

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur
et de la Recherche Scientifique
Université Akli Mohand Oulhadj - Bouira -
Tasdawit Akli Muḥend Ulḥağ - Tubirett -
Faculté des sciences économiques,
commerciales et des sciences de gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أكلي محمد أولحاج
- البويرة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية ومحاسبة

بعنوان:

دور القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

إشراف الدكتور:
قاشي يوسف

إعداد الطالب:
بن سنة ناصر

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة	الصفة	الجامعة
حبيش علي	أستاذ محاضر قسم "أ"	رئيسا	جامعة البويرة
قاشي يوسف	أستاذ محاضر قسم "أ"	مشرفا مقرر	جامعة البويرة
عوينان عبد القادر	أستاذ محاضر قسم "أ"	عضوا ممتحنا	جامعة البويرة
بوبكر مصطفى	أستاذ محاضر قسم "أ"	عضوا ممتحنا	جامعة البويرة
بوشنب موسى	أستاذ محاضر قسم "أ"	عضوا ممتحنا	جامعة بومرداس
عامر كمال	أستاذ محاضر قسم "أ"	عضوا ممتحنا	جامعة المدية

2022/2021



إهداء

أهدي هذا الحمد لى الوالدين الكريمين بارك الله لهما وأطال في عمرهما.

لى قرّة الاعين: زوجتي الحبيبة وابنتاي الغائبتين ريماس وليليان

وابني العزيز محمد أنس.

لى عائلة زوجتي وكل أفراد عائلتي.

لى كل أصدقائي ولى كل طالب علم.

ناصر بن سنة



كلمة شكر

لله الحمد والشكر أولا وأخيرا.

ثم أتقدم بخالص شكري وبالغ تقديري الى أستاذي الدكتور قاشي يوسف على سعة صبره، وعلى المجهودات التي بذلها والثقة التي منحني إياها، فكان نعم الأستاذ ونعم المشرف. والشكر موصول الى لجنة المناقشة على تكريمها بمناقشة هذا العمل بغرض تقويمه، تطويره وتحسينه.

كما أتقدم بشكري وامتناني الى كل من بذل معي جهدا ووفر لي وقتا، ونصح لي قولا، أسأل الله أن يجزيهم عني الجزاء الاوفى، أخص بالذكر زوجتي الغالية.

بن سنة ناصر

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	الإهداء:
II	كلمة شكر:
III	فهرس المحتويات:
VIII	فهرس الجداول:
XI	فهرس الأشكال:
XIV	فهرس الملاحق:
XVI	الملخص:
أ-ر	مقدمة:
1	الفصل الأول الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية
2	تمهيد:
3	المبحث الأول: نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
7	المطلب الثاني: تصنيفات ووظائف المؤسسات الاقتصادية
14	المطلب الثالث: بيئة المؤسسة الاقتصادية
26	المبحث الثاني: عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية
26	المطلب الأول: مفهوم القرارات
31	المطلب الثاني: ظروف وأساليب اتخاذ القرارات
36	المطلب الثالث: أنواع القرارات في المؤسسة
42	المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة الاقتصادية
42	المطلب الأول: ماهية قيمة المؤسسة الاقتصادية
45	المطلب الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة
51	المطلب الثالث: آليات ومداخل تحديد قيمة المؤسسة
54	خلاصة الفصل الأول.....
55	الفصل الثاني: دور اختيار هيكل التمويل في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

56	تمهيد:
57	المبحث الأول: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية
57	المطلب الأول: ماهية التمويل في المؤسسة الاقتصادية
61	المطلب الثاني: مصادر التمويل من الأموال المملوكة
67	المطلب الثالث: مصادر التمويل من الأموال المقترضة
79	المبحث الثاني: أثر اختيار تكاليف التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية
79	المطلب الأول: مفهوم تكاليف التمويل
82	المطلب الثاني: تحديد تكاليف التمويل
87	المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة للهيكلة التمويلي
90	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية
90	المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة
101	المطلب الثاني: النظريات المعاصرة المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة
108	خلاصة الفصل الثاني.....
109	الفصل الثالث: دور القرارات الاستثمارية في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية
110	تمهيد:
111	المبحث الأول: ماهية القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية
111	المطلب الأول: مفاهيم حول الاستثمار في المؤسسة
116	المطلب الثاني: أهمية قرار الاستثمار في المؤسسة
120	المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار وأهمية تحليل العوامل الأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة
126	المبحث الثاني: أثر طرق اختيار المشاريع الاستثمارية على قيمة المؤسسة الاقتصادية
126	المطلب الأول: طرق اختيار مشاريع الاستثمار في حالة التأكد
132	المطلب الثاني: طرق اختيار مشاريع الاستثمار في حالة عدم التأكد
134	المطلب الثالث: طرق اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة
139	المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة
139	المطلب الأول: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل
146	المطلب الثاني: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

149 خلاصة الفصل الثالث
151	الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية
152	تمهيد:
153	المبحث الأول: قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية
153	المطلب الأول: مفهوم سياسات توزيع الأرباح
155	المطلب الثاني: دوافع وطبيعة سياسات توزيع الأرباح
157	المطلب الثالث: إجراءات سياسات توزيع الأرباح
159	المبحث الثاني: أنواع والعوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح
159	المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع الأرباح
161	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار سياسات توزيع الأرباح
165	المطلب الثالث: نماذج سياسات توزيع الأرباح
173	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
173	المطلب الأول: نظريات مفسرة لسياسات توزيع الأرباح في المؤسسة
178	المطلب الثاني: قضايا أخرى تتعلق بسياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة
186 خلاصة الفصل الرابع
187	الفصل الخامس: مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)
188	تمهيد:
189	المبحث الأول: تقديم طريقة وإجراءات الدراسة
189	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة وهدف من الدراسة
191	المطلب الثاني: إجراءات الدراسة
196	المبحث الثاني: تفسير مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال فترة (2014-2018)
196	المطلب الأول: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة
207	المطلب الثاني: قياس وتفسير القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي خلال الفترة (2014-2018)
210	المطلب الثالث: قياس وتفسير القيمة السوقية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي

213	المبحث الثالث: تفسير تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية لسهم مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)
213	المطلب الأول: تفسير طريقة الدراسة
218	المطلب الثاني: دراسة صلاحية النموذج
222 خلاصة الفصل الخامس:
224 خاتمة:
233 مراجع:
249 ملاحق:

فهرس الجداول

فهرس الجداول

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
09	تصنيف المؤسسات حسب الحجم	(1-1)
34	مصفوفة القرار	(2-1)
63	مزايا وعيوب الأسهم العادية	(1-2)
65	مزايا وعيوب الأسهم الممتازة	(2-2)
70	مزايا وعيوب السندات	(3-2)
127	مزايا وعيوب فترة الاسترداد	(1-3)
128	مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي	(2-3)
131	مزايا ومساوئ معيار مؤشر الربحية	(3-3)
194	بيانات القوائم المالية المعتمدة في الدراسة لمؤسسة فندق الأوراسي للفترة (2014-2018)	(1-5)
197	تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(2-5)
197	تكلفة الديون المالية بعد الضرائب (Ki) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(3-5)
198	التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(4-5)
200	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(5-5)
202	الاحتياج في رأس المال المستثمر BFR لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(6-5)
203	رأس المال المستثمر IC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(7-5)
205	العائد على رأس المال المستثمر Roic لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(8-5)
208	القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(9-5)
211	القيمة السوقية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(10-5)

