقتصادية ويساهم في الرفع من القيمة الدفترية للأموال الخاصة، والرفع من الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية، وتحقيق الملاك لأرباح رأسمالية، وسنسعى في هذا المطلب إلى التعرف عن أبرز مؤشرات المردودية، وكذلك التعرف على مؤشر العائد على السهم.

أولاً: مؤشرات العائد

1- المردودية الاقتصادية RE:

يدرس هذا المؤشر العلاقة بين النتيجة الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، ومفهوم الأموال المستعملة، ويعبر عن النتيجة الاقتصادية، عن طريق نتيجة الاستغلال، والتي بدورها تساوي النتيجة قبل الفائدة والضريبة (EBIT)، ويعبر عن الأموال المستعملة في تحقيق النتيجة عادة برأس المال المستثمر أو أصول المؤسسة (حركاتي، 2018، صفحة 75)

ويتم قياس المردودية الاقتصادية للمؤسسة وفق الصيغة التالية (Genaivre, 2011, p. 54):

$$RE = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

2- العائد على الأموال الخاصة ROE :

يعبر العائد على الأموال الخاصة عن حجم الأرباح المؤسسة الصافية (العائد) بالنسبة لأموال المساهمين، وهو يقيس ربحية المؤسسة، حيث يظهر حجم الربح الذي حققته المؤسسة عن طريق استعمالها لأموال المساهمين في الاستثمار. (Al-Qudah, 2016, p. 100)

ويعتبر العائد على الأموال الخاصة مقياساً قوياً للتعرف على مدى نجاعة المؤسسة في خلق القيمة لملاكها، كما يعتبر كذلك مؤشراً ذو رواج عالي بين المستثمرين لقدرته على الربط بين جدول النتائج (الربح الصافي أو الخسارة) والميزانية (أموال المساهمين)، مع هذا فإنه ولعدة أسباب يمكن أن يكون العائد على الأموال الخاصة مقياس مشوه ومظلل، عند استخدامه في قياس أداء المؤسسة (Wet & Toit, 2007)، حيث يمكن التلاعب بالأرباح وفق أطر مشروعة، عن طريق التغيير في السياسات المحاسبية، كما يمكن أن يرتفع العائد على الأموال الخاصة كنتيجة للزيادة في الرفع المالي ما دام العائد الناتج عن الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض. (Ahsan, 2012, pp. 132-133)

ويتم قياس العائد على الأموال الخاصة كما يلي (Genaivre, 2011, p. 54):

$$ROE = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{أموال الخاصة}}$$

3- العائد على رأس المال المستثمر ROCE:

يعتبر العائد على رأس المال المستثمر مؤشر مالي، يستخدم لتقييم ربحية المؤسسة الاقتصادية وكفاءتها في استخدام رأس المال، حيث يساعد هذا المقياس في التعرف على نجاعة المؤسسة في تحقيق الأرباح عن طريق استعمال رأس مالها المستثمر، وهو يعبر عن مقدار الربح الذي تحققه المؤسسة مقابل استثمار وحدة نقدية واحدة من رأس المال، ويستخدم هذا المؤشر بشكل خاص في القطاعات ذات رأس المال الكثيف (العالي) كشركات الخدمات والاتصالات، كذلك، وبشكل مختلف على العائد على الأموال الخاصة والذي يحلل الربحية المتعلقة بأموال المساهمين، فإن العائد على رأس المال المستثمر يأخذ بعين الاعتبار الأموال الخاصة والديون كذلك. (Hayes, 2024)

ويتم قياس العائد على رأس المال المستثمر كما يلي: (Bhat, 2008, p. 74)

$$ROCE = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر (مجموع الأصول - خصوم قصيرة الأجل)}}$$

4- العائد على الأصول ROA:

يعتبر العائد على الأصول مؤشراً يظهر مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها، حيث يقدم فكرة على مدى كفاءة إدارة المؤسسة في استخدام أصول المؤسسة من أجل توليد أرباح، وهو يظهر على شكل نسبة مئوية، تمثل النسبة بين ربح المؤسسة السنوي ومجموع أصولها، (Al-Qudah, 2016, p. 100)

ويمكن قياس العائد على الأصول وفق الصيغة التالية (Moles, Parrino, & Kidwell, 2011, p. 136):

$$ROA = \frac{\text{نتيجة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ثانيا: العائد على السهم EPS

يعبر العائد على السهم على حصة أرباح المؤسسة، صافي الضريبة، وتوزيعات الأرباح للأسهم الممتازة، المخصصة للسهم العادي الواحد، ويمكن قياسه بسهولة بقسمة النتيجة الصافية للفترة على مجموع أسهم المؤسسة لنفس الفترة. (Islam, Khan, Choudhury, & Adnan, 2014, p. 97)

ويعتبر العائد على السهم أحد مؤشرات قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، وهو ذو أهمية بالغة بالنسبة للمستثمرين في السوق، حيث يمثل العائد على السهم عن العائد المقابل لكل سهم من أسهم المؤسسة، أي أنه يعبر عن مردودية السهم الواحد من أسهم المؤسسة العادية.

ويتم قياس العائد على السهم كما يلي (أمن، 2021، صفحة 20):

$$EPS = \frac{\text{النتيجة الصافية} - \text{حقوق أصحاب الأسهم الممتازة}}{\text{عدد أسهم المؤسسة}}$$

و في حالة وجود تغير في عدد الأسهم خلال الفترة، يمكن الاستعانة بمتوسط عدد الأسهم خلال الفترة (فترة القياس)، ويمكن صياغة معادلة العائد على السهم في هذه الحالة، كما يلي: (Kimmel, Weygandt, & Kieso, 2011, p. 718)

$$EPS = \frac{\text{النتيجة الصافية} - \text{حقوق أصحاب الأسهم الممتازة}}{\text{متوسط عدد أسهم المؤسسة}}$$

ويعتبر العائد على السهم العمود الفقري للعديد من القرارات الإستراتيجية كتقييم الأسهم، وضع مخططات الحوافز لأداء الإدارة، ومفاوضات الاستحواذ والاندماج. (Wet J. d., 2013, p. 265)

المطلب الثاني: المؤشرات السوقية

تهدف المؤشرات السوقية بشكل أساسي إلى التعرف على مستوى الأداء السوقي للمؤسسة الاقتصادية، وقد رتقا على خلق القيمة للملاك، وتحقيق أرباح رأسمالية لهم، حيث تقوم هذه المؤشرات عادة بالمقارنة بين القيمة السوقية ورأس المال المستثمر في أول الفترة لمعرفة مدى تحقيق المؤسسة لأرباح رأسمالية، وستتطرق في هذا المطلب إلى التعرف إلى عدة مؤشرات تتمثل في القيمة السوقية المضافة، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية، والعائد الكلي للمساهمين.

أولاً: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم M/B

يعتبر مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم مؤشراً لتقييم القيمة السوقية للمؤسسة من وجهة نظر المستثمرين بالنسبة لقيمتها الدفترية، كما يستخدم كمؤشر لحجم الفرص الاستثمارية للمؤسسة، حيث كلما كانت القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم عالية فإن المؤسسة تميل للنمو بسرعة (Fatoki & Nasieku, 2017, p. 19).

وتمثل نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية للسهم (Market To Book Value) مقياساً للأداء السوقي للمؤسسة الاقتصادية، وهو يحدد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح رأسمالية في السوق. ويمكن قياس القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم كما يلي (Hillier, 2021, p. 57):

$$M/B = \frac{MV}{BV}$$

حيث:

MV: القيمة السوقية للسهم

BV: القيمة الدفترية للسهم (الأموال الخاصة / عدد الأسهم)

ثانياً: القيمة السوقية المضافة MVA

قدم هذا المؤشر من طرف Stern Stewart، ويعتبر من أبرز مؤشرات قياس أداء المؤسسة وخلق القيمة، خاصة في ظل تطور المفهوم الحديث لهدف الإدارة المالية والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك (Value-based Management) (مسعد، 2023، صفحة 87)، ويمثل مؤشر القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لأموالها الخاصة الظاهرة في الميزانية، وتعتبر القيمة السوقية المضافة انعكاساً لتوقعات المستثمرين حول خلق المؤسسة للقيمة في المستقبل بأقل رأس مال مستثمر في المؤسسة، حيث كلما كانت القيمة السوقية المضافة أكبر كان ذلك جيداً (Ikbar & Dewi, 2015, p. 2311)، وتخلق المؤسسة القيمة عندما تكون القيمة السوقية المضافة موجبة، أي عندما تتجاوز القيمة السوقية المضافة رأس المال المستثمر، في المقابل إذا كانت القيمة السوقية المضافة سالبة فإن هذا يثبت أن التصورات المتعلقة بقدرة الإدارة على استخدام رأس المال بكفاءة، غير صحيحة. (Andreea & Elena, 2008, p. 54)

وتعتبر القيمة السوقية المضافة مؤشراً يوضح الأموال المتراكمة للمؤسسة الاقتصادية والتي تشكل فائض للمؤسسة عن رأس المال الأولي المستثمر في المشروع.

ويمكن قياس القيمة السوقية المضافة كما يلي: (مسعد، 2023، صفحة 88):

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{الرسملة السوقية} + \text{القيمة الصافية للديون} - \text{رأس المال المستثمر}$$

وفي حالة عدم توفر معلومات كافية حول القيمة الصافية للدين يمكن قياس القيمة السوقية المضافة عن طريق القيمة الدفترية للدين لتصبح المعادلة كما يلي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{الرسملة السوقية} + \text{القيمة الصافية للدين} - (\text{القيمة الدفترية للأموال الخاصة} + \text{القيمة الدفترية للدين})$$

أي أنها تساوي:

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{الرسملة السوقية} - \text{القيمة الدفترية للأموال الخاصة}$$

ثالثا: العائد الكلي على المساهم TSR

تم تقديم هذا المؤشر من طرف مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG)، حيث يمثل العائد الكلي للسهم العوائد الناتجة عن التغيير في أسعار الأسهم خلال الفترة مضافا إليها الأرباح الموزعة خلال نفس الفترة، ويقدم هذا المؤشر نظرة واضحة حول تقييم أداء المؤسسة، وذلك لأنه وعلى الرغم من إمكانية أن يحقق التغير في أسعار الأسهم نتيجة سلبية خلال الفترة لكن ذلك لا يمنع من توليد عوائد ايجابية للمساهمين، وذلك نتيجة لكون الأرباح الموزعة للفترة أكبر من أسعار الأسهم. (دلون و مهدي، 2017، صفحة 473)

واعتبرت مجموعة بوسطن الاستشارية (BCG)، أن العائد الكلي للسهم المقياس الأفضل لخلق القيمة في السوق المالي، كونه ينطوي على توزيعات الأرباح والتدفقات النقدية (الأرباح الرأسمالية) التي يحصل عليها المساهم، كما يستخدم العائد الكلي للسهم كمؤشر طويل المدى في التقييم عن طريق المقارنة بين ما حققته المؤسسة من خلق للقيمة للمساهمين. (أيمن، 2021، صفحة 35)

ويمكن قياس العائد الكلي على المساهم كما يلي (Ganti, 2024) :

$$TSR = \frac{P_1 - P_0 + Div}{P_0}$$

حيث:

P_0 : القيمة السوقية للسهم عند بداية الفترة.

P_1 : القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق.

Div : حصة الأرباح الموزعة للفترة.

ويمكن صياغة معادلة العائد الكلي للمساهم كما يلي: (أيمن، 2021، صفحة 35):

$$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{Div}{P_0}$$

حيث تمثل:

$$\frac{P1-P0}{P0} : \text{المكاسب الرأسمالية (Capital Gain)}$$

$$\frac{Div}{P0} : \text{معدل الربح الموزع خلال الفترة}$$

كذلك، فإن لمؤشر العائد الكلي للمساهم بعض النقائص نذكر أبرزها في ما يلي: (Čupić &

:Todorovic, 2011)

- مؤشر العائد الكلي للمساهم لا يعكس العلاقة بين رأس المال المستثمر والعائد على الاستثمار للمساهم، وذلك لكونه لا يأخذ بعين الاعتبار الأموال المستثمرة خلال فترة القياس، بل يأخذ بعين الاعتبار فقط الاستثمار الحاصل في بداية ونهاية الفترة فقط، وعليه فإنه يمكن للمؤسسات أن يكون لها نفس معدل العائد الكلي للمساهم برغم من استثمارهم لحجم رأس مال مختلف؛

- مؤشر العائد الكلي للمساهم لا يأخذ بعين الاعتبار الخطر على الاستثمار المقاس بتكلفة رأس المال (العائد المطلوب على الاستثمار)، ولذلك يمكن أن تحقق المؤسسة عائد كلي للمساهم مرتفع بدون خلق قيمة، بسبب عجزها عن تحقيق عائد مقبول للمساهمين، وكذلك يمكن للمؤسسات أن تحقق نفس العائد بالرغم من أن مؤسسة ما، أكثر عرضة للمخاطر من المؤسسات الأخرى؛

- صعوبة التحقق بدقة عن مدى مساهمة القرارات الإدارية وأنشطة المؤسسة في تحقيق هذا العائد، و إلى أي مدى يتأثر العائد الكلي للمساهم بعوامل أخرى، خاصة تلك المتعلقة بتوقعات المستثمرين (مدى تفاؤل أو تشاؤم المستثمر)؛

- يتأثر العائد الكلي للمساهم بشدة بطول الفترة المختارة للقياس، حيث يختلف العائد المقاس للفترة قصيرة عن العائد المقاس للفترة طويلة، حيث إذا كانت التعويضات والمكافآت المدفوعة لمديري المؤسسة مرتبطة بالعائد لسنة واحدة، فإنه يمكن أن يكون قد تم مكافئة المديرين لأسباب غير متعلقة بمستوى أداءهم بل الأوضاع العامة للسوق.

رابعاً: Tobin Q

اشتهر مؤشر Tobin Q بشكل واسع على يد العالم جايمس توبين الحائز على جائزة نوبل، ويرتكز المؤشر على المفهوم الذي أقره جايمس توبين على أن القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية يفترض أن يكون مساوياً لقيمة استبدال أصولها في السوق (Hayes, 2021)، حيث يقصد بقيمة الاستبدال (تكلفة الاستبدال) الثمن الذي يجب على الفرد دفعه مقابل الحصول على أصول مكافئة لأصول المؤسسة ما في الزمن الحاضر وفق القيمة السوقية

(الحالية)، لنفس الأصول أو أصول تكافئها، وعليه، فوفق هذا المفهوم فإنه يفترض أن تكون قيمة Tobin Q مساوية للواحد، إلا أنه في الواقع يمكن أن تكون قيمته إما أكثر أو أقل من الواحد والذي يعني أن المؤسسة مقيمة بشكل يتجاوز قيمة استبدال الأصول.

ويمكن قياس مؤشر Tobin Q وفق الصيغة التالية (Al-Nsour & Al Hiyari, 2020, p. 393)

$$Tobin\ Q = \frac{MVE + BVD}{BVA}$$

حيث أن:

MVE: القيمة السوقية للمؤسسة

BVE: القيمة الدفترية للمؤسسة (قيمة الأموال الخاصة)

BVA: القيمة الدفترية للأصول

حيث يمكن صياغة معادلة مؤشر Tobin's Q كما يلي:

$$Tobin\ Q = \frac{MVE + BVD}{BVE + BVD}$$

حيث:

BVD : القيمة الدفترية للديون

ويتم تقييم أداء المؤسسة وفق مؤشر Tobin's Q كما يلي:

في حالة ما كان (Tobin's Q) أقل من الواحد فإن المستثمرين لهم نظرة سلبية حول فرص النمو للمؤسسة، وعليها عدم إعادة الاستثمار في هذه الأصول (Evans & Gentry, 2000)، إذا كانت الفرص الاستثمارية في المؤسسة تسمح بالحصول على عائد (Return) تساوي تكلفة التمويل (K) فإن قيمة (Tobin's Q) تساوي واحد، حيث في هذه الحالة فإن المستثمرين لا دراية لهم بتوقعات المتعلقة بفرص نمو المؤسسة، أما في حالة ما كان (Return) أكبر من تكلفة التمويل (K) فإنه ستكون قيمة (Tobin's Q) أكبر من الواحد، وعليه فإن المستثمرين لهم نظرة إيجابية عن فرص النمو. (سويسي و رضاني، 2017، صفحة 806)

المطلب الثالث: مؤشرات الربح الاقتصادي

تمثل مؤشرات قياس قيمة المؤسسة المرتكزة على مفهوم الربح الاقتصادي أداة لقياس قدرة المؤسسة على خلق القيمة عن طريق تحقيق أرباح اقتصادية، وتتميز هذا المؤشرات عن المؤشرات الأخرى في كونها تأخذ بعين الاعتبار بتكلفة رأس المال، حيث عادة ما يتم مقارنة مؤشرات الربح الاقتصادي بتكلفة رأس المال من أجل الحكم على قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة من عدمه، وسنسعى في هذا المطلب إلى التعرف على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وعائد التدفق النقدي على الاستثمار.

أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أحد أهم المقاييس لتقييم أداء المؤسسة، تم إصداره من طرف الشركة الاستشارية الأمريكية (Stern Stewart) في ظل تزايد الحاجة لتجاوز القصور في المقاييس التقليدية، وقامت الشركة بتسويقه تحت اسم " نظام الإدارة المالية للقيمة الاقتصادية المضافة" وتم تقديمه على أنه المقياس الأمثل المعبر عن القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية. (أمن، 2021، صفحة 21).

وظهر مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة عما كان يعرف في الماضي بالدخل المتبقي (RI)، حيث قامت شركة (Stern Stewart & Co) بوضع تعديلات على مفهوم الدخل المتبقي لينبثق مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، والذي حقق نجاحاً باهراً خاصة عندما قامت شركات ضخمة مثل (Coca-Cola) وغيرها من شركات بتبني هذا المفهوم (مسعد، 2023، صفحة 86).

ويختلف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA عن غيره من مؤشرات تقييم حيث يركز مؤشر EVA على مدى تحقيق المؤسسات لربح اقتصادي يعزز من ثروة الملاك، حيث لا يكتفي بالربح التشغيلي فقط كأساس لتقييم الأداء بل يأخذ بعين الاعتبار كذلك تكاليف التمويل التي تتحملها المؤسسة في سبيل الحصول على موارد مالية. ويمكن قياس القيمة الاقتصادية المضافة وفق الصيغ التالية - (Charifzadeh & Taschner, 2017, pp. 267-268) :

$$EVA = (Roce - Wacc) * CI$$

أو

$$EVA = NOPAT - Wacc * CI$$

حيث:

NOPAT : النتيجة التشغيلية بعد الضريبة

Roce : العائد على رأس المال المستثمر (NOPAT/CI)

Wacc : التكلفة الوسطية المرجحة للرأس المال

CI : رأس المال المستثمر

- ويمكن تقسيم حالات القيمة الاقتصادية المضافة إلى ما يلي: (Charifzadeh & Taschner, 2017, p. 268)
- إذا كان $EVA > 1$: المؤسسة حققت ربحاً اقتصادياً، حيث تجاوز العائد على رأس المال المستثمر تكلفة رأس المال ($Roce > Wacc$)، وبالتالي تم خلق قيمة للمؤسسة.
 - إذا كان $EVA < 1$: لم تتجاوز العائد على رأس المال المستثمر تكلفة رأس المال المشروع ($Roce < Wacc$)،

وبالتالي حدوث هدم في القيمة.

ويعد كل من مؤشر الربح المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة مقاييس لتقييم الأداء إلا أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعتبر مقياساً لتقييم الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة، على عكس الربح المتبقي والذي يعتبر مؤشراً للتقييم الداخلي فقط. (أيمن، 2021، صفحة 22)

ويوجد بعض من النقائص في استخدام القيمة الاقتصادية المضافة، نذكر بعضها في ما يلي: (Wood, 2000, pp. 47-49)

- صعوبة قياس تكلفة رأس المال، وجمع رأس المال؛
- أشارت دراسة (Dierks & Patel, 1997) إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قد لا يكون مناسباً لتقييم الأداء المالي لبعض الشركات، حيث على سبيل المثال الشركات الحديثة أو ذات النمو المرتفع، كشركات التكنولوجيا لا يمكن لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (والذي قد يكون سالبا أحيانا) أن يفسر التغيرات في قيمة المؤسسة وذلك لكون قيمة المؤسسة متعلقة في هذه الحالة بالتدفقات المستقبلية المتوقعة؛
- أشارت دراسة (De-Villiers, 1997) أنه في زمن حدوث التضخم، يحدث تشوه في القيمة الاقتصادية المضافة، ولا يمكن قياس الربح الفعلي عن طريق مؤشر EVA.
- ولكن نشير لوجود العديد من المزايا في استخدام القيمة الاقتصادية المضافة، نذكر أبرزها في ما يلي: (Wood, 2000, p. 48)
- التقييم عن طريق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، يحفز مسيري المؤسسة على الأخذ بجدية تكلفة رأس المال المستثمر، واستخدام أصول المؤسسة بكفاءة وفعالية؛
- أشارت (Dierks & Patel, 1997) أن أحد مزايا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، في أنها تصنع لغة مشتركة في صنع القرار، خاصة القرارات طويلة الأجل، حيث أن القيمة الاقتصادية المضافة من خلال تركيزها على مسألة خلق القيمة، فإنها تعتبر أداة قوية في صناعة القرارات في المؤسسة.

ثانياً: عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI

تم تطوير مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار من طرف HOLT Value Associates حيث يسمح هذا المؤشر بالبحث عن الوضع المالي لأجل التعرف على حجم التدفقات التي تولدها المؤسسة، وعن كيفية تمويل المؤسسة لعملياتها الاقتصادية، وكيف يتم الدفع لأصحاب الأموال، ويقدم عائد التدفق النقدي على الاستثمار قيمة تقريبية لمعدل العائد الاقتصادي للمشروع والذي يتم مقارنته مع تكلفة رأس المال من أجل البحث عن وجود خلق للقيمة (Yaman & Kurtlar, 2022, p. 863)

ويمكن قياس عائد التدفق النقدي على الاستثمار كما يلي: (Subramanyam & Kumar, 2020, p. 43)

$$CFROI = \frac{OCF}{CE}$$

حيث:

OCF : التدفق النقدي (النتيجة الصافية + مصاريف غير نقدية (الإهلاكات + ضرائب المؤجلة) + التغير في رأس المال العامل.

CS: رأس المال المستثمر (مجموع الأصول - الخصوم قصيرة الأجل)

ويمكن تقسيم حالات نتيجة عائد التدفق النقدي على الاستثمار كما يلي (مسعد، 2023، صفحة 87)

- إذا كان $CFROI > WACC$ ، فإنه هناك خلق للقيمة.
- إذا كان $CFROI < WACC$ ، فإنه لا يوجد خلق للقيمة.

خلاصة الفصل:

تعتبر عملية التقييم في المؤسسات الاقتصادية عملية معقدة تنجز بمراحل متعددة وتسعى لتحقيق أهداف مختلفة، وهذا ما يجعل لها طرق متعددة تختلف باختلاف الهدف من وراء عملية التقييم، و تتمثل في: طرق الذمة المالية وهي مجموعة أساليب لتقييم المؤسسة بالاعتماد على بنود الميزانية أو بالقيام ببعض التعديلات عليها، بينما تتمثل الطرق المرتكزة على العائد في مجموعه أساليب تفترض أن أصول المؤسسة ما هي إلا وسيلة مستعملة من طرف المؤسسة لتحقيق عوائد، حيث تعتبر أن قيمة المؤسسة هي مجموع العوائد المستقبلية التي تحققها من نشاطها الاقتصادي، بينما تمثل طرق فائض القيمة في مجموعه أساليب تركز على بنود المعنوية في تقييم المؤسسات وذلك على عكس طرق الذمة المالية.

من جهة أخرى، فإنه وفق النظريات المالية المعاصرة فإن قيمة المؤسسة هي مركز وأساس عملية التسيير والإدارة المالية حيث تفترض هذه النظريات أن الهدف الأساسي الذي يجب العمل عليه في إدارة شؤون المؤسسة، هي العمل على تعزيز قيمه المؤسسة والرفع من ثروة ملاكها، وهذا ما يجعل عملية التقييم المؤسسة مسألة ضرورية وحاسمة في تقييم أداء المديرين الماليين والأداء المالي للمؤسسة، وهذا ما أدى إلى ظهور كم هائل من مؤشرات قياس قيمة المؤسسة، تركز بعضها على مفهوم الربح الاقتصادي كمؤشر القيمة اقتصاديه المضافة، ويرتكز البعض الآخر على معايير سوقية كمؤشر القيمة السوقية المضافة مثلاً، حيث تهدف جميعها إلى قياس قيمة المؤسسة بأشكال مختلفة وفق زوايا نظر مختلفة.

الفصل الثاني:

الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

تمهيد:

يعتبر تشكيل الهيكل المالي أحد أكثر المواضيع جدلاً في المجال البحثي المالي، حيث يبقى التساؤل الأصعب في هذا المجال ما الذي يجعل المديرين الماليين يختارون الديون بدل الأموال الخاصة، أو العكس، ومهما اختلفت الإجابات عن هذا السؤال، فإنه في المجمل يمكن القول أنه لا يوجد جواب حاسم ونهائي على هذا التساؤل، ولذلك فإن تحديد تركيبه مثلي للهيكل المالي لكل المؤسسات يعتبر تساؤل ذو جدل بين الباحثين في مجال العلوم المالية.

ومن أجل الإلمام أكثر بموضوع الهيكل المالي سيتم في هذا الفصل التطرق إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، والتفصيل في ذكر أنواع مصادر التمويل المشكله له، ومحدداته، وكذلك ماهية وطرق قياس تكاليف التمويل لكل مصدر من هذه المصادر، ولأجل ذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار العام للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.

- المبحث الثاني: أنواع مصادر التمويل.

- المبحث الثالث: تقدير تكاليف التمويل.

المبحث الأول: الإطار العام للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية

يتشكل الهيكل المالي كنتيجة لمجموعة من القرارات المالية للمؤسسات الاقتصادية في المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة في السوق، وتتأثر عملية المفاضلة بين مصادر التمويل بالعديد من العوامل التي تحدد طبيعة الاختيارات التمويلية، حيث يسعى مسيرو المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق هيكل مالي ملائم يمكن المؤسسة من سد احتياجاتها المالية وتوليد العوائد المرجوة من ممارسة أنشطتها الاقتصادية، وسيتم في هذا المبحث التطرق إلى المفاهيم الأساسية لعملية التمويل والهيكل المالي، ومحددات القرارات المالية في تشكيل الهيكل المالي.

المطلب الأول: مفاهيم عامة حول التمويل

تعتبر عملية التمويل وظيفة أساسية في نشاط المؤسسة ونقطة انطلاق أي مشروع استثماري أو نشاط استغلالي للمؤسسة، وهي تتمثل في مجموعة القرارات المالية التي يتم اتخاذها من طرف مسيري المؤسسة وبشكل مستمر من أجل ضمان توفر الأموال اللازمة في المؤسسة الاقتصادية لأجل استمرارها في ممارسة أنشطتها الاقتصادية، وسيتم في هذا المطلب توضيح المفاهيم الأساسية حول عملية التمويل، ومراحل تنفيذها، والأطراف المؤثرة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية.

أولاً: تعريف التمويل

يوجد عدة تعاريف للتمويل نذكرها بعضها فيما يلي:

يعرف التمويل على أنه مجموع العمليات التي تمكن المؤسسة من تلبية احتياجاتها المالية، وهو يعتبر إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة عند الحاجة إليها. (شاهين، 2017، صفحة 33)

و يعرف أيضا بأنه توفير الموارد اللازمة للاستثمار أو تكوين رؤوس أموال جديدة لاستعمالها في إنتاج السلع والخدمات. (هوارى و عمر، 2013، صفحة 15)

ويعرف التمويل كذلك، على أنه توفير الأموال اللازمة في وقت الحاجة لأجل القيام بمشاريع اقتصادية، وهو يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات. (شيخة، 2022، صفحة 12)

تشير التعاريف السابقة أن الهدف الأساسي لعملية التمويل هو تلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة، وذلك لممارسة أنشطتها العادية، وتتمثل هذه الاحتياجات في ما يلي: (بوشوشة، 2016، الصفحات 100-101):

- **الاحتياجات المالية لدورة الاستثمار:** تعتبر دورة الاستثمار دورة طويلة الأجل (تدوم عدة سنوات)، حيث تبدأ دورة الاستثمار عند إنشاء المؤسسة الاقتصادية، وذلك بحيازة الوسائل الضرورية لممارسة المؤسسة لنشاطها (محلات، أراضى...)، وتزداد الاحتياجات المالية لهذه الدورة مع نمو المؤسسة بإعادة استثمار الاهتلاكات المجمعة

وتحسين الطاقة الإنتاجية، وتنتهي بتصفية المؤسسة إما بالإفلاس أو تغيير النشاط، حيث تتعلق دورة الاستثمار باقتناء واستعمال الأصول الثابتة التي تشمل وسائل عمل المؤسسة.

- **الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال:** تعتبر دورة الاستغلال دورة قصيرة الأجل، تبدأ بشراء المواد الأولية وتخزينها، ثم التصنيع وتخزين المنتجات، ثم بيع هذه المنتجات، حيث يتم تمويل دورة الاستغلال بالموارد المالية الخاصة للمؤسسة، أو من خلال قروض الموردين أو القروض البنكية، ويتم تسديد هذه الديون قصيرة الأجل بعد تصنيع وتسويق المنتجات، وقد يتم التخلف عن التسديد عند حلول أجل الاستحقاق بسبب عدم تحصيل مستحقات المؤسسة، وهذا ما يعني وجود احتياج في رأس المال العامل، وبسبب قصر مدة دورة الاستغلال فإنها تمول بمصادر قصيرة الأجل، ولكن قد تختل هذه القاعدة مما يجعل المؤسسة تلجأ إلى استعمال مصادر تمويل طويلة الأجل لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل للدورة، وذلك عن طريق استعمال رأس المال العامل، والذي يمثل الجزء الفائض من تغطية الأموال الدائمة للاحتياجات الدائمة.

عموماً، يمكن تعريف التمويل على أنه وظيفة أساسية من وظائف المؤسسة الاقتصادية، يتحمل مهامها مسيري المؤسسة، تهدف إلى توفير مصادر تمويلية داخلية وخارجية بجميع أنواعها (الأموال الخاصة والديون) لأجل تلبية الاحتياجات المالية الناجمة عن ممارسة المؤسسة الاقتصادية لأنشطتها الاستثمارية والاستغلالية في الوقت المناسب، وذلك لأجل ضمان استمرارية المؤسسة في ممارسة أنشطتها وتطوير مشاريعها الاقتصادية.

ثانياً: تعريف قرار التمويل

توجد عدة تعاريف لقرار التمويل، نذكر منها ما يلي:

يعرف قرار التمويل على أنه قرار فعال يحدد الهيكل التمويلي للمؤسسة مكون من ديون وأموال خاصة، وتحديد نسبة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل بعد دراسة وتحديد تكلفة كل مصدر ومساهمته في رأس المال. (آل شيب، 2016، صفحة 20)

ويعرف قرار التمويل أيضاً على أنه ذلك القرار المرتبط بكيفية اختيار مصادر التمويل (ديون، أموال خاصة) لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل المؤسسة لأنشطتها الاستثمارية، بشكل يمكن أصحابها من الحصول على أكبر عائد ممكن (شيخة، 2022، صفحة 153).

يعرف قرار التمويل كذلك على أنه قرار إستراتيجي يتمحور أساساً حول طريقة مفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين مصادر التمويل المتاحة لأجل تلبية احتياجاتها المالية. (حركاتي، 2018، صفحة 46)

من التعريف السابقة نستنتج أن القرارات التمويلية هي مجموعة من القرارات التي يتخذها مسيري المؤسسات الاقتصادية في سبيل المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة من أجل تغطية الاحتياجات المالية الناجمة عن أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية، وذلك بعد الأخذ بعين الاعتبار المزايا والمخاطر المترتبة عن تفضيل مصدر تمويلي على آخر، ويهدف مسيرو المؤسسة إلى اتخاذ قرارات تمويلية لتشكيل هيكل مالي ذو تكلفة منخفضة، يجنب المؤسسة مخاطر العسر المالي والإفلاس، ويحقق لها العوائد المرجوة من خلال ممارستها لأنشطتها الاقتصادية.

ثالثاً: مراحل عملية التمويل

تم عملية اتخاذ القرار التمويلي بعدة مراحل هي:

1- تحديد احتياجات التمويل:

تبدأ عملية التمويل، انطلاقاً من تحديد الاحتياجات المالية اللازمة لأجل ممارسة المؤسسة الاقتصادية لأنشطتها الاستثمارية والاستغلالية، حيث أن التحديد الدقيق لاحتياجات المؤسسة يسمح بتحديد سياسة التمويل التي سوف تنتهجها المؤسسة لأجل تغطية هذه الاحتياجات، وتنقسم هذه الاحتياجات إلى احتياجات قصيرة الأجل لدورة الاستغلال واحتياجات طويلة الأجل لدورة الاستثمار، كما يمكن أن تختلف احتياجات المؤسسة حسب مرحلتها في دورة الحياة، حيث عادة ما ترتبط الاحتياجات بمرحلة التطور التي تمر بها المؤسسة، بدءاً من إنشائها ونموها إلى غاية نضجها. (بوشوشة، 2016، صفحة 110).

كما أن التعرف على احتياجات التمويل لا يتم فقط عند إنشاء المشروع بل يستمر طالما هناك مستجدات على مدى عمر المشروع، حيث يجب دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة في كل مرحلة لأجل تغطيتها (حركاتي، 2018، صفحة 52).

2- تحديد مصادر التمويل:

تتعدد مصادر التمويل المتوفرة في السوق إلى حد بعيد، حيث يوجد عدد كبير من مصادر التمويل المختلفة بجميع أنواعها (الأموال الخاصة والديون) والتي يمكن أن تستعين بها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية، لكن من الناحية العملية، فإن الوضعية المالية للمؤسسات الاقتصادية تختلف من مؤسسة إلى أخرى، حيث تؤثر الوضعية المالية للمؤسسة على نوعية البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة والتي يمكن أن تحصل عليها دون أن تتحمل تكلفة عالية، وتؤثر على نوعية المصادر التمويلية التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها عدة عوامل، نذكر أهمها في ما يلي:

- مستوى المديونية في المؤسسة؛
- قدرة المؤسسة على تحمل المخاطر المالية؛

- الموازنة بين المزايا والتكاليف الناجمة عن اختيار المصدر تمويلي؛
- القوة التفاوضية للمؤسسة؛
- حالة السوق.

3- تقييم بدائل التمويل والمفاضلة بينها:

إن عملية تقييم البدائل التمويلية المتاحة تعتمد أساساً على التقييم الدقيق للمزايا والتكاليف التي تترتب عن اختيار أي مصدر تمويلي، فمثلاً، قد يترتب عن استخدام الديون في تمويل أنشطة المؤسسة وفورات ضريبية، وفي المقابل، قد تؤدي الاستدانة في بعض الحالات إلى خطر العسر المالي، ومن جهة أخرى، يؤدي التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة إلى تفادي المؤسسة للتكاليف والمخاطر المترتبة عن الاستعانة بأموال الغير في التمويل، وذلك لأن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً داخلياً للتمويل رخيص التكلفة، وفي المقابل قد يؤدي استخدام هذا المصدر الداخلي إلى حرمان المساهمين من نسبة العوائد المحققة خلال الدورة، ولذلك يقع على عاتق مسيري المؤسسات الاقتصادية دراسة جدوى التمويل عن طريق أي مصدر تمويلي، والموازنة بين المزايا والمخاطر الناجمة عليه في ظل الوضعية المالية الحالية للمؤسسة، وذلك من أجل تكوين مزيج تمويلي ذو تكلفة منخفضة، مما يبعدها عن خطر العسر المالي والمخاطر المالية الأخرى، ويسمح للمؤسسة من الاستمرار بشكل سلس وفعال في ممارسة أنشطتها الاقتصادية وتحقيق العوائد المرجوة.

4- الحصول على مصادر التمويل:

بعد أن يقوم مسيري المؤسسات الاقتصادية بتقييم مصادر التمويل المتاحة والتي يمكن الحصول عليها، والمفاضلة بينها لاختيار مزيج تمويلي ملائم ومناسب يغطي الاحتياجات المالية، تشرع المؤسسة في التفاوض مع أصحاب الأموال وأهمهم هم البنوك والمساهمين، حيث تتفاوض المؤسسة مع البنوك على حجم القرض، معدلات الفائدة، آجال الأقساط، وطبيعة الضمانات، بينما يتفاوض مسيري المؤسسة مع المساهمين حول معدلات العائد المطلوبة، أولوية الحصول على الأرباح، وشروط احتجازها، والعوائد المتوقعة من طرفهم في مقابل التخلي على أرباحهم وتأجيلها للمستقبل. (بوشوشة، 2016، الصفحات 111-112).

رابعاً: الأطراف المؤثرة في عملية التمويل:

هناك عدة أطراف تؤثر في عملية التمويل أهمهم: (حركاتي، 2018، الصفحات 49-50)

1- المسكرون:

يعتبر المسكرون أفراداً تم توكيلهم من طرف المساهمين لإدارة المؤسسة الاقتصادية واتخاذ القرارات التمويلية،

حيث يهدف مسيرو المؤسسة إلى تحقيق إيرادات مناسبة للمؤسسة والتحسين من أداءها المالي، وذلك لأجل ضمان البقاء في مناصبهم، والحصول على المكافآت المقدمة لهم من طرف المساهمين، مما يؤدي بالمسيرين إلى استخدام الديون لأجل استغلال الفرص الاستثمارية المناسبة.

في المقابل قد لا تتطابق مصالح المسيرين بشكل أساسي مع مصالح المساهمين، مما يؤدي إلى وقوع إشكالية الوكالة، والتي قد تؤثر بدورها على السياسات والقرارات التمويلية المستقبلية.

2- المساهمون:

يعتبر المساهمون ملاكا للمؤسسة الاقتصادية حسب حصة كل مساهم في الملكية، ولهذا يعتبر المساهمون أصحاب الأموال الخاصة الموجودة في المؤسسة، ويهدف المساهمون إلى الاستفادة من أموالهم المستثمرة في نشاطات المؤسسة الاقتصادية لتحقيق العوائد المطلوبة، حيث يعتبر معدل العائد المطلوب محددًا رئيسًا لتكلفة التمويل الكلية، كما يشارك المساهمين بشكل مباشر في عملية التمويل عن طريق حقهم في التصويت في الجمعية العامة لاتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وبالتالي حجم الأرباح المحتجزة التي تحول لتمويل النشاطات الاقتصادية المستقبلية.

3- المقرضون:

يعتبر المقرضون أحد أهم الأطراف المشاركة في عملية التمويل، حيث أن المؤسسات لا يمكنها في العادة أن تلبى احتياجاتها المالية وتوسع في فرصها الاستثمارية عن طريق استعمال مصادرها الداخلية فقط، حيث تعتبر الديون مكونًا رئيسًا يصعب الاستغناء عليه في الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية.

ويختلف المقرضون عن المساهمين من حيث أنهم يقومون بتمويل المؤسسة بمصادر مؤقتة، لها أجل محدد للتسديد منصوص عليه في عقد الإقراض، حيث يهدف المقرضين لاسترجاع أموالهم والحصول على الفوائد، ولا يمكن أن يتحقق ذلك إلا بإقراض مؤسسات لها ملاءة مالية جيدة، ويسعى المقرضون لحماية أنفسهم من مخاطر عدم التسديد، وضمان استرجاع أموالهم بضمانات، كرهن الأصول مثلاً.

4- الدولة:

تؤثر الدولة بطريقة غير مباشرة على القرار التمويلي للمؤسسات الاقتصادية بما تسنه من تشريعات جبائية تؤثر على جميع القرارات المالية في المؤسسة بما فيها القرارات التمويلية، كما يمكنها التأثير كذلك عن طريق سياساتها النقدية المؤثرة في أسعار الفائدة في البنوك.

المطلب الثاني: ماهية الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي مزيج من مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، وهي تنقسم إلى أموال الملاك وديون المؤسسة، حيث يهدف مسيري المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق هيكل مالي ملائم يمكن المؤسسة من تخفيض تكاليفها والابتعاد عن الخطر المالي وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفاهيم عامة حول الهيكل المالي، وتحديد السمات الأساسية لبناء هيكل مالي ملائم.

أولاً: مفهوم الهيكل المالي

يوجد عدة تعاريف للهيكل المالي، نذكر بعضها في ما يلي:

يعرف الهيكل المالي بأنه مجموع الأموال التي يتم بها تمويل أصول المؤسسة بالكامل، سواء كان التمويل بالمصادر الخاصة أو عن طريق الأموال المقترضة. (الإسماعيل، 2018، صفحة 100).

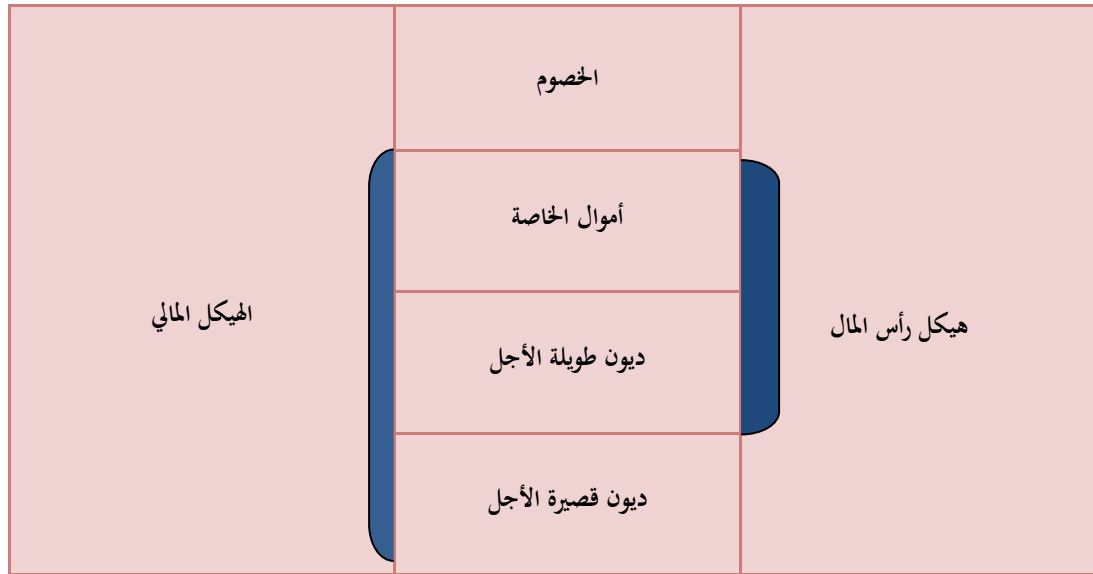
ويعرف الهيكل المالي أيضاً بأنه عبارة عن مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، والتي تتمثل في العناصر المكونة لجانب الخصوم (سهايلية، 2018، صفحة 23).

كما يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه توليفة من مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة في تمويل استثماراتها، وهي تتمثل في عناصر الخصوم الطويلة والقصيرة الأجل في الميزانية، سواء كانت ديون أو أموال خاصة (حركاتي، 2018، صفحة 217).

مما سبق يمكن تعريف الهيكل المالي محاسبياً، على أنه مجموع العناصر المشكلة للجانب الأيسر من ميزانية المؤسسة الاقتصادية، والمتمثلة في الخصوم بجميع أنواعها طويلة وقصيرة الأجل، أما مالياً، فيمكن تعريف الهيكل المالي على أنه مجموع مصادر التمويل الداخلية والخارجية التي تختارها المؤسسة من أجل تغطية الاحتياجات المالية الناجمة على أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية.

ونشير إلى أنه يجب التفريق بين مصطلح الهيكل المالي وهيكل رأس المال، حيث يعتبر هذا الأخير جزءاً من الهيكل المالي، وهو الجزء الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل، والتي يتمثل في الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم(01): الهيكل المالي وهيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الباحث

ثانيا: الهيكل المالي المستهدف

يتم تحديد الهيكل المالي المستهدف بناء على دراسة الظروف والعوامل الداخلية والخارجية للمؤسسة، حيث يتم تحديد النسبة المستهدفة لكل عنصر من مصادر التمويل في هذا الهيكل المالي، والذي يكون قابلاً للتعديل في حال تغير هذه الظروف، وتظهر أهمية الهيكل المالي المستهدف في توضيح الرؤية أمام المسيرين في اتخاذ القرار المالي في حالة ما كانت النسبة لأي مصدر من مصادر التمويل تختلف عن النسبة المستهدفة (مسعد، 2023، الصفحات 11-12).

ويعتبر الهيكل المالي المستهدف معياراً ومرجعاً يحدد للمديرين إمكانية تفضيل مصدر تمويلي عن آخر، وحدود استخدام أي مصدر من مصادر التمويل، مما يجعل المسيرين قادرين على المقارنة بين النسب الفعلية لمصادر التمويل في الهيكل المالي (الأموال الخاصة والديون بجميع أنواعها) والنسب المستهدفة، واتخاذ القرار بالرفع أو التخفيض من استعمال أي عنصر من عناصر الهيكل المالي لأجل الوصول للنسب المستهدفة.

حيث أن المؤسسات الاقتصادية تقوم بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة إذا كان مستوى استعمال الديون أعلى من المستوى المستهدف، وتستخدم الديون في التمويل إذا كان مستواها أقل من المستوى المستهدف (Marsh, 1982, p. 122).

ويتم تحديد المستويات المستهدفة لعناصر التمويل في الهيكل المالي، بناء على تحليل العديد من العوامل الداخلية كحجم المؤسسة وتشكيلة الأصول، وكذلك العديد من العوامل الخارجية كالمخاطر المالية، أسعار الفائدة

في السوق، وطبيعة السوق المالي، حيث توصلت دراسة (Marsh, 1982, p. 142) لنتائج تؤكد أن المستويات المستهدفة لمصادر التمويل في الهيكل المالي تتأثر بكل من حجم المؤسسة وتشكيلة أصولها، وكذلك خطر الإفلاس.

ثالثا: الهيكل المالي الأمثل

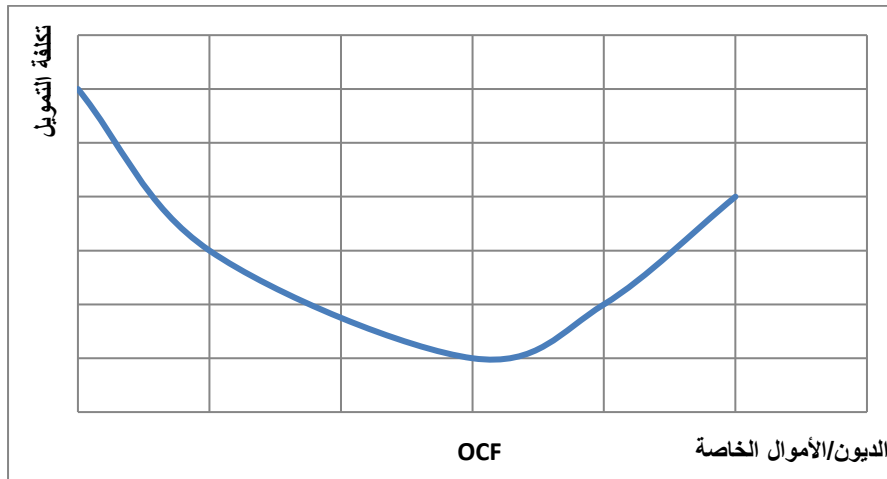
هناك عدة تعريفات للهيكل المالي الأمثل، نذكر بعضها في ما يلي:

يعرف الهيكل المالي الأمثل على أنه الهيكل التمويلي الذي يحقق أكبر ربح للملاك وبالتالي يحقق أقصى قيمة سوقية. (صديقي، فقيقي، و صبرو، 2017، صفحة 81).

كما يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل على أنه طريقة تمويل تجعل تكلفة رأس المال في أدنى مستوى ممكن من ناحية، ويعمل على تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية من ناحية أخرى. (دادن، 2006، صفحة 113) ويعرف الهيكل المالي الأمثل أيضا بأنه توليفة من مصادر التمويل الخاصة والمقتضة، يحقق التوازن بين المزايا والتكاليف الناجمة عن عملية الاقتراض، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة. (حركاتي، 2018، صفحة 55).

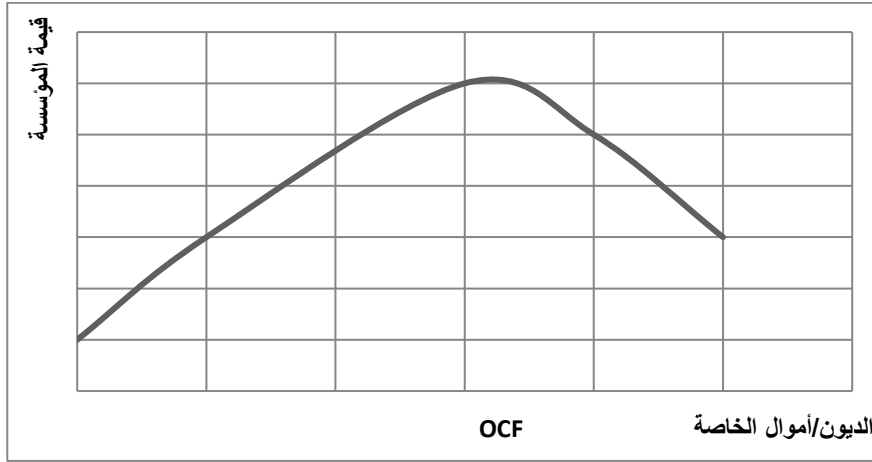
مما سبق يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل بأنه توليفة من مجموع مصادر التمويل الخاصة والديون الذي تجعل المؤسسة تحقق أقل تكلفة تمويل ممكنة، وتؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة إلى أعلى قيمة، أي أن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند مستوى من الرفع المالي لا يعرض المؤسسة للمخاطر المالية، ويخفض تكاليفها إلى أقل مستوى ممكن، مما يؤدي إلى تعزيز قيمة المؤسسة، حيث من أجل تحقيق هيكل مالي أمثل، يعمل مسيري المؤسسة الاقتصادية على الموازنة بين المزايا والمخاطر الناجمة على مصادر التمويل المختلفة، ويمكن توضيح ماسبق من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): العلاقة بين الهيكل المالي الأمثل وتكلفة التمويل



المصدر: من إعداد الباحث

الشكل رقم (03): العلاقة بين الهيكل المالي الأمثل وقيمة المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحث

حيث يظهر من الأشكال رقم (02) (03) أن الرفع المالي يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل إلى غاية الوصول إلى أدنى مستوى ممكن عند مستوى الاستدانة (OCF)، وهذا ما يقابله ارتفاع في قيمة المؤسسة إلى أن تصل إلى أعلى مستوى ممكن عند نفس مستوى الرفع (OCF)، حيث تكون درجة الرفع (OCF) محققة لهيكل مالي أمثل يحقق أقل تكلفة تمويل ممكنة وأعلى قيمة للمؤسسة، وتسمى درجة الرفع المالي (OCF) نقطة التوازن، حيث أن أي زيادة في استخدام الديون عند نقطة التوازن تعرض المؤسسة للمزيد من المخاطر المالية، وتجعل المساهمون والمقرضون يطالبون بعوائد أعلى، مؤديا ذلك إلى ارتفاع تكاليف التمويل وانخفاض قيمة المؤسسة.

رابعاً: سمات الهيكل المالي الملائم

حتى يكون الهيكل المالي للمؤسسة ملائم لابد أن تتوفر فيه الخصائص التالية:

1- الأمان:

يعتبر مبدأ الأمان في تشكيل الهيكل المالي، أولوية قصوى يجب أن يعتني متخذو القرارات المالية بها، لأن انتفاء هذه السمة في الهيكل المالي للمؤسسة، وعدم الالتزام بمبدأ الحيطة والحذر في اتخاذ القرارات المالية، يمكن أن يعرض المؤسسة الاقتصادية للعسر المالي، مما قد يؤدي إلى تهديد استمراريته في ممارسة أنشطتها الاقتصادية وبقائها في السوق.

حيث أن يجب على مسيري المؤسسات الاقتصادية تفادي اتخاذ قرارات تمويلية بالحصول على مصادر تمويل ينجم عنها مخاطر مالية عالية، وذلك لأجل تلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية أو للحصول على فرص استثمارية أفضل وتحقيق مردودية أعلى، مما قد يؤدي إلى نتائج عكسية تجعل المؤسسة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها وبالتالي التعرض لخطر العسر المالي والإفلاس.

2- المرونة:

يكون الهيكل المالي مرنا، إذا كان ذو قابلية للتعديل من طرف مسيري المؤسسات الاقتصادية، إما بزيادة أو تخفيض استخدام أي مصدر من مصادر التمويل بجميع أشكالها الخاصة والمقترضة، وذلك استجابة للتغيرات في البيئة الخارجية أو الداخلية للمؤسسة الاقتصادية.

3- التكاليف:

يعتبر تخفيض التكاليف أحد أهم الأمور التي يهدف مسيري المؤسسة إلى تحقيقها، ولهذا فإن تكلفة التمويل المنخفضة هي إحدى أهم سمات الهيكل المالي الملائم، وهذا ما يجعل معيار التكلفة ذا أهمية أساسية في مفاضلة مسيري المؤسسات الاقتصادية بين مصادر التمويل المختلفة، حيث يسعى متخذو القرارات التمويلية للحصول على تركيبة من مصادر التمويل بأقل تكلفة ممكنة.

4- الموازنة بين المخاطر والعوائد:

من غير الممكن لأي مؤسسة اقتصادية أن تحصل على مصدر تمويلي خالي مطلقا وبشكل كامل من الخطر المالي، أو أن يكون عديم التكلفة، وفي المقابل فإن الظروف الداخلية والخارجية تفرض على المؤسسة السعي للحصول على مصادر تمويلية جديدة لأجل تلبية الاحتياجات المالية المنبثقة من ممارسة أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية، لذلك يلجأ متخذو القرارات المالية للموازنة بين المخاطر والعوائد المتوقعة لاستخدام أي مصدر تمويلي، حيث يكون الهيكل المالي ملائما إذا كان هناك توازن بين المخاطر والتكاليف الناجمة عن مصادر التمويل المشكلة له، والعوائد الناتجة عند استخدام هذه المصادر.

5- إشكالية الوكالة:

يقصد بإشكالية الوكالة، ذلك التضارب في المصالح الذي قد يحصل بين كل من مسيري المؤسسات الاقتصادية الموكلين بإدارة المؤسسة والملاك، أو بين الملاك والمقرضين، وينبثق عن هذا التضارب في المصالح تكاليف مختلفة تسمى بتكاليف الوكالة، حيث يكون الهيكل المالي ملائما إذا كان مستوى التضارب في المصالح بين جميع الأطراف منخفض، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

المطلب الثالث: محددات اختيار تركيبة الهيكل المالي

تتأثر عملية اتخاذ القرار التمويلي في تشكيل الهيكل المالي بعدة محددات، حيث تشمل عوامل متعلقة بالبيئة الداخلية للمؤسسة وعوامل خارجية تتعلق بالتأثير المباشر والغير المباشر للمؤسسات الحكومية على أنشطة المؤسسات الاقتصادية، وتتمثل أبرز هذه العوامل المؤثرة والمحددة لتشكيلة الهيكل المالي في ما يلي:

1- الربحية:

تعتبر العلاقة بين ربحية المؤسسة والقرار التمويلي محل خلاف بين النظريات المالية، حيث تقترح نظرية الموازنة أن المؤسسات التي حققت أرباحاً تفضل التمويل عن طريق الديون، وذلك بسبب انخفاض تكاليف الإفلاس المتوقعة عندما تزيد ربحية المؤسسة، وكذلك تفضل هذه المؤسسات وفق نظرية الموازنة، استعمال الديون في التمويل لأجل الاستفادة من الخصم الناتج عن فوائد الديون وتحقيق وفورات ضريبية (Salawu & Agboola, 2008, p. 76)،

وتؤكد نظرية الموازنة أن المؤسسات الاقتصادية تستفيد من الوفورات الضريبية بسبب المصاريف المالية الناجمة عن الديون والتي تخصم من النتيجة قبل الضريبة، مما يحفزها على التمويل بالرفع المالي لأجل تخفيض العبء الضريبي.

وعلى عكس نظرية الموازنة تفترض نظرية التسلسل الهرمي في التمويل أن المؤسسات التي حققت أرباحاً، يتوقع منها أن تحافظ على مستوى منخفض من الاستدانة في هيكلها المالي، وذلك لأنها قادرة على توليد مصادر داخلية لتمويل أنشطتها (Danso, 2014, p. 71)، وفي نفس الإطار، توصلت دراسات (Frank & Goyal, 2003, p. 13) (Kester, 1986, p. 239) لنتائج تدعم طرح نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، بينما توصلت دراسة (Toumi & Dadene, 2014, p. 21) إلى وجود علاقة طردية بين ربحية المؤسسة والهيكل المالي، وهذا ما يؤيد طرح نظرية الموازنة.

2- حجم المؤسسة:

تعتبر العلاقة بين حجم المؤسسة والقرارات التمويلية في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية محل خلاف بين الدراسات المالية، حيث أن الطرح التقليدي ينص على أن المؤسسات الكبيرة تكون أكثر تنوعاً في استثماراتها، مما يجعلها أقل عرضة لحدوث تقلب في مستوى أرباحها، مما يمكنهم من التأقلم مع المستويات العالية من الرفع المالي، ويعتبر هذا الطرح مؤيداً لنظرية الموازنة (Danso, 2014, p. 67)، كما أشارت دراسة (Danso, 2014, p. 69) أن المقرضين عادة ما يعتبرون المؤسسات الصغيرة معرضة للمخاطر أكثر من المؤسسات الكبيرة، وهذا يكون بشكل خاص بالنسبة للمؤسسات الجديدة التي لا تملك المسيرة الاقتصادية الكافية وجودة الأصول الكافية التي تمكنها من تأمين أموال المقرضين، مما يصعب حصولها على القروض، وعليه، يتوقع أن يكون مستوى الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسات الكبيرة أعلى منه عند المؤسسات الصغيرة، ويؤيد هذا دراسات (Frank &

(Rajan & Zingales, 1995, p. 26) (Barclay & Smith, 1996, p. 16) Goyal, 2003, p. 239) والتي توصلت أن مستوى الرفع المالي في الهيكل المالي يزيد كلما زاد حجم المؤسسة الاقتصادية.

3- هيكل الأصول:

تعتبر تركيبة هيكل أصول المؤسسة عاملاً مؤثراً على القرارات التمويلية، حيث يفترض أن المؤسسات التي لها نسبة أصول ثابتة ملموسة عالية في تركيبة أصولها، تملك قدرة تفاوضية أكبر في الحصول من المقرضين على الحجم اللازم من الأموال لتغطية الاحتياجات المالية الناجمة على الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة، وبمعدلات فائدة أدنى، وهذا بسبب أن هذا النوع من تشكيلة هيكل الأصول يقدم ضماناً للمقرضين باسترجاع أموالهم حتى في حالات تعرض المؤسسات الاقتصادية لمخاطر العسر المالي والإفلاس، وعليه يتوقع أن نسبة الأصول الملموسة في هيكل الأصول تتناسب طردياً مع مستويات الرفع المالي في الهيكل المالي، حيث توصلت دراسات (Frank & Goyal, 2003, p. 239) (Rajan & Zingales, 1995, p. 25) أن مستوى الديون في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية يتزايد كلما كانت نسبة الأصول الثابتة الملموسة في هيكل الأصول أعلى.

4- نمو المؤسسة:

تعتبر طبيعة تأثير نمو المؤسسة على القرارات التمويلية، مسألة لا تحظى بالإجماع بين النظريات والدراسات المالية، حيث ترى نظرية التسلسل الهرمي في التمويل أن مستوى الديون في تشكيلة الهيكل المالي يرتفع كلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، وذلك لأن المؤسسات التي تملك فرصاً استثمارية كبيرة لها احتياجات تمويلية لا يمكن تغطيتها بالأموال الخاصة فقط، كما أن المقرضين يرغبون في التعامل مع هذا النوع من المؤسسات نظراً لما يتوقعونه من نتائج إيجابية (مسعد، 2023، صفحة 20)، في المقابل، فمن وجهة نظر نظرية الوكالة، فإن تكلفة الوكالة بين المساهمين والمقرضين تكون أعلى من قيمة الفرص الاستثمارية المستقبلية وأكثر أهمية مقارنة بقيمة الأصول الحالية، مما يؤدي إلى توقع أن مستويات الرفع المالي في المؤسسات الاقتصادية تنخفض كلما كان هناك فرصاً استثمارية أكثر (بوشوشة، 2016، صفحة 254)

وتوصلت دراسات (Titman (Rajan & Zingales, 1995, p. 25) (Barclay & Smith, 1996, p. 17) (Wessels, 1988, p. 15) أن مستويات الاستدانة في الهيكل المالي تنخفض كلما زادت معدلات نمو المؤسسة، بينما توصلت دراسة (Ahmad & Aris, 2015, p. 205) لوجود علاقة طردية بين نمو المؤسسة والرفع المالي.

وعلى الرغم من التضارب في نتائج الدراسات المالية، فإنه وبشكل عام يوجد إجماع على أن المؤسسات الاقتصادية التي تولد أرباحاً كافية ولها فرص نمو عالية، يتوقع أن تستخدم مصادرها الداخلية في التمويل، وذلك

لأن تكلفة الأرباح المحتجزة تعتبر رخيصة مقارنة بالمصادر الخارجية، وفي المقابل، يتوقع أن تلجأ المؤسسات الاقتصادية للرفع المالي إذا كانت أرباحها محتجزة قليلة. (Danso, 2014, p. 72) .

5- الوفرات الضريبية عن الديون:

تتمثل في الوفرات الضريبية الناجمة عن استخدام الديون في التمويل، حيث يترتب عن التمويل عن طريق الديون مصاريف مالية تعتبر أعباء تخصم من أرباح المؤسسة قبل الضريبة، مما يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي، وبالتالي تخفيض العبء الضريبي التي تتحمله المؤسسة.

يرى (Modigliani & Miller, 1963) أن المؤسسات التي لها التزامات ضريبية عالية، يتوقع أن تستخدم الديون في عملية التمويل للاستفادة من الخصم الناتج عن فوائد الديون (Danso, 2014, p. 70)، وفي نفس الإطار توصلت دراسة (Mason, 1990, p. 1471) أن معدل الضريبة له دور جوهري في مفاضلة المؤسسات بين الديون والأموال الخاصة في التمويل، ونظر للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفرات الضريبية، فإنه يتوقع من المؤسسات التي يفرض عليها معدلات ضريبية مرتفعة، أن تلجأ إلى استخدام الديون أكثر من المؤسسات المفروض عليها معدلات ضريبية منخفضة (حركاتي، 2018، صفحة 140)، حيث توصلت دراسات (Lei, 2020, p. 137) (Khouri, 2022, p. 15) على وجود علاقة طردية بين الوفرات الضريبية عن الديون ومستوى الرفع المالي في المؤسسة الاقتصادية.

6- الوفرات الضريبية البديلة:

يقصد بالوفرات الضريبية البديلة الوفرات الناجمة عن أعباء أخرى تختلف عن الأعباء الناتجة عن الاقتراض، كأعباء الإهلاك والخسائر المرحلة وغيرها، وهي أعباء تخصم من نتائج المؤسسة، وينتج عليها وفر ضريبي (حركاتي، 2018، صفحة 142)، وعليه، يتوقع أن تكون هنالك علاقة طردية بين الوفرات الضريبية البديلة مع حجم الديون في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، وعلى خلاف ذلك تتوقع نظرية الموازنة علاقة عكسية بين الوفرات الضريبية البديلة والرفع المالي، مبررة ذلك أن هذه الوفرات ترتبط بالاستثمار في الأصول، والتي تستخدمها المؤسسة كضمان لتأمين التمويل بالديون. (Ahmad & Aris, 2015, p. 202).

وتوصلت دراسات كل من (Lei, 2020, p. 137) و (Khouri, 2022, p. 15) أن الوفرات الضريبية البديلة تؤثر بشكل عكسي على مستوى الاستدانة في الهيكل المالي، كما توصلت دراسة (Ahmad & Aris, 2015, p. 205) أن ارتفاع حجم الوفرات الضريبية البديلة يقابله انخفاض في حجم الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي، وارتفاع في الديون قصيرة الأجل.

7- تذبذب الأرباح:

وفق افتراضات نظرية الموازنة فإن المؤسسات التي لا تملك ثبات في مستوى أرباحها لها احتمال أعلى في العجز عن الوفاء بالتزاماتها المالية تجاه المقرضين، حيث في هذه الوضعية تكون فيها تكاليف الإفلاس عالية، فإن التذبذب في الأرباح والذي يعتبر مؤشراً عن الخطر المالي، يؤدي إلى انخفاض حجم الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، حيث إنه عادة ما يتفادى المقرضون تقديم أموال للمؤسسات التي عندها عدم استقرار في أرباحها، وذلك لخوف أصحاب الديون من وقوع هذه المؤسسات في خطر الإفلاس، ويرى (Danso 2014) أن المؤسسات ذات الأرباح المتذبذبة تستخدم حجم أكبر من الديون في التمويل، وذلك للاستثمار في أنشطة أخرى لضمان الاستقرار في أرباحها. (Danso, 2014, pp. 66-67)

8- عمر المؤسسة:

تعتبر أقدمية المؤسسة في ممارسة أنشطتها الاقتصادية أحد المؤشرات الدالة على قدرة المؤسسة في الاستمرار بالوفاء بالتزاماتها لدى الغير، وخبرتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية الناجعة، حيث ترى نظرية الموازنة أن هناك علاقة طردية بين عمر المؤسسة وحجم الديون في هيكلها المالي. (حركاتي، 2018، صفحة 155).

حيث يفترض أن المؤسسات الأقدم لها علاقة مع مقرضين لهم علم بالمسيرة المالية للمؤسسة وسمعتها، مما يجعل هذه المؤسسات لها قدرة أكبر على الحصول على الديون من طرف المقرضين، وفي المقابل توصلت نتائج دراسات كل من (Petersen & Rajan, 1994) (Michaelas, Chittenden, & Poutziouris, 1999) إلى نتائج تؤيد نظرية التسلسل الهرمي في التمويل والتي تنص على أن حجم التمويل بالديون ينخفض مع عمر المؤسسة في ممارسة النشاط، حيث أن المؤسسات الأقدم لها قدرة أكبر على أن تراكم حجم معتبر من الأرباح المحتجزة، مما يجعلها تستغني عن التمويل بالمصادر الخارجية (Ahmad & Aris, 2015, p. 202)

9- السيولة:

يقصد بالسيولة، قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والالتزامات الغير العادية الطارئة، من خلال التدفقات التشغيلية أو عن طريق الزيادة في رأس المال أو الاقتراض (مسعد، 2023، صفحة 21)، حيث تتوقع بعض الدراسات أن هناك علاقة طردية بين السيولة ومستويات الاقتراض، حيث أكدت بعض الدراسات التطبيقية أن المؤسسات الاقتصادية التي لها سيولة عالية، لها قدرة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة، مما يسهل على هذه المؤسسات الحصول على الديون. (حركاتي، 2018، صفحة 138).

وخلافا لما سبق، تتوقع نظرية التسلسل الهرمي في التمويل وجود علاقة عكسية بين السيولة والرفع المالي، حيث تفضل المؤسسات الاقتصادية التي لها سيولة عالية استخدام مصادرها الداخلية في التمويل، وذلك لحماية المساهمين من مصالح المقرضين. (Danso, 2014, p. 75)

10- معدل الفائدة:

يمثل معدل الفائدة، نسبة العائد الذي يتخلى عنده المقرضون على أموالهم لمدة محددة لطرف آخر، أي هو المقابل الذي يتحصل عليه أصحاب الديون مقابل تخليهم عن أموالهم لصالح المؤسسة الاقتصادية، وهي تعتبر بالنسبة للمؤسسة التكلفة المترتبة على حصولهم على أموال الغير لاستعمالها في تمويل أنشطتهم الاقتصادية، وتؤثر معدلات الفائدة بشكل مباشر على القرارات التمويلية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يقل استعداد المؤسسات على استخدام الديون في التمويل كلما ارتفعت أسعار الفائدة، وذلك لأن تكلفة التمويل تعتبر أحد المعايير الأساسية في المفاضلة بين مصادر التمويل. (حركاتي، 2018، صفحة 147).

11- توزيع الأرباح:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح عاملا محددًا ومؤثرا على اختيار ومفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين مصادر التمويل الخاصة والمقترضة، حيث ترى دراسات كل من (Baskin, 1989) (Adedjeji, 1998) أن نسبة توزيع الأرباح تتناسب طرذا مع حجم الديون المستخدمة في التمويل، حيث أن المؤسسات التي توزع مستوى مرتفع من الأرباح، سيتوفر لديها مستوى أقل من الأرباح المحتجزة المتاحة لأجل استعمالها في تمويل استثماراتها، مما يجعل المؤسسات تلجأ للاستدانة عند توفر أي فرصة استثمارية يتطلب تمويلها أموال أعلى من الأرباح المحتجزة. (Danso, 2014, p. 74)

المبحث الثاني: أنواع مصادر التمويل

تتمثل مصادر التمويل في العناصر المشكلة للهيكل المالي، وهي الأموال التي يمكن أن تتحصل عليها المؤسسة لأجل استخدامها في سد احتياجاتها المالية الناجمة على ممارسة المؤسسة لأنشطتها، سواء كانت من مصادرها الخاصة أو الديون، حيث سيتم في هذا المطلب التعرف على أنواع مصادر التمويل الخاصة والمقترضة، ومزايا وعيوب استخدام هذه المصادر التمويلية في تمويل الأنشطة الاقتصادية للمؤسسة.

المطلب الأول: مصادر التمويل الخاصة

تتمثل مصادر التمويل الخاصة في الأموال المملوكة من طرف المؤسسة وهي: مساهمة الملاك في رأس المال و الأرباح المحتجزة والاحتياطات، وتستعمل الموارد الخاصة عادة لتمويل الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة طويل الأجل، وقد يتم الاستعانة بها في تمويل الأنشطة الاستغلالية للمؤسسة في حالة عدم كفاية مصادر التمويل قصيرة الأجل في سد احتياجات الدورة، وسيتم التعرف فيما يلي على أنواع مصادر التمويل الخاصة، ومزايا وعيوب كل مصدر منها.

أولاً: الأسهم العادية

1- تعريف الأسهم العادية:

تعرف الأسهم العادية بأنها أداة ملكية لها قابلية للتداول يحصل حاملها على حقوق عادية دون ميزة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى المتداولة في البورصة، ويتم إصدارها بقيمة اسمية، يحصل حاملها على نسبة من الأرباح يعلنها مجلس الإدارة سنوياً، وفي حالة الإفلاس يحصل أصحاب الأسهم العادية على حقوقهم بعد تسديد التزامات أصحاب الديون وحملة الأسهم الممتازة. (آل شبيب، 2009، صفحة 191).

كما يتمتع حاملو الأسهم العادية بحق التصويت في الجمعية العامة، والمشاركة في الأرباح والخسائر، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة، كما يكون لحاملي الأسهم العادية مسؤولية محدودة على حسب حصصهم في رأس ما ل المؤسسة. (المغربي، 2018، صفحة 34).

ويملك السهم العادي عدة قيم هي: (المغربي، 2018، صفحة 33):

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي تظهر على قسيمة السهم ويكون منصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة الاقتصادية وقانونها الأساسي.

- **القيمة الدفترية:** القيمة الدفترية للأصل هي القيمة المسجلة في دفاتر المؤسسة الاقتصادية، أما بالنسبة للقيمة الدفترية للسهم فهي تساوي قيمة الأموال الخاصة على عدد أسهم المؤسسة، وهي تعكس ما قدمه المساهمين من

رأس المال المدفوع والعلاوات، أو نتيجة احتجاز الأرباح لتمويل المؤسسة الاقتصادية.

- **القيمة السوقية:** تتحدد القيمة السوقية للسهم العادي كنتيجة لالتقاء قوى الطلب والعرض في السوق، وهو يمثل سعر البيع في البورصة، وتتأثر القيمة السوقية للسهم بعدة عوامل تتمثل أهمها في الظروف الاقتصادية المتوقعة، مستويات أسعار الفائدة المتوقعة، وتوقعات المساهمين حول ربحية المؤسسة (قدوج، 2021، صفحة 37).

2- خصائص الأسهم العادية:

يتميز السهم العادي بالعديد من الخصائص، نذكر أهمها في ما يلي: (قدوج، 2021، صفحة 38)

- **القابلية للتداول:** تتوفر الأسهم العادية على مرونة عالية للتداول في الأسواق المالية، حيث يمكن التنازل عليها بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة.
- **التساوي في القيمة:** ويقصد بهذا أن الشركات المساهمة عند إصدار أسهم عادية، تكون هذه الأسهم متساوية القيمة، ولا يمكن إصدارها بقيم مختلفة.
- **خاصية المسؤولية المحدودة للمساهمين:** يتحمل المساهم مسؤولية محدودة بقدر حجم حصته من الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة الاقتصادية.

3- مزايا وعيوب الأسهم العادية:

3-1- مزايا الأسهم العادية:

تتمتع الأسهم العادية بالعديد من المزايا، نذكر منها: (المغربي، 2018، صفحة 34)

- تقدم للمؤسسات الاقتصادية تنويع في مصادر تمويلها، وتمكنها من مواجهة تغيرات الظروف الاقتصادية؛
- ليس للأسهم العادية أجل محدد للتسديد، ولا يلزم على المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد؛
- لا يجب على المؤسسة توزيع الأرباح إلا إذا تحققت، وتم اتخاذ القرار بتوزيعها؛
- ارتفاع حجم الأموال من الأسهم العادية يخفض من نسبة القروض في الأموال الدائمة مما يعتبر بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة مستوى الاقتراض، ويشجع المقرضين على مدها بالمزيد من الأموال.

3-2- عيوب الأسهم العادية:

مع ذلك فإن للسهم العادي له بعض العيوب، نذكرها في ما يلي: (المغربي، 2018، الصفحات 34-35):

- ارتفاع تكلفة التمويل، حيث أن إقبال المستثمرين على الأسهم العادية، يكون عند توقع الحصول على معدلات عوائد أعلى من معدلات فوائد السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، ويعود ارتفاع التكلفة إلى عامل المخاطرة وتكاليف الإصدار وغيرها من مصاريف الاكتتاب؛

- تخضع الأرباح الموزعة للضريبة مما يؤدي إلى توسيع الوعاء الضريبي للمؤسسة الاقتصادية؛
- ارتفاع حجم الأموال من الأسهم العادية، يحد من استقلالية القرار الإداري، ويرجع هذا لتزايد المساهمين والذي يحق لهم مشاركة في مجلس الإدارة؛
- يعتبر إصدار أسهم عادية جديدة سببا لتشتت أصوات المساهمين في الجمعية العامة، مما يؤدي إلى إضعاف مركز الملاك القدامى، ويمكن التغلب على هذا عن طريق تقديم حق الأولوية للملاك القدامى في شراء الأسهم الجديدة التي تم إصدارها.

ثانيا: الأسهم الممتازة

1- تعريف السهم الممتاز:

يعرف السهم الممتاز بأنه سند ملكية يشبه السهم العادي من حيث قيمته الاسمية، التي تحدد عند إصدار السهم (شيخة، 2022، صفحة 73)، ويعتبر السهم الممتاز مصدرا للتمويل طويل الأجل له قيمة اسمية وقيمة سوقية، ويحصل حامل السهم الممتاز على الربح نتيجة لمنحه هذا الحق في كوبون الإصدار، ويكون مقدار الربح نسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، كما يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على أرباحه ونصيبه من قيمة السهم عند التصفية قبل حاملي الأسهم العادية (قدوح، 2021، صفحة 45).

ويختلف السهم الممتاز عن السهم العادي في: (المغربي، 2018، صفحة 35)

- يحق لحاملي الأسهم الممتازة استرجاع قيمة السهم عند التصفية؛
- لا يملك حاملي السهم الممتاز الحق في التصويت في الجمعية العامة (إلا في الحالات القصوى)؛
- لا يتأثر العائد عن السهم الممتاز بالوضعية المالية للمؤسسة ويكون هذا العائد ثابت؛
- يحق لإدارة المؤسسة شراء الأسهم من حاملي الأسهم الممتازة، خاصة عند انخفاض أسعار الفائدة؛

2- أنواع الأسهم الممتازة:

للأسهم الممتازة عدة أنواع نذكر أكثرها شيوعا في ما يلي: (شيخة، 2022، صفحة 76)

- 1-2- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح (التراكمية): يقصد بهذا نوع من الأسهم الممتازة، أنه إذا لم تكف أرباح المؤسسة، أو تم التخلف عن دفعها في سنة ما، فإن حقوق حاملي الأسهم الممتازة من الأرباح لا تسقط، بل تؤجل للدفع مع الربح المستحق للعام الموالي إذا توفرت الأرباح..
- 2-2- الأسهم الممتازة الغير المجمعة (غير تراكمية): يقصد بهذا النوع، أنه إذا لم تدفع المؤسسة النسبة المتفق عليها من الأرباح في سنة ما، لا يحق لحاملي الأسهم المطالبة بها في السنوات التالية.

2-3- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: يمكن تحويل هذا النوع من الأسهم الممتازة إلى عدد معين من الأسهم العادية، بسعر محدد، ولأسباب محددة. (المغربي، 2018، صفحة 36).

2-4- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: هي أسهم يحق للمؤسسة استدعائها، وذلك بشرائها مرة أخرى من حاملها بسعر ما (سعر الإصدار). (المغربي، 2018، صفحة 36).

3- مزاي وعيوب الأسهم الممتازة:

3-1- مزاي الأسهم الممتازة:

تتمتع الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا، نذكر منها ما يلي: (شيخة، 2022، صفحة 76):

- عدم دفع فوائد (أرباح) الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة الاقتصادية، حيث أن المؤسسة غير ملزمة قانونياً بدفع الأرباح.
- لا يؤثر إصدار الأسهم الممتازة في السيطرة على الإدارة القائمة، ولا يملك حاملو الأسهم الممتازة حق التصويت إلا في حالات معينة.
- إصدار الأسهم الممتازة قد يساهم في تخفيض نسبة القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الاقتراض والرفع من الاستقلالية المالية للمؤسسة الاقتصادية، كما أنه يزيد من هامش الأمان للمقرضين وتحسين الصورة الائتمانية للمؤسسة، وتوسيع قاعدة المقرضين.
- يمكن استدعاء الأسهم الممتازة من قبل إدارة المؤسسة واستبدالها بوسائل أقل تكلفة إذا انخفضت أسعار الفائدة.

3-2- عيوب الأسهم الممتازة:

مع كل المميزات السابقة إلا أن للسهم الممتاز بعض العيوب، هي: (شيخة، 2022، صفحة 76):

- السهم الممتاز ذو تكلفة أعلى من الديون، وذلك لأن عوائده لا تخصم من النتيجة قبل الضريبة مثل السندات؛
- إمكانية تراكم العوائد بموجب نص خاص، تؤدي إلى زيادة المصاريف المالية (الأسهم الممتازة المجمعة)؛
- قد تفرض قيود على المؤسسة في ما يتعلق ببيع وتداول هذه الأسهم.

ثالثاً: الأرباح المحتجزة

1- تعريف الأرباح المحتجزة:

يقصد بالأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الربح المحقق من طرف المؤسسة الاقتصادية الذي لم يتم توزيعه على المساهمين، وتعتبر الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل الذاتي، التي تستخدم في تمويل أنشطة المؤسسة الاقتصادية،

والمخاطر التي قد تنجم عن التمويل بالديون أو الأسهم، كذلك يمكن أن يتم احتجاز أرباح المؤسسة على شكل احتياطات إجبارية تحددها التشريعات المعمول بها بشكل إلزامي، أو بشكل اختياري تحددها إدارة المؤسسة، كما تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة رخيصة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، لكنها ليست معدومة، حيث لا يمكن اعتبار الأرباح المحتجزة مصدرا مجانيا للأموال، وذلك لأن الأرباح المحتجزة تعتبر ملكا للمساهمين، والاحتفاظ بها يفرض على المساهمين تكلفة الفرصة البديلة. (قدوج، 2021، صفحة 49).

2- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة:

2-1- مزايا الأرباح المحتجزة:

تتمتع الأرباح المحتجزة بعدة مزايا، نذكرها في مايلي: (محمود، 2014، صفحة 137)

- ترفع من ربحية رأس المال الخاص والعائد على السهم؛
- ترفع من قدرة المؤسسة على الاقتراض؛
- تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من التكاليف المترتبة عن مصادر التمويل الأخرى؛
- تقدم درجة من الاستقلالية للمؤسسة، بسبب اعتمادها عن التمويل الذاتي.

2-2- عيوب الأرباح المحتجزة:

تتمثل عيوب احتجاز الأرباح في مايلي: (محمود، 2014، صفحة 137):

- من مصلحة المؤسسة المتاجرة بأموال الغير عن طريق الاقتراض إذا كانت معدلات العائد عن الاستثمار مرتفعة؛
- احتجاز الأرباح، وعدم توزيعها على المساهمين قد يدفع بهم إلى بيع أسهمهم مما يعرض أسعار الأسهم إلى الانخفاض؛
- احتجاز الأرباح قد يجعل المؤسسة تعتقد أنه مصدر تمويلي منخفض التكلفة، مما قد يدفعها إلى توظيفها في استثمارات تحقق ربحية منخفضة.

المطلب الثاني: الديون طويلة الأجل

تتمثل الديون طويلة الأجل في أموال الغير المقترضة من طرف المؤسسة الاقتصادية من أجل استعمالها في تمويل أنشطة المؤسسة، حيث تعتبر الديون طويلة الأجل مصادر تمويلية خارجية يكون استحقاقها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، عادة ما تستعمل في تمويل الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة الاقتصادية، وقد يتم الاستعانة بها في تمويل الأنشطة الاستغلالية للمؤسسة في حال مالم تكفي مصادر التمويل قصيرة الأجل في سد احتياجات الدورة، حيث سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على أنواع الديون طويلة الأجل، وتحديد المزايا والمخاطر المترتبة على كل

حيث سنتطرق في هذا المطلب إلى التعرف على أنواع الديون طويلة الأجل، وتحديد المزايا والمخاطر المترتبة على كل مصدر منها.

أولاً: السندات

1- تعريف السند:

تعد السندات أداة من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في البورصة، ويعتبر السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته، يحصل حامله على سعر فائدة ثابت خلال مدة القرض، على أن يسترجع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق (شيخة، 2022، صفحة 77)، وللند قيمة اسمية، وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة، كما أن للسند قيمة جارية (القيمة السوقية) وهي القيمة التي يتم بها تداول السند في السوق المالي (شاهين، 2017، صفحة 193).

ويتميز السند عن الأوراق المالية الأخرى بما يلي: (شيخة، 2022، صفحة 78)

- السند هو التزام على الجهة المصدرة له؛
- إصدار السندات يقدم فرصة للمؤسسات الاقتصادية للحصول على الأموال من دون الرفع من الرأس المال؛
- السند يملك قيمة اسمية، معدل فائدة، وتاريخ استحقاق؛
- يحق لحاملي السند الحصول على فوائد ثابتة أو متغيرة بغض النظر على الوضعية المالية للمؤسسة؛
- لا يملك حامل السند الحق في التدخل في الإدارة أو مراقبتها، ولا يحق له المشاركة ولا التصويت في الجمعية العامة؛

- لا يمكن لحاملي السندات المطالبة بقيمة السند قبل تاريخ الاستحقاق؛

- يمكن بيع السند في السوق الثانوية؛

- يمكن ضمان السند بأصول المؤسسة المصدرة له، إما بشكل كلي وجزئي؛

- فوائد السندات تعتبر مصاريف تخصم من الوعاء الضريبي، مما يؤدي إلى تحقيق وفر ضريبي؛

- يملك حاملو السند الأولوية في الحصول على حقوقهم عند التصفية قبل حاملو الأسهم.

2- مزايا وعيوب السندات:

2-1- مزايا السندات: تتمتع السندات بالعديد من المزايا، نذكر بعضها في ما يلي: (هوارى و عمر، 2013، صفحة 39)

- سهولة تحديد التكلفة الناجمة على التمويل باستخدام السندات؛
- تعتبر تكلفة السندات أقل من التكاليف الناجمة عن التمويل بالأسهم العادية والممتازة؛

- حاملو السندات، لا يحق لهم عادة المشاركة في شؤون الإدارة، مما يقدم مرونة أكبر لعمل المديرون؛
- تكاليف السندات تعتبر أعباء تخصم مثل باقي الأعباء قبل تحديد إجمالي الأرباح الخاضعة للضريبة، مما يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة الاقتصادية.

2-2- عيوب السندات:

- للسندات بعض العيوب، نوجزها في ما يلي: (المغربي، 2016، صفحة 47)
- تعتبر التكاليف الناجمة عن التمويل عن طريق السندات ثابتة، ويجب على المؤسسة دفعها مهما كان وضعها المالي، وهذا ما يزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة إلى العسر المالي؛
- في حالات العسر المالي، فإن دفع المؤسسة لمستحقات حاملي السندات يخفض من إيرادات حاملي الأسهم، مما يؤدي إلى تراجع القيمة السوقية للسهم في السوق المالي؛
- تفرض التشريعات المالية في عدة دول نسبة معينة من إجمالي الأموال الخاصة وإجمالي الديون، مما يحد من قدرة المؤسسة على التوسع في التمويل بالسندات، وذلك لحماية أموال المساهمين.

3- أنواع السندات حسب التشريع الجزائري:

3-1- سندات المساهمة:

أجاز القانون التجاري الجزائري في المادة 715 لشركات المساهمة بإصدار سندات مساهمة، والتي عرفها بأنها سندات دين تتكون أجزائها من جزئين، جزء ثابت يتضمن العقد، وجزء متغير يستند إلى عناصر متعلقة بنشاط المؤسسة أو نتائجها، تقوم على أساس القيمة الاسمية للسند، وتعتبر هذه السندات قابلة للتداول، كما قدم نفس القانون الحق لحاملي سندات المساهمة بالاجتماع سنويا مع مديري المؤسسة للاستماع إلى تقريرهم حول السنة المالية المنصرمة، كما سمح القانون التجاري لحاملي سندات المساهمة بحضور الجمعية العامة وإمكانية استشارتهم في المسائل المدرجة في أعمال الجمعية، ما عدا المسائل المتعلقة بتوظيف أو إقالة مديري المؤسسة، كما سمح لهم القانون التدخل في الجمعية العامة (القانون-التجاري-الجزائري(ق.ت.ج)، 2007، الصفحات 205-206)

3-2- سندات الاستحقاق:

عرف القانون التجاري الجزائري في المادة 715 سندات الاستحقاق على أنها سندات قابلة للتداول تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية، ولم يقدم القانون حق إصدار هذا النوع هذا من السندات إلا لشركات المساهمة التي مارست نشاطها لمدة سنتين وأعدت موازنات مصادق عليها من طرف المساهمين بصفة منتظمة، ويكون رأس مالها مسددا كاملا، كما تكون سندات الاستحقاق حسب كل

حالة، مقترنة بشروط أو بنود التسديد أو الاستهلاك عند حلول الأجل، أو عن طريق السحب، وأجاز القانون حضور حاملي سندات الاستحقاق الجمعية العامة بصفة الاستشارية، ومنع القانون تدخل حاملي هذه السندات في الشؤون الإدارية للمؤسسة (القانون-التجاري-الجزائري(ق.ت.ج)، 2007، الصفحات 206-209).

3-3- سندات الاستحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم:

سمح القانون التجاري الجزائري لشركات المساهمة التي مارست نشاطاتها لمدة سنتين، واعدت موازنتين مصادق عليها من طرف المساهمين بإصدار سندات استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، وذلك بترخيص أو قرار من الجمعية العامة الغير العادية، ولا يمكن اتخاذ قرار التحويل إلا برغبة من حاملي هذه السندات، وحسب الشروط المحددة في عقد الإصدار. (القانون-التجاري-الجزائري(ق.ت.ج)، 2007، الصفحات 211-212).

3-4- سندات الاستحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم:

سمح القانون التجاري الجزائري للشركات التي تستوفي الشروط اللازمة لإصدار سندات الاستحقاق، إصدار سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالأسهم، وتمنح قسيمة الاكتتاب حق اكتتاب بالأسهم تقوم بإصدارها الشركة بسعر محدد أو بأسعار مختلفة وفقا للشروط والآجال التي تم تحديدها في عقد الإصدار (القانون-التجاري-الجزائري(ق.ت.ج)، 2007، الصفحات 212-214).

ثانيا: التمويل التجاري

1- تعريف التمويل التجاري:

يعرف التمويل التجاري على أنه التزام عن طريق التعاقد، بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من طرف المؤسسة المالكة لها إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة، وذلك لفترة محددة وبأقساط إيجار محددة. (المغربي، 2016، صفحة 49)، حيث يمكن التمويل التجاري المؤسسات الاقتصادية من الحصول على أصول ثابتة لاستخدامها في أنشطتها الاقتصادية دون أن تشتريها، وذلك مقابل تأجير الأصل بمقابل دفعات إيجار، ومن أهم مزايا التمويل التجاري رفع عبء التقادم التكنولوجي على المؤسسات المستخدمة للتجهيزات، وتحويل تحمل العبء على المؤسسات المالكة لها. (الميداني، 2015، الصفحات 512-513)، كما يعتبر التمويل التجاري أسلوبا تمويليا يستخدم من المؤسسات الاقتصادية لتفادي اللجوء إلى الاقتراض من البنوك والتمويل عن طريق السندات بشكل مكثف، وكذلك أسلوبا من أساليب التغلب على محدودية مصادر التمويل (المغربي، 2016، صفحة 49)، وفي المقابل، فإن للتمويل التجاري بعض السلبيات، حيث عادة ما تكون تكاليف التمويل التجاري أعلى من تكاليف القروض، وكذلك فإن المستأجر يعتبر مسؤولا على الأضرار التي تلحق بالمعدات، لذلك فمن الضروري تأمين هذا الخطر. (ساحل،

(2019، صفحة 83)

2- أسباب اللجوء إلى التمويل الإيجاري:

تلجأ المؤسسة الاقتصادية للتمويل الإيجاري لعدة أسباب، نذكر أهمها في ما يلي: (المغربي، 2016، الصفحات 52-53)

- تلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل الإيجاري في حال مواجهة احتياجات مؤقتة، حيث قد تحتاج المؤسسة في بعض الأحيان إلى أصول معينة لأجل نشاط عرضي، لذلك فبدل شراء الأصل يمكن للمؤسسة أن تؤجره، لأنها لا تحتاج هذا الأصل مرة أخرى؛
- إمكانية المؤسسة إنهاء الاستئجار، حيث يصبح هذا الشرط ذو أهمية في حالة المعدات سريعة التطور، حيث يتم بذلك تحويل مخاطر التقادم من المستأجر إلى مؤجر؛
- تعتبر أقساط الإيجار من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل دفع الضريبة، مثلها مثل الفوائد الناجمة عن القروض، وبهذا يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا ضريبية نتيجة لعملية الاستئجار؛
- يمكن من الحفاظ على رأس مال المؤسسة لاستخدامه في النشاطات الاستثمارية الأخرى، حيث أن المؤسسة تحصل على الأصل دون الحاجة لإقتناءه.

3- أنواع التمويل الإيجاري:

3-1- الإيجار التمويلي:

يكون هذا النوع من الإيجار باختيار الأصل الذي تحتاجه المؤسسة الاقتصادية بعد التفاوض مع مالك الأصل على شروط التسليم وقيمة الشراء، على أن تتصل المؤسسة ببنك لأجل شراء البنك للأصل، وتأجيريه بشكل مباشر للمؤسسة، بحيث تقوم المؤسسة بدفع الإيجار إلى البنك على دفعات متساوية لفترات متتالية، على أن تصل مجموع الأقساط قيمة شراء الأصل مضافا إليه العائد المقدم للبنك كمؤجر، ولا يمكن للمؤسسة إلغاء العقد الأساسي قبل دفع التزاماتها كاملة، ويمكن للمؤسسة المستأجرة تحديد العقد بإيجار منخفض، كما لا يتضمن هذا النوع من الإيجار خدمات الصيانة. (المغربي، 2016، صفحة 51).

3-2- الإيجار التشغيلي:

يتم في هذا النوع من عقود الإيجار تقديم خدمات الصيانة للتجهيزات من طرف المؤجر على أن تكون تكاليف الصيانة محسوبة في دفعات الإيجار، أو يتم التعاقد عليها بشكل منفصل، وتعتبر أهم خصائص هذا النوع من الإيجار أن العقد لا يتطلب إطفاء كامل (أي اهتلاكها بشكل كامل)، مما يعني أن مجموع أقساط الإيجار لا

يجب أن تساوي تكلفة شراء الأصل، ولأجل تغطية تكلفة الأصل يتوقع المؤجر أن يجدد عقد الإيجار لمدة إضافية أو تأجيره لمستأجر آخر، أو يبيعه في السوق بعد انتهاء العقد، كما يتميز هذا النوع من الإيجار بإمكانية المستأجر إلغاء العقد قبل انتهاء مدته. (الميداني، 2015، صفحة 514).

يوضح الجدول الموالي الفرق بين الإيجار التمويلي والإيجار التشغيلي

الجدول رقم (01): الفرق بين الإيجار التمويلي والتشغيلي

الإيجار التشغيلي	الإيجار التمويلي
لا يمكن إلغاء العقد من أحد طرفي العقد، ويمكن أن يتم ذلك باتفاق الطرفين.	يمكن للمستأجر إلغاء العقد بعد أن يتفق مع البنك حول تسوية الدفعات.
يعتبر العقد طويل المدى، يمكن أن يصل للعمر الافتراضي للأصل	يعتبر العقد قصيرة المدى، يتناسب مع الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل، ويمكن أن يجدد.
تقع تكاليف الصيانة وإصلاح الأصل والتأمين على عاتق المستأجر خلال فترة التأجير، إلا إذا نص العقد على خلاف ذلك	تقع تكاليف الصيانة وإصلاح الأصل والتأمين على عاتق المؤجر خلال فترة التأجير، إلا إذا نص العقد على خلاف ذلك
في العادة، ينتهي العقد بشراء المستأجر للأصل مقابل مبلغ رمزي أو بالتراضي.	لا يمكن للمستأجر شراء الأصل خلال فترة التأجير، بل يجب إعادته إلى المؤجر عند انتهاء مدة العقد.

المصدر: (الصائع، 2018، صفحة 72)

ثالثاً: القروض طويلة الأجل

1- تعريف القروض طويلة الأجل:

تعرف القروض طويلة الأجل بأنها القروض التي تمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية كبناء المصانع أو إقامة مشاريع جديدة، والتي تزيد آجال سدادها عن خمسة سنوات وقد تصل إلى 10 أو 20 سنة، وتقدم هذه القروض بنوك متخصصة مثل البنوك العقارية والتي تمنح قروض تصل إلى 20 سنة وذلك لتمويل عمليات البناء واستصلاح الأراضي، إلى جانب البنوك الصناعية والزراعية، حيث تقدم البنوك الصناعية قروض بغرض إقامة المباني والمستودعات وشراء الآلات ومعدات الإنتاج، بينما البنوك الزراعية فتمنح قروض طويلة الأجل لأجل تطوير القطاع الزراعي، وذلك مقابل ضمانات عينية (كالرهن العقاري، الرهن الحيازي)، وتتميز هذه القروض بمخاطر عادية لذلك فإن البنوك بمختلف أنواعها تتخذ العديد من الإجراءات الوقائية، كأن تطلب ضمانات إضافية كرهن العقارات والأراضي. (بن جواد و طيوان، 2016، صفحة 163)

ونشير إلى أن عملية الاقتراض وطبيعة العقد بين البنك والمؤسسة الاقتصادية تتأثر بعدة محددات تتمثل

أبرزها في ما يلي:

- الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، ومستوى مديونية المؤسسة؛

- مستوى المخاطر المحتملة عن الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة؛
- سجل المؤسسة وطبيعة علاقتها بالمؤسسة المقرضة؛
- التقييم الائتماني للمؤسسة وسمعتها في السوق؛
- حجم أصول المؤسسة وتنوع استثماراتها، وقدرتها على توليد الأرباح.

2- مزايا وعيوب القروض طويلة الأجل:

1-2 مزايا القروض طويلة الأجل:

يوجد عدة مزايا للقروض طويلة الأجل، نوجزها في ما يلي:

- تعتبر القروض طويلة الأجل حافزا أساسيا للمؤسسات الاقتصادية لاستغلال فرص استثمارية جديدة وسد الاحتياجات المالية للأنشطة الاستثمارية، والتي تستمر لمدة طويلة وينجم عنها تكاليف عالية؛
- تعتبر القروض طويلة الأجل أقل تكلفة من العائد المطلوب على الاستثمار من طرف المساهمين والذي ينتج على استخدام المؤسسة لأدوات الملكية في التمويل؛
- تعتبر القروض طويلة الأجل أقل مخاطرة مقارنة بالأسهم، وذلك لكون تكلفتها عادة ما تكون ثابتة؛
- إن استخدام القروض طويلة الأجل في تمويل المؤسسة يحقق وفورات ضريبية للمؤسسة الاقتصادية؛
- يمكن أن يؤدي التمويل بالقروض طويلة الأجل إلى الرفع من رأس المال العامل، والذي يمكن للمؤسسة استخدامه في حالة ما لم تكفي مصادر التمويل قصيرة الأجل في سد احتياجات دورة الاستغلال.

2-2 عيوب القروض طويلة الأجل:

يوجد عدة عيوب للقروض طويلة الأجل، نذكرها في ما يلي:

- يؤدي استخدام القروض طويلة الأجل في التمويل إلى الرفع من مستوى مديونية المؤسسة، مما يصعب عليها إمكانية الحصول على ديون طويلة وقصيرة الأجل في حال ما احتاجت لذلك في المستقبل لأجل تمويل أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية؛
- يؤدي استخدام القروض طويلة الأجل إلى الرفع من معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بسبب ارتفاع المخاطر على استثمار؛
- يؤدي الاستخدام المفرط للقروض طويلة الأجل إلى رفع تكاليف المؤسسة، مما قد يؤدي إلى تخفيض ربحية المؤسسة؛

- في بعض الأحيان تقدم المؤسسات الاقتصادية بعض الضمانات للمؤسسات المالية للحصول على الأموال، مما قد يقيد نشاط المؤسسة في استخدام أصولها.

المطلب الثالث: الديون قصيرة الأجل

تتمثل الديون قصيرة الأجل في أموال الغير، التي اقترضتها المؤسسة لفترة لا تتجاوز السنة الواحدة، لأجل استعمالها في تمويل أنشطتها الاستغلالية، وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى تحديد أنواع الديون قصيرة الأجل، ومزايا وعيوب كل مصدر منها.

أولاً: الائتمان التجاري

1- تعريف الائتمان التجاري:

يعتبر الائتمان التجاري عبارة عن عملية شراء آجلة لموارد عينية عادة ما تكون بضائع ومواد أولية، حيث تحصل المؤسسات الاقتصادية على البضاعة من طرف الموردين قبل أن تدفع الثمن الذي قد لا يكون في حوزتها عند استلام البضاعة، على أن يتم تسديد قيمة البضاعة لاحقاً في تاريخ استحقاق آجل، حيث يعتبر الائتمان التجاري أحد مصادر التمويل قصيرة الأجل الذي تحصل عليه المؤسسات الاقتصادية من الموردين. (أبو صبحا، 2016، صفحة 308)

وتلجأ العديد من المؤسسات (الزبائن) للائتمان التجاري وذلك لعدة أسباب نوجزها في ما يلي:

- يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي أساسي في حالة وجود احتياجات مالية ناجمة عن الأنشطة الاستغلالية للمؤسسة الاقتصادية لا يمكن سدها عن طريق رأس المال العامل.
- يعتبر الائتمان التجاري بديلاً تمويلياً يضمن استمرار المؤسسة الاقتصادية في ممارسة أنشطتها الإنتاجية أو التجارية في حالة عدم توفر السيولة الكافية لدفع قيمة البضائع نقداً، بسبب عدم تحصيل الحقوق من الزبائن.
- من أجل ضمان استمرار تمويل المؤسسة بالبضاعة اللازمة للممارسة الأنشطة الاستغلالية.
- يعتبر الائتمان التجاري مصدراً تمويلياً عديم التكلفة بالنسبة للمشتري، إلا في حالات عدم استفادته من خصم تجاري مقدم من طرف موردي البضاعة.
- أما بالنسبة للموردين، فقد يلجأ المورد للائتمان التجاري لعدة أسباب، هي:
- توفر مخزون كبير، وخشية الموردين من تقادم البضاعة يحفزهم على بيع المخزون حتى إن لم يتمكنوا من الحصول على قيمته نقداً وبشكل عاجل؛
- انخفاض الطلب على البضاعة الموجودة في المخازن؛

- يعتبر الائتمان التجاري وسيلة من وسائل المنافسة بين الموردين لأجل جذب المؤسسات الاقتصادية لشراء بضاعتهم، حيث تعتبر عروض الائتمان التجاري عاملاً هاماً في مفاضلة المؤسسات الاقتصادية بين موردي السلع والخدمات في السوق؛

- توطيد العلاقة التجارية مع الزبائن، وبحث الموردين على الحصول على زبائن دائمين.

2- أنواع الائتمان التجاري:

يمكن حصر أنواع الائتمان التجاري في ما يلي: (النعيمي، 2007، صفحة 347)

2-1- السحب على المكشوف:

هي عملية دائمة ومستمرة، ويتم هذا النوع من العمليات عند توفر ثقة عالية الطرفين أي المورد والزبون، حيث تظهر المشتريات في السجلات المحاسبية للمؤسسة المشتريّة تحت اسم الحسابات أو الذم الدائنة ، و يعد هذا النوع من الائتمان الأكثر شيوعاً.

2-2- أوراق الدفع أو الكمبيالات:

وهي عملية تموين الزبون بالبضاعة بكميالة، وهي من أوراق الدفع بالنسبة للمؤسسة، تثبت اعتراف بالدين لصالح المورد، حيث يتطلب هذا الأسلوب إجراءات أكثر رسمية من الأسلوب الأول حيث أن هذه الأوراق يمكن خصمها لدى البنوك قبل موعد استحقاقها، ويتم استخدام هذا النوع من الائتمان عندما تكون الثقة بين الطرفين غير متوفرة.

3- العوامل المؤثرة على عملية الائتمان التجاري:

يوجد العديد من العوامل المؤثرة والمحددة لعملية الائتمان التجاري نذكر بعضها في ما يلي:

3-1- المركز المالي للمؤسسة الاقتصادية:

حيث يفضل الموردون التعامل مع مؤسسات ذات مركز مالي جيد، مما قد يطمئنهم على الحصول على قيمة البضاعة المباعة مستقبلاً.

3-2- مستوى الطلب على البضاعة:

حيث أن الموردين يفضلون بيع البضاعة والحصول على أموالهم نقداً وبشكل عاجل، إذا كان الطلب على البضاعة عالياً، بينما يلجئون للائتمان التجاري في حالة وجود بضاعة معروضة أعلى من مستوى الطلب عليها، للرفع من مستوى الطلب وإغراء الزبائن للحصول على البضاعة.

3-3- توطيد العلاقة مع الزبائن:

حيث يبحث الموردون على تأمين الحصول على أموالهم بالتعامل مع زبائن يملكون علاقة ثقة وطيدة معهم، وكذلك تقديم عروض مغرية لهم، لجعلهم زبائن دائمين.

4- مزايا الائتمان التجاري:

يوجد عدة مزايا للائتمان التجاري، نوجزها في ما يلي:

- يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويليا سهل الحصول عليه، حيث يمكن للكثير من المؤسسات الحصول عليه، وخاصة المؤسسات الصغيرة أو الحديثة في السوق، كما أن معظم الموردين لديهم استعداد لتقديم الائتمان التجاري للمؤسسات وتحمل مخاطره، وذلك لأجل الحصول على زبائن جدد وضمان استمرار الزبائن القدامى في التعامل معهم، كذلك فإن المؤسسات المالية تقوم بالعديد من التحليلات والدراسات قبل اتخاذ القرار بالإقراض أو منح الائتمان للمؤسسات الاقتصادية وذلك للوقوف على المركز المالي للمؤسسة الاقتصادية التي طلبت الائتمان، في حين أن الموردين لا يقومون بمثل هذه التحليلات والدراسات.

- يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويليا يمكن استخدامه عندما يكون هناك حاجة له، حيث عندما تتطلب الأوضاع الاقتصادية الخارجية والداخلية للمؤسسة الاحتفاظ ببضاعة أو مادة معينة تتعامل بها المؤسسة، ولا يكون هناك سيولة كافية في ذلك الوقت، يمكن للمؤسسة الاقتصادية الاعتماد على الائتمان التجاري الذي يمنحه الموردون.

- إذا تخلفت المؤسسة الاقتصادية عن سداد التزاماتها تجاه الموردين إلى ما بعد الموعد المتفق عليه، فإن المؤسسة لا تضطر للتفاوض مع الموردين عندما تقوم بالسداد في فترة قصيرة، كما أن إجراءات التأجيل تكون أبسط بكثير من إجراءات الناجمة عن التأجيل في حالة الاقتراض من البنوك أو إحدى المؤسسات المالية، والتي تتطلب إجراءات رسمية روتينية أخرى.

- لا يتطلب الحصول على ائتمان تجاري، تقديم المؤسسات الاقتصادية لضمانات أو رهن للأصول.

- يعتبر الائتمان التجاري المصدر التمويلي الوحيد المتوفر للعديد من المؤسسات الاقتصادية، خاصة الصغيرة منها، وذلك لأجل سد احتياجاتها من المواد الأولية أو البضاعة تامة الصنع، حيث أن هذا النوع من المؤسسات يكون من الصعب عليها الحصول على قروض قصيرة، مما يجعلهم يلجئون للموردين الذين يقدمون ائتمان تجاري.

ثانيا: الائتمان المصرفي

1- مفهوم الائتمان المصرفي:

يعرف الائتمان المصرفي على أنه عملية تمويل قصيرة الأجل عن طريق تزويد البنك للمؤسسات الاقتصادية بموارد نقدية مقابل عمولة معينة، لفترة معينة وبشروط محددة من أجل الحصول على بضاعة أو أصول جارية أخرى من أجل استعمالها في الأنشطة الاستغلالية للمؤسسة، حيث تنتهي العملية باسترجاع البنك لأمواله عند تاريخ الاستحقاق مضافا إليها الفوائد الناتجة عن القرض.

وتلجأ المؤسسات الاقتصادية للائتمان المصرفي لعدة أسباب يمكن حصرها في ما يلي:

- السعي للحصول على الأموال اللازمة لضمان استمرارية المؤسسة في ممارسة أنشطتها الرئيسية؛
- عدم كفاية رأس المال العامل على مواجهة احتياجات الاستغلال، والسعي للحصول على السيولة الكافية لسد الاحتياجات المالية قصيرة الأجل؛
- عدم قدرة المؤسسة الاقتصادية على التمويل عن طريق الائتمان التجاري، بسبب مطالبة الموردين لمقابل نقدي عاجل للبضاعة المعروضة للبيع؛
- سعي المؤسسة الاقتصادية للحفاظ على رأس المال، لأجل استخدامه في أنشطة استثمارية، وتوسيع النشاط المؤسسة الإنتاجي أو التجاري.

2- أنواع الائتمان المصرفي:

يمكن تقسيم أبرز أنواع الائتمان المصرفي إلى ما يلي:

1-2- الائتمان المصرفي بدون ضمانات:

ويسمى كذلك الائتمان المصرفي الشخصي، ويقصد بذلك أن عملية تمويل البنك للمؤسسات الاقتصادية بالأموال المطلوبة يتم دون أن يشترط البنك لضمانات مقابل تزويد المؤسسة الاقتصادية بهذه الأموال، وينبع هذا النوع من الائتمان المصرفي نتيجة لعلاقة ثقة وطيدة بين البنك والمؤسسة الاقتصادية، وتقييم ائتماني جيد للمؤسسة.

2-2- الائتمان المصرفي بضمانات:

ويقصد به أن عملية تزويد البنك للمؤسسة الاقتصادية بالقرض قصير الأجل المطلوب، يتم بمقابل اشتراط ضمانات من أصول المؤسسة تؤمن للبنك استرجاع أمواله في حالة عدم التزام المؤسسة بالوفاء بديونها، ويعتبر المركز المالي للمؤسسة وطبيعة العلاقة بينها البنك الممول عاملا مؤثرا في استخدام هذا النوع من ائتمان المصرفي في التمويل.

3- مزايا الائتمان المصرفي:

يوجد عدة مزايا للائتمان المصرفي، نذكر بعضها في ما يلي: (الصائغ، 2018، صفحة 20)

- يساعد على تطور المؤسسات الاقتصادية ومواكبة التقنيات الحديثة من خلال تحديث المعدات وتنفيذ برامج التطوير للعاملين في المؤسسة، حيث أن التحول التقني تنجم عليه تكاليف عالية، لذلك فإن المؤسسات تلجأ للائتمان المصرفي لتحقيق هذا التطور المنشود؛
- يمكن الائتمان المصرفي المؤسسات الاقتصادية من بدء الأعمال، والاستمرار في ممارسة نشاطها وتوسيعه، حيث أن العديد من التجارب للمؤسسات الاقتصادية تشير إلى أن أنشطتها تتطلب تدفق نقدي لتغطية النفقات الناتجة عن إنشاء مواقع جديدة، وتشغيل عمال جدد وتوسيع أنشطة المؤسسة؛ (النعيمي، 2010، صفحة 29)
- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة مقارنة بمصادر الاقتراض الأخرى، خاصة القروض طويلة ومتوسطة الأجل؛
- يساعد الائتمان المصرفي المؤسسات الاقتصادية على مواجهة الظروف الطارئة غير عادية، والتغلب على الأوضاع الاقتصادية الجديدة مما يساعدها على تجنب الخسارة والإفلاس.

المبحث الثالث: تقدير تكاليف التمويل

تعتبر تكلفة التمويل معيار هام لمسيرى المؤسسة الاقتصادية عند اتخاذ القرارات التمويلية، لذلك فإن تقدير تكلفة المصادر المختلفة وقياس التكلفة الكلية الناجمة على استخدام هذه المصادر في تمويل أنشطة المؤسسة يعتبر أمراً جوهرياً في تحقيق هيكل مالي منخفض التكلفة و صناعة قرارات مالية واستثمارية ناجعة، وسيتم في هذا المبحث التعرف على المفاهيم الأساسية المتعلقة بتكلفة التمويل ومداخل قياس تكلفة مصادر التمويل المختلفة وتقدير التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل.

المطلب الأول: تعريف تكلفة التمويل وأهميتها والعوامل المؤثرة فيها

تنتج عن عملية التمويل تدفقات مالية داخلية تحصل عليها المؤسسة من أجل تمويل أنشطتها الاقتصادية وتدفقات خارجة مقابل الحصول على هذه الأموال، وهي تعتبر بالنسبة لأصحاب الأموال من المقرضين والمساهمين عوائد يحصلون عليها كمقابل لتخليهم على أموالهم لصالح المؤسسة، وتعتبر بالنسبة للمؤسسة تكلفة للتمويل، حيث تؤثر تكلفة التمويل بشكل جوهري على طبيعة القرارات التمويلية للمؤسسة، وهذا ما يجعل تقديرها وقياسها ذا أهمية بالغة بالنسبة لمتخذي القرارات المالية، وسيتم في هذا المطلب التعرف على تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة عليها، وتحديد أهميتها بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية.

أولاً: تعريف تكلفة التمويل

تعرف تكلفة التمويل على أنها العائد الواجب تحقيقه من طرف المؤسسة الاقتصادية من أجل الحصول على رأس المال من السوق سواء كانت ديون أو أموال خاصة. (قدوج، 2021، صفحة 13)

وتعرف أيضاً بأنها معدل العائد الضروري تحقيقه من طرف المؤسسة الاقتصادية للحفاظ على قيمتها السوقية، وهي تمثل العائد الأدنى المطلوب. (قدوج و ميلكاوي، 2021، صفحة 179).

وبشكل عام، يمكن تعريف تكلفة التمويل من وجهة نظر المؤسسة الاقتصادية، على أنها التكاليف التي تتحملها المؤسسة مقابل الحصول على موارد مالية لاستخدامها في تمويل أنشطتها الاقتصادية، سواء كانت مصادر تمويل داخلية أو خارجية، وهي تمثل العائد الأدنى المطلوب على الاستثمار الذي يجب أن يحققه المؤسسة لأجل الحفاظ على قيمة السهم السوقية، حيث لا يتوقع اقتصادياً أن يتم الاستثمار في مشروع تكون عوائده أقل من تكاليف الأموال المستخدمة في تمويله.

ثانياً: أهمية تكلفة التمويل

يمكن إجمالاً حصر أهمية تكلفة التمويل في ما يلي: (بوشوشة، 2016، صفحة 172)

- تعتبر تكلفة التمويل معياراً أساسياً تركز عليه المؤسسة في تقييم البدائل التمويلية المتاحة لها في السوق، حيث

تعتبر التكلفة التي تتحملها المؤسسة جراء اختيار مصدر تمويلي بدلا من آخر أحد أهم العوامل تأثيرا في القرار التمويلي، حيث يهدف مسيرو المؤسسة إلى تكوين توليفة من مصادر التمويل تحقق هيكل مالي ملائم تكون تكلفته عند أقل مستوى ممكن.

- تعتبر تكلفة التمويل مرجعية أساسية في تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، حيث تعتبر تكلفة التمويل العائد الأدنى الذي يجب أن يولده أي مشروع اقتصادي تريد المؤسسة الاستثمار فيه، وعليه فإن المؤسسة الاقتصادية لا يمكن أن تستعمل الأموال التي بحوزتها لاستغلالها في تمويل استثمارات تحقق عائدا أقل من تكلفة التمويل، كما أن تخفيض تكلفة التمويل يمكن أن يوسع قدرة المؤسسة على استغلال الفرص الاستثمارية عديدة تولد عائد مناسب.

- تعتبر تكلفة التمويل مرجعية أساسية في تقييم الأداء الاقتصادي للمؤسسة، لأن تحقيق عوائد استثمارية تتجاوز تكلفة التمويل في المؤسسة يعتبر مؤشرا على جدوى القرارات الاستثمارية المتخذة من طرف المؤسسة والأداء الاقتصادي الجيد، والذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها، حيث أنه إذا كان العائد المحقق عن الاستثمار يتجاوز تكلفة التمويل فإن ذلك يصب في مصلحة الملاك، أما إذا حققت المؤسسة عوائد أقل من تكلفة التمويل فإن الملاك لا يستفيدون من عملية الاستثمار ويجب على المؤسسة البحث على مصادر تمويل أقل تكلفة.

ثالثا: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تتمثل أبرز العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل في ما يلي:

1- المخاطر:

إن المخاطر المالية والاستثمارية تعتبر محددات رئيسية لمعدل تكلفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية، ويظهر هذا في سلوك أصحاب الأموال من المقرضين والمستثمرين، حيث أن ارتفاع المخاطر المالية في السوق أو مستوى مديونية المؤسسة يؤدي إلى التغير في سلوك المقرضين، والذين يطالبون بمعدلات عائد عالية مقابل تخليهم على أموالهم للمؤسسة، وذلك لتأمين هذه المخاطر التي قد تنجم عن عملية التمويل في حالة وقوعها في المستقبل، وضمان استرجاع أموالهم، وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدل تكلفة التمويل الكلية، ويؤثر هذا التغير على سلوك المساهمين أيضا، حيث أن ارتفاع المصاريف المالية جراء ارتفاع معدلات الفائدة وكذلك ارتفاع مديونية المؤسسة ينتج عنه مطالبة المساهمين لمعدلات عائد أعلى مقابل استثمار أموالهم في المؤسسة وتحمل المخاطر التي قد تنجم عن ذلك مستقبلا، وعلى رأسها مخاطر العسر المالي والإفلاس، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل الكلية، في المقابل فإن المخاطر المالية المرتفعة للتمويل قد تؤدي بالمؤسسة إلى تفادي

التمويل الخارجي أو التمويل بالأسهم وذلك لكونها عالية المخاطر، وتفضيل التمويل عن طريق أرباحها المحتجزة والتي تعتبر عادة رخيصة التكلفة، حيث أن الاعتماد على التمويل الذاتي سيجنب المؤسسة تحمل تكاليف عالية عن عملية التمويل وتجنب مخاطر التمويل بالديون والأسهم.

2- معدلات الفائدة:

تعتبر معدلات الفائدة السائدة في السوق عاملاً أساسياً في تحديد القرار التمويلي للمؤسسة الاقتصادية بخصوص استخدام الديون في تمويل أنشطتها الاقتصادية، حيث أن ارتفاع معدلات الفائدة يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة الديون، وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل الكلية، وكذلك يعتبر العكس صحيحاً، كما يمكن لمعدلات الفائدة أن تؤثر بشكل غير مباشر على تكلفة التمويل، وذلك عن طريق لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل الذاتي لأجل تفادي الحصول على الديون بمعدلات فائدة مرتفعة، وتفضيل الأرباح المحتجزة رخيصة التكلفة، مما يخفض من استعانة المؤسسة بالديون في التمويل وبالتالي انخفاض تكلفة التمويل الكلية.

3- السياسة الجبائية:

تعتبر السياسة الجبائية محدداً من المحددات الأساسية في اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية، حيث تتحفز المؤسسات الاقتصادية التي تفرض عليها معدلات ضريبية عالية لاستخدام الديون في التمويل، من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية الناجمة على الديون، مما يؤثر على تكلفة الديون والتي تنخفض كنتيجة لهذه الوفورات، مما يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للتمويل.

4- قوى الطلب والعرض:

يختلف حال الأسواق المالية من حين لآخر، لعدة عوامل تتمثل أهمها في البيئة الاقتصادية العامة والأحداث الطارئة على السوق، حيث تختلف كميات الأموال المطلوبة من طرف المؤسسات الاقتصادية تماشياً مع هذه التغيرات، كما تختلف طبيعة سلوك أصحاب الأموال وكمية الأموال المعروضة تماشياً مع حالة السوق، وعليه فإن غياب التوازن بين الطلب والعرض على الأموال في السوق يؤثر بشكل مباشر على العوائد المطلوبة من طرف المقرضين والمساهمين مقابل تخليهم على أموالهم لصالح المؤسسة، حيث عادة ما يؤدي نقص الأموال المعروضة مقارنة بالأموال المطلوبة من طرف المؤسسات، إلى رفع أصحاب الأموال من معدل العوائد المطلوبة مقابل تخليهم على أموالهم للمؤسسة، وهذا يفرض على المؤسسة تحمل تكاليف أعلى للحصول على الأموال من طرف المقرضين والمساهمين.

5- سياسة توزيع الأرباح:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح محددًا هامًا لطبيعة القرارات التمويلية المتخذة من طرف مسيري المؤسسة، حيث أن قرارات توزيع الأرباح تؤثر بشكل مباشر وبطريقة كمية ونوعية على مستوى التمويل الذاتي وتكلفة التمويل في المؤسسة، حيث أن توفر أموال معتبرة من الأرباح المحتجزة (غير الموزعة) لاستخدامها في تمويل أنشطة المؤسسة الاقتصادية، وتغطية نسبة مهمة من الاحتياجات المالية، يجعل المؤسسة الاقتصادية تستغني عن الحاجة للتمويل عن طريق الديون والأسهم والتي تعتبر عالية التكلفة عادة مقارنة بتكلفة الأرباح المحتجزة، وعليه فإن قرار الجمعية العامة باحتجاز نسبة معتبرة من الأرباح، يؤدي إلى توفير مصدر تمويلي رخيص التكلفة يخفض بشكل مباشر من التكاليف الكلية الناجمة عن عملية التمويل، وكذلك يعتبر العكس صحيحًا.

المطلب الثاني: تقدير تكاليف مصادر التمويل

تختلف طرق قياس تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر الهيكل المالي بسبب اختلاف طبيعة مصادر التمويل المختلفة، حيث تعتبر بعض المصادر ذات تكلفة صريحة، يمكن تقديرها ببساطة، بينما تعتبر مصادر تمويل أخرى ذات تكلفة ضمنية تتمثل عادة في العوائد المطلوبة على الاستثمار، والذي يعتبر تقديرها أكثر صعوبة، وسنتطرق في هذا المطلب إلى طرق ومداخل قياس مصادر التمويل المختلفة، سواء كانت خاصة أو مقترضة.