..... فهرس الجداول

215	القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(11-5)
217	المعطيات المساعدة لتقدير معالم نموذج الانحدار الخطي البسيط	(12-5)
219	جدول تحليل التباين وحساب إحصائية فيشر	(13-5)

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
16	بيئة المؤسسة	(1-1)
25	أخذ القرار بالتوازي مع تغير البيئة الخارجية	(2-1)
25	الإمكانيات الداخلية للمؤسسة من منظور البيئة الخارجية	(3-1)
29	اتخاذ القرار جوهر العملية الإدارية	(4-1)
31	مراحل اتخاذ القرارات	(5-1)
35	شجرة القرار	(6-1)
70	تصنيف أنواع السندات	(1-2)
89	التكلفة الوسيطة المرجحة للهيكل التمويلي	(2-2)
91	منحنى يمثل العلاقة بين الاقتراض وتكلفة رأس المال	(3-2)
92	نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة	(4-2)
93	العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال	(5-2)
94	الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي	(6-2)
95	النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة	(7-2)
97	قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب	(8-2)
98	مود غلياني وميلر في ظل غياب الضرائب	(9-2)
99	قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	(10-2)
100	كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	(11-2)
101	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس	(12-2)
102	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال	(13-2)
104	المديونية وتكاليف الوكالة	(14-2)
105	العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة	(15-2)
119	يمثل العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري	(1-3)
140	يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري	(2-3)
143	كلفة الاستثمار والعائد لكل فرصة استثمارية	(3-3)
144	كيفية تحديد نقطة التقاطع	(4-3)

147	علاقة التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري بقيمة المؤسسة	(5-3)
157	العلاقة المترابطة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة	(1-4)
177	افتراضات نظريات MM وعصفور في اليد والتفضيل الضريبي	(2-4)
178	مواقف نظريات توزيع الأرباح	(3-4)
179	أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة السهم	(4-4)
191	تمثيل طبيعة متغيرات الدراسة	(1-5)
199	تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(2-5)
201	تطور صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(3-5)
204	تطور رأس المال المستثمر IC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(4-5)
206	تطور العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(5-5)
209	تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(6-5)
212	تطور القيمة السوقية المضافة MVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(7-5)
215	تطور القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(8-5)
216	تطور القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)	(9-5)

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

فهرس الملحق

الصفحة	العنوان	الرقم
250	الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2014/12/31	(1)
252	حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2014/12/31	(2)
253	الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2015/12/31	(3)
255	حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2015/12/31	(4)
256	الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2016/12/31	(5)
258	حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2016/12/31	(6)
259	الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الأوراسي في 2017/12/31	(7)
261	حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2017/12/31	(8)
262	الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الأوراسي في 2018/12/31	(9)
264	حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2018/12/31	(10)
265	القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة 2014-2018	(11)

ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية، وهذا من خلال دراسة مختلف مصادر التمويل وكيفية اختيار هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة الاقتصادية وما مدى تأثيرها على قيمتها، توضيح كيفية صنع واتخاذ القرارات الاستثمارية ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى معرفة سياسات التوزيع الأرباح المثلى ومدى مساهمتها في تعظيم القيمة الحقيقية في المؤسسة الاقتصادية. بحيث تم دراسة حالة لمؤسسة فندق الأوراسي للفترة (2014-2018) للتعرف على مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي، وهذا بالاعتماد على دراسة العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في توجيه اتخاذ القرارات المالية؛ مع دراسة القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA التي تعبر عن القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي، بالإضافة إلى دراسة علاقة تأثير بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية له خلال فترة الدراسة. بحيث اعتمدنا على المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي التاريخي للجانب النظري للبحث. بالإضافة إلى منهج دراسة حالة في الفصل الأخير مع المنهج التحليلي الاستنباطي للجانب التطبيقي للدراسة وذلك لاستنباط الحقائق ودراسة الواقع من خلال مراجعة البيانات المالية لمؤسسة فندق الأوراسي. بحيث تم التوصل إلى أن القرارات المالية المتمثلة في (قرار التمويل، قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح) من خلال العائد على الاستثمار والتكلفة المرجحة لرأس المال كأساس في توجيه القرارات المالية تساهم في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي، المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، بالإضافة إلى وجود علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية له.

الكلمات المفتاحية: المؤسسة الاقتصادية، القرارات المالية، القرارات الاستثمارية، القرارات التمويلية، سياسات توزيع الأرباح، القيمة الحقيقية

Abstract:

The purpose of this study is to explain the extent to which financial decisions contribute to maximizing the real value of an economic enterprise, by examining the different sources of financing, how the optimal financing structure of an economic enterprise is chosen and how it affects its value. Explain how investment decisions are made and how they affect the value of the enterprise, as well as how distribution policies optimize profits and how they contribute to maximizing the real value of the enterprise. A Case study was conducted for the Eurasian Hotel Foundation for the period 2014-2018 to determine the extent to which financial decisions contributed to maximizing the real value of the Eurasian Hotel Foundation, relying on a study of the return on invested capital and the weighted mean cost of capital as a basis for financial decision-making, With the study of EVA and MVA reflecting the real value of the Eurasian Hotel Foundation. In addition to examining an impact relationship between the economic value added of the share and its market value during the study period. So we relied on the descriptive approach to the theoretical aspect of research. In addition to a case-study approach in the last chapter, with the standard approach for the applied aspect of the study in order to develop facts and study reality through an audit of the financial statements of the Eurasian Hotel Foundation. So that the financial decisions of (Decision to finance, decision to invest, decision to distribute profits) through return on investment and weighted cost of capital as a basis for directing financial decisions contributes to maximizing the real value of the Eurasian Hotel, expressed in economic value added and market value added, as well as a moral impact relationship between the economic value added of the share and its market value.

Keyword: Economic enterprise, Financial decisions, Investment decisions, Financing decisions, Dividend-distribution policies, real value.

مقدمة

مقدمة

تمهيد:

يتميز النشاط الاقتصادي بحركية دائمة تديرها العلاقات والمعاملات المختلفة، فالمؤسسة الاقتصادية جزء مهم من هذه الحركية، حيث تواجهها العديد من التحديات نتيجة ما يشهده عالم الأعمال من تطورات سريعة في شتى المجالات ما يقتضي إعداد خطط مدروسة طويلة بما يساعدها على اختيار أفضل القرارات التي تعظم قيمة المؤسسة، بما أنها نظام مفتوح تتأثر وتؤثر بالمحيط من خلال مختلف مكوناته وبالأخص مكونات المحيط المالي الذي يؤثر عليها وبالتالي لإعداد أي استراتيجية مالية يجب التشخيص العميق لهذا المحيط مع تحديد أهم مكوناته من أجل تحديد أهم الفرص التي يتيحها واستغلالها بالشكل الأمثل هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحديد أهم التهديدات التي تؤثر سلبا على المؤسسة ومحاولة تفاديها أو التقليل من تأثيرها.