أولاً: تكلفة الأسهم العادية:

تمثل تكلفة الأسهم العادية معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية لأجل استثمار أموالهم في هذه الأسهم (الميداني، 2015، صفحة 644)، حيث عند حساب تكلفة الأسهم العادية يعتبر من الضروري الأخذ بعين الاعتبار حجم الأموال المطلوبة لأجل تنفيذ الاستثمار المقترح، ومصاريف الإصدار لهذه الأسهم، وقيمتها الحالية في السوق والأرباح المتوقعة توزيعها على السهم. (آل شبيب، 2016، صفحة 138) ويتم قياس تكلفة الأسهم العادية وفق المداخل التالية:

1- نموذج جوردن (Gordan Model):

يتوقع المساهمين في العادة نمو في توزيعات الأرباح عبر السنوات، حيث يفترض نموذج "جوردن للأرباح النامية" أن يكون هناك نمو منتظم لتوزيعات الأرباح في المستقبل يضاف لتوزيعات الأرباح الحالية، حيث يعتمد هذا النموذج على فكرة أن قيمة السعر الحالي للسهم في السوق يعكس التوقعات للأرباح المستقبلية. (Jaiswal & Shimpi, 2022, p. 206)

وتحسب تكلفة الأسهم العادية وفق المعادلة التالية (مدلول العارضي، 2014، صفحة 362):

$$Ke = \frac{D}{P} + g$$

حيث:

Ke: تكلفة الأسهم العادية.

D: حصة الربح الموزع على السهم العادي للفترة.

P: القيمة الحالية للسهم العادي.

g: معدل النمو المتوقع لتوزيعات الأرباح.

وتحسب تكلفة الأسهم العادية عند وجود تكاليف الإصدار كما يلي: (خيري، 2019، صفحة 69)

$$Ke = \frac{D}{P(1 - F)} + g$$

حيث:

F: تكاليف إصدار السهم العادي.

2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

يفترض هذا النموذج أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين يساوي علاوة المخاطرة مضافا إليها معدل العائد الخالي من الخطر، حيث تتمثل علاوة المخاطرة في درجة تهيب المستثمرين من المخاطرة، وهي تمثل الفرق بين معدل العائد المتوقع من السوق و معدل العائد الخالي من الخطر مضروبا في المعامل بيتا والذي يعتبر مقياس للمخاطر النظامية (حركاتي، 2018، الصفحات 37-38). وفي المقابل يمثل العائد الخالي من الخطر، ذلك العائد على أي استثمار تكون درجة مخاطره تساوي الصفر، حيث عمليا تمثل السندات الحكومية مثالا على هذا النوع من الاستثمارات، وذلك لكونها مدعومة بالوضع المالي للدولة والتقييم الحكومي (Schwarzbichler, Steiner, & Turnheim, 2018, p. 24)

وتحسب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج CAPM وفق المعادلة التالية (حداد، 2009، صفحة 245):

$$Ke = Rf + \beta(E(Rm) - Rf)$$

حيث:

Ke: تكلفة الأسهم العادية.

Rf: المعدل العائد الخالي من المخاطرة.

β : معامل المخاطر النظامية (معامل بيتا).

E(Rm): معدل العائد المتوقع على السوق.

E(Rm)-Rf: علاوة مخاطر السوق.

3- نموذج العائد الخالي من خطر: (Risk Free Rate Model)

يستند هذا النموذج على طبيعة العلاقة بين قرض المؤسسة وأسهمها، وذلك لأن تكلفة القرض أقل من تكلفة السهم العادي، ولذلك تقيس المؤسسة تكلفة التمويل الممتلك عن طريق قياس تكلفة القرض مضافا إليها علاوة المخاطر و التي تتراوح بين (4%-6%) (خيري، 2019، صفحة 71).

وتحسب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج العائد الخالي من خطر كما يلي : (خيري، 2019، صفحة 71)

$$K_e = \text{Bond Yield} - \text{Risk Premium}$$

حيث:

Bond Yield: تكلفة قرض المؤسسة.

Risk Premium: علاوة المخاطرة.

ثانيا: تكلفة الأسهم الممتازة

ينتج عن بيع الأسهم الممتازة للمستثمرين، تدفقات داخلية وخارجية، حيث تحصل المؤسسة الاقتصادية على قيمة الأسهم الممتازة لأجل استعمالها في تمويل أنشطة المؤسسة، وفي المقابل تتحمل تكلفة مقابل الحصول على هذه الأموال تتمثل في قيمة الأرباح التي تدفعها سنويا (بعد موافقة الجمعية العامة) لحاملي الأسهم الممتازة. وتمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد المطلوب من المستثمرين لقبولهم الاستثمار في هذه الأسهم، ولأنه لا يوجد للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق وتوزع أرباحا ثابتة، فإن العائد المطلوب على الاستثمار في هذه الحالة يساوي توزيعات الأرباح للسهم مقسومة على قيمته السوقية، وذلك بعد معالجة تكاليف الإصدار (المغربي، 2020، صفحة 107).

وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية (ساحل، 2019):

$$K_p = \frac{D}{P(1 - C)}$$

حيث:

Kp: تكلفة الأسهم الممتازة.

D: حصة الربح الموزع على السهم الممتاز.

P: القيمة الحالية السهم الممتاز.

C: تكاليف إصدار السهم الممتاز.

ثالثا: تكلفة الأرباح المحتجزة:

تتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة في تكلفة الفرصة البديلة على عدم توزيع الأرباح على المساهمين، وهي تساوي من الناحية النظرية التكلفة الأولية لتمويل بالأسهم العادية. (المغربي، 2020، صفحة 108).

حيث أن الأرباح المحتجزة تمثل جزءا من أرباح المؤسسة التي كانت متاحة للتوزيع، وهي من حق المساهمين، حيث يمكن تشبيه التمويل بالأرباح المحتجزة كأنه توزيع الأرباح على المساهمين ثم إصدار أسهم عادية جديدة بنفس قيمة الأرباح الموزعة وبيعها بشكل مباشر على المساهمين دون اللجوء إلى بنك الاستثمار (الميداني، 2015، صفحة 647).

ونشير إلى أن المؤسسات الاقتصادية تقرر احتجاز الأرباح واستخدامها في التمويل، إذا كان العائد المتوقع على استعمال هذه الأموال في الاستثمار أعلى أو يساوي العائد المتوقع على الاستثمار في فرص استثمارية بديلة، والتي يمكن للمساهمين استغلالها في حالة ما تم توزيع الأرباح عليهم، حيث أنه إذا كان توزيع هذه الأرباح واستعمالها في تمويل استثمارات بديلة يحقق عوائد أعلى، فلا يوجد مبرر لاحتجازها.

ويمكن تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق الاعتماد على المداخل التالية:

1- طريقة التدفقات النقدية المخصومة:

يتم قياس تكلفة الأرباح المحتجزة وفق طريقة التدفقات النقدية المخصومة كما يلي: (ساحل، 2019، صفحة 88)

$$Kr = \frac{D}{P} + g$$

حيث:

Kr: تكلفة الأسهم العادية.

D: الربح الموزع للفترة.

P: القيمة الحالية السهم العادي.

g: معدل النمو المتوقع للأرباح.

2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

إن استخدام هذا النموذج يعتمد على توفر افتراضات النموذج، كما تنتج على تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذا النموذج نفس النتيجة المتحصل عليها عند تقدير تكلفة الأسهم العادية، مما يعني أن تكلفة الأسهم العادية ستكون هي نفسها تكلفة الأرباح المحتجزة. (حركاتي، 2018، صفحة 41)

وتحسب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وفق المعادلة التالية (حركاتي، 2018، صفحة 41):

$$Kr = Rf + \beta(E(Rm) - Rf)$$

حيث:

Ke: تكلفة الأرباح المحتجزة.

Rf: المعدل العائد الخالي من المخاطرة

B: معامل المخاطر النظامية (معامل بيتا)

E(Rm): معدل العائد المتوقع على السوق

E(Rm)-Rf: علاقة مخاطر السوق

رابعاً: تكلفة الديون

تمثل تكلفة الديون معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين لأجل أن يتخلوا عن أموالهم لصالح المؤسسة الاقتصادية (المغربي، 2020، صفحة 104). و تمثل معدل الفائدة للقرض بعد خصم الوفورات الضريبية الناتجة عن المصاريف المالية للديون.

ويتم حساب تكلفة القروض بعد معالجتها ضريبياً، وذلك لأن المؤسسات الحكومية تتحمل جزءاً من هذه التكلفة، حيث أن الفوائد الناجمة على الديون والتي هي مصاريف مالية تخفف من العبء الضريبي وتحقق وفورات ضريبية تقلل من هذه التكلفة، وبالتالي ترفع من قيمة المؤسسة (خيري، 2019، صفحة 74).

وتحسب تكلفة الديون كما ما يلي: (Attah Kumah, 2013, pp. 37-38)

$$KD = Kd * (1 - t)$$

حيث:

KD: تكلفة الديون الحقيقية.

Kd: تكلفة الديون الاسمية (معدل الفائدة)، والتي تساوي : $\frac{\text{فوائد القرض}}{\text{قيمة القرض}}$

t: معدل الضريبة.

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل

تتمثل التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل في مجموع التكاليف الناجمة عن استخدام كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة في الهيكل المالي للمؤسسة، والتي يتمثل في الديون والأموال الخاصة، ولأن تكلفة التمويل لكل مصدر تختلف عن الأخرى، ووزن الأموال في الهيكل المالي لكل مصدر تختلف عن مصدر آخر، فإنه يتم حساب تكلفة التمويل المرجحة على حسب تكلفة كل مصدر ووزنه النسبي في الهيكل المالي، ويمكن توضيح ذلك وفق

المعادلة التالية :

$$K = Ke * We + Kp * Wp + Kr * Wr + Kd * Wd$$

K: التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل.

Ke: تكلفة الأموال الخاصة.

Kd: تكلفة الديون.

Kp: تكلفة الأسهم الممتازة.

Kr: تكلفة الأرباح المحتجزة.

We: وزن الأسهم العادية.

Wd: وزن الديون.

Wp: وزن الأسهم الممتازة.

Wr: وزن الأرباح المحتجزة.

ويتوقع أن ترتفع التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل كلما زادت حجم الأموال المطلوبة، حيث أن العلاقة بين تكلفة التمويل وحجم الأموال المطلوبة هي علاقة طردية، كذلك فإن اللجوء المتكرر للاستدانة يرفع من المخاطر المالية، مما يؤدي بالمقرضين والمساهمين للمطالبة بعوائد أعلى لأجل استثمار أموالهم في أسهم المؤسسة (حركاتي، 2018، صفحة 45).

بسبب اختلاف تكلفة مصادر التمويل وأوزانها في الهيكل المالي، فإن قياس التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل يتم وفق ثلاث مداخل، تتمثل في ما يلي: (حركاتي، 2018، صفحة 43)

1- مدخل الأوزان الفعلية:

يتم حساب تكلفة التمويل وفق هذا المدخل على أساس النسب الفعلية (الأوزان الفعلية) لقيم عناصر التمويل المشكلة لهيكل رأس المال، ويتمثل أهم عيوب هذا المدخل في التغير المستمر لتكلفة كل عنصر من عناصر التمويل من جهة والتكلفة الوسطية المرجحة للتمويل من جهة أخرى عند حدوث أي تغير في هيكل رأس المال، ويتم قياس التكلفة الوسطية المرجحة للتمويل وفق مدخل الأوزان الفعلية، إما على أساس القيم الدفترية لعناصر التمويل أو على أساس القيم السوقية لهذه العناصر.

2- مدخل الأوزان المستهدفة:

يهدف هذا المدخل إلى تجاوز إشكالية عدم استقرار تكلفة التمويل الموجود في مدخل الأوزان الفعلية، حيث يعتمد هذا المدخل على تحديد هيكل رأسمال مستهدف تسعى المؤسسة لتحقيقه، والذي يتشكل من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة والوزن النسبي لكل مصدر، حيث لا تتغير تكلفة التمويل إلا إذا حدث تغير في هيكل رأس المال.

وتعتبر من أهم سمات حساب تكلفة التمويل وفق هذا المدخل أن هذه التكلفة لا تتغير إلا إذا تغيرت القرارات التمويلية المحددة للهيكل المالي المستهدف، وتبقى تكلفة التمويل ثابتة في هذه الحالة سواء كان الهيكل المالي الفعلي للمؤسسة الاقتصادية يماثل الهيكل المستهدف أو لا يماثله. (خيرى، 2019، صفحة 77).

3- المدخل الحدي:

يتم حساب تكلفة التمويل وفق هذا المدخل على أساس أوزان مصادر التمويل المستخدمة في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة، وعليه فإن تكلفة التمويل وفق هذا المدخل تختلف من اقتراح استثماري إلى آخر إذا اختلفت العناصر الذي يتم استعمالها في تمويل هذا الاقتراح، أو اختلفت الأوزان النسبية لهذه العناصر، وذلك مع افتراض ثبات العوامل الأخرى (بوشوشة، 2016).

ويعتبر المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال مدخلا واقعيا، لكن استخدام هذا المدخل لتقييم الاقتراحات الاستثمارية قد يؤثر بشكل عكسي على ثروة الملاك في المدى الطويل. (خيرى، 2019، صفحة 77).

خلاصة الفصل:

تعتبر عملية التمويل أحد الوظائف الأساسية في أي مؤسسة اقتصادية حيث يعمل المديرون الماليون في المؤسسة على اتخاذ قرارات صائبة ودقيقة في اختيار المزيج التمويلي الأنسب والأقل تكلفة عن طريق المفاضلة بين الديون والأموال الخاصة، حيث أن المفاضلة بين مصادر التمويل هي التي تشكل ما يعرف بـ "تركيبه الهيكل المالي" وتتأثر القرارات المالية في المفاضلة بين الديون بأنواعها، والمصادر الخاصة بأنواعها بالعديد من العوامل المحددة للقرار المالي تدعى بمحددات الهيكل المالي (حجم المؤسسة، معدل النمو،...) والتي تجعل المديرون الماليون يختارون مصدرا بدل آخر لغرض تحقيق أكبر منفعة ممكنة للمؤسسة.

إن عملية تشكيل الهيكل المالي تركز بالشكل الأساسي على عملية الموازنة بين ما يقدمه المصدر التمويلي من مزايا وفوائد وبين المخاطر المالية والتكاليف الناجمة عن تفضيل مصدر عن آخر، حيث يعمل المديرون الماليون على اختيار تركيبة من الهيكل المالي كافيه لتمويل أنشطة المؤسسة تحقق أقل تكلفه ممكنه ولا تعرض المؤسسة إلى مخاطر مالية قد تؤثر على طبيعة نشاطها واستمراريتها في السوق، وهذا ما يجعل القرارات المالية معقدة ودقيقة، ولذلك فإن قياس تكلفه التمويل لكل مصدر باختلاف أنواعه الخاصة (كالأسهم، الأرباح المحتجزة) والخارجية (كالسندات والقروض المصرفية والائتمان التجاري) تمثل ضرورة أساسيه في اتخاذ أي قرار مالي في تشكيل تركيبه الهيكل المالي.

الفصل الثالث:

النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي

وقيمة المؤسسة

تمهيد:

منذ دراسة (The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 1958) لكل من مودليني وميلر، والتي تعتبر الدراسة الأكثر أهمية في مجال الإجابة عن طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، توالى النظريات والأفكار المحاولة لتفسير هذه العلاقة، حيث من تلك الفترة وإلى الآن ما زال البحث في هذا الموضوع سارياً ومثيراً للجدل، حيث تنقسم النظريات والأدلة التطبيقية إلى قسمين، قسم يؤكد وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وقسم نافي لها.

ولغرض الإلمام بالعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة سيتم في هذا الفصل عرض مجمل النظريات المالية المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل السوق الكامل وفي ظل السوق غير الكامل، إضافة إلى مجموعته من النظريات الحديثة، ولأجل ذلك تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: النظريات المالية في ظل السوق كامل.
- المبحث الثاني: النظريات المالية في ظل سوق غير كامل.
- المبحث الثالث: النظريات المالية الحديثة.

المبحث الأول: النظريات المالية في ظل سوق كامل

تعتبر العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة أحد أكثر الإشكاليات المعاصرة في مجال الإدارة المالية، حيث يختلف المفكرين والمختصين في المجال في تحديد طبيعة هذه العلاقة، وفي هذا المبحث سنتعرف على نوع محدد من النظريات المالية التي اعتمدت على افتراضات وجود سوق كامل تكون فيه المعلومات متماثلة للأعوان الاقتصاديين وتغيب فيه الضرائب.

المطلب الأول: مدخل صافي الربح Net Income Approach

ظهر مدخل صافي الربح على يد العالم David Durand في أواخر خمسينات القرن المنصرم، وينص هذا المدخل على وجود علاقة بين الهيكل المالي وتكلفة التمويل، وبالتالي وجود تأثير للرفع المالي على قيمة المؤسسة، ويرتكز هذا المدخل على مجموعة من الافتراضات نذكرها في مايلي: (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, pp. 1563-1564)

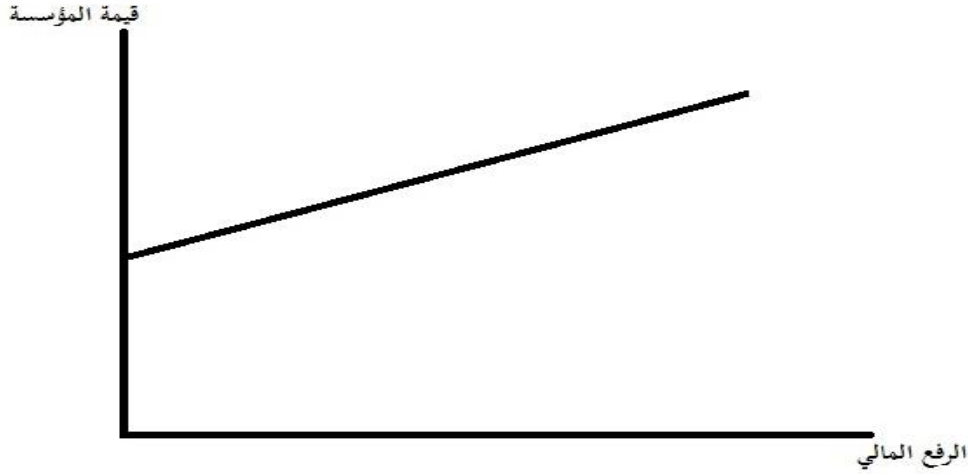
- يوجد مصداقان للتمويل هما الديون والأموال الخاصة؛
- لا توجد: ضرائب، تكاليف التحويل، والأرباح المحتجزة؛
- تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الديون؛
- نسبة الأموال الخاصة والديون في الهيكل المالي تبقى ثابتة؛
- نسبة الديون في الهيكل المالي لا تؤثر على المخاطر المالية؛
- تكلفة الديون تبقى ثابتة مهما كان مستوى الرفع المالي؛
- تقوم المؤسسة بتوزيع جميع أرباحها.

ويعتبر مدخل الربح الصافي أن الخيار الأمثل هو التمويل بالديون، حيث يفترض هذا المدخل ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة، واعتبار أن تكلفة الديون رخيصة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة، وبالتالي يمكن التخفيض من تكلفة التمويل، والرفع من قيمة المؤسسة عن طريق الرفع المالي، وذلك عن طريق استخدام الرفع المالي في التمويل.

وحسب هذا المدخل ترتبط قيمة المؤسسة بشكل وثيق بتشكيلة الهيكل المالي، حيث أن التغيير في مستوى الرفع المالي سيؤدي إلى إحداث تغيير في تكلفة التمويل، وبالتالي تغيير في القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك لأن الزيادة في الرفع المالي سيترتب عنها انخفاض في تكلفة التمويل وارتفاع في قيمة المؤسسة، كما أن الخفض في مستوى الرفع المالي سيؤدي للعكس تماما. (بوشوشة، 2016، صفحة 194)

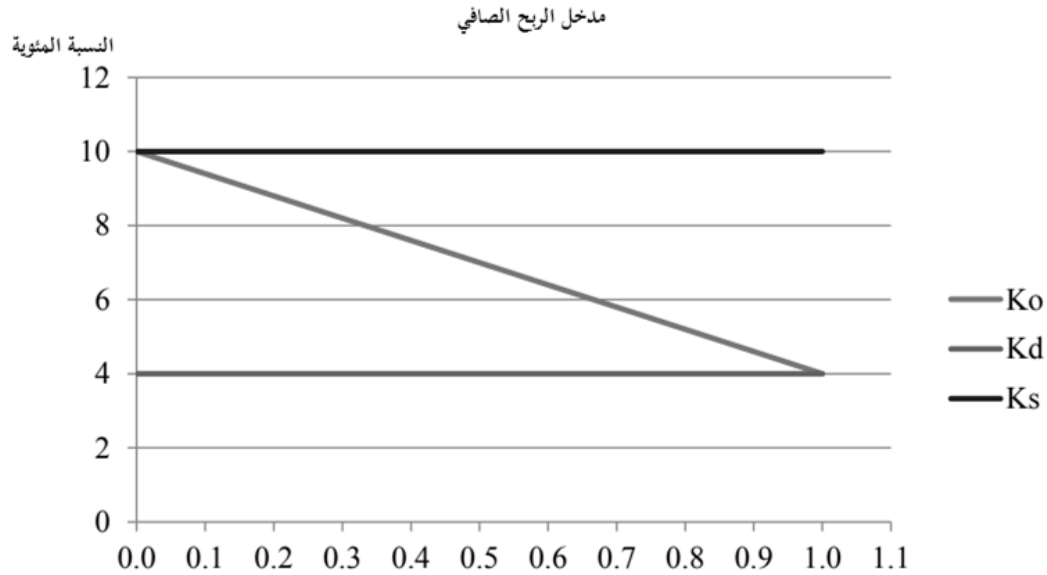
ويمكن توضيح العلاقة بين تكاليف التمويل وقيمة المؤسسة حسب مدخل الربح الصافي بالإعتماد على الشكل التالي:

الشكل رقم (04) : التغيرات في قيمة المؤسسة وفق مدخل الربح الصافي



المصدر: من إعداد الباحث

الشكل رقم (05) : التغيرات في تكاليف التمويل وفق مدخل الربح الصافي



المصدر: من إعداد الباحث

من الأشكال رقم (4) (5) وافتراسات مدخل الربح الصافي، يتبين وجود ثبات في تكلفة الديون وذلك ناتج عن افتراض بأن الرفع المالي لا يؤثر على مستوى المخاطر المالية، وعدم طلب المقرضين لفوائد أعلى عن الديون، ما يبقى تكلفة الديون على حالها، وكذلك فإن تكلفة الأموال الخاصة ثابتة لا تتغير بالتغير في تشكيلة

الهيكل المالي، وبما أن تكلفة الديون أرخص من تكلفة الأموال الخاصة، فإن تكلفة التمويل الكلية ستبقى في حالة انخفاض كلما زاد مستوى الرفع المالي، وبالتالي ارتفاع في قيمة المؤسسة، وعليه فوفق هذا المدخل فإن الزيادة في استخدام الديون يؤدي وبشكل طردي للرفع من القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.

يعاب على هذا المدخل افتراضه ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة، حيث أن افتراض ثبات تكلفة الديون يعني أنه يمكن للمؤسسة الاعتماد على الرفع المالي في التمويل إلى حد لا نهائي دون أن يترتب على هذا ارتفاع في المخاطر المالية، ودون أن يطلب المقرضون كنتيجة لارتفاع هذه المخاطر معدلات فائدة أعلى (بوشوشة، 2016، صفحة 195)

المطلب الثاني: مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach

يعتبر مدخل صافي ربح العمليات الطرح الثاني الذي قدمه العالم David Durand في خمسينات القرن الماضي، وترتكز هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات نذكرها في ما يلي: (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1564)

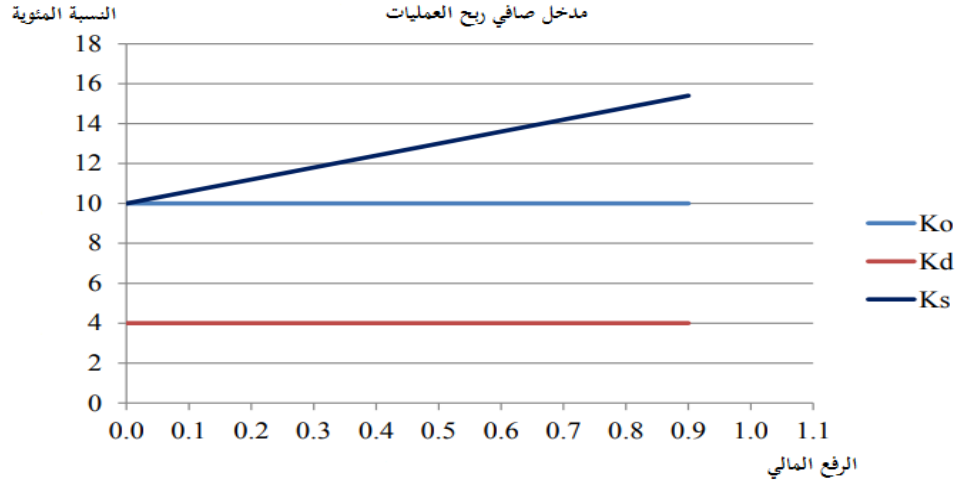
- هناك مصدران للتمويل هما الديون والأموال الخاصة.
- غياب كل من الضرائب، تكاليف التحويل والأرباح المحتجزة.
- تقاس قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية: $V = Ebit / Wacc$
- تكلفة الديون أقل دائما من تكلفة الأموال الخاصة؛
- تظل تكلفة رأس المال للديون وتكلفة رأس المال للأموال الخاصة كما هي على حالها؛
- تعتمد قيمة المؤسسة على صافي ربح العمليات ومعدل الرسملة الإجمالي؛
- مستوى الرفع المالي لا يؤثر على صافي ربح العمليات؛
- حالة عدم اليقين في المؤسسة لا تستقر بالتغيير في الهيكل المالي؛
- التغيير في مستوى الرفع المالي لا يغير من مستوى رأس المال؛
- توزع المؤسسة جميع أرباحها.

ويرى مؤيدي هذه المدخل أن التغيير في مستوى الرفع المالي مستقل تماما عن أي تغيير في تكلفة رأس المال، وبالتالي فإن أي تغيير في قيمة المؤسسة (والتي تحدد بالقيمة السوقية للأموال الخاصة مضافا لها قيمة الديون السوقية)، حيث يؤكد هذا المدخل أن قيمة المؤسسة مستقلة عن التغيرات في تكلفة رأس المال والهيكل المالي (خيري، 2019، صفحة 81)

ويمكن توضيح العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات من خلال

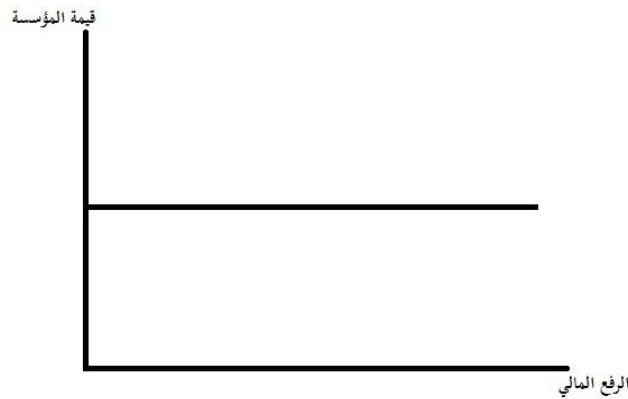
الشكل الموالي:

الشكل رقم (06) : التغيرات في تكاليف التمويل وفق مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: من إعداد الباحث

الشكل رقم (07) : التغيرات في قيمة المؤسسة وفق مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: من إعداد الباحث

توضح الأشكال رقم (6)(7) أن مدخل صافي ربح العمليات يفترض وجود ثبات في تكلفة الديون، بغض النظر عن مستوى الرفع المالي، كما يفترض هذا المدخل ثبات في تكلفة رأس المال، ويفسر هذا المدخل ذلك بأن مستوى الرفع المالي لا يترتب عنه تكاليف صريحة تظهر على مستوى تكلفة الديون، بل يترتب عن الرفع المالي تكلفة ضمنية ناتجة عن ارتفاع في مستوى المخاطر المالية، تجعل المساهمين يطالبون بمعدلات عائد أعلى ترفع من تكلفة الأموال الخاصة، وهذا ما يعوض الانخفاض في تكلفة الديون، مؤدياً ذلك إلى ثبات في تكلفة رأس المال، وبالتالي ثبات في قيمة المؤسسة، وعلى عكس مدخل صافي الربح فإن هذا المدخل لا يرى بوجود هيكل مالي

أمثل، بل يعتبر أن القرارات التمويلية المشككة للهيكل المالي ليست لها علاقة ولا أثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية.

يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية التي يتعرض لها المقرضون، مما يدفعهم إلى المطالبة بمعدلات فائدة أعلى مما يرفع من تكلفة الديون، ويؤثر ذلك على كل التحاليل السابقة المتعلقة بهذا المدخل (حركاتي، 2018، صفحة 84).

المطلب الثالث: مدخل موديليني وميلر (بدون ضرائب) (Modigliani Approach (Without Taxes) Miller

يمكن اعتبار اقتراحات نظرية M&M نقطة البداية للنظرية المعاصرة للهيكل المالي، حيث تم تطوير هذه النظرية مع مرور الزمن بالاعتماد على مجموعة من الدراسات للباحثان (De Luca, Modigliani & Miller 2023, p. 393)

يعتمد هذا المدخل على الافتراضات التالية: (حركاتي، 2018، الصفحات 86-87):

- أسواق رأس المال تتميز بالكمال، وتكون المعلومات عن المؤسسات في السوق متاحة للجميع، وبشكل مجاني، كما يوجد غياب لتكاليف المعاملات، ويتصرف أي مستثمر عقلائي وفق ذلك؛
 - أرباح المؤسسة تمثل متغيرات احتمالية ذاتية، كما أن توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لربح العمليات الصافي؛
 - إمكانية تصنيف المؤسسات وفق فئات مبنية على أساس المخاطر الاقتصادية التي تتعرض لها المؤسسة، حيث داخل كل صنف يمكن أن توجد مؤسسات ذات أحجام مختلفة، حيث أن كل المؤسسات في نفس الفئة تتعرض لنفس المخاطر؛
 - كل التوظيفات التي يقوم بها المستثمرون لها قابلية التجزئة وقابلية التحويل إلى سيولة؛
 - غياب للضرائب على الدخل المؤسسات والأفراد؛
 - غياب تكاليف الإفلاس؛
 - تكاليف الاقتراض التي يتحملها الفرد تساوي تماما تكاليف الاقتراض التي تتحملها الشركة؛
 - عدم وجود نمو، وعليه فإن قيمة صافي ربح العمليات المتوقعة لا تختلف مع السنوات.
- وتوصل الباحثان إلى أن قيمة المؤسسة تحدد بشكل أساسي بقيمة استثماراتها وقدرة ربحيتها، وهي مستقلة بشكل كامل على تكلفة التمويل وتركيب الهيكل المالي، حيث يمكن اعتبار أن القيمة السوقية لمؤسسة ما، تحدد وفق رسملة العائد المتوقع على أساس معدل العائد للاستثمار في الأسهم العادية لمؤسسة ممولة كلياً بالأموال الخاصة

ولها نفس فئة المخاطر. (مسعد، 2023، صفحة 33).

وقدم الباحثان اقتراحان أساسيان بهدف تفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة نذكرهم في ما يلي:

1- الاقتراح الأول:

ينص هذا الاقتراح أنه في ظل السوق الكامل فإن قيمة المؤسسة السوقية مستقلة عن تركيبة هيكلها المالي، وهي تحدد برسملة معدل العائد المتوقع للتدفقات الصافية للأموال الخاصة بالمنتمة لنفس الفئة، أي أن تكلفة رأس المال مستقلة بشكل كامل عن الهيكل المالي للمؤسسة، وهي تساوي رسملة التدفقات الصافية للأموال الخاصة لنفس الفئة، وبمعنى آخر فإن قيمة المؤسسة السوقية تساوي القيمة السوقية لمجموع تدفقاتها الناتجة عن استعمال أصولها، وفي هذه الحالة، ليس للهيكل المالي أي أثر على قيمة المؤسسة (De Luca, 2023, pp. 395-397). ويمكن توضيح ذلك وفق المعادلة التالية (خيري، 2019، صفحة 87):

$$VL = SL + D = \frac{EBIT}{K_E^V} = Vu$$

حيث:

VL: القيمة السوقية للمؤسسة مرفوعة.

SL: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة.

D: الديون.

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

K_E^V : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين للمؤسسة ممولة بشكل كامل لأموال الخاصة.

Vu : قيمة السوقية للمؤسسة لمؤسسة غير مرفوعة.

يرى مدخل M&M أنه إذا كانت هناك مؤسسات في السوق تنتمي لنفس فئة المخاطر ولهم قيم سوقية مختلفة فإن من مصلحة المستثمرين القيام بعملية المراجعة، والتي تجعلهم يستفيدون من حالة عدم التوازن هذه إلى غاية تعادل قيم المؤسسات من جديد، حيث بموجب هذه العملية لا مكان لوجود قيم تبادلية، وفي نفس الوقت لها أسعار متباينة وذلك وفق افتراض أساسي في هذا التحليل بإمكانية تبديل الرافعة المالية الشخصية بالرافعة المالية للمؤسسة مع بقاء نفس المخاطر في كل من الحالتين. (حركاتي، 2018، الصفحات 87-88).

2- الاقتراح الثاني:

حسب المقترح الثاني للنظرية فإن معدل العائد للمؤسسة التي تعتمد على الديون يساوي معدل العائد للمؤسسة أخرى تقع في نفس فئة المخاطر وممولة بشكل كامل بالأموال الخاصة مضافا لها علاوة المخاطر لتعويض المخاطر المترتبة عن الاقتراض. (سهايلية، 2018، صفحة 105)

ويمكن صياغة المقترح رياضيا كما يلي: (حركاتي، 2018، الصفحات 88-89):

$$Ke' = \frac{EBIT - Kd.D}{E}$$

حيث:

Ke' : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين في المؤسسة المرفوعة (وهو يساوي تكلفة الأموال الخاصة)

و لدينا:

$$V = E + D = \frac{EBIT}{Ke}$$

وعليه

$$EBIT = V . Ke$$

وبالتعويض بقيمة EBIT في المعادلة الأولى نجد:

$$Ke' = \frac{V . Ke - Kd.D}{E}$$

ومنه

$$Ke' = \frac{(E + D)Ke}{E} - Kd \frac{D}{E}$$

وعليه:

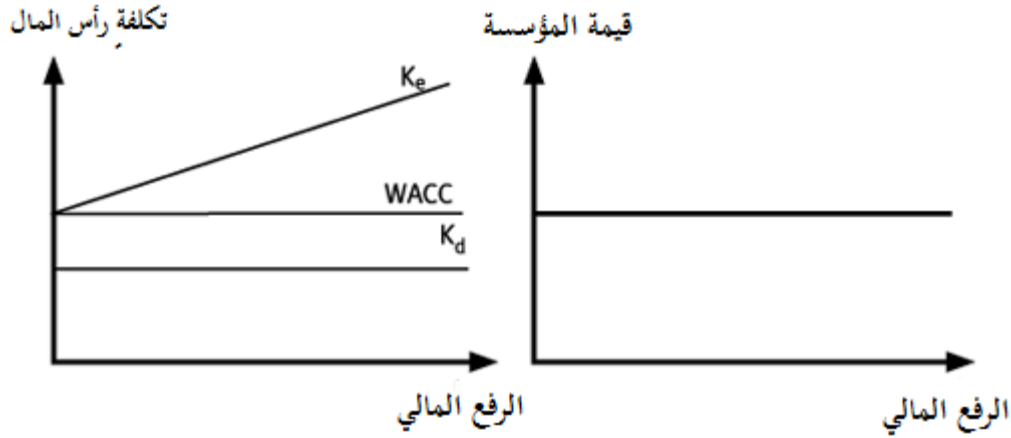
$$Ke' = Ke + (Ke - Kd) \frac{D}{E}$$

بالدمج بين المقترحات السابقة، يرى مدخل M&M أن الرفع في استخدام الديون في التمويل يؤدي إلى الرفع من قيمة المؤسسة، وذلك لكون المنافع الناجمة عن الاقتراض والذي يعتبر مصدر رخيص التكلفة سيعوضه الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة من جراء ارتفاع المخاطر (المخاطر المالية وخطر الإفلاس)، وهذا ما يؤدي بالمستثمرين إلى الرفع من مستويات الربحية المطلوبة مصحوبا بمستوى ديون أعلى، ووفق ما سبق، فإن نظرية M&M ترى أنه في حالة غياب الضرائب فإن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة ولا على تكلفة رأس المال،

كما أن تكلفة رأس المال ترتفع بشكل خطي مع الزيادة في الرفع المالي (Brusov, Filatova, & Orekhova, 2023, p. 54)

ويمكن توضيح التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (08) : التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M



المصدر: (Alifani & Nugroho, 2013, p. 3)

ولقد تم طرح عدة انتقادات لهذا المدخل، نذكر أبرزها في ما يلي:

- عدم واقعية افتراض مجانية الأسواق المالية وكفاءتها، حيث من غير الواقعي افتراض غياب تكاليف التحويل وتكاليف إصدار الأوراق المالية، حيث تعمل هذه الفرضيات دور هام في تحليل هذه المدخل، حيث وجود هذا يضعف عملية المراجعة. (Capiez, 1995, p. 157)

- انتقاد فرضية أن المؤسسة والأفراد لهم نفس القدرة على الاقتراض وبنفس معدلات الفائدة، وهذا ما يضعف عملية المراجعة، وكذلك فإن الهيئات المالية لا تتعامل مع الأعوان الاقتصاديين بنفس المعاملة ولا تفرض معدل فائدة واحدة في السوق حيث تتباين معدلات الفائدة حسب المتعامل سواء كانت مؤسسة أو فرد (حنفي و قرياقص، 2004، صفحة 210)

- غير واقعية فرضية غياب الضرائب حيث أن فوائد الديون لها قدرة على تخفيض من الوعاء الضريبي بينما المساهمين ليس لهم حق في الأرباح إلى بعد الضرائب، وهذا ما يؤثر على تكاليف الأموال الخاصة والديون (قريشي، 2005، صفحة 147)

المبحث الثاني: النظريات المالية في ظل سوق غير كامل

أثرت النظريات المالية في ظل السوق الكامل على العديد من النظريات المالية اللاحقة لها والتي اعتمدت على افتراضات تختلف عن افتراضات السوق الكامل وتعرض عليها وتعتبرها غير واقعية، ودرست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل افتراضات أكثر واقعية، حيث سنتطرق في هذا المبحث إلى مجموعه من النظريات المالية التي افترضت وجود سوق غير كامل لا تتماثل فيه المعلومات بين الأعوان الاقتصاديين، ويوجد به ضرائب.