إذ المؤسسة الاقتصادية من خلال هدفها المحافظة على تواجدتها واستمراريتها مع تعظيم قيمتها، في عالم الأعمال أضحى عليها مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات المهمة ومن الملاحظ أن قضية اتخاذ القرارات المالية قد استأثرت جزء مهم من الدراسات لما لها من أهمية بالغة في التأثير على قيمة المؤسسة، فاعتبار بناء أي قرار مالي مناسب من بين التحديات التي تواجهها نظرا لل صعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار:

المصادر التمويلية الملائمة إذ يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف المصادر التمويلية وهذا في ظل القيود المفروضة، ذلك من خلال تكوين مزيج تمويلي أمثل بأقل التكاليف الممكنة وبدرجة خطر مقبولة هذا لتحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها الحقيقية،

تحديد أسلوب وكيفية استغلال هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجاتها الاستثمارية في إطار تحقيق الأهداف المرجوة من مختلف العناصر الفاعلة من ملاك، مسيرين، عمال... الخ والتي تتمثل أبرزها في تعظيم قيمة مقارنة بالتكلفة، مما يسمح لها باختيار أفضلها التي تساهم في تحقيق الأهداف المسطرة،

الموازنة بين توزيع الأرباح واحتجازها، إذ هناك من التيارات تبني اعتقادها على أن عملية توزيع الأرباح سوف تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للسهم وبالتالي التأثير على ثروة الملاك، في حين يرى فريق آخر بأن توزيع الأرباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للشركة. من خلال ما سبق ارتأينا الى دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)، لاستغلال المعلومات والبيانات المالية المنشورة في حسابها وعلى موقع بورصة الجزائر لإمكانية التوصل الى دور القرارات المالية في تعظيم قيم المؤسسة، هذا بناء على القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومعرفة مدى وجود علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية لها.

* إشكالية البحث: من خلال ما سبق تتضح ملامح إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي الموالي:

ما مدى تأثير القرارات المالية على قيمة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)؟

* الأسئلة الفرعية: من هذا السؤال الرئيسي للبحث تتفرع الأسئلة الفرعية التالية:

- على أي أساس تتم عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف يتم اختيار هيكل التمويل الأمثل وما دوره في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- ما هو الدور الذي تلعبه القرارات الاستثمارية في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- ما هي أنجع سياسة في توزيع الأرباح التي تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- هل هناك دلالة احصائية بين القيمة المحققة في المؤسسة والقيمة السوقية للسهم؟

* الفرضيات: كإجابة أولية للأسئلة الفرعية السابقة نقترح الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: تتم عملية اتخاذ قرارات المؤسسة بناء على الفرص الموجودة في السوق والتهديدات، بالإضافة إلى النقاط القوة والضعف.

- الفرضية الثانية: يتم تحديد أفضل المصادر من خلال دراسة التكلفة والعائد الذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها.

- الفرضية الثالثة: تظهر قيمة المؤسسة في قيمة استثماراتها.

- الفرضية الرابعة: تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية.

- الفرضية الخامسة: توجد علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي.

* أهمية البحث: يستمد البحث أهميته من أهمية القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، وهي من المواضيع التي تحتل حيزا كبيرا ضمن اهتمامات منظري الفكر المالي، نظرا لما لها من أهمية إستراتيجية، بحيث تتحدد على أساسها مختلف القرارات الوظيفية الأخرى، كما أنها من القرارات التي يجب على المؤسسة الاعتناء بها، باعتبارها تؤثر على نشاطها، نموها وقيمتها الحقيقية ووضعها المالي على المدى القصير أو الطويل.

* أهداف البحث: من خلال هذا البحث نهدف إلى:

- التعرف على المؤسسة الاقتصادية وعملية اتخاذ قراراتها، مع تحديد طرق قياس قيمتها؛

- دراسة مختلف مصادر التمويل وكيفية اختيار هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة الاقتصادية وما مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛

- توضيح كيفية صنع واتخاذ القرارات الاستثمارية ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛

- معرفة سياسات التوزيع الأرباح المثلى ومدى مساهمتها في تعظيم القيمة الحقيقية في المؤسسة الاقتصادية؛

- محاولة البحث في مدى تأثير القرارات المالية على قيمة مؤسسة فندق الأوراسي.

* **منهج البحث:** بناء على طبيعة الإشكالية المطروحة وبغية الوصول إلى الأهداف المرجوة في هذا البحث، وقصد الإحاطة بجوانب موضوع البحث والتمكن منه حاولنا استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية والاقتصادية والعلمية، بحيث اعتمدنا على المنهج الوصفي للجانب النظري للبحث وذلك من خلال دراسة الأبحاث والدراسات السابقة والكتب وكل ما يتعلق بمحاور البحث المتاحة لتقديم أهم مفاهيم المتعلقة بالمؤسسة الاقتصادية، القيمة، القرارات المالية، بالإضافة إلى عرض مختلف النقاط المتعلقة بقرارات التمويل وسياسات توزيع الأرباح، والنظريات المفسرة لهما، بالإضافة إلى عرض لمختلف طرق تقييم المشاريع الاستثمارية. بالإضافة إلى منهج دراسة حالة والمنهج القياسي في الفصل الأخير للجانب التطبيقي للدراسة وذلك لاستنباط الحقائق ودراسة الواقع من خلال مراجعة البيانات المالية لمؤسسة فندق الأوراسي، واستخدام بعض البيانات المالية لقياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، بالاعتماد على العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة ورأس المال المستثمر، ثم الاعتماد على الأسلوب القياسي وهو نموذج الانحدار الخطي البسيط لتفسير تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة (2014-2018)، بعد دراسة القوة التفسيرية والقوة الارتباطية بين متغيرات الدراسة

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F.

- اختبار معنوية المعلمات باستخدام ستودنت.

* **أسباب اختيار الموضوع:** من أهم الأسباب الذاتية التي أدت إلى اختيار الموضوع تكمن في تخصص الدراسة في المالية والمحاسبة وكذلك الميل لمثل هذه المواضيع، أما فيما يخص الأسباب الموضوعية فتتعلق أساساً بأهمية علاقة التأثير والتأثر بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة الاقتصادية.

* **حدود البحث:** يمكن تقسيم حدود البحث إلى حدود مكانية وحدود زمنية، بحيث أن الحدود المكانية تم التطرق لدراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي هي مؤسسة سياحية جزائرية تشتغل داخل القطر الوطني وهي مدرجة في وبورصة الجزائر وتم استغلال موقعي بورصة وموقع المؤسسة للحصول على بيانات الدراسة، أما الحدود الزمنية فهي

محددة بالفترة الممتدة بين 2014 إلى 2018، وهذا راجع لرغبتنا لحصر الفترة في 5 سنوات وهي فترة كافية لإبراز نتائج دراسة الحالة.

* **صعوبات البحث:** للقيام ببحث علمي يستلزم توفر مجموعة من الظروف التي تمكن الباحث الى الشعور بنوع من الأريحية لتقديم الأفضل ومن هذا المنطلق في هذا البحث هناك عدة ظروف لم تساعد الباحث للقيام بمهامه ويمكن أن نلخصها فيما يلي:

- صعوبة إيجاد مؤسسة اقتصادية تستقبل الباحث وتستوفي طابع الدراسة التطبيقية التي نريد دراستها.
 - انعدام الدعم المادي الذي يجعل الباحث يقوم بالأفضل مما يجعله ينتقل الى المؤسسات المستقبلية.
 - الظروف الاجتماعية التي تجعل الباحث دائما يميل الى الانسحاب من البحث العلمي.
 - الظروف الصحية المتمثل في الكوفيد 19 في الفترة الأخيرة التي أدت الى غلق طويل للمؤسسات.
- * **الدراسات السابقة:** من بين أهم الدراسات التي تقترب مضامينها من موضوع البحث هي كالتالي:

- **دراسة عبد الكريم خيري(2019):** أطروحة دكتوراه بعنوان: " أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية" قسم العلوم التجارية، جامعة المسيلة، حيث عالجت هذه الدراسة إشكالية: كيف يمكن للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية تحقيق أقصى ثروة للمساهمين وتعظيم قيمتها السوقية في ظل تداخل القرارات المالية والتأثير المتبادل بينها؟ واهتمت الدراسة في البحث في مدى تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر. ومن أهم ما توصلت إليها الدراسة أنه يمكن للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية الرفع من قيمة أسهمها وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية من خلال اتخاذها لقرارات مالية تكون منسجمة ومتوافقة مع بعضها البعض، بحيث لا يتخذ أي قرار بمعزل عن باقي القرارات باعتبارها متداخلة معا وذات تأثير متبادل.

تتفق هذه الدراسة مع الدراسة التي قمنا بها باعتبارها درست مختلف القرارات المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة، في حين تخلف عنها كون أن دراستنا تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة لمؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم للقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة درست المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.

- **دراسة بنية محمد(2017):** أطروحة دكتوراه بعنوان: " القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010-2015"، قسم علوم التسيير، جامعة المدية، عالجت هذه الدراسة إشكالية: ما مدى فعالية دور القرارات المالية المتخذة من قبل المؤسسات في تعظيم القيمة السوقية؟، واهتمت الدراسة في البحث في مدى تأثير القرارات

المالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، ومن أهم النتائج المتوصل إليها وجود أثر معنوي لمتغيري قرار الاستثمار وربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للمؤسسة، بينما لا يوجد أثر معنوي لمتغير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست مختلف القرارات المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة لمؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم للقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم أما هذه الدراسة فدرست الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

- دراسة عدمان فايزة(2017): مذكرة ماجستير بعنوان: " سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة-دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج البانل"، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، عالجت إشكالية: كيفية تأثير سياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة المدرجة في البورصة على قيمة السوقية لأسهمها؟ واهتمت الدراسة في بناء نموذج قياسي يبين أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للأسهم، وتبرير القصور الذي يعتريها. ومن أهم ما توصلت إليها أن قيمة المؤسسة المعبر عنها بقيمة سهمها في البورصة تتأثر بعوامل العرض والطلب عليه نظرا لتعددتها وتغيرها، وهذه العوامل تؤثر في تحديد القيمة السوقية للسهم العادي المقياس لقيمة المؤسسة، وان هذه القيمة لا تتسم بالثبات.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست أثر قرار مالي المتمثل في سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة لمؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم للقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة فدرست البنوك المدرجة في بورصة عمان.

- دراسة ضيف ياسين(2015): مذكرة ماجستير بعنوان: " تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة 2009-2012"، قسم العلوم التجارية، جامعة ورقلة، بحيث عالجت إشكالية: مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات المدرجة في سوق المالي السعودي خلال فترة 2009-2012؟، واهتمت الدراسة باختبار العلاقة بين الهياكل التمويلية للشركات

السعودية المدرجة في السوق السعودي وقيمة تلك الشركات، بحيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية بقيمة الشركة.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست أثر قرار مالي المتمثل في تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة لمؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم للقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة فدرست المؤسسات المدرجة في سوق المالي السعودي.

- دراسة بوحا درة عبد الكريم(2012): مذكرة ماجستير بعنوان: " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-مع دراسة حالة"-قسم علوم التسيير، جامعة قسنطينة، عالجت إشكالية: الدور الذي تؤديه سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم في ظل الظروف التي تتسم بعدم الثبات وعدم التأكد، حيث ركزت على الأرباح المحتجزة وسياسة توزيع الأرباح وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم، وكذلك إظهار أهمية التوزيعات بالنسبة لكل من المستثمر والمؤسسة. وتوصلت الدراسة أن سياسة توزيع الأرباح تؤدي دورا هاما في تحديد قيمة السهم، فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينها تقرر المؤسسة توزيع الأرباح عموما تكون قادرة على تغطية مبلغ التوزيعات ولا تعاني من صعوبات مالية تحول دون قيام ذلك.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست أثر قرار مالي المتمثل في سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة لمؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم لقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة فدرست بعض المؤسسات الوطنية وبعض المؤسسات الأجنبية المدرجة في البورصة

- دراسة بن الضب علي(2009): مذكرة ماجستير بعنوان: " دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة-دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلا الفترة 2006-2008"، علوم التسيير جامعة ورقلة، حيث عالجت إشكالية: مدى تأثير كل

من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما لها؟ واهتمت بإبراز العوامل ذات التأثير البالغ على قيمة المؤسسة قصد اتخاذ القرار الناجع والفعال في سوق الكويت للأوراق المالية، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أن متغيري الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، ولكن مع وجود متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردودية، حجم السيولة، المخاطر النظامية.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست أثر قرارين ماليين هما الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة المؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم لقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة فدرست عينة من المؤسسات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

- دراسة أيمن سيد محمد سرحان(2003): مذكرة ماجستير بعنوان: " أثر المتغيرات المالية على قيمة السوقية لأسهم المنشأة بالتطبيق على قطاع الصناعات التحويلية"، إدارة الأعمال، جامعة عين شمس مصر، بحيث اهتمت الدراسة بتحديد درجة تأثير المتغيرات المالية المختلفة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المسعرة في البورصة المصرية، وتوصلت الدراسة إلى أن المتغيرات الأكثر تأثيراً تتمثل في الربحية ومعدل الفائدة، إلا أن هذا التأثير ضعيل جداً.

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها درست أثر المتغيرات المالية على قيمة المؤسسة، وتختلف عنها كونها تدرس مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة واعتمدت على دراسة حالة المؤسسة واحدة مدرجة في البورصة بالاعتماد على القيمة لاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لمعرفة مدى خلق الثروة للمساهمين أي تعظيم لقيمة المؤسسة، مع دراسة تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم. أما هذه الدراسة فدرست مؤسسات القطاع الصناعات التحويلية المسعرة في بورصة مصر.