المطلب الأول: مدخل موديليني ميلر (في ظل وجود الضرائب) Modigliani Approach (With Taxes) Miller

في سنة 1963 نشر موديليني وميلر مقالة تصحيحية عنونت بـ Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction واقترحوا في هذه الورقة البحثية أن فوائد الديون تعتبر مصاريف يمكن خصمها من أرباح المؤسسة الخاضعة للضريبة، وبالتالي فإن المؤسسات التي يحتوى هيكلها المالي على الديون يمكن أن تحقق وفورات ضريبية (والتي تمثل قيمة الفوائد في معدل الضريبة)، وهنا اقترح كلاهما أن المؤسسات المستدينة تكون قيمتها أعلى من قيمة المؤسسة التي تعتمد عن الأموال الخاصة فقط، ويساوي الفرق في القيمة، قيمة الوفورات الضريبية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

ليكن الدخل السنوي للمؤسسة (U) الغير مقترضة كما يلي: (حركاتي، 2018، صفحة 92):

$$Y_u = (1 - T)EBIT$$

حيث:

Y_u : الدخل السنوي للمؤسسة (U)

T: معدل الضريبة

EBIT: النتيجة قبل الفوائد والضريبة

وليكن الدخل السنوي للمؤسسة (T) المقترضة كما يلي:

$$Y_t = (1 - T)(EBIT - K_d.D) + K_d.D$$

حيث:

K_d : تكلفة الديون

$$\begin{aligned} Y_t &= (1 - T)EBIT - (1 - T)K_d.D + K_d.D \\ \Rightarrow Y_t &= (1 - T)EBIT + T.K_d.D \end{aligned}$$

وعليه فإن قيمة المؤسسة (U) تساوي:

$$Vu = \frac{(1 - T)EBIT}{Ke}$$

وقيمة المؤسسة (T) تساوي:

$$Vt = \frac{(1 - T)EBIT}{Ke} + \frac{T.Kd.D}{i_t}$$

حيث i_t المعدل المستخدم بين المستثمرين لخصم $T.Kd.D$ ، حيث تتعرض قيمته لنفس المخاطر التي تتعرض لها معدل الفائدة في السوق، ما يجعل معدل الخصم يساوي تكلفة الديون وعليه فإن قيمة المؤسسة T تصبح كما يلي:

$$Vt = \frac{(1 - T)EBIT}{Ke} + T.D$$

أي أن:

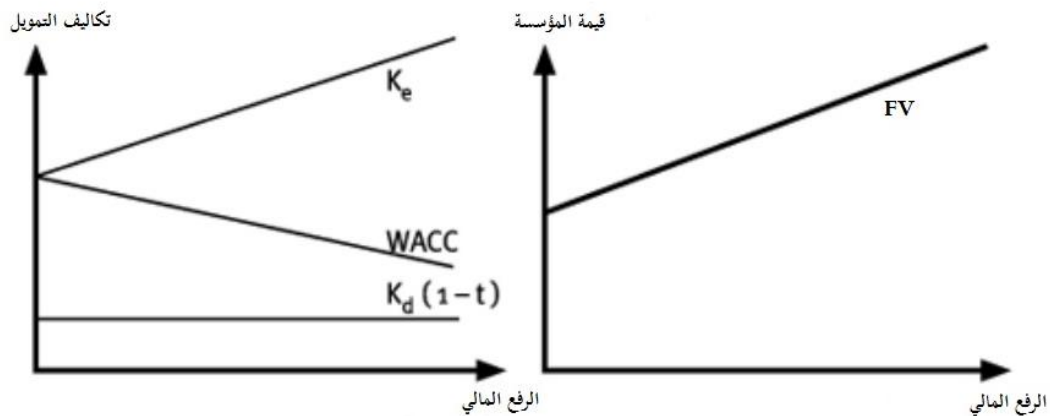
$$Vt = Vu + T.D$$

ما يعني أن:

قيمة المؤسسة المقترضة = قيمة المؤسسة الغير مقترضة + الوفر الضريبي

ويمكن توضيح التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M في ظل وجود الضرائب من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (09) : التغيرات في قيمة المؤسسة وتكاليف التمويل وفق مدخل M&M في ظل وجود الضرائب



المصدر: من إعداد الباحث

من الشكل رقم (09) يظهر أن مع الزيادة في الرفع المالي فإن تكلفة الديون تبقى منخفضة وذلك بسبب المنافع الناتجة عن التمويل بالديون، بينما ترتفع تكلفة الأموال الخاصة بشكل خطي، ويعود هذا لمطالبة المساهمين

لعوائد أعلى بسبب ارتفاع المخاطر المالية الناجمة عن الزيادة في الرفع المالي، بالرغم عن هذا نلاحظ أن تكلفة رأس المال تنخفض بسبب وجود تكلفة رخيصة للتمويل بالدين، وعليه فإن قيمة المؤسسة ستستمر في الارتفاع كلما ارتفع مستوى الديون في الهيكل المالي للمؤسسة بسبب الاستفادة من الوفورات الضريبية.

المطلب الثاني : نظرية الموازنة Trade Off Theory

تمتد أصول نظرية الموازنة إلى طرح Kraus & Litzenberg (1973)، حيث على عكس مدخل M&M، ترى هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل يجعل قيمة المؤسسة في أقصى حد ممكن، يتم تحديده بالموازنة بين مزايا الاقتراض وتكاليفه، حيث تتمثل مزايا الاقتراض في الوفورات الضريبية الناتجة على عملية الاقتراض، بينما تتمثل التكاليف في تكلفة الإفلاس والوكالة، وفي المقابل ففي حالة تجاوز تكلفة الإفلاس والوكالة مزايا الوفورات الضريبية، فإن قيمة المؤسسة ستبدأ بالانخفاض. (مسعد، 2023، صفحة 49)

ويمكن شرح نظرية الموازنة وفق المعادلة التالية:

$$VL = Vu + TS - BC$$

حيث :

VL : قيمة السوقية للمؤسسة.

Vu : قيمة المؤسسة بدون ضرائب.

TS : الوفورات الضريبية.

BC : تكلفة الافلاس.

وتعتمد نظرية الموازنة على مجموعة من الافتراضات هي: (مسعد، 2023، الصفحات 49-50)

- تكاليف التغيير في الهيكل المالي ضئيلة، ويمكن استبدال السندات بالأسهم، أو العكس، إلى أن يتم الوصول لأقصى قيمة للمؤسسة؛
- تحدد نسبة الدين في الهيكل بالموازنة بين مزايا وتكاليف الاقتراض دون الحاجة للتبديل في هيكل الأصول والخطط الاستثمارية؛
- يوجد نسبة دين متوقعة، وهي تختلف بين المؤسسات؛ (إسماعيل، 2016)
- يوجد نسبة مثالية للاستدانة تختلف من مؤسسة لأخرى بسبب عدة عوامل، مثل تفضيلات المسيرين ومعدلات ضريبية ونوعية الأصول... الخ؛
- قرارات التمويل والاستثمار يتم اتخاذها بشكل متزامن، حيث يتعارض هذا الفرض مع افتراضات مدخل M&M.

وتتترح نظرية الموازنة ثلاث قواعد ومؤشرات محددة لهيكل مالي، نذكرها في ما يلي: (مسعد، 2023، الصفحات 50-51):

- تصنيف المؤسسات وفق مستوى المخاطر، والتي يعبر عنها بالتذبذب في صافي الربح، حيث المؤسسات المعرضة إلى مستوى مخاطر مرتفع لا تعتمد بشكل كبير على الاستدانة وعادة لاتصل لنقطة التوازن بين تكاليف الوكالة والإفلاس والوفرات الضريبية.

- ملموسية الأصول، حيث أن المؤسسات ذات أصول مادية كبيرة تعتمد على الديون بشكل أكبر من المؤسسات الأخرى التي لا تعتمد على أصول مادية بكثرة، وهذا لأن المؤسسات ذات ملموسية عالية في الأصول لها قدرة في حالة الإفلاس على بيع أصولها والتي تمثل أموال التصفية، وبالتالي تكون تكاليف الإفلاس والوكالة منخفضة مما يمكنها من تحقيق نقطة التوازن.

- درجة ربحية المؤسسة، حيث أن المؤسسات التي لها درجة ربحية عالية عادة ما تكون محفزة لاستخدام الديون في التمويل للاستفادة من مزايا الوفرات الضريبية والتي يمكن أن تغطي تكاليف الإفلاس والوكالة، والعكس صحيح بالنسبة للمؤسسات الخاضعة لمعدل ضريبة منخفضة وربحية منخفضة.

أولاً: تكلفة الإفلاس

ترتبط حالة الإفلاس بلجوء المؤسسة إلى التمويل بالديون، حيث أن عملية الاستدانة لا يترتب عنها آثار إيجابية فقط بل قد يكون لها آثار سلبية تتمثل في الزيادة في المخاطر المالية، مما قد يؤدي إلى توقف المؤسسة على دفع مستحقاتها للدائنين، وذلك خاصة في حالة انخفاض مستوى الأرباح، نتيجة لزيادة التكاليف أو ارتفاع مستوى المنافسة، مما يؤدي إلى عدم كفاية التدفقات النقدية المحققة في تغطية ديون المؤسسة والفوائد في تواريخ الاستحقاق، حيث في هذه الحالة تكون المؤسسة قد وقعت في حالة العسر المالي، مما قد يؤدي إلى إعلان إفلاسها (بوشوشة، 2016، صفحة 203). وتعلن حالة الإفلاس عن طريق حكم قضائي وذلك بطلب من المؤسسة المفلسة أو أصحاب الدين أو الدولة. (حركاتي، 2018، صفحة 99)

ويترتب عن حالة الإفلاس مجموعة من التكاليف يطلق عليها تكاليف الإفلاس، وتنقسم إلى تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة، حيث تتمثل التكاليف المباشرة في التكاليف الإدارية، المالية والاجتماعية، وتكاليف الوكالة، كذلك تكاليف إعادة التنظيم، وتكاليف البيع الإجباري للأصول المستعجل، بينما تتمثل التكاليف الغير المباشرة في المس من سمعة المؤسسة ومصادقيتها المالية، وتكاليف الفرص البديلة. (بوشوشة، 2016، صفحة 204)

ثانيا: العلاقة بين تكلفة الإفلاس والاستدانة

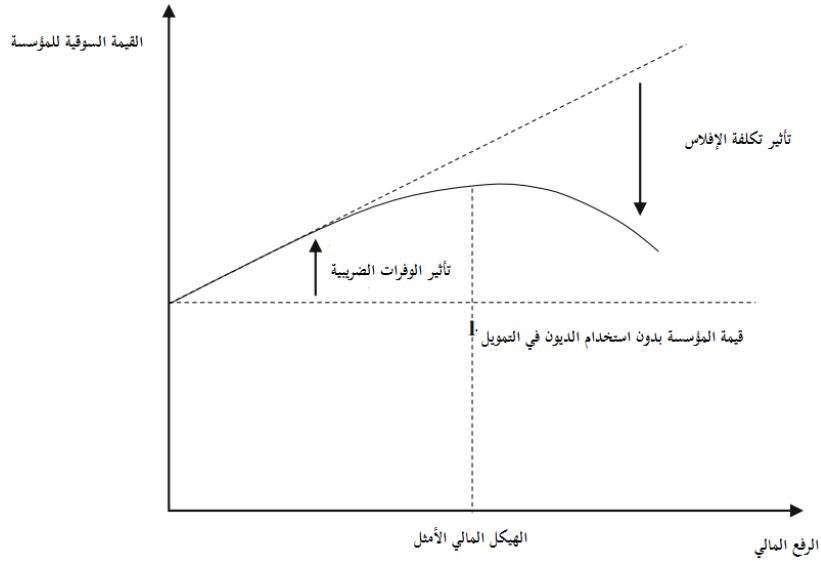
إن العلاقة بين تكلفة الإفلاس ومستوى الاستدانة، علاقة طردية، حيث تظهر هذه العلاقة في شكل خطي عندما تكون مستويات الاقتراض في حدها الأدنى، وبعد وصول مستوى الاستدانة حدا معنيا تبدأ مخاطر الإفلاس في الارتفاع بمعدل أعلى من ارتفاع حجم القروض، وفي محاولة من طرف المقرضين لحماية أنفسهم من مخاطر الإفلاس، يقوم المقرضين بالمطالبة بمعدلات عائد أعلى على الاستثمار في السندات، وهذا ما يجعل المساهمين يطالبون بمعدل عائد أعلى للاستثمار في أسهم المؤسسة، وذلك لتعويض المخاطر التي يتحملونها (حركاتي، 2018، الصفحات 102-103).

حيث يدرك المقرضون أنهم في حالة الإفلاس يتحملون جزءا من تكلفة الإفلاس، حيث أن أصول التصفية لا تغطي مستحقاتهم بشكل كامل، وبغرض تفادي هذه المخاطر يقومون بنقل التكاليف إلى المساهمين ويظهر هذا في الارتفاع معدلات فوائد على الديون، حيث تزداد هذه التكاليف مع ارتفاع احتمال وقوع حالة إفلاس (بوشوشة، 2016، صفحة 250).

تعتبر تكاليف الإفلاس والضريبة ذات تأثير عكسي على الهيكل المالي، حيث أن الضرائب تعتبر حافزا لاستخدام الديون في التمويل، بينما تعمل تكاليف الإفلاس كمتبسط للمسيرين لاستخدام الديون في التمويل، وهذا يؤشر إلى إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تكون فيه التكلفة الكلية مختصرة في الاستفادة من الوفرة الضريبية بدون وجود تكاليف للإفلاس مرتفعة، ولذلك فإن نظرية الموازنة تتوقع بأن نسب الاستدانة تذهب في اتجاه تحقيق الهيكل المالي المستهدف، والذي يتم تحديده بالموازنة بين المنافع الضريبية وتكاليف الإفلاس، كما أن تحقيق الهيكل المالي المستهدف يعتمد على الظروف التي تتعرض لها المؤسسة، ولذلك فإنه خاص بكل شركة (Schoenmaker & Schramade, 2023, p. 444).

ويمكن توضيح التغيرات في قيمة المؤسسة وفق نظرية الموازنة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (10) : التغيرات في قيمة المؤسسة وفق نظرية الموازنة



المصدر: (Corelli, 2023, p. 240)

نلاحظ من الشكل رقم (10) أن المؤسسات الخاضعة للضريبة والتي تعتمد على الرفع المالي في التمويل على غرار المؤسسات التي تمول بالأموال الخاصة فقط، تستفيد من الوفرة الضريبية الناتجة عن فوائد الديون مما يجعل قيمتها السوقية ترتفع كنتيجة لهذه المنافع الضريبية، وتستمر قيمة المؤسسة في الارتفاع إلى غاية الوصول إلى حد معين من الرفع المالي، والتي تبدأ فيه مخاطر الإفلاس في الظهور، والتي تثبط هذا الارتفاع، وذلك مع وجود تأثير سلبي لتكاليف الإفلاس على قيمة المؤسسة، إلا أن التأثير الإيجابي للوفرات الضريبية على القيمة السوقية للمؤسسة مازال يتجاوز تأثير تكاليف الإفلاس، وتستمر القيمة السوقية للمؤسسة في الارتفاع إلى غاية الوصول إلى أعلى قيمة لها عند مستوى الرفع المالي الأمثل (X)، وهنا تبدأ تكاليف الإفلاس في تجاوز الوفرات الضريبية الناتجة على الديون، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤسسة كلما زاد مستوى الرفع المالي بعد نقطة (X) وتفاقم مخاطر الإفلاس.

وعليه يمكن القول أن الهيكل المالي الأمثل وفق نظرية الموازنة هو ذلك الهيكل المالي الذي يوازن بين الوفرات الضريبية والتكاليف الناتجة عن الرفع المالي، حيث تكون تكاليف التمويل عند مستوى الرفع المالي الأمثل في أدنى نقطة وتكون قيمة المؤسسة في أعلى نقطة ممكنة.

المطلب الثالث: نظرية الوكالة Agency Theory

ظهرت هذه النظرية على يد (Jensen & Meckling, 1976) حيث تشرح هذه النظرية تكلفه الوكالة الناتجة عن الصراع في المصالح بين الملاك والمديرين، حيث تعتبر هذه النظرية أن المؤسسة يمكن أن تحقق هيكل مالي أمثل عن طريق التعامل مع التكلفة الناتجة عن هذا الصراع، كما اعتبر (Jensen & Meckling, 1976) أن حجم

الديون في المؤسسة يمكن أن يكون مؤشرا جيدا بالنسبة للملاك في مراقبه أداء المديرين ومدى عملهم لتحقيق أهداف المؤسسة بدلا عن تحقيق مصالحهم (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021).

وتتمثل أنواع تكاليف الوكالة في ما يلي: (بوشوشة، 2016)

- **تكاليف المراقبة:** وهي مجموعه من التكاليف النقدية التي يتحملها الملاك وتتمثل في حوافز المديرين ومصاريف التدقيق وتكلفتها.

- **تكاليف البرهنة:** هي مجموعه من المصاريف التي يقوم بها الوكيل لتدليل عن نوعيه سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل عن حسن تسييره.

- **التكاليف الصافية:** تظهر هذه التكاليف عندما تفوق تكاليف المراقبة العائد الحدي للتوكيل، أي تلك التكاليف الناجمة عن استحالة القيام بمراقبة شامله لتسيير الوكيل.

وينتج الصراع في المصالح بين المديرين والملاك لعدة أسباب، نذكر أبرزها في ما يلي: (حركاتي، 2018، صفحة 106)

- رغبة المديرين في اقتطاع جزء من أموال الملاك على شكل حوافز ومكافآت وكذلك أجور مرتفعه، حيث يميل المديرين إلى اتخاذ قرارات تحقق مصالحهم الشخصية بدلا من مصلحه الملاك.

- رغبة المديرين في ضمان استمرارية المؤسسة في النشاط وذلك لضمان مناصبهم فيها، ما يجعلهم يستثمرون في مشاريع متدنية الخطر ومتدنية العائد وهذا ما يختلف مع رغبة الملاك.

- اهتمام المديرين بنتائج قصيرة المدى، وعدم المبالاة بالقرارات ذات البعد الاستراتيجي.

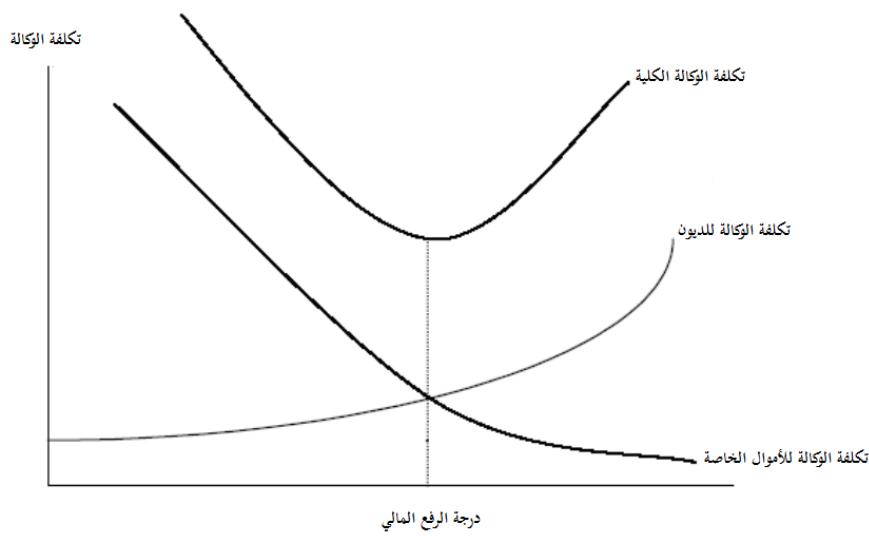
كما أن هنالك نوع نوعا ثانيا من التعارض في المصالح، وهو ذلك التعارض القائم بين حمله السندات (المقرضين) وحملة الأسهم (المساهمين)، حيث تعتبر الديون حافزا بالنسبة لحمله الأسهم بالدخول في مشاريع استثماريه عالية الخطر أو قبول استثمارات أقل مثاليه، والتي تؤدي لنقل ثروة المقرضين للمساهمين، وهذا ما يعرف بمشكله حافز المخاطر (خولي، 1995)، ومن أجل تأكد المقرضين بأن المؤسسة ملتزمة بقيود العقد، يضطرون لمراقبة ومتابعة نشاط المؤسسة إما بأنفسهم أو عن طريق وكيل ويطلق على تكاليف مراقبه المؤسسة في هذه الحالة تكاليف الوكالة، والتي غالبا ما تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة والعائد المطلوب من طرف المساهمين، ما يرفع من تكلفة رأس المال وبالتالي يخفض من قيمه المؤسسة. (حركاتي، 2018، صفحة 108).

وتنشأ تكلفة الوكالة عن طريق الزيادة في مصادر التمويل الخاصة الخارجية والرفع المالي، وعليه فإن الارتفاع في مصادر التمويل الخارجية يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة واستنتج (Jensen & Meckling, 1976) أن

هيكل التمويل الأمثل يتحقق عن طريق الموازنة بين المزايا الحدية للوفرات الضريبية عن الديون وتكاليف الحدية للوكالة المصاحبة للتمويل أو بالموازنة بين التكلفة الحدية للوكالة المصاحبة للاستدانة والمنفعة الحدية للتمويل بالديون والمتمثلة في تخفيض تكلفة الوكالة للتمويل بمصادر خاصة خارجية، حتى في ظل سوق لا تخضع فيه المؤسسة أو المستثمرين للضريبة عن الدخل. (حركاتي، 2018، صفحة 109).

ويوضح الشكل الموالي التغيرات في تكاليف الوكالة وفق نظرية الوكالة.

الشكل رقم (11) : التغيرات في تكاليف الوكالة وفق نظرية الوكالة



المصدر: (Kebewar, 2012, p. 7)

يظهر من الشكل رقم (11) أن عملية الزيادة في حجم الديون في الهيكل المالي للمؤسسة يؤدي إلى انخفاض في تكلفة وكالة الأموال الخاصة (تكلفة ناتجة عن الصراع في المصالح بين المديرين والمساهمين)، وذلك لأن الديون تجعل المؤسسة أمام احتمال أعلى للوقوع في العسر المالي، وبالتالي إمكانية توقفها عن ممارسة نشاط وعليه سيضطر المديرين إلى العمل لمصلحة المؤسسة بدلا من مصالحهم الخاصة، وذلك من أجل أن تستمر المؤسسة في ممارسة نشاطها في السوق ما يحفظ لهم مناصبهم في المؤسسة، وهذا ما يجعل تكلفة الوكالة للأموال الخاصة تنخفض، وفي المقابل فإن الرفع المالي سيرفع من تكلفة الوكالة للديون (التكلفة الناتجة عن الصراع في المصالح بين المقرضين والمساهمين)، حيث ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة عن الديون بسبب ازدياد حاجة المقرضين إلى متابعة ومراقبة نشاط المؤسسة، والذي يترتب عنه تكاليف الوكالة وعالية فيمكن القول أن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عندما تكون تكلفة الوكالة الكلية في أدنى مستوى ما يجعل التكاليف التي تتحملها المؤسسة أقل ما يؤدي إلى تعزيز قيمة المؤسسة.

المبحث الثالث: النظريات المالية الحديثة

عرف المجال العلمي والبحث في الإدارة المالية حركيه في ظل وجود نظريات ماليه حديثه درست العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة، حيث سنتطرق في هذا المبحث لمجموعه من النظريات الحديثة المعاصرة التي حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة.

المطلب الأول: نظرية التسلسل الهرمي في التمويل Pecking Order Theory

تمتد أصول نظرية التسلسل الهرمي في التمويل إلى أعمال Donaldson، والتي استنتج منها أن المؤسسات تفضل التمويل بالمصادر الداخلية بدلا عن الأموال الخارجية، وتطورت هذه النظرية سنة 1973 على يد العالم Myers والذي قدم تسلسل هرمي لعملية التمويل، حيث أن المؤسسات تبدأ بالتمويل عن طريق أرباحها المحتجزة ومن ثم تتجه إلى التمويل بالديون، وإذا لم تكفي الأرباح المحتجزة والديون تتجه بعد ذلك للتمويل بالأسهم، وتم وضع هذا التسلسل الهرمي بالاعتماد على تكلفة كل مصدر من المصادر، وهذا الذي من شأنه أن يعزز قيمة المؤسسة. (مسعد، 2023، الصفحات 51-52)

وترتكز هذه النظرية على الافتراضات التالية: (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, p. 1569)

- المؤسسة تفضل المصادر الداخلية في التمويل؛
- المؤسسة تفضل التمويل بالديون على التمويل بالأسهم؛
- إذا لم تكتفي المؤسسة بالتمويل بالديون، المؤسسة تتجه للتمويل بالأسهم؛
- مع الالتزام سياسة توزيع أرباح صارمة على المؤسسة أن تحدد نسبة توزيع الأرباح المستهدفة والتي تتوافق مع المشاريع الاستثمارية المتوقعة.

لا تقوم هذه النظرية على تحديد نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة على خلاف النظريات الأخرى والتي قامت على البحث في إمكانية تأثير المديونية على قيمة المؤسسة السوقية، وتقوم هذه النظرية على مبدئين أساسيين يتمثلان في مبدأ تناظر المعلومات ومبدأ الإشارة. (بوشوشة، 2016)

تشير هذه النظرية على أن المؤسسات تعظم القيمة باختيارها المنتظم لتمويل استثماراتها بأرخص المصادر المتاحة من ناحية المعلوماتية، دون وجود هدف واضح للرفع المالي، حيث إذا لم تكفي الأرباح المحتجزة فيفضل استخدام الديون بدلا من حقوق الملكية، وعند ارتفاع مستوى الأموال الخارجية فيجب أن تكون القاعدة العامة هي إصدار أوراق مالية رخيصة وآمنة بدلا من الأوراق المالية ذات المخاطر العالية (الديون قبل حقوق الملكية)، ولن تصدر المؤسسة أسهم إلا عندما يصبح الدين مكلفا كوجود المؤسسة في حالة من مستوى مديونية مرتفعة

تشكل خطراً، وتكون تكاليف العسر المالي فيها شديدة. (قدوج، 2021، صفحة 144)

وتنطلق نظرية التسلسل الهرمي في التمويل من مبدأ يقول أن المسيريون لهم توقعات أكثر دقة من المستثمرين لأن المعلومات متوفرة لديهم بكثرة وبأكثر دقة، حيث في هذه الحالة التي يكون المسيريون يملكون معلومات أوفر وأحسن من المستثمرين فإن قيمة السهم السوقية ستقيم بأقل من قيمته الحقيقية، وفي هذه الحالة تكون هذه القيمة الأقل، تكلفة مرتبطة بالإصدار، وكلما كان السهم ذو مخاطر أعلى كلما كانت نسبة التخفيض من قيمته أعلى، وبالتالي فإن المؤسسة تفضل أن تمول مشاريعها بالتمويل الذاتي أولاً، ثم إصدار أوراق مالية قليلة المخاطر كالسندات والأسهم الممتازة، وأخيراً إصدار أسهم عادية، في المقابل إذا كان للمسيريون توقعات متشائمة، فإن قيمة السهم السوقية تكون أعلى من قيمته الحقيقية، وعالية فإن المؤسسات ستقرر إصدار أسهم للاستفادة من فائض المساهمة الذي يقدمه المستثمرون الجدد. (بوشوشة، 2016)

المطلب الثاني : نظرية الإشارة Signaling Theory

ظهرت هذه النظرية على يد (Ross, 1977) حيث أكد أن الإدارة العليا للمؤسسة مسئولة على نشر معلومات حول أصولها ومشاريعها للمستثمرين الخارجيين من أجل الحصول على أسعار عالية لأسهمها ورفع من قيمة المؤسسة في نفس الإطار فإن المديرين في المؤسسة غالباً ما يعملون لتحقيق مصالحهم الشخصية ما يجعلهم لا يقدمون معلومات دقيقة للمساهمين الخارجيين (Markopoulou & Papadopoulos, 2009) ما يصنع سوء فهم حول المشروع ويجعل المستثمرين الخارجيين يعتقدون أن المؤسسة لا تملك أصولاً كافية أو قيمتها السوقية أقل، وتتعلق هذه الأمور بصنائه سياسة مالية تقدم إشارات جيدة للمستثمرين (Bhattacharya & Dittmar, 2004) ، حيث أن المؤسسة تبحث على أن تقدم هذه الإشارات للمستثمرين الخارجيين والتي تعتبر ذات قيمة وإيجابية وتساعد في الرفع من قيمة المؤسسة (Khan, Rehan, Chhapra, & Sohail, 2021, pp. 9-10).

تعتمد نظرية الإشارة على تماثل في المعلومات التي يقوم المديرين بالتصريح بها، حيث أن هذه الإشارات تتمثل في مستوى المديونية، الرفع من رأس المال، تعديل الأسهم الخ، حيث تحاول هذه الإشارات تقديم صورة جيدة عن المؤسسة وكفاءتها في السوق، لكن يبقى التساؤل حول مصداقية المعلومات المصرح بها كإشارات، وكذلك بالأخذ بعين الاعتبار بنظرية الوكالة والتي تنص على أن أهداف المساهمين تتعارض مع أهداف المديرين، وهذا ما قد يشكك في هذه المعلومات والإشارات المصرح بها من طرف المديرين بشأن مصير أملاك مساهمين. (بوشوشة، 2016).

وترتكز النظرية على فكرتين أساسيتين: (مرسلي، 2018، صفحة 77)

- المعلومات غير موزعة بجميع الاتجاهات حيث يملك المديرين معلومات لا تتوفر عند المستثمرين؛
 - حتى في حال ما كانت المعلومة متوفرة للجميع فإنها لن تدرك أو تفهم بنفس الطريقة والأسلوب.
- يمكن للمسيرين أن يقدموا الكثير من الإشارات عن طريق سلوكهم الإداري والقرارات التي يتخذونها، ويمكن تلخيص أشكال هذه الإشارات في ما يلي: (بوشوشة، 2016)
- **نسبة الاستدانة والإشارة:** ظهرت أول مساهمة في هذا الصدد من طرف (Ross, 1977) حيث ينص هذا النموذج على أن المسيريون يعرفون توزيع مردودية المؤسسة على عكس المستثمرين الذين لا يملكون هذا النوع من المعلومات، فإن المسيرين يقومون بالإشارة عن نوعية المؤسسة من خلال مستوى الاستدانة فيها والتي تعتبر إشارة ذات مصداقية، وذلك لكونهم يستفيدون من الأثر الإيجابي للتمويل بالديون مع أحسن تقييم للأوراق المالية، كذلك في المقابل فانه يمكن أن تكون إشارة سلبية تعبر عن احتمالية إفلاس المؤسسة.
 - **إبعاد المسيرين عن المخاطرة:** تم طرح الفكرة من طرف (Ieland & pyle, 1977) والتي تنص على أن نوعية المؤسسة تكون حسب مستوى الأموال الخاصة المخازنة من طرف المسيرين، فالمسيريون يحاولون تفادي المخاطر، فكل توسع في الخطر يقلل شعورهم بالأمان، لكن هذا التخفيض يكون غالبا أضعف من استثماراتهم والتي تعتبر من أحسن نوعية، كما يقوم المسيريون في المؤسسات الجيدة بالإشارة من خلال ارتفاع مستوى الديون في الهيكل المالي ما يتم بالاستفادة من الأثر الإيجابي له.
 - **التفاعل بين القرارات الاستثمارية والتمويلية:** ظهرت الفكرة على يد (Myers & Majluf, 1984) حيث تم دمج التفاعل بين القرارات الاستثمارية والتمويلية مع نموذج الإشارة، حيث تنص على أن المستثمرين يملكون معرفة قليلة بقيمة أصول المؤسسة، وذلك على عكس المساهمين، فالأموال الخاصة قد تكون غير مقيمة بشكل جيد في السوق.
 - **العوائد والإشارة:** تشكل سياسة توزيع الأرباح إشارة فعالة، حيث أن سياسة توزيع الأرباح الغير مستقرة تؤدي إلى ردات فعل فورية في البورصة ولقد قام (Kalay, 1980) بالانطلاق من فرضية (Ross, 1977) فيما يتعلق بنفور المسيرين من المخاطر، حيث أن تخفيض العوائد يعتبر تخفيضا لمردودية المؤسسة فكل ارتفاع في مستوى العوائد، يؤشر إلى أن المسيرين يتوقعون مردودية عالية، وكذلك فوفق (Battacharaya, 1979) فإن العوائد تترجم كإشارة حول نوعيه تدفقات المستقبلية للمؤسسة لاستثمارات المؤسسة وذلك لكون المعلومات المحاسبية غير كافية من أجل توقع مردودية المؤسسة، فإن كانت الإشارة خادعة من طرف المسيرين سنخفض قيمة المؤسسة السوقية ويصبح الرفع من رأس المال في المستقبل مكلفا.

المطلب الثالث : نظرية توقيت السوق Market Timing Theory

ظهرت نظرية توقيت السوق على يد كل (Baker & Wergler, 2002) من وهي تنص على أن الهيكل المالي للمؤسسة في فترة معينة ما هو إلا حصيلة لعدة قرارات تمويلية سابقة وفق الظروف التي كانت سائدة في السوق أي أن المؤسسات لا تصدر أسهم أو تقترض إلا إذا كانت أوضاع السوق ملائمة لذلك وبالرغم من أن هذه النظرية لا تحدد الطريقة المثلى لتشكيل الهيكل المالي إلا أنها تحدد بعض الميزات التي يجب أن تتوفر في السوق والاقتصاد الكلي والتي قد تؤثر في تحديد الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة (Serghiescu & Văidean, 2014)، حسب هذه النظرية فإن المؤسسات تصدر أسهما إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب وتلجأ للاقتراض إذا كانت الأسهم مقيمة بأكثر من قيمتها عند الاكتتاب (البدراي و ناصح، 2014) أي أن النظرية تفترض أن للمديرين قدرة على تحديد الفترات التي تكون فيها تكاليف إصدار الأسهم منخفضة حسب التقييم المرتفع لأسهم المؤسسة في السوق (حركاتي، 2018، صفحة 121)، كذلك عادة ما تمول المؤسسات لإصدار أسهم في الحالات التالية: (De Luca, 2022, pp. 414-415)

- عندما تكون القيمة السوقية للأسهم عالية وتتم إعادة شرائها إذا كانت منخفضة وهذا ما يعني أن المؤسسات تصدر أسهما في ظل أسعار مرتفعة وتعيد شرائها في ظل أسعار منخفضة، وبالتالي فإن المؤسسات التي لها مستوى رفع مالي منخفض هي المؤسسات التي تجمع أموالها عندما تكون القيمة السوقية عالية وأما المؤسسات ذات مستوى رفع مالي مرتفع تقوم بجمع أموالها عندما تكون القيمة السوقية منخفضة؛
- عندما تكون تكلفة الأسهم منخفضة نسبيا وتعيد شرائها عندما تكون تكلفتها مرتفعة؛
- عندما يكون المستثمرين متحمسين للغاية حول توقعات الأرباح؛
- المديرون يرون أن توقيت السوق مناسب للغاية للقرارات التمويلية.

ونشير إلى أنه يوجد نسختان من نظرية توقيت السوق حيث أن النسخة الأولى تفترض أن الأعوان الاقتصاديون عقلانيون (Baker & Wergler, 2002)، أي أن المؤسسات تصدر أسهما في حالة وجود معلومات إيجابية يمكن أن تقلل من مشكلة عدم تماثل في المعلومات بين إدارة المؤسسة والمساهمين، ويتزامن الانخفاض في عدم التماثل في المعلومات مع ارتفاع قيمة السهم السوقية، حيث تقوم المؤسسات كردة فعل لهذا بصناعة فرصها للتوقيت الخاص بها، بينما تفترض النسخة الثانية بأن الأعوان الاقتصاديون غير عقلانيون وبسبب هذا السلوك الغير عقلاني فإنه سيحدث خطأ في تسعير أسهم المؤسسة مع مرور الزمن حيث أن المديرين يصدرن أسهما إذا كانت تكلفتها منخفضة بشكل غير معقول، ويقومون بإعادة شرائها إذا كانت مرتفعة بشكل غير معقول، ولا

تتطلب هذه النسخة أن يكون السوق غير فعال ولا تطلب من المديرين أن يكون لهم توقع جيد لعوائد الأسهم.
(Luigi & Sorin, 2009, pp. 318-319)

خلاصة الفصل:

تعتبر العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة موضوع خلافي بين المتخصصين في الشأن المالي، حيث باختلاف الآراء في الموضوع، لا تزال إلى يومنا هذا لا توجد إجابة حاسمة ونهائية حول طبيعة هذه العلاقة، ومدى وجودها أصلاً من عدمه ولعل أبرز الدراسات في هذا الشأن هي دراسة موديليني وميلر لسنة 1958 و 1963، والتي كانت ملهمة للعديد من النظريات الأخرى التي تلتها، وتختلف النظريات المالية في تقييم العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة بسبب اختلاف فرضيات كل نظرية ووجهة نظرها للموضوع، حيث ترى كل من نظرية الربح الصافي ونظرية موديليني وميلر في ظل وجود ضرائب إلى التأكيد على وجود هذه العلاقة حيث تحث النظريتان على استخدام الديون في التمويل لكونها رخيصة التكلفة، وذلك وفق نظرية الربح الصافي وكذلك تحقيقها لوفرات ضريبية تعمل على الرفع من قيمة المؤسسة وفق نظرية موديليني وميلر.

من جهة أخرى تنفي كل من نظرية صافي ربح العمليات ونظرية موديليني وميلر في ظل غياب الضرائب أي علاقة ممكنة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وتعتبر بأن قيمة المؤسسة ترتبط بشكل أساسي بالنشاط الاستثماري للمؤسسة في المقابل ترى نظرية الموازنة أنه يمكن الرفع من قيمة المؤسسة بالموازنة بين المزايا الناجمة عن الديون وتكاليفها ومخاطرها، وترى نظرية الوكالة أن السبيل للرفع من قيمة المؤسسة سيكون بتخفيض تكاليف الوكالة، ولذلك فإن طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة محل نزاع وجدل بين الباحثين والمتخصصين في الشأن المالي وما يزيد هذا الخلاف حدة هو ارتكاز كل الآراء على أدلة نظرية وتطبيقية تؤيد نظرة كل واحد منهما.

وسنحاول في الفصل الموالي باختبار هذه العلاقة في البيئة الجزائرية، وذلك بالقيام بدراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

الفصل الرابع:

دراسة قياسية لأثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في
بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية لكل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، ودراسة النظريات المالية المفسرة للعلاقة بينهما، كان لزاما اختبار هذه العلاقة عمليا وفي البيئة الجزائرية، حيث سنقوم بدراسة تطبيقية للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة على عينة من المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، حيث سنعمل خلال هذا الفصل على القيام بدراسة وصفية وتحليلية للبيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة، ثم القيام بدراسة إحصائية قياسية باستخدام تقنيات بانل.

ولتحقيق ذلك قمنا بتقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
- المبحث الثاني: الإطار المنهجي والوصفي للدراسة القياسية
- المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج

المبحث الأول: تقديم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر

سنسعى في هذا المبحث إلى تقديم نظره عامة عن شركه تسيير بورصة القيم (بورصة الجزائر)، وذلك بالتعريف بمهامها ودورها المالي، كما سيتم التطرق للكيانات المؤسسة لبورصة الجزائر والمؤسسات المساهمة فيها، وإضافة إلى ذلك سنعمل خلال هذا المبحث على تقديم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر والتي تمثل عينة الدراسة وهم مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، وأليانس للتأمينات.

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر

يعتبر تأسيس البورصة في الجزائر حديث نسبيا حيث قدمت للأعوان الاقتصاديين أدوات تمويل غير تقليديه تعتمد على الأوراق المالية، سنحاول في هذا المطلب تعريف بورصة الجزائر.

أولا : لمحة عن بورصة الجزائر (SGVB, 2024)

تعتبر شركه تسيير بورصة القيم SGVB (بورصة الجزائر) شركه ذات أسهم برأس مال قدره 482.2 مليون دينار جزائري، ويقع مقرها في " 27 شارع العقيد عميروش بالجزائر العاصمة"، وقد تأسست وفق مرسوم تشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 1993/05/23، وهي تمثل إطارا منظما في خدمه الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لغرض تمكينهم من أداء المهام الموكلة لهم وفق التشريع المعمول به، وقد شرعت الشركة منذ تأسيسها في تنصيب الأجهزة التقنية والتنفيذية اللازمة لمعاملات القيم المنقولة في البورصة. (SGVB, 2024)

وتقع على عاتق شركه تسيير بورصة القيم عدة مهام تتمثل في ما يلي:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
 - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
 - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعير.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).
- وتم تأسيس البورصة عن طريق بعض البنوك ومؤسسات التأمين الوطنية، نذكرهم في ما يلي:

- بنك التنمية المحلية BDL.
- البنك الخارجي الجزائري BEA.
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.
- القرض الشعبي الجزائري CPA.
- البنك الوطني الجزائري BNA.

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.
- البنك الخاص: يونيون بنك UB.
- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR.
- الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR.
- الشركة الجزائرية للتأمين SAA.
- الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT.
- الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA.
- أما بالنسبة للمساهمين في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة فإنهم يتمثلون في:
- بنك التنمية المحلية (BDL).
- البنك الخارجي الجزائري (BEA).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).
- القرض الشعبي الجزائري (CPA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك-CNEP).
- BNP PARISBAS El Djazair.
- Societé Générale Algérie.
- Tell Markets.
- البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie.
- السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria.