- دراسة الباحث Kane وزملائه(1989) مقال في مجلة التحليل المالي والكمي بعنوان: « **Impact of financial leverage & The cost of capital on return of investment** »

عالجت هذه الدراسة إشكالية: أثر الرافعة المالية وتكلفة رأس المال على معدل العائد على الاستثمار، وتوصلت الدراسة أن هناك منافع كبيرة تحققها المؤسسات عندما يزداد اعتمادها على القروض في تمويل استثماراتها إذ يزداد العائد، أي هناك علاقة إيجابية بين تكلفة التمويل وكذا الرافعة المالية مع العائد على الاستثمار، إلا أنه تزداد درجة المخاطر التعرض للتصفية والافلاس.

تتفق الدراسة التي قمن بها مع هذه الدراسة في كونها درست أثر قرار مالي متمثل بقرار الرفع المالي على قرار آخر قرار الاستثمار أي دراسة العلاقة التبادلية والتوافقية بين القرارين، في حين تختلف في كون دراستنا تدرس دور القرارات المالية المتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

– دراسة الباحث Sutrisno (2016) مقال في مجلة العالم الاقتصادي بعنوان " Capital structure determinants and their impact on firm value : Evidence from Indonesia,

« وقد سعت الدراسة الى تحقيق غرضين أساسيين، الغرض الأول هو اكتشاف وتحليل محددات هيكل رأس المال، والغرض الثاني هو اكتشاف وتحليل تأثير محددات هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة، ومن أهم العوامل التي تم اختبارها كمحددات هيكل رأس المال كل من نمو المؤسسة، الربحية، بنية الأصول، الرافعة المالية وحجم المؤسسة، توصلت الدراسة الى أن هيكل الأصول والرافعة والربحية لها تأثير معنوي على قيمة الشركة، في أن نمو المؤسسة وحجم المؤسسة ليس لها تأثير على قيمة المؤسسة،

تتفق دراستنا مع هذه الدراسة كونها قرار واحد هو قرار التمويل المعبر عنه في محددات هيكل رأس المال وتأثيرها على قيمة المؤسسة، وتختلف في كون دراستنا قامت بدراسة تأثير ثلاثة قرارات مالية المتمثلة في قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وتختلف أيضا في كون دراستنا قامت بالتعبير عن قرار التمويل بالتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

* **تقسيمات البحث:** سعيا منا لإنجاز البحث والإجابة على الإشكالية، قمنا بتقسيمه إلى خمسة فصول بالإضافة إلى مقدمة البحث وخاتمته، أربع فصول للجانب النظري، فصل واحد للجانب التطبيقي، ويمكن استعراض هيكل البحث كما يلي:

– مقدمة البحث: تم التطرق فيها إلى عرض الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية، كما تم اقتراح فرضيات البحث كإجابة أولية على الأسئلة السابقة، إضافة إلى عرض أهمية وأهداف البحث، وتوضيح منهجية البحث، مع ذكر أهم الدراسات السابقة.

– الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية: حيث تم إعطاء نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية في المبحث الأول، ثم التطرق في المبحث الثاني إلى عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة، أما المبحث الثالث تم عرض الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة؛

– الفصل الثاني: دور اختيار هيكل التمويل في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية: حيث في هذا الفصل تم في المبحث الأول عرض قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية، وتناولنا في المبحث الثاني أثر اختيار تكاليف

التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية، وكمبحث أخير تم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛

- الفصل الثالث: دور القرارات الاستثمارية في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية: تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول تم التطرق لماهية القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، وكمبحث ثاني أثر طرق اختيار المشاريع الاستثمارية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الأخير تم إبراز علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة؛

- الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تم التطرق القرارات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كمبحث أول، واستعرضنا في المبحث الثاني أنواع والعوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح، أما المبحث الثالث تم عرض أهم النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛

- الفصل الخامس: دور القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018):

بمبحث تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث بمبحث في المبحث الأول تم تقديم طريقة وإجراءات الدراسة، وفي المبحث الثاني تم تفسير مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال فترة (2014-2018)، أما المبحث الأخير تم تفسير تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)؛

- خاتمة: قمنا من خلالها بتقديم حوصلة لما تم عرضه من خلال فصول البحث، حيث تم الإجابة على مختلف الأسئلة المقدمة في البحث، بالإضافة إلى تقديم النتائج المتوصل إليها، مع إعطاء بعض التوصيات التي نراه مناسبة مع إعطاء مجموعة من أفاق الدراسة المكتملة والمدعمة.

الفصل الأول

تمهيد:

المؤسسة الاقتصادية بمثابة مركز اتخاذ القرارات اليومية بناء على الغاية والهدف من إنشائها، بحيث تصطدم بعدة عراقيل في عدم تحقيق أهدافها مما يستدعي فهم المشكلة ومحاولة حلها، باتخاذ قرار مناسب لها. اتخاذ القرارات في المؤسسة لها آثار على استراتيجياتها ووضعيتها سواء في الحاضر أو المستقبل وأيضاً فيما يخص استمراريتها وقيمتها الحقيقية، وبالتالي يتم اتخاذ القرار في إطار الخطة التي تدير عليها المؤسسة، إتخاذ هذه القرارات يستوجب دراسة معمقة لها والأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل تساعد في حسن اختيار أحسن القرارات، لتحقيق أهدافها المؤسسة نجد أن هدف تعظيم لقيمة من بين أهم الأهداف التي تسعى الى تحقيقها، للمحافظة على استمراريتها وكذا المحافظة على ثروة الملاك فهو بمثابة الحافز الأساسي لكل الأطراف الفاعلة في المؤسسة. بحيث أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديدها. من خلال ما سبق تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثاني: عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة؛

المبحث الثالث:الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة.

المبحث الأول: نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية

يتضمن هذا المبحث المفاهيم المتعلقة بالمؤسسة والأهداف التي ترمي إليها مع ذكر الأصناف الموجودة والمعايير التي يعتمد عليها لتصنيفها، بعد ذلك سنتطرق إلى مختلف الوظائف التي قد نجدها في معظم المؤسسات خاصة الإنتاجية منها، مع مدى تأثير وتأثر البيئة على المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

تختلف المفاهيم حول المؤسسة باختلاف وجهات النظر، حيث يعتبرها البعض مكسب لأرباح وقد يعتبرها البعض الآخر مكسبا للرزق وقد ترى لبعض الأطراف كمصدر لازدياد ثروة الأمم، ومن خلال هذا المنظور تتحدد الأهداف التي تسعى إليها المؤسسة.

أولا: تعاريف وخصائص المؤسسة الاقتصادية

1- تعاريف: يمكن إعطاء تعاريف مختلفة للمؤسسة ولكن أهمها يكمن في تلك التي تعتبرها تنظيما يجمع بين وسائل الإنتاج والإنسان.

- تعتبر المؤسسة مجموعة من العناصر المنظمة، وتتكون من وظائف وأنشطة مختلفة الأهداف ومتداخلة فيما بينها، تتميز بالتفاعل المستمر بهدف نمذجة الحلول الملائمة للتسيير¹.

- ينظر للمؤسسة حسب المنظور الاجتماعي على أنها المكان الذي يجمع بين عدة أطراف مختلفة الأهداف، من مساهمين، مسيرين، عمال، لتحقيق منفعة كل طرف بما يسمح باستمرارية المؤسسة².

- المؤسسة عبارة عن تجمع إنساني متدرج تستعمل وسائل فكرية، مادية ومالية لاستخراجه، تحويل، نقل وتوزيع السلع أو الخدمات طبقا لأهداف محددة من طرف المديرية بالاعتماد على حوافز الربح والمنفعة الاجتماعية بدرجات مختلفة³.

- المؤسسة هي منظمة تجمع بين أشخاص ذوي كفاءات متنوعة تستعمل رؤوس الأموال وقدرات من أجل إنتاج سلعة ما، والتي يمكن أن تباع بسعر أعلى من تكلفته⁴.

¹-Brien j, Marion G : le système d'informatique de gestion, de Boeck université, Bruxelles, 1997, p70.

²-Dijon Toussaint j. p, Brong G, Duclaud: l'entreprise horticole : approche globale et environnement, Educagri, 2eme édition, 2004, p40.

³- درحون هلال: المحاسبة التحليلية نظام معلومات للتسيير والمساعدة على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص13.

⁴- ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص10.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- المؤسسة هي مجموعة أشخاص مهيكليين على شكل هرمي، بهدف إنتاج السلع والخدمات القابلة للمتاجرة، بهدف تحقيق لأقصى ربح¹.

- يُعرف تروشي المؤسسة على أنها: الوحدة التي تجمع فيها وتنسق العناصر البشرية والمادية للنشاط الاقتصادي².

- تُعرف المؤسسة على أنها منظمة أعمال، ويقصد بمنظمة أية منشأة أو مؤسسة أو شركة تعمل على أساس قاعدة اقتصادية واضحة، يكون الهدف الأساسي لقيامها ونشأتها هو تحقيق مستويات مناسبة من الأرباح (وهو مؤشر لكفاءة الأداء)، يضاف إلى ذلك تأمين متطلبات ورغبات المستهلكين من سلع وخدمات مناسبة³.

- المؤسسة هي منظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعا ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المادية، المالية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف المسطرة في نطاق زمني ومكاني⁴.

- المؤسسة هي وحدة إنتاجية مركزة توجه عوائد الإنتاج وتعتبر أيضا وحدة اجتماعية تتخذ مجموعة من القرارات من أجل اقتحام أكبر عدد من الأسواق، كذلك لتحقيق مجمل الأهداف⁵.

- المؤسسة هي مجموعة من الوسائل المختلفة الأنواع المادية والمعنوية المستثمرة من طرف مجموعة من الأشخاص، بهدف الوصول إلى إشباع اقتصادي واجتماعي⁶.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج تعريف شامل للمؤسسة تتمثل في ذلك التنظيم المستقل الذي يجمع بين الوسائل المالية، المادية، البشرية، فكرية، وتؤخذ فيه عدة قرارات من أجل إنتاج سلع وخدمات قابلة للمتاجرة بغية الوصول إلى تحقيق أهداف ومنفعة كل طرف (أرباح، أجور، مكافآت، ترقية... الخ) بما يسمح باستمرارية المؤسسة ونموها.

2- خصائص المؤسسة الاقتصادية

من خلال سرد التعاريف السابقة للمؤسسة، يمكن استخلاص الصفات أو الخصائص التالية التي تتصف بها المؤسسة الاقتصادية:

- المؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.

1- محمد أكرم العدوني: العمل المؤسسي، الطبعة الأولى، دار بن حزم، لبنان، 2002، ص14.

2- غول فرحات: الوجيز في اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص08.

3- Stevenson W.J: Production Operation Management, Mc Graw Hill, Inc, New York, 1999, p491.

4- عبد الرزاق بن حبيب: اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009، ص28.

5- M, Darbelet: économisé d'entreprise, édition Foucher, Paris, 1996, p04.

6- Jaque Bravard: L'évaluation des entreprises, Donod, Paris, 1969, p01.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها، أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية، وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة.
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، بالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد.
- التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهداف معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم أعمال معين¹.
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف².
- المؤسسة مركز القرارات الاقتصادية التي تخص نوع وكمية المنتجات، الأسعار، التوزيع، التصدير، الاتصال...، تتمثل هذه القرارات في اختيارات استعمال الوسائل المحددة للوصول بأكثر فعالية للأهداف المسطرة.
- لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة فالمؤسسة لا توجد منعزلة فإذا كانت ظروف البيئة مواتية فإنها تستطيع أداء مهمتها في أحسن الظروف، أما إذا كانت معاكسة فإنها يمكن أن تعرقل عملياتها المرجوة وتفسد أهدافها³.
- يجب على المؤسسة أن تكون على دراية تامة بكل ما يحيط بها من أجل التنبؤ والتوقع من خلال توفير المعلومات التي تسمح لها بتكوين رؤية شاملة وواضحة بالمحيط الذي توجد فيه مما يساعدها في اتخاذ القرارات المناسبة⁴.

ثانيا: أهداف المؤسسة الاقتصادية

- تختلف أهداف المؤسسات حسب طبيعة النشاط الذي تقوم به، وحسب توجهات أصحابها وبالرغم من صعوبة حصرها، إلا أن أغلبية المؤسسات تسعى أساسا لتحقيق الأهداف الآتية:
- **أهداف اجتماعية:** تتمثل الأهداف الاجتماعية للمؤسسة الاقتصادية فيما يلي⁵:
- تتعلق بضمان مستوى مقبول من الأجور مقابل مجهوداتهم مما يؤدي إلى تحسين مستوى معيشة العمال.

¹ - إسماعيل عرباجي: اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص: 10-11.

² - عمر صخري: اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص: 25.

³ - عمر صخري: اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص: 25-26.

⁴ - خموش زكي المسماس مروان: الرقابة والتخطيط في المشروعات، مديرية الكتب والمطبوعات، 1981، ص: 24.

⁵ - فايز الرغبي، محمد إبراهيم عبدات: أساسيات الإدارة الحديثة، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص: 02.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال من خلال علاقات مهنية واجتماعية بين الأشخاص لأن ذلك هو السبيل الوحيد لضمان الحركية المستمرة في المؤسسة.
- توفير تأمينات والمرافق للعمال (التأمين الصحي، التأمين ضد الحوادث، التقاعد...).
- **أهداف اقتصادية:** تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة في:
 - تحقيق الربح وذلك من أجل الاستمرارية في النشاط وكذلك النمو والتوسع.
 - تحقيق متطلبات المجتمع أي الاستجابة لرغبات المستهلكين من خلال تقديم السلع والخدمات.
 - عقلنة الإنتاج أي الاستعمال العقلاني لعوامل النتاج ورفع إنتاجها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع.
- **أهداف ثقافية ورياضية:** بالإضافة إلى الأهداف الإجتماعية والإقتصادية للمؤسسة هناك أهداف ثقافية ورياضية يمكن ذكر منها ما يلي:
 - توفير وسائل ترفيهية وثقافية التي تفيد العمال مثل (المسرح، المكتبات، الرحلات) للشعور بالرضا واهتمام المؤسسة به.
 - تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى للتحكم في استعمال الوسائل الجديدة مما يسمح برفع المردودية.
 - تخصيص أوقات للرياضة وذلك بإتباع طريقة في العمل تسمح للعامل من مزاولة الرياضة لتبقيه في صحة جيدة¹.
- **أهداف تكنولوجية:** تتمثل الأهداف ذات الطابع التكنولوجي للمؤسسة فيما يلي:
 - كإنشاء هيئة للبحث والتطوير وذلك لاستعمال وسائل وطرق إنتاجية حديثة لربح الوقت وتقليل التكلفة، والحصول على معلومات دقيقة وموثوقة.
 - كما يمكن النظر إلى المؤسسة كمتعامل اقتصادي، تربطه التزامات داخلية وخارجية اتجاه خمسة ممثلي مجموعات يتم من خلالها تحديد أهداف المؤسسة وهم²:
- * **الملاك:** لا يقتصر هدف الملاك في تعظيم الربح بل يمتد ليشمل أهداف تتعلق بالحيط وخدمة الصالح العام وتحسين الظروف المعيشية للعمال.
- * **الزبائن:** من بين المجموعات التي تهتم بها المؤسسة هي الزبائن حيث يتم من خلالها تحديد قيمة الإنتاج على أساس سعر البيع الذي يقبلونه أو يرفضونه، وتتحدد أهداف المؤسسة تجاه الزبائن عن طريق العوامل الآتية: النشاط، السعر، النوعية، آجال التسليم، والخدمات ما بعد البيع.