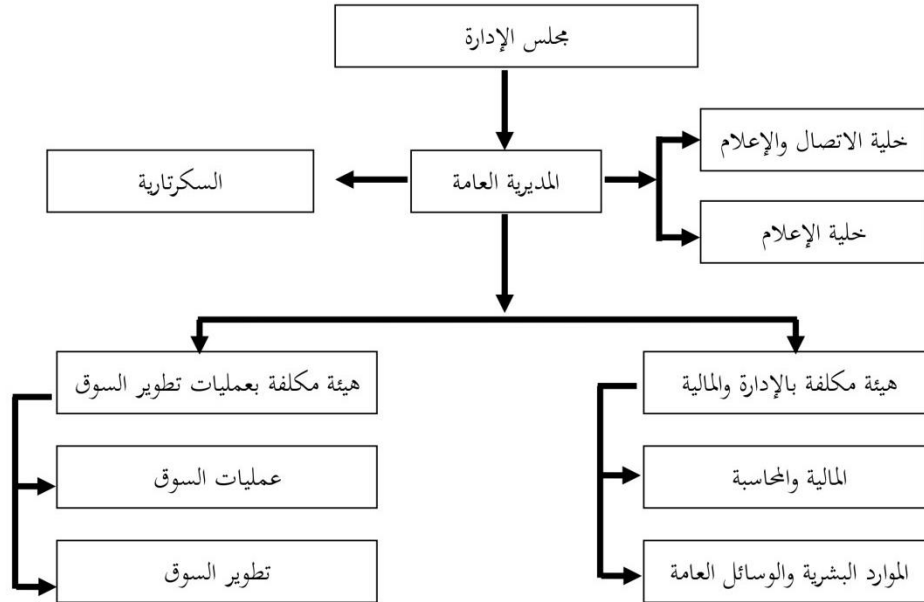
ثانيا: لجنة التداول

تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركه تسيير بورصة القيم رقم SGVB/02/98 والذي يتضمن قواعد تسيير حصص التداول، وتضم هذه اللجنة عدد فردي من الأعضاء يكون عددهم ثلاثة على الأقل، يتم تعيينهم من طرف مجلس الإدارة، ويتم اختيارهم من بين وسطاء عمليات البورصة أو أعضاء من الشركة أو العاملين فيها، وسيحمل هؤلاء صفة مسؤولي قاعة التداول، ويمكن تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليه البورصة، لكن لن يكون لهذا البنك الحق إلا في صوت واحد.

ثالثا: الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر

يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (12): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: (SGBV.DZ, 2024)

المطلب الثاني: تقديم المؤسسات المدرجة في البورصة محل الدراسة (SGVB, 2024)

تندرج تحت مظلة بورصة الجزائر العديد من المؤسسات والتي تمثل في مجملها أسواق الأسهم، سنحاول في هذا المطلب تقديم نظره عامه على الشركات المدرجة في البورصة التي تضمنتها الدراسة (مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، ومؤسسة أليانس للتأمينات)

أولاً: مؤسسة صيدال

تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية، وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، وحيازة على وحدتي "بيوتيك (BIOTIC)" و"فارمال (PHARMAL)" على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975)، وتمت في سنة 1982 إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، وأصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، وكانت تهدف إلى ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم، وغيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية

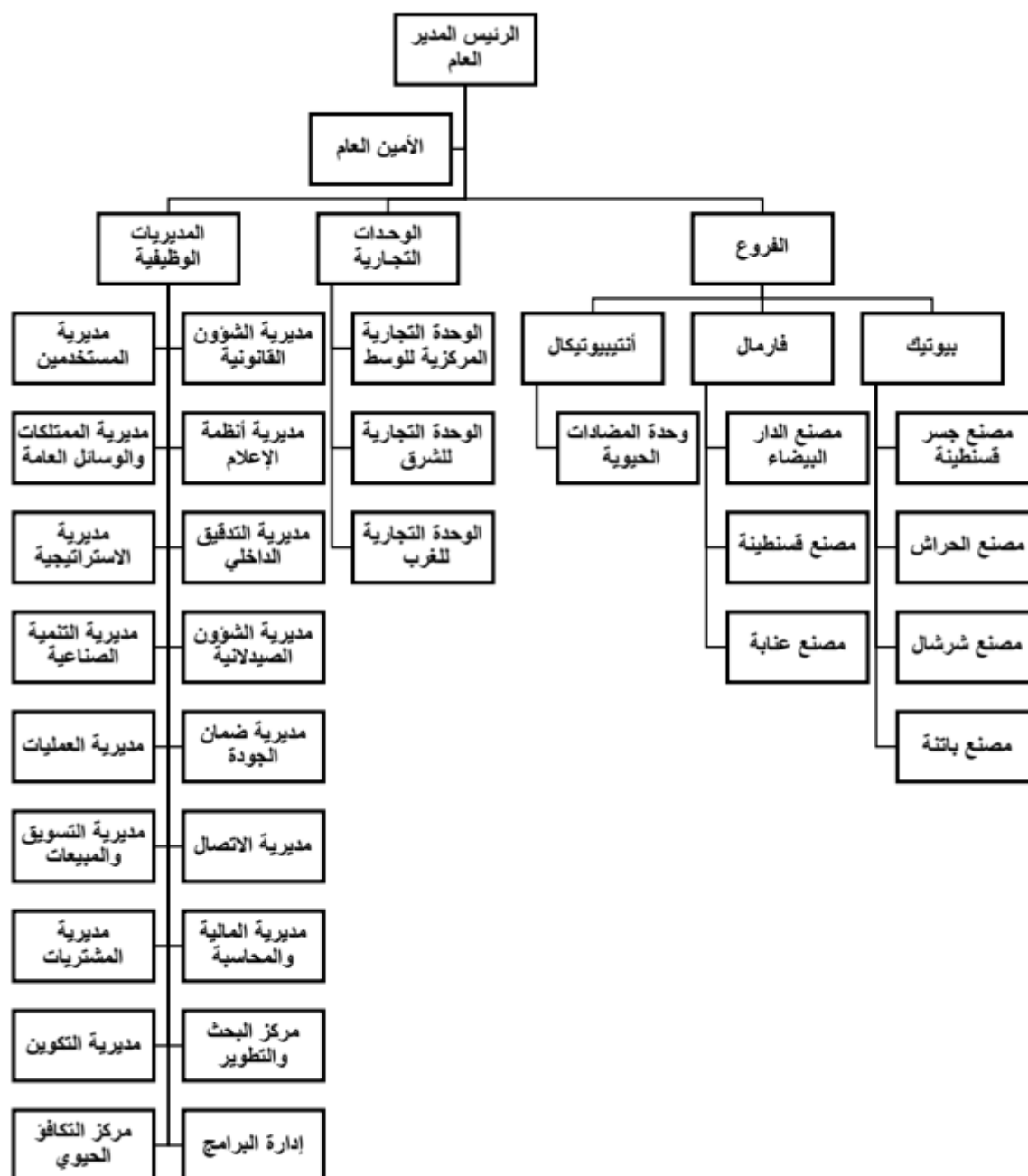
الإدارة.

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع، وكان مبلغ العرض على 20 % من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999 : تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، (وقُدِّر مبلغ الإدراج بـ 800 دينار جزائري) ، وذلك بعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة.

وفي ما يلي بطاقة فنية لسهم مجمع صيدال:

- الاسم: المجمع الصناعي صيدال
 - المُنشئ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة
 - رأس المال الاجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
 - الكمية المعروضة: 2.000.000 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي.
 - سعر العرض: 800 دينار جزائري.
 - فترة العرض: من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999.
 - الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة **Sogefi**
 - الوسيط في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة **Sogefi** ، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف **Soficop** وشركة توظيف القيم المنقولة **SPDM**
 - الموقع الإلكتروني للشركة: www.saidalgroup.dz
- ويمكن تقديم الهيكل التنظيمي للمجمع صيدال وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (13): الهيكل التنظيمي لجمع صيدال



المصدر: (قتالة و البشير، 2022)

ثانيا: مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي المصنفة 5 نجوم، بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

وعُدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي". وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ما يعادل 20 % من رأس المال الاجتماعي وتمثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري. في 14 فبراير 2000 : تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، (وتُقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري) وذلك وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة.

وفي ما يلي بطاقة فنية لسهم مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:

- الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي.
- المُنشئ: المؤسسة القابضة العامة للخدمات.
- رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1.200.000 سهم تمثل 20% من رأس المال.
- سعر العرض: 400 دينار جزائري.
- فترة العرض: من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: الراشد المالي.
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة **Sogefi**، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف **Soficop** وشركة توظيف القيم المنقولة **SPDM**
- الموقع الإلكتروني للشركة: www.el-aurassi.com

ثالثا: مؤسسة أليانس للتأمينات

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009، وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليلبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للاذخار ومكّنّت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16، المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344

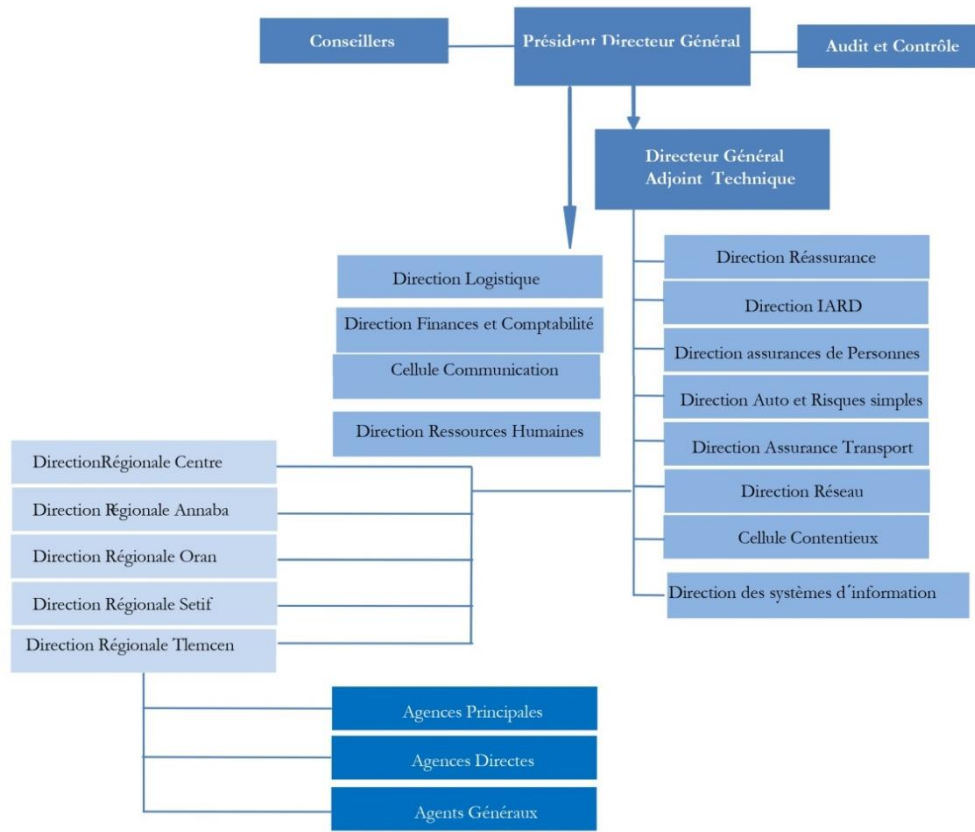
المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

- في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1.804.511 سهم.
- في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011، وقُدّر سعر الإدراج بـ 830 دينار جزائري.

ووفي ما يلي بطاقة فنية لمؤسسة أليانس للتأمينات:

- الاسم: أليانس للتأمينات.
- رأس المال الاجتماعي: 2.205.714.180 دينار جزائري، موزعة على 5.804.511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1.804.511 سهم، تمثل 31٪ من رأس المال.
- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري
- فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريسا الجزائر، سوسيتي جنرال الجزائر
- الموقع الإلكتروني للشركة: www.allianceassurances.com
- ويمكن تقديم الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (14): الهيكل التنظيمي للمؤسسة أليانس



Source: (Assurances, 2010)

المبحث الثاني : الإطار المنهجي والوصفي للدراسة القياسية

في هذا المبحث سيتم التعريف بمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في مجموعه من المؤشرات المالية والتي على أساسها تحدد المؤسسة قرار التمويل، وسنحاول أيضا عرض التطور الحاصل في متغيرات الدراسة للعينة المدروسة وهي مؤسسة: صيدال، الأوراسي و أليانس للتأمينات كل على حدا، وذلك خلال فترة الدراسة (2010-2021)

المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة القياسية

سيتم في هذا المطلب التعرف على منهج الدراسة، عينة الدراسة، عرض متغيرات الدراسة ومصادر جمع المعلومات والبيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

أولاً: منهج الدراسة

بغية تحقيق أهداف الدراسة والوصول لأبرز الأساليب للبحث عن العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر والإجابة على إشكالية الدراسة، تم استخدام المنهج الوصفي والذي يعتبر من أبرز المناهج استخداما في البحوث والدراسات المتعلقة بالعلوم الإنسانية والاجتماعية، وهو يعمل على ملاحظة الظواهر بوصفها كما هي في الواقع لغرض التوصل لتفسيرات منطقية، حيث تم استخدام هذا المنهج في الجزء النظري من الدراسة بهدف سرد الأفكار المتعلقة بالهيكل المالي وعلاقته مع قيمة المؤسسة ومناقشتها، أما في الجانب التطبيقي فقد تم استخدام المنهج الإحصائي القياسي لأجل اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بالمتغيرات المستقلة والتي تتمثل في أبعاد الهيكل المالي والمتغير التابع والذي يتمثل في قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010 – 2021).

ثانيا: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، والتي بلغ عددها ست مؤسسات، حيث تم اختيار ثلاث شركات كعينة للدراسة من ثلاث قطاعات مختلفة وهم: مجمع صيدال، مؤسسة الأوراسي، مؤسسة أليانس للتأمينات، وذلك خلال الفترة (2010-2021)، و تمثلت مدة الدراسة في 12 سنة متتالية، وقد تم اختيار فترة الدراسة وعينة الدراسة بالاعتماد على الضوابط التالية:

- أن تكون المؤسسات محل الدراسة مدرجة في البورصة خلال كل فترة الدراسة (12 سنة متتالية).

- توفر كل البيانات اللازمة لإجراء الدراسة.

وبناء على ماسبق تم إستبعاد كل من مؤسسة روية، بيوفارم وأوم نفست، وذلك لانضمامهم للبورصة بعد سنة 2010.

ثالثا: حدود الدراسة

نذكر فيما يلي الحدود المكانية والزمنية والموضوعية للدراسة:

- **الحدود المكانية:** اقتصرَت الدراسة على عينه من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
- **الحدود الزمنية:** امتدت فترة الدراسة من سنة 2010 إلى 2021 ، حيث كانت مدة الدراسة في 12 سنة متتالية حيث تم اختيار هذه الفترة بسبب انضمام مؤسسة أليانس لبورصة الجزائر في سنة 2010 وتوفير المعلومات اللازمة لإجراء الدراسة.
- **الحدود الموضوعية:** تمثلت في تحديد العلاقة بين الهيكل المالي و قيمه الشركات المدرجة في بورصة الجزائر.

رابعا: مصادر جمع البيانات

تم جمع البيانات والمعلومات اللازمة للدراسة من المصادر التالية:

- القوائم المالية للشركات محل الدراسة.
- التقارير السنوية وتقارير الجمعية العامة للشركات محل الدراسة.
- التقارير السنوية لبورصة الجزائر.
- والتقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر COSOB.

خامسا: الأساليب الإحصائية المستعملة

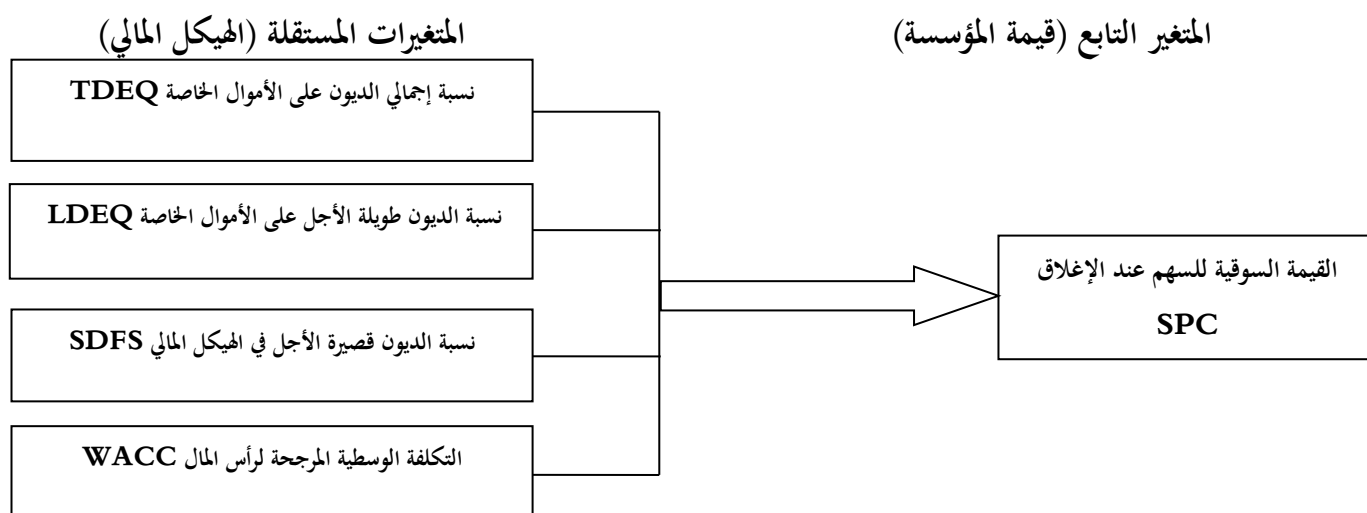
تم الحصول على البيانات المالية للهيكل المالي وقيمه المؤسسة عن طريق القوائم المالية للشركات محل الدراسة وتقارير لجنة التنظيم عمليات البورصة COSOB والتقارير السنوية للبورصة، والتي تعتبر متوفرة وبشكل مجاني في موقع لجنة تنظيم عمليات بورصة الجزائر وموقع بورصة الجزائر، وقد تم تنظيم هذه البيانات في شكل جداول باستخدام برنامج Excel وتم القيام بالتحليلات الإحصائية باستخدام برنامج Eviews، وتم إجراء التحليلات الوصفية الإحصائية باستخدام المقاييس التالية: متوسط الحسابي، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف للمتغيرات المستقلة TDEQ, LDEQ, SDFS, WACC، ومن أجل التعرف عن العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر تم استخدام تقنيات بيانات بانل، كما تم الاستعانة بمعامل التحديد R^2 للتعرف على النسبة التفسيرية للمتغيرات المستقلة للتغيرات في المتغير التابع، كما تم اختبار طبيعة توزيع بيانات الدراسة باستخدام اختبار Jarque-Bera، وتم استخدام اختبار Durbin-Watson لغرض اختبار إمكانية وجود مشكلة الارتباط الذاتي، كما تم استخدام جدول تحليل التباين ANOVA للتعرف على جودة نموذج الانحدار ومدى صلاحية الاعتماد عليه في التحليل.

سادسا: متغيرات الدراسة القياسية

بناء على إفتراضات النظريات المالية، ومجموعة من الدراسات السابقة تم تحديد نموذج الدراسة وفق ما يلي:

- المتغير التابع: القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق SPC
- المتغيرات المستقلة: وهي:
 - نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة TDEQ : يحدد هذا المتغير مستوى إجمالي الديون في الهيكل المالي للمؤسسة بالمقارنة مع أموالها الخاصة حيث يعتبر مقياسا لمستوى مديونية المؤسسة، وقد تم استخدام هذا المتغير في العديد من الدراسات السابقة (Susanti & Restiana, 2018) (Umar, Anggraeni, & Haryani, 2020) (Dang & Trang Do, 2021)
 - نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة LDEQ : يحدد هذا المتغير مستوى الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي بالمقارنة مع أموالها الخاصة، تم استخدام هذا المتغير في العديد من الدراسات السابقة (Kodongo, (Antwi, (Uzliawati, Yuliana, Januarsi, & Santo, 2018) Mokoaleli-Mokoteli, & Maina, 2014) (Atta Mills, & Zhao, 2012)
 - نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي SDFS: يعبر هذا المتغير عن مستوى الديون قصيرة الأجل في المؤسسة، تم استخدام هذا المتغير في العديد من الدراسات السابقة (ياسين و محمد، 2015) (Ahmad, Bakar, & Islam, 2020) (بن ضب، 2009)
 - التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال WACC : يعبر هذا المتغير عن التكلفة التي تحملتها المؤسسة في تمويل نشاطاتها من الديون والأموال الخاصة، تم استخدام هذا المتغير في العديد من الدراسات السابقة (Abdul Sattar, (Kartinah, Jhoansyah, & Mulia Z, 2021) (2021) (قدوج، 2015)

ويمكن عرض نموذج الدراسة كما يلي:



ونعرض في الجدول التالي طرق حساب متغيرات الدراسة:

الجدول رقم (02): طرق حساب متغيرات الدراسة

الصيغة الرياضية	اسم المتغير	الترميز	طبيعة المتغير
	القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق	SPC	المتغير التابع
$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$	نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة	TDEQ	المتغيرات المستقلة
$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}}$	نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	LDEQ	
$\frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$	نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي	SDFS	
$\left(Ke * \frac{E}{E + D} \right) + \left(Kd * \frac{D}{E + D} \right)$	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	WACC	

حيث:

P_1 : القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق

P_0 : القيمة السوقية للسهم عند أول المدة

DIV: توزيع الأرباح للفترة

Ke : تكلفة الأموال الخاصة $\left(\frac{\text{الربح الموزع للفترة}}{\text{متوسط قيمة السهم}} \right)$

Kd : تكلفة الديون $\left(\frac{\text{مصاريف المالية ديون مصرفية}}{\text{معدل الضريبة}} \right)$

E : الأموال الخاصة

D : الديون

سابعاً: البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة

نعرض البيانات المالية المستخدمة في الدراسة لكل من مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي و

مؤسسة أليانس للتأمينات في الجداول المالية وذلك كما يلي :

الوحدة: دج

الجدول رقم (03): البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة

المؤسسة	السنة	توزيعات الأرباح	المصاريف المالية	متوسط سعر السهم للفترة	القروض المصرفية	الأموال الخاصة	الديون طويلة الأجل	الديون قصيرة الأجل	تكلفة الأموال الخاصة	تكلفة الديون قبل الضريبة	تكلفة الديون بعد الضريبة
SAI	2010	35	261,601,048.77	443.3	1,622,608,040.67	11,785,525,448.05	8,620,504,681.47	7,845,157,833.16	0.0790	0.1612	0.1209
	2011	35	201,298,040.78	675.64	1,595,341,088.53	13,795,482,542.61	5,741,800,974.06	7,740,687,351.05	0.0518	0.1262	0.0946
	2012	40	225,135,653.69	663.4	1,851,741,010.35	14,746,506,012.32	6,341,404,296.71	8,933,235,185.51	0.0603	0.1216	0.0912
	2013	40	221,326,017.88	573.7	2,911,046,961.36	16,748,436,102.49	5,008,200,602.57	8,342,936,667.63	0.0697	0.0760	0.0570
	2014	40	157,011,457.30	537	3,383,163,695.36	17,590,664,386.45	8,488,726,950.90	5,508,313,068.58	0.0745	0.0464	0.0348
	2015	40	132,453,560.20	592.5	4,821,513,005.59	20,465,934,577.15	7,773,819,493.64	6,682,146,749.89	0.0675	0.0275	0.0206
	2016	40	177,710,456.40	623.4	8,973,229,626.56	27,464,009,197.27	11,397,228,495.69	7,529,298,964.45	0.0642	0.0198	0.0149
	2017	45	164,840,374.12	650	10,894,562,658.08	27,931,531,057.74	13,318,697,612.35	7,068,715,920.14	0.0692	0.0151	0.0113
	2018	40.5	254,951,764.57	616.7	10,923,905,958.66	19,796,410,396.58	12,971,323,611.56	6,806,609,953.78	0.0657	0.0233	0.0175
	2019	25	343,123,098.91	602.6	10,403,266,267.81	21,776,278,416.42	12,464,710,757.10	6,193,189,703.75	0.0415	0.0330	0.0247
	2020	0	154,762,522.08	550.1	10,404,842,508.14	22,234,554,786.95	12,054,977,890.45	6,398,017,799.03	0.0000	0.0149	0.0112
	2021	10	105,692,416.20	544.6	13,825,430,092.80	22,912,568,215.05	15,176,645,177.27	6,722,272,240.35	0.0184	0.0076	0.0057
AUR	2010	15	61,664,905.82	451.1	2,683,419,617.41	3,944,134,781.77	2,974,260,223.08	1,701,253,330.96	0.0333	0.0230	0.0172
	2011	0	139,780,251.62	483.1	5,776,373,263.25	3,247,475,359.66	6,049,550,939.94	1,570,876,793.35	0.0000	0.0242	0.0181
	2012	0	23,121,200.67	416.8	6,144,261,944.05	3,779,775,714.60	6,473,048,015.88	1,126,482,841.94	0.0000	0.0038	0.0028
	2013	20	215,515,822.02	358.8	6,240,425,177.52	3,708,613,871.54	6,777,890,853.55	1,442,236,409.67	0.0557	0.0345	0.0259
	2014	30	28,880,611.59	420.9	5,843,002,544.33	3,936,167,895.59	6,450,244,435.93	1,641,615,048.75	0.0713	0.0049	0.0037
	2015	40	84,705,259.71	452.01	5,471,394,010.82	4,603,745,255.09	6,114,121,846.37	1,304,897,770.76	0.0885	0.0155	0.0116
	2016	30	115,720,668.40	470.24	5,005,226,697.31	4,601,165,896.12	5,646,366,752.81	1,483,055,888.62	0.0638	0.0231	0.0173
	2017	40	88,448,046.22	521.55	4,657,002,156.11	4,886,083,348.00	5,305,532,225.44	1,389,974,995.80	0.0767	0.0190	0.0142
	2018	30	169,212,870.06	506.25	4,267,510,756.91	4,960,025,012.30	4,923,408,770.66	1,479,235,677.36	0.0593	0.0397	0.0297
	2019	0	97,184,043.55	538.36	4,542,787,721.91	4,853,429,113.39	5,175,300,016.89	1,104,948,690.53	0.0000	0.0214	0.0160
	2020	0	65,049,293.31	552.64	4,582,097,733.80	4,081,270,124.52	5,193,918,489.91	1,149,719,618.15	0.0000	0.0142	0.0106
	2021	0	8,503,899.58	556.26	4,639,353,516.28	3,565,189,575.18	5,155,936,160.41	768,838,255.67	0.0000	0.0018	0.0014

المؤسسة	السنة	توزيعات الأرباح	المصاريف المالية	متوسط سعر السهم للفترة	القروض المصرفية	الأموال الخاصة	الديون طويلة الأجل	الديون قصيرة الأجل	تكلفة الأموال الخاصة	تكلفة الديون قبل الضريبة	تكلفة الديون بعد الضريبة
<u>ALL</u>	2010	20	20,918,330.88	830	150,894,380.44	2,453,203,445.48	761,305,127.54	2,640,159,053.60	0.0241	0.1386	0.1040
	2011	0	5,692,951.59	830	115,073,441.55	1,968,449,867.48	997,968,667.82	3,664,018,334.38	0.0000	0.0495	0.0371
	2012	0	18,407,709.13	825.43	86,656,355.79	2,201,384,804.15	838,847,445.62	3,514,475,651.06	0.0000	0.2124	0.1593
	2013	30	14,378,382.76	794.02	58,239,270.03	2,568,710,604.97	728,858,241.73	3,809,675,534.10	0.0378	0.2469	0.1852
	2014	35	14,225,138.15	602.8	29,822,184.27	2,737,079,268.83	666,544,515.10	3,954,915,619.59	0.0581	0.4770	0.3577
	2015	35	14,324,996.13	589.5	1,405,098.51	2,881,705,827.02	607,456,923.73	3,710,923,124.70	0.0594	10.1950	7.6463
	2016	35	1,775,257.85	487.3	0.00	3,085,479,620.09	801,892,181.13	3,797,226,583.61	0.0718	0.0000	0.0000
	2017	45	5,915,079.00	433.5	0.00	3,241,417,617.04	667,304,269.43	4,294,572,702.17	0.1038	0.0000	0.0000
	2018	45	4,185,158.00	421.4	0.00	3,427,570,433.00	385,075,836.00	4,637,771,252.00	0.1068	0.0000	0.0000
	2019	50	12,672,359.00	422	0.00	4,397,291,909.00	482,086,264.00	5,035,982,189.00	0.1185	0.0000	0.0000
	2020	32	11,184,243.02	395.1	0.00	5,096,135,992.32	530,472,098.39	5,986,877,629.76	0.0810	0.0000	0.0000
	2021	35	20,217,702.03	255.8	33,780,862.38	5,306,881,351.67	649,768,044.95	6,168,899,234.06	0.1368	0.5985	0.4489

المطلب الثاني: تحليل بيانات الدراسة القياسية

في هذا المطلب سيتم تلخيص البيانات المالية المساعدة في القيام بالدراسة وتطورها خلال فترة الدراسة، حيث سيتم عرض البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لكل مؤسسة على حدا على طول فترة الدراسة، وتحليلها تحليلًا اقتصاديًا.

أولاً: مجمع صيدال

نلخص في الجدول الموالي البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة (2010-2021) والمتمثلة في: TDEQ نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، LDEQ نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، SDFS نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي، WACC التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، SPC القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق.

الجدول رقم (04): البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)

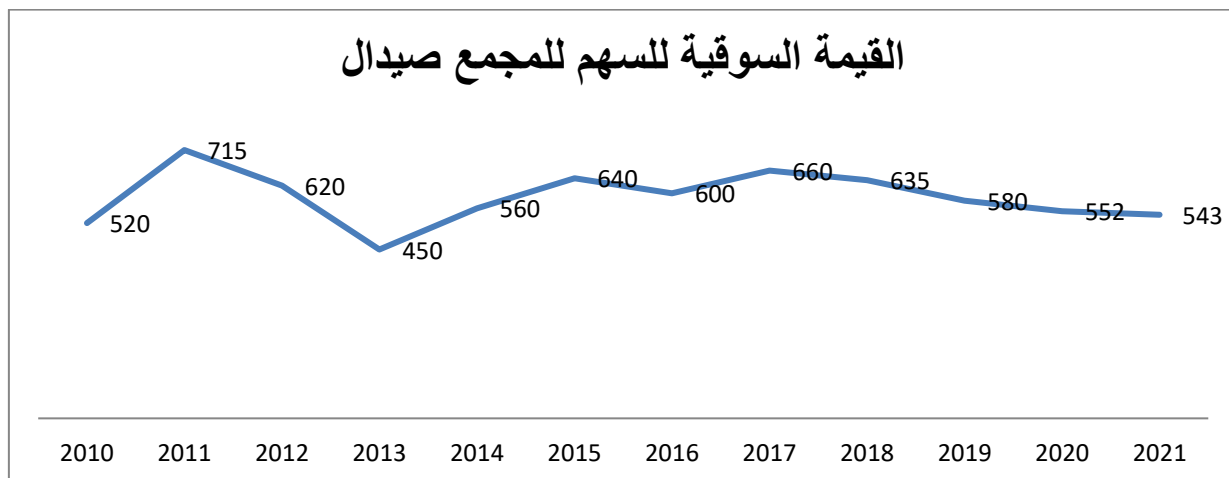
SAI	السنوات	SPC	TDEQ	LDEQ	SDFS	WACC
	2010	520	1.397109	0.731448	0.277693	8.40%
	2011	715	0.977312	0.416209	0.283771	5.62%
	2012	620	1.035814	0.430028	0.297565	6.37%
	2013	450	0.797157	0.299025	0.277178	6.78%
	2014	560	0.795708	0.48257	0.174382	6.81%
	2015	640	0.706343	0.379842	0.191345	5.86%
	2016	600	0.689139	0.414988	0.162302	5.20%
	2017	660	0.729907	0.476834	0.146293	5.30%
	2018	635	0.999067	0.655236	0.171996	4.85%
	2019	580	0.856799	0.572399	0.153167	3.61%
	2020	552	0.829924	0.542173	0.157248	0.36%
	2021	543	0.95576	0.662372	0.150012	1.36%

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لشركة صيدال للفترة (2010-2021)

- القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق (SPC):

ويمكن توضيح القيمة السوقية لسهم مجمع صيدال من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (15): تطور قيمة السوقية للسهم (SPC) لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)

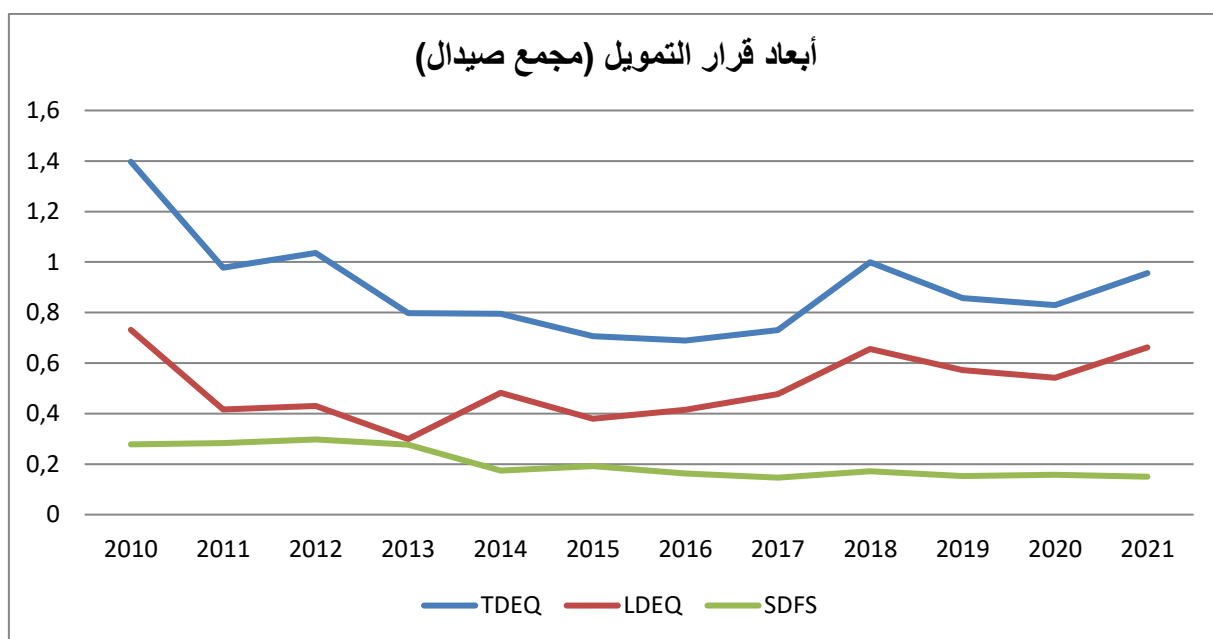


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (4)

حسب الجدول رقم (4) والشكل البياني رقم (15)، نلاحظ أن قيمة السهم السوقية لمؤسسة صيدال في حاله متذبذبة، حيث نلاحظ في بعض الفترات ارتفاع في قيمة السهم، تليها فترات أخرى تحمل انخفاض في الأداء السوقية للمؤسسة، حيث سجلت أعلى قيمة لسهم مؤسسة صيدال 715 دج وذلك في سنة 2011، وكانت أدنى قيمة للسهم في سنة 2013 حيث بلغت 450 دج، ويمكن أن يفسر هذا التذبذب في قيمة السهم بسبب التذبذب الحاصل في الأداء المالي للمؤسسة.

من الجدول السابق يمكن توضيح أبعاد قرار التمويل لمجمع صيدال من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (16): تطور أبعاد القرارات التمويلية لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (4)

من الجدول رقم (4) و الشكل رقم (16)، يتبين أن مجمع صيدال يعتمد في تمويل أنشطته الاقتصادية على كل من الديون والأموال الخاصة بشكل متوازن، حيث نلاحظ ما يلي:

- نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ):

تشير قيم نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) خلال سنوات الدراسة وجود تناسب في اعتماد مجمع صيدال عن مصدري التمويل، حيث باستثناء سنتي 2010 و 2012 والتي كانت قيمة نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) أكبر من الواحد، أما باقي سنوات الدراسة فكانت قيمتها أقل من الواحد بشكل طفيف ما يعني أن هناك توازن في استخدام الديون والأموال الخاصة، ولقد بلغت أعلى قيمة لنسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) بـ 1,397 سنة 2010 بينما سجلت أقل قيمه لها في سنة 2016 بـ 0,6891، وبالرغم من هذا التوازن فانه يمكن القول أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على أموالها الخاصة أكثر من الديون ولو بشكل طفيف، و يمكن استنتاج أيضا أن المؤسسة توازن بين استخدام الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، وهذا ما يتوافق مع طبيعة نشاط المؤسسة؛

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ):

يتبين من الجدول السابق أن قيم نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) متذبذبة من سنة لأخرى، حيث نلاحظ أنها تنخفض وترتفع من سنة لأخرى، ولقد كانت أعلى قيمة لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) في سنة 2010 بـ 0,7314 فيما كانت أدنى قيمة لها سنة 2013 بـ 0,2990.

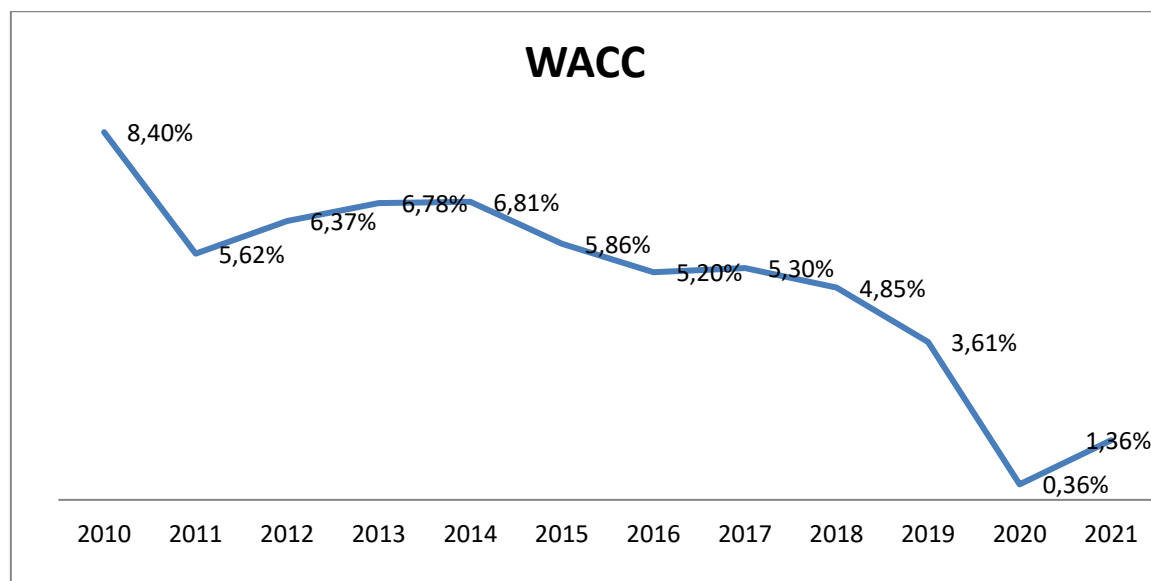
- نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS):

يتبين من الجدول السابق أن نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) في حالة انخفاض مستمر، حيث بلغت أعلى قيمة لها 0,2975 في سنة 2012 وسجلت أدنى قيمة لها سنة 2017 بـ 0,1462، وتعتبر نسبة الديون قصيرة الأجل مناسبة بحسب طبيعة نشاط المؤسسة ومتوازنة مع نسبة الديون طويلة الأجل في تمويل أنشطته المؤسسة.

- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WAAC):

بالاعتماد على نتائج الجدول السابق يمكن توضيح تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WAAC) لمجمع صيدال من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (17): تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (4)

من الجدول رقم (4) ومن الشكل البياني رقم (17)، نلاحظ أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمجمع صيدال في حاله انخفاض مستمر خلال فترة الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة لها في سنة 2010 بـ 8,40%، بينما سجلت أدنى قيمة لها سنة 2020 بـ 0,36%، ويمكن تفسير ذلك بأن مجمع صيدال يحافظ على التوازن في تمويله بين الديون والأموال الخاصة ما يجعله غير مشبع بالديون وبعيد عن الوقوع في المخاطر المالية، ما يجعل المساهمين لا يطالبون بعائد أعلى مقابل استثمارهم في المجمع، وإضافة إلى ذلك فإن التمويل بالديون يعتبر ذو تكلفة منخفضة نسبياً وكل هذه العوامل تعمل على تخفيض تكلفه رأس المال.