¹- ناصر دادي عدون: مرجع سبق ذكره، ص10.

²-Lasary: comptabilité analytique, Imprimerie Es-Salem, Alger, 2001, P P 14-15.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

يتعلق الأمر هنا ببعض الالتزامات التي يجب أن تخضع لها المؤسسة، وتجعل تحقيق أهدافها مرهون بتطبيق هذه الالتزامات منها الإطار القانوني الذي يحكم المؤسسة سواء تعلق الأمر بالقوانين الوطنية أو الدولية، احترام حقوق العمال، والامتثال إلى بعض الضغوطات التي تنادي بها مجموعات المحيط خاصة بالنسبة للمؤسسات التي تنتج مواد كيميائية أو مواد سامة.

* **العمال:** إن مستقبل المؤسسة وبلوغ أهدافها مرهون بمهارات عمالها، فالعامل الذي يكتسب خبرة طوال السنوات التي قضاها في المؤسسة لا يمكن استبداله بسهولة، خاصة في تلك التي تتمتع بتقنيات عالية في عملية الإنتاج، أو بصفة خاصة تلك التي تعتمد على فكر وذكاء العمال، فمعرفة العمال تكون ما يسمى برأس المال المعرفة الذي يصعب حقيقة تقييمه كباقي عناصر أصول المؤسسة، ولا يمكن الإحساس بفعاليته إلا بفقدانه، والصرف إيجابي تجاه العمال يؤدي إلى تخفيض التكاليف، احترام آجال التسليم، وتحسين النوعية، وذلك يجعل العامل يحس بأنه جزء لا يتجزأ من هذه المؤسسة.

- **الموردون:** يشكل الموردون المصدر الخارجي لموارد المؤسسة سواء كانت (موارد مادية، مالية، أو بشرية)، فالموارد المادية تتمثل في الاستثمارات والسلع التي يمكن للمؤسسة أن تحصل عليها دون أن تدفع ثمنها فوراً، وبالتالي يمكن لها استغلالها والحصول على عوائد تسمح بتسديد ثمنها وتحقيق ربح للمؤسسة، أما الموارد المالية فتتمثل في القروض الطويلة، المتوسطة وقصيرة الأجل التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها، وأما بخصوص الموارد البشرية فالمقصود هنا المقابلة من الباطن التي تمكن المؤسسة من رفع رقم أعمالها وبالتالي من أرباحها.

المطلب الثاني: تصنيفات ووظائف المؤسسات الاقتصادية

يمكن تصنيف المؤسسة بناء على عدة معايير محددة تصنفها وفق ذلك، كما أن المؤسسة بتعدد تصنيفاتها نجد أيضاً على مستواها عدة وظائف تقوم بها حسب ذلك.

أولاً: تصنيف المؤسسات الاقتصادية

يمكن للمؤسسات أن تأخذ أشكالاً متعددة ونظراً للامتيازات التي تتمتع بها والالتزامات التي تخضع لها دون سواها، فقد يكون من الضروري تصنيفها حسب معايير مختلفة نذكر أهمها:

1- حسب المعيار القانوني: حسب هذا المعيار يمكن تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى ما يلي

- **المؤسسات الخاصة:**¹ حيث تكون المؤسسة ملك لشخص واحد أو مجموعة من الأشخاص، والمؤسسات الفردية يمكن أن تتعرض لأخطار غير محدودة أو محدودة ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:
- شركات الأشخاص: الشركات الفردية وشركات التضامن؛

¹ - Lasary. Economie de l'entreprise, collection c'est facile, 2001, p p: 10-12.

- شركات الأموال: شركات التوصية بالأسهم، شركات المساهمة؛
- شركات ذات المسؤولية المحدودة؛
- شركات الشخص الوحيد ذات مسؤولية محدودة.
- يمكن تقسيم المؤسسات الخاصة أيضا إلى يلي¹:
- المؤسسات الفردية: وهي مؤسسات يمتلكها شخص واحد ويؤسسها برأسمال شخصي، وتشمل عادة، الوحدات الحرفية، المحلات التجارية، الفنادق... الخ؛
- مؤسسات الشركات: وهي مؤسسات يمتلكها أكثر من شخص وتخضع لشروط قانونية خاصة كتوفر الرضا بين الشركاء، ومساهمة الشريك بجزء من رأسمال إما في شكل نقدي أو عيني أو حصة عمل، كشركات الأشخاص، شركات ذات مسؤولية محدودة، شركات المساهمة... الخ.
- **المؤسسات العامة (العمومية):** وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة أو الجماعات المحلية فلا يحق للمسؤولين عنها التصرف بها كيفما شاءوا ولا يحق لهم بيعها أو إغلاقها إلا إذا وافقت الدولة على ذلك، والأشخاص الذين ينيبون عن الحكومة في تسيير وإدارة المؤسسات العامة مسؤولين عن أعمالهم وفق القوانين والتشريعات الخاصة بالدولة،² يمكن تحديدها فيما يلي³:
- مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري؛
- مؤسسات عمومية اقتصادية مختلطة؛
- مؤسسات الجمعيات المحلية.
- **المؤسسات المختلطة:** وهي مؤسسة يكون رأسمالها مشترك بين القطاع العام والقطاع الخاص، أي مؤسسات عمومية تشترك مع مساهمين خواص، وتنظم هذا النوع من المؤسسات ضوابط تحددها تشريعات وأحكام خاصة.⁴
- 2- حسب معيار الحجم:** يرجع تصنيف المؤسسات حسب الحجم إلى أهمية المؤسسة ومكانتها في الاقتصاد، وقد اختلف في عدد المعايير التي تمكن من تصنيف المؤسسات حسب حجمها، فهناك من يأخذ بعين الاعتبار عدد العمال ورقم الأعمال كمعيارين أساسيين للتصنيف، وهناك من يضيف إلى ذلك قيمة ما يلاحظ في السنوات الأخيرة أن المؤسسات في علاقاتها مع مورديها بدأت تأخذ منحاً آخر يختلف تماما عن

¹- حسين حريم: إدارة المنظمات، منظور كلي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2003، ص ص: 79-80.