ثانياً: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

نلخص في الجدول الموالي البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال فترة دراسة (2010-2021) والمتمثلة في: نسبة إجمالي الديون على الأموال الخاصة (TDEQ)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ)، نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS)، التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC)، القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق (SPC).

الجدول رقم (05): البيانات المالية لتغيرات الدراسة لمؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2010-2021)

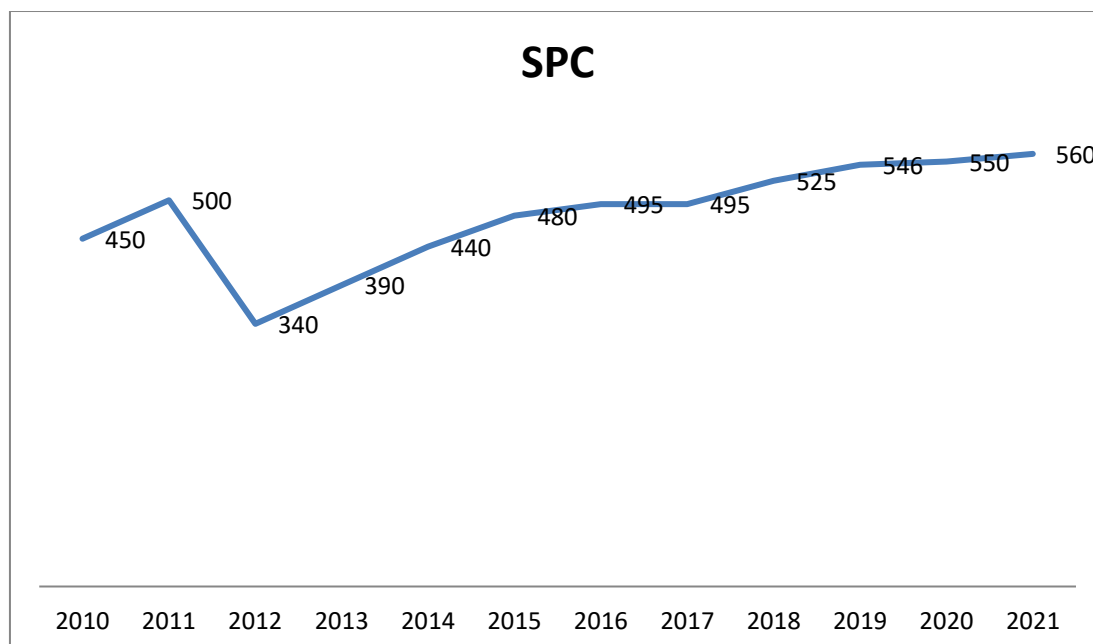
	السنوات	SPC	TDEQ	LDEQ	SDFS	WACC
AUR	2010	450	1.185435	0.754097	0.197369	2.68%
	2011	500	2.34657	1.862847	0.144543	1.16%
	2012	340	2.010577	1.712548	0.098994	0.17%
	2013	390	2.216496	1.827608	0.120904	3.70%
	2014	440	2.055771	1.638712	0.136482	3.09%
	2015	480	1.611518	1.328076	0.108536	4.67%
	2016	495	1.549482	1.22716	0.126426	3.96%
	2017	495	1.370322	1.085846	0.120016	4.62%
	2018	525	1.290849	0.992618	0.130184	4.56%
	2019	546	1.293982	1.066318	0.099244	0.78%
	2020	550	1.554329	1.272623	0.110286	0.56%
	2021	560	1.66184	1.446188	0.081016	0.08%

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لمؤسسة الأوراسي للفترة (2010-2021)

- القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق (SPC):

ويمكن توضيح التطور في قيمة السهم السوقية لمؤسسة الأوراسي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (18): التطور في قيمة السهم السوقية (SPC) للمؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2010-2021)



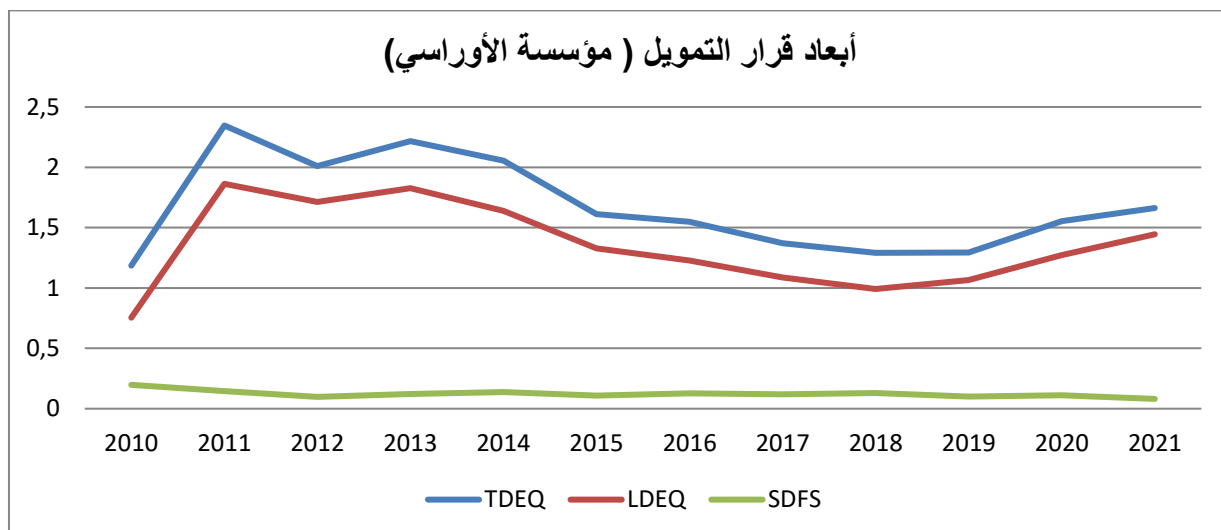
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (5)

نلاحظ من الجدول رقم (5) والشكل البياني رقم (18)، أن قيمة سهم مؤسسة الأوراسي في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، حيث كانت أدنى قيمة سوقية للسهم هي 340 دج سنة 2012، لترتفع قيمة السهم سنة بعد

أخرى مسجلة أعلى قيمة له سنة 2021 بـ 560 دج.

من الجدول السابق يمكن عرض أبعاد قرار التمويل في مؤسسة الأوراسي في الشكل التالي:

الشكل رقم (19): التطور في أبعاد القرارات التمويلية لمؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (5)

من الجدول رقم (5) والشكل البياني رقم (19)، يتبين أن مؤسسة الأوراسي تعتمد في تمويلها لأنشطتها على الديون بشكل كبير، حيث تعتبر المؤسسة مشبعة بالديون، ونلاحظ أيضا ما يلي:

- نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ):

كانت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ)، أكبر من الواحد في مجمل سنوات الدراسة، وبلغت أعلى قيمة لها في سنة 2011 بـ 2,34، بينما سجلت أدنى قيمة لها سنة 2010 بـ 1,18.

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ):

نشير إلى أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (TDEQ) كانت أكبر من الواحد خلال فترة الدراسة باستثناء سنتي 2010 و 2018 حيث سجلت قيمة 0,7540، 0,9926 على التوالي، وتبين هذه النتائج أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل.

- نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS):

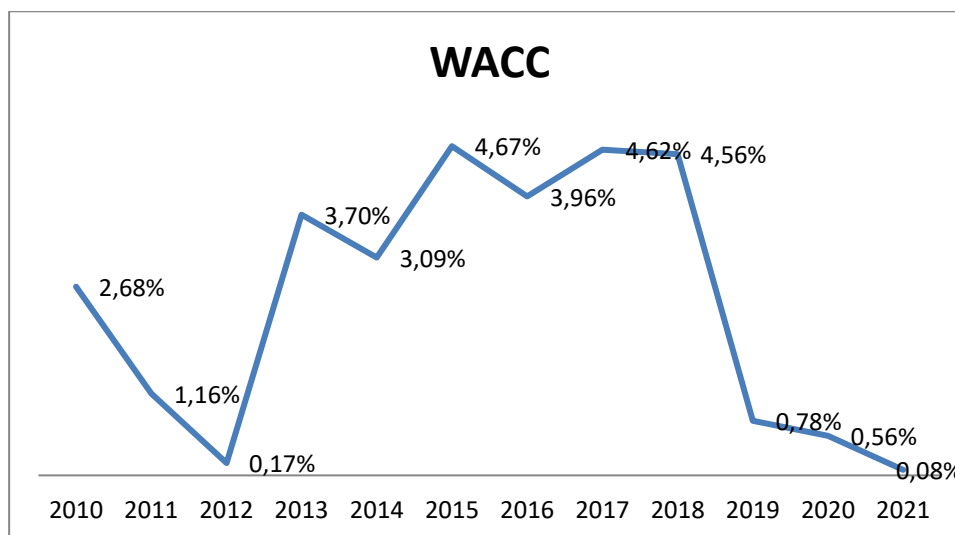
سجلت هذه النسبة أعلى قيمة في سنة 2010 بـ 0,1973 فيما بلغت أدنى قيمة لها سنة 2021 بـ 0,0810، وبشكل عام تعتبر المؤسسة مشبعة بالديون وهي مسألة يمكن أن تؤثر على الاستقلالية المالية للمؤسسة

وقدرتها على الاستدانة مستقبلا.

- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC):

يوضح الشكل الموالي تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة الأوراسي خلال سنوات الدراسة.

الشكل رقم (20): تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة الأوراسي خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (5)

من الجدول رقم (5) والشكل رقم (20)، يتبين لنا أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال لمؤسسة الأوراسي في حالة متذبذبة حيث كانت أعلى قيمة لها سنة 2015 بـ 4,67% فيما سجلت أدنى قيمة لها في سنة 2021 بـ 0,08%.

ثالثا: مؤسسة أليانس للتأمينات

يلخص الجدول الموالي البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة (2010-2021) والمتمثلة في: نسبة إجمالي الديون على الأموال الخاصة (TDEQ)، نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ)، نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS)، التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC)، القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق (SPC).

الجدول رقم (06): البيانات المالية لمتغيرات الدراسة لمؤسسة أليانس خلال الفترة الدراسة (2010-2021)

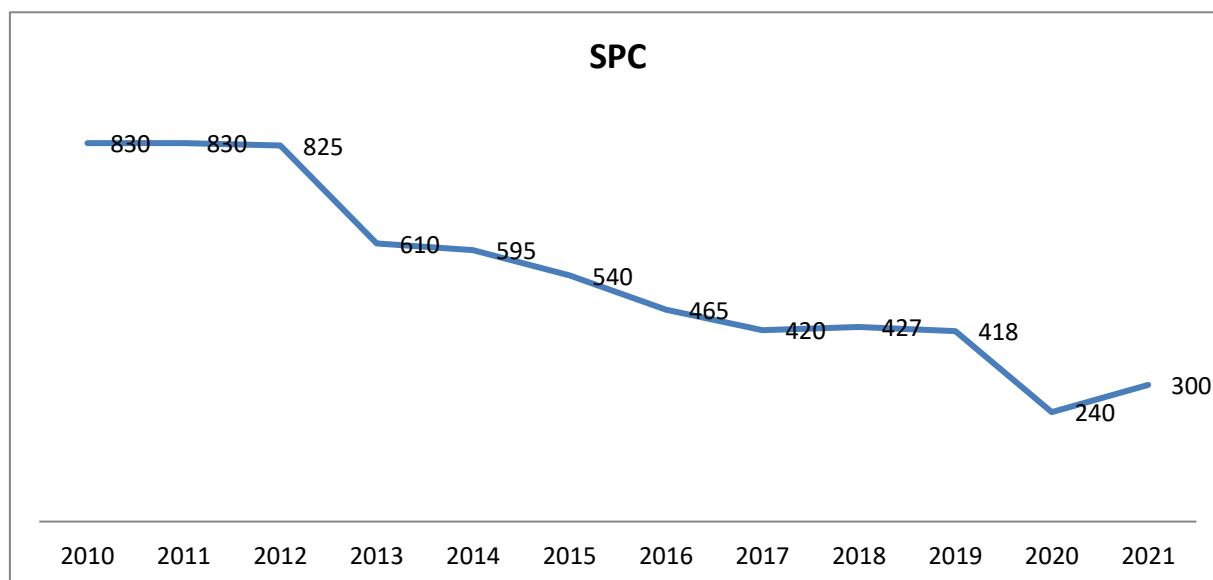
	السنوات	SPC	TDEQ	LDEQ	SDFS	WACC
ALI	2010	830	1.38654	0.310331	0.450949	2.87%
	2011	830	2.368354	0.506982	0.552606	0.2%
	2012	825	1.977538	0.381054	0.536176	0.6%
	2013	610	1.766853	0.283745	0.536027	4.1%
	2014	595	1.688464	0.243524	0.537459	6.13%
	2015	540	1.49855	0.210798	0.5154	6.31%
	2016	465	1.490569	0.259892	0.494135	7.18%
	2017	420	1.530774	0.205868	0.523518	10.38%
	2018	427	1.465425	0.112347	0.548822	10.68%
	2019	418	1.254879	0.109633	0.507897	11.85%
	2020	240	1.278881	0.104093	0.515511	8.16%
	2021	300	1.284873	0.122439	0.508752	13.88%

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية لمؤسسة أليانس للتأمينات للفترة (2010-2021)

- القيمة السوقية للسهم عند الإغلاق (SPC):

ويمكن عرض القيمة السوقية للسهم لمؤسسة أليانس للتأمينات من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (21): تطور القيمة السوقية للسهم لمؤسسة أليانس خلال فترة الدراسة

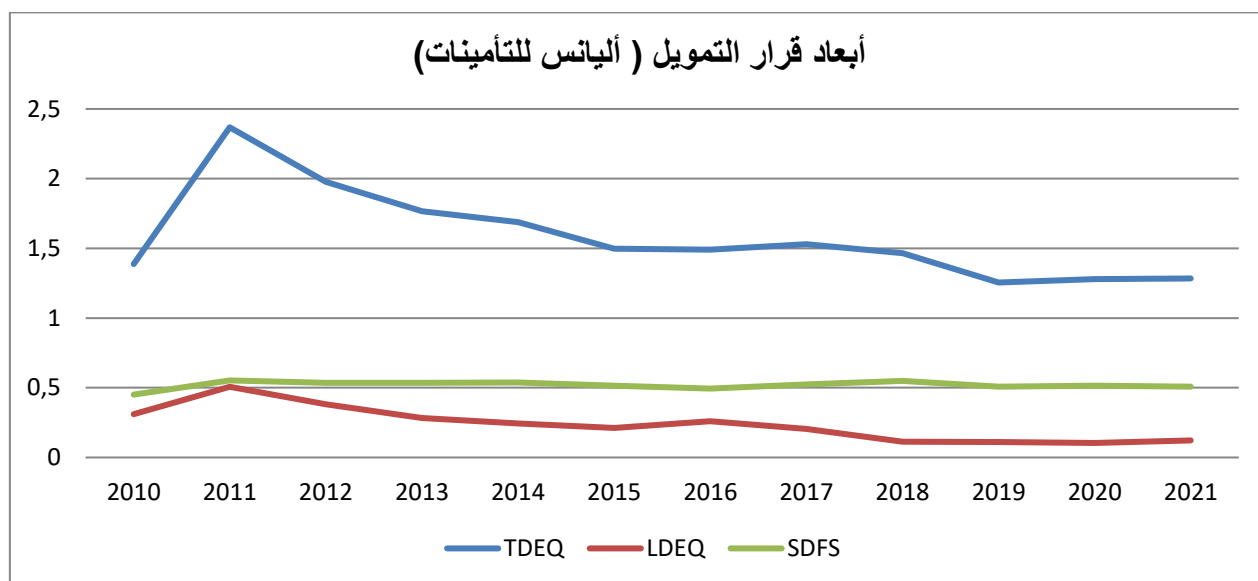


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (6)

من الجدول رقم (6) والشكل رقم (21)، نلاحظ أن قيمة سهم مؤسسة أليانس في انخفاض مستمر خلال فترة الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة له في السنوات الأولى للإصدار والتي بلغت 830 دج، وسجل أدنى قيمة له سنة 2020 ب 240 دج، وهذا بالرغم من تحسن الأداء المالي للمؤسسة خلال فترة الدراسة.

يوضح الشكل الموالي تطور أبعاد قرار التمويل لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (22): تطور أبعاد القرارات التمويلية لمؤسسة أليانس خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (6)

من الجدول والشكل السابقين، يتبين أن مؤسسة أليانس للتأمينات تعتمد وبشكل كبير على الديون في تمويل أنشطتها الاقتصادية حيث نلاحظ ما يلي:

- نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ):

كانت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ)، أكبر من الواحد خلال كل سنوات الدراسة، وسجلت أعلى قيمة لها في سنة 2011 بـ 2,3683، بينما سجلت أدنى قيمة لها سنة 2019 بـ 1,25.

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ):

نشير إلى أن نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) كانت أقل من الواحد خلال كل فترة الدراسة، حيث سجلت أعلى قيمة لها في سنة 2011 بـ 0,5069، وبلغت أدنى لها في سنة 2020 بـ 0,1040، وتبين هذه النتائج أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل.

- نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS):

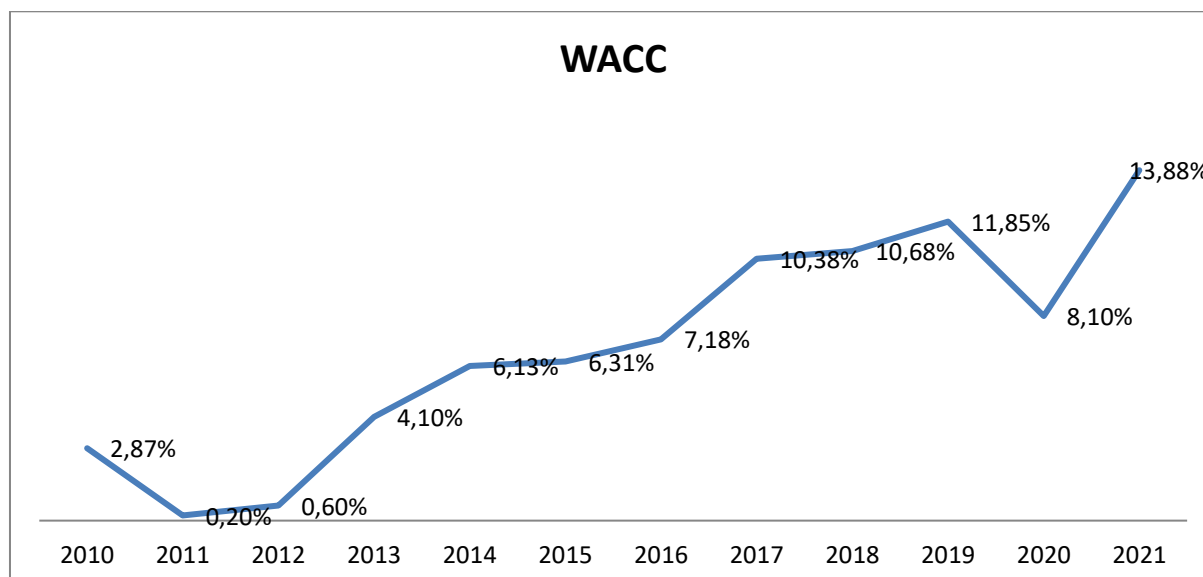
سجلت هذه النسبة أعلى قيمة في سنة 2011 بـ 0,5526 فيما بلغت أدنى قيمة لها سنة 2010 بـ 0,4509.

وبشكل عام يمكن القول أن مؤسسه أليانس تعتمد بشكل كبير على ديونها قصيرة الأجل في التمويل مقارنة بالديون طويلة الأجل والأموال الخاصة.

- التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WAAC):

يوضح الشكل الموالي تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WAAC) لمؤسسة أليانس للتأمينات خلال سنوات الدراسة.

الشكل رقم (23): تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WAAC) لمؤسسة أليانس خلال الفترة (2010-2021)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول رقم (6)

من الجدول رقم (6) والشكل رقم (23) نلاحظ أن تكلفة رأس المال لمؤسسة أليانس في حاله ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2021 بـ 13,88 % في المقابل سجلت أدنى قيمة لها سنة 2011 بـ 0,2 %، وقد يرجع سبب هذا الارتفاع تشبع المؤسسة بالديون حيث أن حالة الاستدانة المرتفعة تؤدي إلى الرفع من المخاطر المالية، والتي يمكن أن تجعل المساهمين يطالبون بعوائد أعلى على استثمارهم في المؤسسة، ما يرفع من تكلفه الأموال الخاصة وبالتالي الرفع من تكلفه رأس المال.

المطلب الثالث: الخصائص الإحصائية الوصفية للمتغيرات الدراسة

سنحاول في هذا المطلب تقديم نظره عامه على بعض الخصائص الإحصائية (المتوسط الحسابي Mean، الانحراف المعياري SD، معامل الاختلاف (CV) لمتغيرات الدراسة لكل مؤسسه على حدا لغرض تحليلها والقيام بعملية المقارنة بين المؤسسات محل الدراسة.

ويوضح الجدول الموالي الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة للمؤسسات محل الدراسة كل على حدا.

الجدول رقم (07): الخصائص الإحصائية لمغيرات الدراسة

	TDEQ			LDEQ			SDFS			WACC			SPC		
	Mean	SD	CV	Mean	SD	CV	Mean	SD	CV	Mean	SD	CV	Mean	SD	CV
SAI	0,90	0,20	0,22	0,51	0,13	0,26	0,20	0,06	0,30	0,05	0,02	0,45	589,6	70.8	0.12
AUR	1,68	0,39	0,23	1,35	0,35	0,26	0,12	0,03	0,24	0,03	0,02	0,73	480,9	66.6	0.14
ALL	1,58	0,33	0,21	0,24	0,12	0,52	0,52	0,03	0,05	0,07	0,04	0,64	541,7	202,9	0.37

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Excel

من نتائج الجدول السابق يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

1- نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ):

نلاحظ أن مؤسسة الأوراسي سجلت أكبر متوسط لنسبه إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) وبلغت بـ 1,68 وهذا ما يدعم ويؤكد الاستنتاج السابق بأن مؤسسة الأوراسي مشبعة بالديون وهذا مماثل كذلك بالنسبة لشركة أليانس والتي سجلت ثاني أكبر متوسط بـ 1,58، في حين سجلت مؤسسة صيدال أدنى قيمة بـ 0,9، والتي كانت غير مشبعة بالديون ومتوازنة في التمويل.

ونلاحظ أيضا أن معامل الاختلاف والانحراف المعياري لمؤسسة الأوراسي كان (0,23,0,39) على التوالي، حيث كانت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) أكثر تقلبا عند مؤسسة الأوراسي مقارنة بالمؤسسات الأخرى والتي بلغ قيمة معامل الاختلاف والانحراف المعياري لمؤسسة صيدال وأليانس (0,22,0,2) و (0,21,0,33) على التوالي، ما يعني أن النسبة كانت أكثر استقرارا عند هاتين المؤسستين.

2- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ):

من الجدول نلاحظ أن أكبر نسبة متوسط حسابي لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) كانت في مؤسسة الأوراسي بـ 1,35 وهذا ما يؤكد الاستنتاج بأن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل في التمويل، في حين كان متوسط نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) لمؤسسة صيدال كان 0,54 وهذا ما يؤكد كذلك أن المؤسسة متوازنة باستخدام الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة، بينما سجلت مؤسسة أليانس أدنى قيمة في بـ 0,24 وهذا ما يؤكد أن مؤسسة أليانس لا تعتمد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل مقارنة بالأموال الخاصة.

ويتبين لنا أيضا أن معامل الاختلاف والانحراف المعياري لمؤسسة الأوراسي ومؤسسة أليانس هو (0,26,0,35) و (0,52,0,12) على التوالي، حيث كانت نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة أكثر تقلبا مقارنة بمجمع صيدال، حيث سجلت قيمة معامل الاختلاف و الانحراف المعياري (0,13,0,26).

3- نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS):

من الجدول السابق نلاحظ أن أكبر متوسط لنسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) كان بمؤسسه أليانس ب 0,52، وهذا ما يؤكد أن المؤسسة تعتمد بشكل أساسي على الديون قصيرة الأجل في التمويل وهذا ما يتوافق مع طبيعة نشاطها أما في ما يخص كل من مجمع صيدال ومؤسسة الأوراسي فكانت قيمه متوسط النسبة هي على التوالي 0,12 و 0,20 وهي نسبة متوازنة إلى حد ما.

يتبين من الجدول السابق أن معامل الاختلاف والانحراف المعياري لمؤسسة أليانس كان (0,03,0,05) ما يعني أن نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي كانت أكثر استقرارا في مؤسسة أليانس، بالمقارنة مع مؤسسة الأوراسي ومجمع صيدال (0,03,0,24) و (0,06,0,3) على التوالي.

4- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (WACC):

من الجدول السابق يتبين أن أكبر متوسط للتكلفة الوسطية لرأس المال (WACC) كان عند مؤسسة أليانس ب 0,07 والتي تحملت أكبر تكلفة نسبيا مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث كان متوسط التكلفة لمؤسسة صيدال والأوراسي 0,03، 0,05 على التوالي.

ونلاحظ أيضا أن معامل الاختلاف والانحراف المعياري لكل من مؤسسة أليانس ومؤسسة الأوراسي كان على التوالي (0,04,0,64) و (0,02,0,73)، حيث كانت تكلفة رأس المال أكثر تقلبا مقارنة بمجمع صيدال (0,02,0,45).

5- القيمة السوقية للسهم (SPC):

من الجدول يتبين أن متوسط قيمة السهم لمؤسسة صيدال بلغ 589,6 والتي كانت تملك أعلى قيمة سوقية مقارنة بالمؤسسات الأخرى، حيث كان متوسط قيمة السهم لكل من مؤسسة أليانس ومؤسسة الأوراسي 541,7 و 480,9 على التوالي.

ونلاحظ أيضا أن الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لمؤسسة أليانس كان (0,37,202) والتي كانت قيمتها السوقية أكثر تقلبا مقارنة بالنسبة للمؤسسات الأخرى، حيث بلغ الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لمؤسستي الأوراسي وصيدال (66.6,0.14) و (0,22، 70.8) على التوالي.

المبحث الثالث: تقدير النموذج القياسي وعرض النتائج

تعتبر العلاقة بين الهيكل المالي و قيمه المؤسسة من المواضيع الأساسية في مجال الإدارة المالية، حيث تنص بعض النظريات المالية والدراسات السابقة على وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة، بينما ترى نظريات أخرى ودراسات سابقة نفي هذه العلاقة، ولغرض دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في البيئة الجزائرية، قمنا بتقدير نموذج قياسي باستخدام بيانات بانل لثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر وذلك خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2021 واختباره إحصائيا واقتصاديا.

المطلب الأول : المفاضلة بين نماذج بانل

سنعمل في هذا المطلب على المفاضلة بين النماذج بانل الثلاثة (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية)، وذلك لاختيار النموذج الأكثر ملائمة لمعطيات الدراسة.

أولاً: اختبار فيشر

يعمل هذا الاختبار على المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، حيث يركز على فرضيتين أساسيتين هما:

H_1 : نموذج الآثار الثابتة هو أفضل.

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل.

ويمكن توضيح معادلة إحصائية فيشر كما يلي:

$$\frac{R^2_{fix} - R^2_{pooled}}{R^2_{fix}} * \frac{(NT - N - K)}{N - 1} = F(N - 1, NT - N - K)$$

حيث:

K: عدد المعلمات الإنحدارية للفترة.

R^2_{fix} : معامل التحديد في نموذج الآثار الثابتة.

R^2_{pooled} : معامل التحديد في نموذج الإنحدار التجميعي

حيث إذا كانت احتمالية اختبار فيشر أكبر من مستوى معنوية 0,05 فإننا نقبل فرضية العدم وبهذا نستنتج أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، وإذا كانت احتمالية اختبار فيشر أصغر من مستوى المعنوية 0,05 فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل.

من الملحق رقم(1)، يتبين أن احتمالية اختبار فيشر كانت 0,22 وهي أكبر مستوى معنوية من 0,05، وعليه نقبل فرضية العدم والتي تنص أن الانحدار التجميعي أفضل مقارنة بنموذج الآثار الثابتة لهذه الدراسة.

ثانيا : اختبار lagrange multiplier

يعمل هذا الاختبار على المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار العشوائية، حيث يركز على فرضيتين أساسيتين هما:

H_1 : نموذج الآثار العشوائية هو أفضل

H_0 : نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل

ويمكن توضيح معادلة LM كما يلي:

$$LM = \frac{NT}{(2T - 1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (T \bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_i^2} - 1 = X^2 \right]$$

حيث إذا كانت احتمالية اختبار LM أكبر من مستوى معنوية 0,05 فإننا نقبل فرضية العدم وبهذا نستنتج أن نموذج الانحدار التجميعي هو أفضل، وإذا كانت احتمالية اختبار LM أصغر من مستوى معنوية 0,05 فإننا نقبل الفرضية البديلة التي تنص أن نموذج الآثار العشوائية هو الأفضل.

من الملحق رقم(2)، يتبين أن احتمالية اختبار **Breusch- Pagan** كانت 0,48 وهي أكبر مستوى معنوية 0,05، وعليه نقبل فرضية العدم والتي تنص أن الانحدار التجميعي أفضل مقارنة بنموذج الآثار الثابتة. وبالاعتماد على كل من اختبار Fisher و LM يمكننا استنتاج أن النموذج الأنسب والأكثر ملائمة

لمعطيات الدراسة هو نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression

المطلب الثاني: تشخيص نموذج الدراسة القياسية

سيتم في هذا المطلب اختبار مدى جودة نموذج الدراسة حيث سنعمد على معامل التحديد واختبار فيشر لتحديد صلاحية النموذج والمعنوية الكلية له، وكما سيتم اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة باستخدام اختبار Jarque-Bera والتأكد من غياب مشكلة الارتباط الخطي الذاتي بالاستعانة باختبار Durbin-Watson

أولاً: صلاحية نموذج الدراسة

الجدول رقم (08): جدول تحليل التباين Anova

	df	SS	MS	F	Prob (F)
Regression	4	354938.6543	88734.66	10.08504	2.39378E-05
Residual	31	272757.9013	8798.642		
Total	35	627696.5556			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 14

سنعتمد في اختبار صلاحية نموذج الدراسة على معاملين أساسيين وهما معامل التحديد واختبار فيشر للمعنوية الكلية للنموذج.

من الملحق رقم (4)، نرى أن قيمة معامل التحديد $R^2=56,54\%$ وهي نسبة جيدة، لذلك فإنه يمكن القول أن المتغيرات المستقلة تفسر 56,54 % من التغيرات الحاصلة في قيمة السهم السوقية، وهذا مؤشر على وجود ارتباط جيد بين المتغيرات المستقلة وقيمة المؤسسة، أما النسبة المتبقية والمقدرة بـ 44,46 %، فإنه يتم تفسيرها بعوامل أخرى لم تتضمنها الدراسة، كذلك ومن الجدول رقم (8) ، نلاحظ أن قيمة اختبار فيشر كانت 10,08 وهي أكبر من القيمة الجدولية، وقد كان احتمال اختبار فيشر $\text{Prob (F)} = 0,000$ ، وعليه يمكن القول بوجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ثانيا: إختبار الارتباط الخطي الذاتي AutoCorrelation

من أجل اختبار إمكانية وجود مشكله الارتباط الخطي الذاتي في النموذج سنستعين باختبار-Durbin Watson والذي يحدد مجالات محددة للحكم على وجود ارتباط ذاتي خطي، وذلك كما يلي:

0	Auto correlation	1,5	No Autocorrelation	2,5	Auto correlation	4

من الشكل السابق يتبين لنا أن المجال المقبول لنفي وجود مشكلة الارتباط الخطي الذاتي محصورة ما بين القيم 1,5 و 2,5، وعليه، ومن الملحق رقم (4)، يظهر أن قيمة إختبار Durbin-Watson كانت 1,52 وهي تنتمي للمجال المقبول، وعليه يمكن الحكم بنفي وجود مشكلة الارتباط الخطي في نموذج الدراسة.

ثالثا : التوزيع الطبيعي لبيانات الدراسة

لغرض اختبار إذا ما كانت بيانات الدراسة موزعة بشكل طبيعي نستعين باختبار Jarque-Bera والذي يركز على فرضيتين هما:

H_1 : بيانات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي.

H_0 : بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي.

من الملحق رقم (3) يتبين أن قيمة احتمال اختبار Jarque-Bera كانت 0,16 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0,05 وعليه نقبل فرضية العدم التي تقول على أن بيانات الدراسة موزعة توزيعا طبيعيا.

المطلب الثالث: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

سيتم في هذا المطلب اختبار فرضيات الدراسة وعرض نتائجها ومدى مطابقتها للنظريات المالية، وتقديم تفسير اقتصادي لها.

يوضح الجدول الموالي نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (09): نتائج الانحدار التجميعي لمتغيرات الدراسة

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
C	983.5156	102.9585779	9.552537	9.45E-11
TDEQ	604.7665	254.0215268	2.380769	0.023606
LDEQ	-892.108	305.9586133	-2.91578	0.006539
SDFS	-2010.21	854.1302936	-2.35352	0.025117
WACC	-1986.85	770.4454456	-2.57884	0.014883

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 14

أولاً: اختبار فرضيات الدراسة

- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى $H_{1(1)}$:

والتي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha=0.05$) لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021) ."

بالإستعانة بالجدول رقم (9) يتبين لنا أن القيمة المطلقة لـ t لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) ، تساوي 2,38، وهي أكبر من القيمة الجدولية، كما أن القيمة الاحتمالية Prob لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) تساوي 0,023 وهي أقل من مستوى المعنوية ($\alpha=0,05$)، وعليه نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، وهذا ما يمكننا من القول بأن نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) لها أثر ذو دلالة معنوية إحصائية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى $H_{1(2)}$:

والتي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$) لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021) ."

بالإستعانة بالجدول السابق يتبين لنا أن القيمة المطلقة لـ t لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) ، تساوي 2,91، وهي أكبر من القيمة الجدولية لـ t ، كما أن القيمة الاحتمالية Prob لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ)، والتي تساوي 0,006، أقل من مستوى المعنوية ($\alpha=0,05$)، وعليه نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، وهذا ما يمكننا من القول بأن نسبة الديون طويلة الأجل إلى

الأموال الخاصة لها أثر ذو دلالة معنوية إحصائية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى $H_{1(3)}$:

والتي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$) لنسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)." .

بالإستعانة بالجدول السابق يتبين لنا أن القيمة المطلقة لـ t لنسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS)، تساوي 2,35، وهي أكبر من القيمة الجدولية لـ t ، كما أن القيمة الإحتمالية Prob لنسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) والتي تساوي 0,025، أقل من مستوى المعنوية ($\alpha=0,05$)، وعليه نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، وهذا ما يمكننا من القول بأن لنسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) له أثر ذو دلالة معنوية إحصائية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

- نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى $H_{1(4)}$:

والتي تنص على " يوجد أثر ذو دلالة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha=0,05$) لتكلفة رأس المال على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)." .

بالإستعانة بالجدول السابق، يتبين لنا أن القيمة المطلقة لـ t لتكلفة رأس المال، تساوي 2,57، وهي أكبر من القيمة الجدولية لـ t ، كما أن القيمة الإحتمالية Prob لتكلفة رأس المال والتي تساوي 0,014، أقل من مستوى المعنوية ($\alpha=0,05$)، وعليه نقبل الفرضية البديلة ونرفض فرضية العدم، وهذا ما يمكننا للقول بأن لتكلفة رأس المال لها أثر ذو دلالة معنوية إحصائية على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

ثانيا: مناقشة النتائج

يتبين لنا من نتائج الانحدار وجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ) والقيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

حيث تتفق هذه النتيجة مع:

- نظرية الربح الصافي، حيث أن التمويل بالديون رخيص التكلفة يمكن أن يعمل على التخفيض من تكلفة رأس

المال ما ينعكس إيجابيا على قيمة المؤسسة وذلك لأن انخفاض تكلفة رأس المال ستؤدي بشكل مباشر إلى رفع عوائد المساهمين، ما يرفع الطلب على أسهم المؤسسة مؤديا للرفع من قيمة المؤسسة؛

- كما تتفق هذه النتيجة مع نظرية موديليني وميلر في ظل وجود الضرائب، حيث أن التمويل بالديون ينتج عنه مصاريف مالية تعمل على التخفيض من العبء الضريبي ما ينتج عنها وفورات ضريبية تؤدي للرفع من قيمة المؤسسة.

- كما تتوافق هذه النتيجة أيضا مع نظرية الإشارة، حيث يمكن اعتبار الديون بمثابة إشارة إيجابية للمساهمين تؤثر إلى حاجة المؤسسة لمصادر التمويل لتغطية فرص استثمارية مستقبلية وهذا ما يرفع الطلب على أسهم المؤسسة والرفع من قيمة المؤسسة.

- و تتفق هذه النتيجة أيضا مع الدراسات السابقة التالية كدراسة كل من: (ياسين و محمد، 2015، صفحة 110) (Susanti & Restiana, 2018, p. 307) (Umar, Anggraeni, & Haryani, 2020, p. 193) (Uzliawati, 2021, p. 711) (Dang & Trang Do, 2021, p. 37) Yuliana, Januarsi, & Santo, 2018, p. 711).

في حين تتعارض هذه النتيجة مع:

- نظرية صافي ربح العمليات والتي تنفي وجود أي علاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة.

- وتتعارض أيضا مع دراسات كل من (Wijayaningsih & Yulianto, 2021, p. 155) (Rasyid, 2015, p. 5) (Ferriswara, Sayidah, & Buniarto, 2014, p. 11) (Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli, & Maina, 2014, p. 12) (Pratiwi, 2022, p. 71) (Nursetya & Hidayati, 2021, p. 12) (Setiadharmha & Machali, 2017, p. 199) . 2020, p. 199).

وتبين لنا من نتائج الانحدار أيضا وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (LDEQ) والقيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وتتفق هذه النتيجة مع:

- دراسة (Uzliawati, Yuliana, Januarsi, & Santo, 2018, p. 711) ،

في حين تتعارض نتائج هذه الدراسة مع دراسات أخرى كدراسة كل من:

(Kodongo, Mokoaleli-Mokoteli, & Maina, 2014, p. 12) (Antwi, Atta Mills, & Zhao, 2012, p. 107) .

من نتائج الانحدار يتبين لنا أيضا وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS) والقيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وتتفق هذه النتيجة مع مجموعة من الدراسات السابقة كدراسة:

- (ياسين و محمد، 2015، صفحة 112) (Prempeh, Sekyere, & Asare, 2016, p. 8).

في حين لا تتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من:

- (بن ضب، 2009، صفحة 213) (Ahmad, Bakar, & Islam, 2020, p. 41).

نلاحظ من نتائج الانحدار وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للسهم للشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

وتتفق هذه النتيجة مع:

- نظرية الربح الصافي ومبرهنة موديليني وميلر في ظل وجود الضرائب، كم تتفق أيضا مع نتائج دراسة (Abdul Sattar, 2015, p. 28).

في المقابل تتعارض هذه النتيجة مع دراسة كل من:

- (Kartinah, Jhoansyah, & Mulia Z, 2021, p. 4) (قدوج، 2021، صفحة 187)،

وتعتبر هذه النتيجة طبيعية أو متوقعة ومتوافقة مع أغلب النظريات المالية والدراسات السابقة حيث أن تكلفة رأس المال تعتبر عبئا يخفض من عوائد المساهمين ما يجعلهم يتنازلون عن أسهمهم بأسعار أقل حيث أن انخفاض تكلفة التمويل ويؤدي بالضرورة وبشكل مباشر للرفع من قيمة المؤسسة.

وعموما، فإن النتائج المتحصل عليها يتبين وجود تأثير لتركيب الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وهذا ما يشير إلى تحقق الفرضية الرئيسية والتي تنص على " يوجد أثر لتركيب الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)".

وتتوافق هذه النتيجة نظرية الربح الصافي ونظرية موديليني وميلر في ظل وجود ضرائب، بينما تتعارض هذه النتيجة مع نظرية صافي ربح العمليات.

خلاصة الفصل:

حاولنا خلال هذا الفصل اختبار العلاقة بين تركيبه الهيكل المالي وقيمة المؤسسات المدرج في بورصة الجزائر، حيث تمثلت عينة الدراسة في المؤسسات التالية: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة أليانس، وامتدت فترة الدراسة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2021، ولقد تم استخدام نموذج بيانات بانل لدراسة أبعاد المتغير المستقل "الهيكل المالي" والذي تمثلت في أربع متغيرات هي: نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (TDEQ)، نسبة ديون طويلة إلى الأموال الخاصة (LDEQ)، نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي (SDFS)، التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) والمتغير التابع "قيمة السهم السوقية" (SPC).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين كل أبعاد المتغير المستقل "الهيكل المالي" والمتغير التابع "قيمة السهم السوقية" (SPC)، وهذا ما أدى إلى قبول الفرضية الرئيسية بوجود أثر لتركيبه الهيكل المالي على قيمة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، وتتوافق هذه النتائج مع كل من نظريتي موديليني وميلر في ظل وجود الضرائب، ونظريه الربح الصافي، في المقابل تتعارض هذه النتائج مع نظرية صافي ربح العمليات ونظرية موديليني وميلر في ظل غياب الضرائب، يمكن أن تبرر هذه النتائج باستفادة المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر من الوفرة الضريبية لاستخدامها الديون كمصدر أساسي للتمويل.

الخاتمة

من دون شك فإن العلاقة بين القرارات المالية المشكلة للهيكل المالي وأثرها على قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة ملاك الأسهم (المساهمين)، تعتبر أحد أكثر المواضيع حيوية وجدلا في مجال البحث في العلوم المالية والإدارة، حيث ووفق النظرة المعاصرة للإدارة فإن الهدف الأساسي الذي يجب أن يكون نصب أعين المديرين الماليين، هو الرفع من ثروة الملاك عن طريق تعزيز قيمة المؤسسة كهدف أولي وأساسي، وهذا ما يجعل المفاضلة في اختيار مصادر التمويل ونسبها في الهيكل المالي عملياته أساسية وحاسمة في التأثير على القرارات الأخرى في المؤسسة مثل القرارات الاستثمارية وقرارات توزيع الأرباح.

من جهة أخرى فإن الضعف في نشاط السوق المالي الجزائري (بورصة الجزائر) يعتبر أمرا يؤثر سلبا على الاقتصاد الوطني والاستثمار به، حيث أن الأسواق المالية النشطة توفر للمؤسسات الاقتصادية بدائل تمويلية كافية في تمويل مشاريعهم ما يؤدي إلى زيادة في حجم الاستثمار الوطني وجذب الاستثمار الأجنبي.

ولقد هدفت هذه الدراسة بفصولها الأربعة إلى تحليل القرارات المالية المشكلة للهيكل المالي وتأثيرها على قيمة المؤسسات الاقتصادية من خلال سرد الأدبيات النظرية والتطبيقية المتعلقة بالعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، كما هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021).

حيث تم في الفصل الأول من الدراسة تقديم الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة عن طريق التعريف بمجموعه من المفاهيم المتعلقة بماهية قيمة المؤسسة في الفكر الاقتصادي والمحاسبي، كما تم التطرق لأشكال القيمة في المؤسسة الاقتصادية وأنواعها وتحديد مفهوم التقييم المؤسسات بطرق الذمة المالية، الطرق مرتكزة على العائد وطرق فائض القيمة، وأخيرا تم عرض مجموعة من المؤشرات قياس قيمة المؤسسة المرتكز على المفهوم المردودية وكذلك المؤشرات السوقية ومؤشرات مرتكزة على مفهوم الربح الاقتصادي.

أما في الفصل الثاني فتمت معالجة المفاهيم الأساسية المتعلقة بموضوع الهيكل المالي عن طريق التركيز على تعريف مفهوم التمويل وطرح الإطار نظري للهيكل المالي وأنواعه كالهيكل المالي المستهدف والهيكل المالي الأمثل، إضافة إلى التطرق إلى العوامل المؤثرة على تركيبة الهيكل المالي أو ما يعرف بمحددات الهيكل المالي والتي تم التطرق إلى عدة عناصر منها ومعالجه طبيعة ومدى تأثير كل عنصر على قرار المديرين الماليين في المفاضلة بين الديون والأموال الخاصة، كما تم عرض بشكل مفصل أنواع مصادر التمويل المختلفة الطويلة وقصيرة الأجل الخاصة منها، والديون، كما تم التركيز في نفس الفصل على مفهوم تكاليف التمويل وأهميتها والعوامل المؤثرة فيها، وتم عرض طرق قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

وفي الفصل الثالث قمنا بعرض عدد مهم من النظريات المالية المتعلقة بشكل أساسي بطبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة، وقد تم تقسيم هذه النظريات إلى النظريات المالية في ظل سوق كامل وسوق غير كامل، وعدد آخر من النظريات الحديثة، كما يمكن تقسيم هذه النظريات من حيث المحتوى إلى قسمين حيث تؤكد مجموعة من النظريات المالية وجود العلاقة بين الهيكل المالي وقيمه المؤسسة كنظرية صافي الربح و نظرية موديليني وميلر في ظل وجود ضرائب فيما تنفي مجموعه أخرى هذه العلاقة كنظرية صافي ربح العمليات، ونظرية موديليني وميلر في ظل غياب الضرائب.

أما في الفصل الرابع والخاص بالدراسة التطبيقية، فبعد تقديم لمحة موجزة لبورصة الجزائر، تم التعريف بالشركات محل الدراسة، بعد ذلك تم تطوير نموذج قياسي باستخدام نموذج بيانات بانل من أجل اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بالعلاقة بين تركيبه الهيكل المالي وقيمه الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، حيث تضمنت عينة الدراسة ثلاث شركات من قطاعات مختلفة وهم: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسه أليانس للتأمينات، وقد نصت الفرضية الرئيسية على: "تؤثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021)" ومن أجل الإجابة على هذه الفرضية تم تقسيمها إلى أربع فرضيات فرعية، وقد تم اختبار هذه الفرضيات بالاستعانة بتقنيات نموذج بيانات بانل حيث تم دراسة العلاقة بين أبعاد المتغير المستقل "الهيكل المالي" و المتغير التابع "قيمه مؤسسة"

وبعد الدراسة النظرية والتطبيقية واختبار الفرضيات توصلنا إلى النتائج التالية:

- تركز النظرة المعاصرة للإدارة المالية حسب النظريات المالية على أن الهدف الرئيسي الذي يجب أن يعمل المديرين الماليين عليه هو التسيير على أساس القيمة أي السعي في عملية الإدارة إلى الرفع من قيمة المؤسسة، وبالتالي الرفع من ثروة الملاك.

- تعتبر عملية التقييم عملية معقدة ومركبة وصعبة يتم إنجازها وفق طرق مختلفة تركز بعضها على الأساس المحاسبي في تقييم أصول المؤسسة، و تعتمد طرق أخرى على أساس العائد المستقبلي المتوقع للاستخدام هذه الأصول في النشاط الاقتصادي للمؤسسة

- تركز عملية تشكيل الهيكل المالي على أساس مفاضلة المديرين الماليين بين المصادر الخاصة والخارجية، وتتأثر طبيعة القرارات المالية بالعديد من العوامل والمحددات التي تدفع بالمؤسسة لاستخدام الديون بدل الأموال الخاصة أو العكس، وتنقسم هذه المحددات إلى عوامل داخلية للمؤسسة وعوامل خارجية متعلقة بالظروف والشروط الاقتصادية،

الاقتصادية، حيث يعمل المديرون الماليون على تشكيل هيكل مالي يحقق أقل تكلفة ممكنة ولا يعرض المؤسسة إلى مخاطر مالية قد تؤثر على طبيعة نشاطها واستمراريتها في السوق.

- لا يوجد إجماع بين المتخصصين في الشأن المالي حول طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، حيث تختلف الآراء بين مؤيد ونافي لهذه العلاقة، ويرتكز كل طرف على مجموعة من الأدلة النظرية المستمدة من افتراضات النظريات المالية والأدلة التطبيقية المختلفة

- تركز الشركات المدرجة في بورصة الجزائر عموماً في تشكيلها للهيكل المالي بشكل أساسي على التمويل بالديون بدلاً عن الأموال الخاصة، حيث تركز مؤسسة أليانس بشكل أساسي على الديون قصيرة الأجل فيما تركز مؤسسه الأوراسي على الديون طويلة الأجل، أما مجمع صيدال فيستخدم طريقة متوازنة في اختيار بين مصادر التمويل مختلفة.

أولاً : نتائج اختبار الفرضيات

1- الفرضية الأولى: والتي تنص على " تؤثر نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)"

بناءً على نتائج الدراسة فقد تم التوصل لوجود علاقة معنوية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وكانت هذه العلاقة طردية حيث أن ارتفاع نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمه السهم ب 604 دج، وعليه فإن الفرضية الأولى للدراسة محققة ومثبتة.

2- الفرضية الثانية: والتي تنص على "تؤثر نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)"

بناءً على نتائج الدراسة فقد تم التوصل لوجود علاقة معنوية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وكانت هذه العلاقة عكسية حيث أن ارتفاع نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة بنسبة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمه السهم ب 892 دج، وعليه يمكن أن القول أن الفرضية الثانية للدراسة محققة ومثبتة.

3- الفرضية الثالثة: والتي تنص على "تؤثر نسبة الديون قصيرة الأجل على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)"

بناءً على نتائج الدراسة فقد تم التوصل لوجود علاقة معنوية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وكانت هذه العلاقة عكسية حيث أن ارتفاع نسبة الديون قصيرة الأجل بنسبة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمه السهم ب 2010 دج، وعليه يمكن أن القول أن الفرضية الثالثة للدراسة محققة ومثبتة.

4- الفرضية الرابعة: والتي تنص على " تؤثر التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2010-2021)"

بناء على نتائج الدراسة فقد تم التوصل لوجود علاقة معنوية بين نسبة الديون قصيرة الأجل في الهيكل المالي وقيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)، وكانت هذه العلاقة عكسية حيث أن ارتفاع التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال بنسبة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمه السهم ب 1986 دج، وعليه يمكن أن القول أن الفرضية الرابعة للدراسة محققة ومثبتة.

وبناء على إثبات كل الفرضيات الفرعية، وعليه يمكن القول أن الفرضية الرئيسية للدراسة و التي تنص على " تؤثر تركيبة الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة (2010-2021)" محققة ومثبتة.

ثانيا: الاقتراحات والتوصيات

بناء على النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة نقدم الاقتراحات التالية:

- يجب على المؤسسات الجزائرية الاهتمام بشكل أساسي بالقرارات المالية المشكلة للهيكل المالي من أجل الاستفادة من الأثر الإيجابي لهذه القرارات على الأرباح وقيمة المؤسسات.
- على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الالتزام بالنظرة المعاصرة للإدارة المالية والتي تجعل عملية التسيير تركز بشكل أساسي على مفهوم القيمة.
- على السلطات الحكومية في الجزائر العمل على إصلاح السوق المالي الجزائري بشكل يجعله أكثر نشاطا وفاعلية في توفير مصادر التمويل اللازمة لتمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لمشاريعها.
- دعوة وتحفيز المزيد من المؤسسات الجزائرية للانضمام إلى بورصة الجزائر، وذلك للرفع من حجم التداول وتنشيط البورصة.
- على مؤسسة أليانس وأوراسي الموازنة في استعمال مصادر التمويل المختلفة ، حيث أن اعتمادهما على الديون بشكل كبير يمكن أن يعرض المؤسسة لمخاطر مالية من شأنها أن تؤثر على أداء المالي للمؤسسات واستقلاليتها المالية.
- يجب على مؤسستي صيدال وأوراسي إعطاء أهمية أكبر للإدارة المالية في الهيكل التنظيمي بإستحداث وحدات خاصة تحت قيادة أشخاص أكفاء على علم بالإطار العلمي للإدارة المالية والنظريات المالية للوضع خطط مالية مستقبلية وفق ظروف السوق.
- على مؤسستي أوراسي وأليانس الإفصاح على جدول تدفقات الخزينة بشكل دائم، وذلك لأهميته بالنسبة للمستثمرين الخارجين و المستثمرين في إتخاذ القرارات المالية ذات العلاقة بالمؤسسة.

- يجب على مؤسسة أوراسي وأليانس العلم على وضع سياسة متوازنة ومدروسة لتخفيض التقلبات الحاصلة في الأرباح الموزعة على مر السنوات، وذلك لأثرها الكبير على تكلفة الأموال الخاصة، وبالتالي التكلفة الوسيطة المرجحة للرأس المال.

ثالثا: أفاق الدراسة

يرى الباحث أن هذه المواضيع جديرة بالبحث والدراسة:

- أثر تكاليف التمويل على قيمة المؤسسات الإقتصادية الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر.
- أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الجزائرية الغير مستعرة في البورصة.
- دور القرارات المالية وسياسة توزيع الأرباح في خلق القيمة.
- أثر هيكل رأس المال في الرفع من ثروة الملاك.

قائمة المراجع

I - المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- أبو صبحا، س. (2016). الادارة المالية ط 3. مصر: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
- 2- آل شبيب، د. ك. (2009). الإستثمار و التحليل الإستثماري. مجموعة يزوري للنشر والتوزيع.
- 3- جابر شعيب الإسماعيل. (2018). المالية للقادة - أفضل الممارسات المالية للقادة وكبار التنفيذيين. بيروت، لبنان: دار الكتب العلمية.
- 4- جبار، م. (2011). أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات. عين مليلة، الجزائر: دار الهدى للطباعة والنشر.
- 5- حداد، ف. س. (2009). الإدارة المالية (2 ed.). عمان الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع.
- 6- حماد، ط. ع. (2000). التقييم تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
- 7- حنفي، ع. أ.، & قرياقص، ر. ز. (2004). أساسيات التمويل والإدارة المالية. الإسكندرية: الدار الجامعية.
- 8- دريد كامل آل شبيب. (2016). إدارة مالية شركات متقدمة. مجموعة يزوري للنشر والتوزيع.
- 9- شاهين، م. (2017). تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية. دار حميثرا للنشر.
- 10- شاهين، م. (2017). سياسات التمويل وأثره على أداء الشركات. دار حميثرا للنشر.
- 11- شيخة، م. غ. (2022). الاستثمار: المبادئ - الأدوات - المخاطر - التقييم. روسلان.
- 12- شيخة، م. غ. (2022). التمويل: المبادئ - السياسات - التوجهات الحديثة. رسلان.
- 13- محمد الفاتح المغربي. (2016). التمويل والاستثمار في الإسلام. دار الجنان للنشر والتوزيع.
- 14- محمد الفاتح محمود بشير المغربي. (2020). إدارة التمويل المصرفي. القاهرة، مصر: الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي.
- 15- محمد أيمن عزت الميداني. (2015). الإدارة التمويلية في الشركات (المجلد الخامسة). الرياض، المملكة العربية السعودية: العبيكان للنشر.
- 16- محمد ساحل. (2019). التقييم المالي للمشاريع الإستثمارية. مركز الكتاب الأكاديمي.
- 17- محمد سمير الصبان، وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، و كمال الدين مصطفى الدهراوي. (2000). المشاكل الحاسبية المعاصرة والنظام الحاسبي اللبناني. الاسكندرية، مصر: دار المعرفة الجامعية.
- 18- محمود، م. أ. (2014). تمويل ومؤسسات مالية. دار الجنان للنشر والتوزيع.

- 19- مدلول العارضي، ج. ك. (2014). الإدارة المالية المتقدمة مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية. عمان، الأردن: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
- 20- معراج هوارى، و حاج سعيد عمر. (2013). التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس. دار كنوز المعرفة.
- 21- المغربي، م. أ. (2018). التمويل والاستثمار في الإسلام. المنهل.
- 22- نبيل ذنون الصائغ. (2018). الائتمان المصرفي. دار الكتب العلمية.
- 23- النعيمي، ع. ت. (2007). الإدارة المالية - النظرية والتطبيق. - عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
- 24- هوارى، م.، & عمر، ح. س. (2013). التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس. دار كنوز المعرفة.

ثانياً: المجلات والدوريات

- 25- أحمد صديقي، سعاد فريقي، و خديجة صبرو. (2017). تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة. مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، الصفحات 77-95.
- 26- بدرالدين قدوج، و مولود ميلكاوي. (2021). قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل خلال الفترة 2014-2018. الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الإنسانية (13(2))، الصفحات 177-185.
- 27- بن جواد، م.، & طيوان، ح. (2016). المقاولاتية المستدامة-بين اشكالية البقاء وحتمية الابتكار - خيارات تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة في الجزائر. مجلة اقتصاديات المال والأعمال (01)، 163.
- 28- دلول، ع. ع.، & مهدي، م. ف. (2017). تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة : دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية. مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية (99(23))، 466-491.
- 29- رانية كوثر راجي، و ابراهيم بومزايد. (2018). مقاربات و طرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. مجلة الباحث الإقتصادي (6(2))، 367-395.
- 30- سفيان بلقاسم. (2008). الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات. مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة (12(3))، الصفحات 127-148.
- 31- ضيف ياسين، و زوزي محمد. (2015). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-2012). المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، الصفحات 101-117.

- 32- عبد الوهاب دادن. (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية. مجلة الباحث ، الصفحات 107-114.
- 33- علال بن ثابت. (2014). أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر. دراسات العدد الاقتصادي ((1)5)، الصفحات 25-42.
- 34- نبيل حركاتي. (2018). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014. مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ((1)18)، الصفحات 215-233.
- 35- الهواري سويس، و حميدة رمضاني. (2017). قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015. مجلة الواحات للبحوث و الدراسات ((2)10)، الصفحات 795-820.

ثالثا: الأطروحات والمذكرات

- 36- أسماء أيمن. (2021). إرساء قواعد تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة (eva) و القيمة السوقية المضافة (mva) (دراسة حالة مؤسسة الأوراسي و مجمع صيدال خلال الفترة 2002-2017). أطروحة دكتوراه، قسم العلوم المالية والمحاسبية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة ورقلة .
- 37- بكاري، ب. (2011). أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر :دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار .أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر .
- 38- بن ضب، ع. (2009). دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة .مذكرة ماجستير، قسم علوم التسيير، مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة .
- 39- بن منصور، م. (2009). أثار الانضمام على قيمة الشركات المنضمة .أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر .
- 40- بوشوشة، م. (2016). تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية .أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة .

- 41- حركاتي، ن. (2018). تحليل قرارات التمويل أثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015 أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف .
- 42- خيرى، ع. ا. (2019). أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية .أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة مسيلة .
- 43- الدسوقي، ا. (1995). المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية أثره على قياس قيمة المنشأة .أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر .
- 44- سهيلية، ن. (2018). أثر القرارات المالية ومحدداتها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال .-1999-2014 أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، كلية الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير .
- 45- قتالة، ع.، & البشير، ف. (2022). أهمية استخدام الأدوات الحديثة للتحليل المالي في تحسين الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في البورصة -دراسة حالة مجمع صيدال .-مذكرة ماستر، العلوم المالية والمحاسبة، محاسبة وتدقيق، جامعة الجلفة .
- 46- قدوج، ب. (2021). تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة -دراسة حالة .-أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة برج بوعريج .
- 47- فريشي، ي. (2005). سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "دراسة ميدانية" .أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر .
- 48- مرسل، ن. (2018). أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر -دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة (2006-2015) .أطروحة دكتوراه، دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة غرداية .
- 49- مرشدي، ك. (2022). مدى كفاءة مقارنة التدفقات النقدية المخصومة في تقييم المشاريع الاستثمارية و أثرها على قيمة المؤسسة .أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر . 3

- 50- مسعد، خ. (2023). أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة الاقتصادية على أدوات تمويل إسلامية _دراسة قياسية على عينة من الشركات المالية للفترة 2021 - 2010_ العلوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير .
- 51- مويسي، م. (2018). دراسة تأثير تكامل التدقيق الداخلي والخارجي على قيمة المؤسسة الاقتصادية في ولاية غرداية) -دراسة ميدانية (الفترة مابين 2017-2014 أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة غرداية .
- 52- نبيل حركاتي. (2018). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية : دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015. أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير .
- 53- الهواري سويسي. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر. أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 .
- رابعاً: القوانين والمراسيم
- 54- القانون-التجاري-الجزائريق.ت.ج. (1975). (المادة 715 مكرر 73-79.
- 55- الجريدة الرسمية الجزائرية. ع. (2009). 19. الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 19، 25 مارس 2009.
- خامساً: التقارير
- 56- القوائم المالية السنوية، لمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر
https://drive.google.com/drive/folders/1qCyQbca_PbJibTDgrc278sMzmDZgvEw8?usp=drive_link
- 57- التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة COSOB
https://drive.google.com/drive/folders/1lixTTIB3arJgDx7zKHkQzqlLN3siM9q0?us=drive_link

II-المراجع باللغة الأجنبية

Books:

- 58- Achoche, K., & Labanji, A. (1996). Que vaut votre entreprise ?diagnostic et évaluation de l'entreprise., Alger: Edition SNC.
- 59- Bhat, S. (2008). Financial Management-Principles and Practice-. New Dalhi: Excel Books.

- 60- Brusov, P., Filatova, T., & Orekhova, N. (2023). **The Brusov–Filatova–Orekhova Theory of Capital Structure**. Springer, Cham.
- 61- Capiez, A. (1995). **Elément de gestion financière**. Paris: Mason.
- 62- Chantal, N. H., & Hubert, M. T. (1992). **Evaluation et Transmission des Entreprises**. Paris: Litec.
- 63- Charifzadeh, M., & Taschner, A. (2017). **Management Accounting and Control–Tools and Concepts in a Central European Context**–. (Wiley, Ed.) weinheim, Germany.
- 64- Choinel, A. (1991). **Introduction à l'Ingénierie Financière**. Paris: édition la Revue Banque.
- 65- Corelli, A. (2023). **Analytical Corporate Finance**. Springer Texts in Business and Economics. Springer, Cham.
- 66- Corhay, A., & Mbangala, M. (2007). **Fondements de gestion financière–manuel et applications**–. Les éd. de l'Université de Liège.
- 67- Čupić, M., & Todorovic, M. (2011). **Total shareholder return – decomposition, internal equivalent and alternatives**. University of Niš, Faculty of Economics.
- 68- De Luca, P. (2023). **Corporate Finance**. Springer Texts in Business and Economics. Springer, Cham.
- 69- De Luca, P. (2022). **Corporate Finance–Fundamentals of Value and Price**–. Springer Texts in Business and Economics. Springer Cham.
- 70- Genaivre, É. (2011). **Initiation à l'analyse financière en entreprise**. Publibook.
- 71- Hillier, D. (2021). **Fundamentals of Corporate Finance**. *EBook* . McGraw–Hill Education.
- 72- Jaiswal, B., & Shimpi, L. S. (2022). **Fundamentals of Financial Management**. I.K. International Publishing House Pvt. Limited.
- 73- Kimmel, P. D., Weygandt, J. J., & Kieso, D. E. (2011). **Financial Accounting–Tools for Business Decision Making**– (6th ed.). United States of America: Wiley.
- 74- Mauguière, H. (1990). **L'évaluation des entreprises non cotées**. Paris: Bordas.
- 75- Moles, P., Parrino, R., & Kidwell, D. S. (2011). **Corporate Finance**. Wiley.
- 76- Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2023). **Corporate Finance for Long–Term Value**. Springer Texts in Business and Economics. Springer, Cham.
- 77- Schwarzbichler, M., Steiner, C., & Turnheim, D. (2018). **Financial Steering –Valuation, KPI Management and the Interaction with IFRS**–. Springer International Publishing.
- 78- Tchameni, E. (1993). **L'Evaluation des Entreprises**. Paris: édition Economica.

II-Articals:

- 79- Abdul Sattar, M. S. (2015). Cost of Capital – The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of Index. *Journal of Poverty, Investment and Development* (17), pp. 24-28.
- 80- Ahmad, N., & Aris, Y. (2015). Does Age of the Firm Determine Capital Structure Decision? Evidence from Malaysian Trading and Service Sector. *International Business Management* , 9(3), pp. 200-207.
- 81- Ahmad, S. M., Bakar, R., & Islam, A. (2020). The Effect of Debt Financing on Firm Value: A Panel Data Approach. *ALBUKHARY SOCIAL BUSINESS JOURNAL* , 1(2), pp. 33-45.
- 82- Ahsan, A. F. (2012). CAN ROE BE USED TO PREDICT PORTFOLIO PERFORMANCE? *Economics, Management, and Financial Markets* (7(2)), 132-148.
- 83- Alifani, G. A., & Nugroho, A. B. (2013). Proving Modigliani and Miller theories of capital structure: The research on Indonesia's cigarette companies. *International Journal of Economic Sciences* , 2(3).
- 84- Al-Nsour, O. J., & Al Hiyari, R. S. (2020). The Relationship Between Ownership Structure And Firm's Performance: Evidence From Jordan. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية* (7(1)), pp. 380-406.
- 85- Al-Qudah, A. A. (2016). The Relationship between Each of (Return on Equity & Return on Asset) and Annual Return in the Abu Dhabi Securities Exchange (ADX): Evidence from United Arab Emirates). *Research Journal of Finance and Accounting* (7(24)), 100-109.
- 86- Antwi, S., Atta Mills, E. F., & Zhao, X. (2012). Capital Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Ghana. *International Journal of Business and Social Science* , pp. 103-111.
- 87- Attah Kumah, E. (2013). COST OF CAPITAL (A FINANCIAL TOOL TO CREATE AND MAXIMIZE SHAREHOLDER VALUE). Lulu Press, Incorporated.
- 88- Barclay, & Smith. (1996). On Financial Architecture: Leverage, Maturity and Priority. *Journal of Applied Corporate Finance* , 8(4), pp. 4-17.

- 89- Dang, T. D., & Trang Do, T. V. (2021). **Does capital structure affect firm value in Vietnam?** *Investment Management and Financial Innovations* , 18(1), pp. 33-41.
- 90- Fatoki, O. I., & Nasieku, T. (2017). **THE INFLUENCE OF MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY ON CAPITAL STRUCTURE CHOICE IN NIGERIA.** *Scientific Research Journal (SCIRJ)* , pp. 18-23.
- 91- Ferriswara, D., Sayidah, N., & Buniarto, E. A. (2022). **Do corporate governance, capital structure predict financial performance and firm value?(empirical study of Jakarta Islamic index).** *Cogent Business & Management* , pp. 1-15.
- 92- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). **Testing the pecking order theory of capital structure.** *Journal of Financial Economics* , 67(2), pp. 217-248.
- 93- Ikbar, M. M., & Dewi, A. S. (2015). **The Analysis of Effect of Economic Value Added (EVA) and Market Value Added (MVA) on Share Price of Subsector Companies of Property Incorporated in LQ45 Indonesia Stock Exchange in Period of 2009-2013.** *International Journal of Science and Research (IJSR)* (4(4)), pp. 2310-2314.
- 94- Islam, M. R., Khan, T. R., Choudhury, T. T., & Adnan, A. M. (2014). **How Earning Per Share (EPS) Affects on Share Price and Firm Value.** *European Journal of Business and Management* (6(17)), pp. 97-108.
- 95- Kartinah, D., Jhoansyah, D., & Mulia Z, F. (2021). **ANALYZE RETURN ON EQUITY AND WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL LINKAGES TO FIRM VALUE.** *Almana : Jurnal Manajemen dan Bisnis* , pp. 1-6.
- 96- Kester, W. C. (1986). **Capital and Ownership Structure:A Comparison of United States and Japanese.** *Financial Management* , 15(1), pp. 5-16.
- 97- Khan, M. A., Rehan, R., Chhapra, I. U., & Sohail, A. B. (2021). **Capital Structure Theories: A Comprehensive Review.** *Revista Gestão Inovação e Tecnologias* , 11 (3).
- 98- Khan, M. A., Rehan, R., Chhapra, I. U., & Sohail, A. B. (2021). **Capital Structure Theories: A Comprehensive Review.** pp. 1562-1574.
- 99- Khouri, N. (2022). **FIRM LEVEL DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE.** *Les cahiers du CREAD* (38(2)), pp. 5-23.
- 100- Lei, L. (2020). **Research on the Impact of Tax Shield Effect on Corporate Capital Structure.** *Modern Economy* (11(1)), pp. 126-139.
- 101- Luigi, P., & Sorin, V. (2009). **A REVIEW OF THE CAPITAL STRUCTURE THEORIES.** *The Annals of the University of Oradea Economic Sciences* , pp. 315-320.

- 102- Marsh, P. (1982). **The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study.** *The Journal of Finance* (31(1)), pp. 121-144.
- 103- Mason, M. (1990). **Do Taxes Effect Corporate Financing Decisions?** *Journal of Finance* , pp. 1471-1493.
- 104- Michaelas, N., Chittenden, F., & Poutziouris, P. (1999). **Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data.** *Small Business Economics* , pp. 113-130.
- 105- Miciuła, I. (2016). **Mixed methods for valuation of enterprises – value subjectivism determinants – case study.** World scientific news.
- 106- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.** *The American Economic Review* , pp. 433-443.
- 107- Nursetya, R. P., & Hidayati, L. N. (2021). **HOW DOES FIRM SIZE AND CAPITAL STRUCTURE AFFECT FIRM VALUE?** *JOURNAL OF MANAGEMENT AND ENTREPRENEURSHIP RESEARCH* , pp. 67-76.
- 108- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (1994). **The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data.** *The Journal of Finance* , p. The Journal of Finance.
- 109- Pratiwi, R. D. (2020). **DO CAPITAL STRUCTURE, PROFITABILITY, AND FIRM SIZE AFFECT FIRM VALUE?** *Jurnal Penelitian Ekonomi dan Bisnis* (5(2)), pp. 194-202.
- 110- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). **What do We Know about Capital Structure Some Evidence from.** *Journal of Finance* (50(5)), pp. 1421-1460.
- 111- Rasyid, A. (2015). **Effects of ownership structure, capital structure, profitability and company's growth towards firm value.** *International Journal of Business and Management Invention* (4(4)), pp. 25-31.
- 112- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). **The Determinants of Capital Structure of Large Non-Financial Listed Firms in Nigeria.** *The International Journal of Business and Finance Research* (2(2)), pp. 75-84.
- 113- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). **Determinant factors of the capital structure of a firm– an empirical analysis.** *Procedia Economics and Finance* , pp. 1447-1457.
- 114- Setiadharm, S., & Machali, M. (2017). **The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable.** *Journal of Business & Financial Affairs* , pp. 1-5.

- 115-** Subramanyam, D., & Kumar, K. K. (2020). **PERFORMANCE EVALUATION AND SHAREHOLDERS VALUE MAXIMISATION THROUGH CFROI AND EVA: AN EMPIRICAL STUDY.** *International Journal of Application or Innovation in Engineering & Management (IJAIEEM)* (9(1)), pp. 42–45.
- 116-** Susanti, N., & Restiana, N. G. (2018). **What's the Best Factor to Determining Firm Value?** *Jurnal Keuangan dan Perbankan* (22(2)), pp. 301–309.
- 117-** Titman, S., & Wessels, R. (1988). **The Determinants of Capital Structure choice.** *Journal of Finance* (43(1)), pp. 1–19.
- 118-** Toumi, S., & Dadene, A. (2014). **The Determinants Of Financial Structure In The Algerian Enterprises: A Comparative Study Between The Smes And Large Companies.** *Les cahiers du CREAD* (30(108)), pp. 5–28.
- 119-** Umar, Anggraeni, R. N., & Haryani, S. (2020). **The Influence of Capital Structure and Profitability on Firm Value on Property and Real Estate Sector in Indonesia Stock Exchange.** *International Journal of Health, Economics, and Social Sciences* , pp. 184–195.
- 120-** Uzliawati, L., Yuliana, A., Januarsi, Y., & Santo, M. (2018). **Optimisation of Capital Structure and Firm Value.** *European Research Studies Journal* (Volume XXI).
- 121-** Wet, J. d. (2013). **EARNINGS PER SHARE AS A MEASURE OF FINANCIAL PERFORMANCE: DOES IT OBSCURE MORE THAN IT REVEALS?** *Corporate Ownership & Control* (10(4)), pp. 265–275.
- 122-** Wijayaningsih, S., & Yulianto, A. (2021). **The Effect of Capital Structure, Firm Size, and Profitability on Firm Value with Investment Decisions as Moderating.** *Accounting Analysis Journal* , pp. 150–157.
- 123-** Wood, N. A. (2000). **Economic value added (EVA): Uses, benefits and limitations – A South African perspective.** *Southern African Business Review* (4(1)).
- 124-** Yaman, K., & Kurtlar, M. (2022). **EFFECT OF EVA AND CFROI METHODS ON SHAREHOLDERS VALUE MAXIMIZATION AND FINANCIAL PERFORMANCE ESTIMATION: AN EMPIRICAL STUDY.** *Research of Financial Economic and Social Studies* (7(1)), pp. 861–871.

III-Thesis:

- 125-** Danso, A. (2014). **Dimensions of Capital Structure of Companies: Evidence from Sub-Saharan Africa.** *Phd Thesis, York Management School, University Of York* .
- 126- Websites:**

- 127-** Andreea, P., & Elena, C. (2008, 06 03). **EVA VERSUS TRADITIONAL ACCOUNTING MEASURES OF PERFORMANCE AS DRIVERS OF SHAREHOLDER VALUE–A COMPARATIVE ANALYSIS**. Retrieved 03 25, 2024 from <https://studylib.net/doc/8676067/eva-versus-traditional-accounting-measures-of>
- 128-** Ganti, A. (2024). **Total Shareholder Return (TSR): Definition and Formula**. Retrieved 2024 from investopedia.com: <https://www.investopedia.com/terms/t/tsr.asp#:~:text=The%20formula%20for%20calculating%20TSR,financial%20benefits%20generated%20for%20stockholders>.
- 129-** Hayes, A. (2021, 4 30). <https://www.investopedia.com/terms/q/qratio.asp>. Retrieved 3 1, 2024 from **Q Ratio or Tobin's Q: Definition, Formula, Uses, and Examples**.
- 130-** Hayes, A. (2024, 1 27). **Return on Capital Employed (ROCE): Ratio, Interpretation, and Example**. Retrieved 3 1, 2024 from <https://www.investopedia.com/terms/r/roce.asp>.
- 131-** Kebewar, M. (2012). **La Structure Du Capital Et La Profitabilité: Une Étude Empirique Sur Données De Panel Françaises (Capital Structure and Profitability: An Empirical Study on French Panel Data)**. Consulté le 08 19, 2024, sur SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2180443
- 132-** Kodongo, O., Mokoaleli-Mokoteli, T., & Maina, L. N. (2014). **CAPITAL STRUCTURE, PROFITABILITY AND FIRM VALUE: PANEL EVIDENCE OF LISTED FIRMS IN KENYA**. Retrieved 11 22, 2024, from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2465422.
- 133-** Prempeh, K. B., Sekyere, A. M., & Asare, E. N. (2016). **THE EFFECT OF DEBT POLICY ON FIRMS' PERFORMANCE EMPIRICAL EVIDENCE FROM LISTED MANUFACTURING COMPANIES ON THE GHANA STOCK EXCHANGE**. 1-12. Munich Personal RePEc Archive.
- 134-** **SGVB**. (2024). <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141>. Retrieved 2024 from SGVB.

IV–Rapports:

- 135-** Assurances, A. (2010). **Notice d'information**.

الملاحق

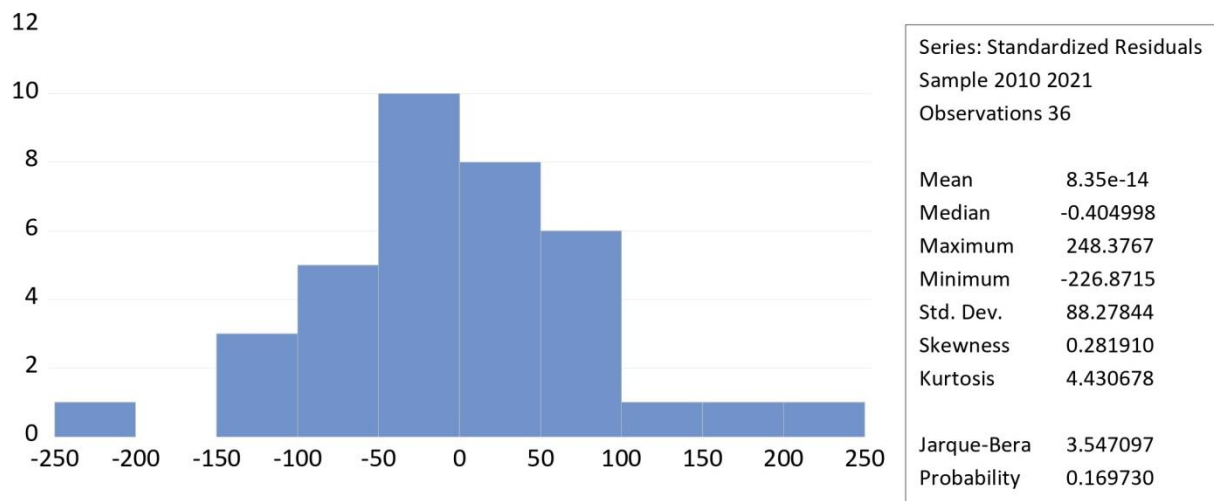
الملحق رقم (1): مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار فيشر)

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	1.594730	(2,29)	0.2203	
Cross-section Chi-square	3.756357	2	0.1529	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: SPC				
Method: Panel Least Squares				
Date: 10/25/24 Time: 07:59				
Sample: 2010 2021				
Periods included: 12				
Cross-sections included: 3				
Total panel (balanced) observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	983.5156	102.9586	9.552537	0.0000
TDEQ	604.7665	254.0215	2.380769	0.0236
LDEQ	-892.1082	305.9586	-2.915781	0.0065
SDFS	-2010.213	854.1303	-2.353520	0.0251
WACC	-1986.853	770.4454	-2.578837	0.0149
R-squared	0.565462	Mean dependent var	537.3889	
Adjusted R-squared	0.509393	S.D. dependent var	133.9186	
S.E. of regression	93.80108	Akaike info criterion	12.04848	
Sum squared resid	272757.9	Schwarz criterion	12.26841	
Log likelihood	-211.8726	Hannan-Quinn criter.	12.12524	
F-statistic	10.08504	Durbin-Watson stat	1.526042	
Prob(F-statistic)	0.000024			

الملحق رقم (2): مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار Lagrange Multiplier)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Cross-section	Test Hypothesis Time	Both
Breusch-Pagan	0.486006 (0.4857)	0.002656 (0.9589)	0.488662 (0.4845)
Honda	-0.697141 (0.7571)	-0.051535 (0.5206)	-0.529394 (0.7017)
King-Wu	-0.697141 (0.7571)	-0.051535 (0.5206)	-0.661490 (0.7459)
Standardized Honda	1.402730 (0.0803)	-0.039095 (0.5156)	-3.817029 (0.9999)
Standardized King-Wu	1.402730 (0.0803)	-0.039095 (0.5156)	-4.434160 (1.0000)
Gourieroux, et al.	--	--	0.000000 (1.0000)

الملحق رقم (3) : مخرجات برنامج Eviews 14 (إختبار Jarque-Bera)



الملحق رقم (4): مخرجات برنامج Eviews 14 (نتائج الإنحدار)

Dependent Variable: SPC Method: Panel Least Squares Date: 10/25/24 Time: 07:54 Sample: 2010 2021 Periods included: 12 Cross-sections included: 3 Total panel (balanced) observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	983.5156	102.9586	9.552537	0.0000
TDEQ	604.7665	254.0215	2.380769	0.0236
LDEQ	-892.1082	305.9586	-2.915781	0.0065
SDFS	-2010.213	854.1303	-2.353520	0.0251
WACC	-1986.853	770.4454	-2.578837	0.0149
R-squared	0.565462	Mean dependent var	537.3889	
Adjusted R-squared	0.509393	S.D. dependent var	133.9186	
S.E. of regression	93.80108	Akaike info criterion	12.04848	
Sum squared resid	272757.9	Schwarz criterion	12.26841	
Log likelihood	-211.8726	Hannan-Quinn criter.	12.12524	
F-statistic	10.08504	Durbin-Watson stat	1.526042	
Prob(F-statistic)	0.000024			