²- عمر صخري: مبادئ الاقتصاد الجزئي الوجودي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1986، ص 18.

³- Tony Alberto , Pascale Cobemale: Comprendre l'entreprise, théorie Gestion relations sociales, 5eme edition, éditeur Armond colin 2010, pp: 64-65.

⁴- أحمد طرطار: الترشيد الاقتصادي للطاقت الإنتاجية في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 15.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

المعاملات الكلاسيكية، ففي العادة عندما تريد المؤسسة الحصول على سعر شراء منخفض تقوم باختيار وانتقاء الموردين على أساس المناقصات بعدها تتعاقد مع الذي يوفر أرخص الأثمان طبقاً لمبدأ المنافسة، أما حالياً فهناك الكثير من المؤسسات التي أعادت النظر في علاقاتها مع مورديها بالدخول معهم في شركة ذات آجال طويلة حيث تتقاسم معها العوائد ، وخير مثال على ذلك الجزائر التي أبرمت عدة اتفاقيات للشراكة في مجال المحروقات وهي تعمل على توسيع هذا النوع من العلاقات إلى قطاعات اقتصادية أخرى لما توفره هذه الأخيرة من مزايا وإيجابيات تعود بالنفع على المؤسسات وعلى الاقتصاد الوطني ككل، الأصول والقيمة المضافة للتمكين من الفصل بين حجم المؤسسات هناك أيضا من يعتمد على الأموال الخاصة للمؤسسة ويمكننا عرض مزايا التصنيف حسب معيار الحجم في الجدول الآتي:

الجدول رقم(1-1):تصنيف المؤسسات حسب الحجم

معايير التصنيف	المزايا	العيوب
حسب عدد العمال	-يسمح بالترقية بين المؤسسات نظرا لاختلاف الالتزامات حسب عدد العمال. -سهل الاستعمال.	- يستند إلى الكم ولا يأخذ بعين الاعتبار التأهيلات. -ليس هناك ارتباط بين عدد العمال ورأس المال. - شديد التغير بين القطاعات الاقتصادية.
حسب رقم الأعمال	-دراسة رقم الأعمال تسمح بالتحليل الزمني والمكاني (إلا في حالة التضخم). -مهم لمقارنة المؤسسات التابعة لنفس القطاع.	-ليس هناك علاقة بين رقم الأعمال والنتيجة (إلا في حالة أخذ النتيجة كمعيار إضافي). -لا يسمح بمقارنة المؤسسات التابعة لقطاعات مختلفة.
حسب القيمة المضافة	-يسمح بقياس ثروة المنشأة من طرف المؤسسة. -يسمح بقياس الإنتاجية. -يمكن استعماله لحساب الناتج الداخلي الإجمالي والدخل الوطني الإجمالي.	-يختلف حسب درجة التكامل. -يتأثر بطريقة تنظيم الإنتاج. -يمكن أن يتأثر بإخراج بعض الوظائف والقيام بها من طرف الغير.
حسب مبلغ الأموال الخاصة	-المساحة المالية للمؤسسة. -إمكانية الدخول للأسواق المالية.	-مقارنة جد صعبة بين قطاعات اقتصادية مختلفة.

Source : J. M. AURIAC et les autres, Economie d'entreprise, Costeilla, Paris, 1995. P 49.

نظرا لصعوبة استعمال كل معيار بمفرده لتصنيف المؤسسات حسب الحجم، يستحسن استعمال معيارين في نفس الوقت (كمعاري العمال ورقم الأعمال)، ورغم اختلاف الآراء حول المعايير المستعملة للتصنيف حسب الحجم، إلا أن الأغلبية تتفق على استعمال معيار العمال كأساس للتصنيف، وعليه فان التصنيف الشائع على أساس معيار الحجم يقسم المؤسسات إلى ما يلي:

- **المؤسسات الحرفية:** هي مؤسسات التي يتراوح عمالها من عامل واحد إلى عشرة عمال¹.
- **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** وهي أهم ركيزة تعتمد عليها اقتصاديات البلدان الأوروبية والأمريكية وكذا اليابانية، باعتبارها مؤسسات يمكن أن تنشأ من طرف شخص واحد، ولا تقتصر على نشاط اقتصادي معين، هي مؤسسات تشغل عدد لا يتعدى 500 عامل.
- * المؤسسات الصغيرة جدا T. P. E : تشغل ما بين 0-9 عمال.
- * المؤسسات الصغيرة P. E : تشغل ما بين 10-49 عامل.
- * المؤسسات المتوسطة M. E : تشغل ما بين 50 و499 عامل.
- **المؤسسات كبيرة الحجم:** وهي مؤسسات التي تشغل أكثر من 500 عامل².
- 3- تصنيف المؤسسات حسب القطاع الاقتصادي:** من خلال هذا التصنيف يمكن التمييز بين ثلاثة قطاعات اقتصادية أساسية: القطاع الأولي، القطاع الثانوي، القطاع الثالث، وكل من هذه القطاعات يتميز بنشاطات معينة هي³:
- **القطاع الأولي:** ويشمل مؤسسات إنتاج المواد الأولية الممثلة في الفلاحة، الصناعة الغابية المناجم، استخراج البترول وأنشطة الصيد البحري.
- **القطاع الثانوي:** ويشمل المؤسسات التي تنشط في تحويل المواد الطبيعية إلى منتجات قابلة للاستعمال أو الاستهلاك النهائي أو الوسيطي.
- **القطاع الثالث:** ويشمل كل المؤسسات التي يعتمد نشاطها أساسا على تقديم الخدمات مثل النقل، البنوك والمؤسسات المالية، التجارة، الصحة والاتصال.
- ثانيا: الوظائف الأساسية في المؤسسة الاقتصادية:** من خلال الهيكل التنظيمي لأي مؤسسة يمكن تحديد الوظائف التي تتكون منها، وقد تختلف هذه الوظائف من حيث العدد من مؤسسة إلى أخرى لأسباب ترجع إما لحجم المؤسسة أو طبيعة نشاطها والتي يمكن أن تتفق فيما يلي:
- **وظيفة التسويق:** وهي عبارة عن تطوير للوظيفة التجارية التي عرفت منذ القديم، وقد ظهرت هذه الفكرة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وتهدف هذه الوظيفة إلى دراسة وتوقع احتياجات المستهلكين لإنشاء منتج أو خدمة لسوق خاص، لعرض المنتج أو الخدمة في المكان المناسب، الإعلام بوجود منتج أو خدمة بمختلف

¹ - الداوي الشيخ: اقتصاد المؤسسة، مركز الطباعة لجامعة الجزائر، 1998، ص87.

² - غول فرحات: مرجع سبق ذكره، ص18.

³ - Chantal Bousseault-Martine Pretet: Economie et gestion de l'entreprise ,3eme edition librerie veuibert, paris 2002, p12.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

خصائصها، بيع المنتج أو الخدمة للمستهلك على أساس تقييم مالي مناسب ضمان متابعة تجارية للقيام بالتعديلات اللازمة اتجاه السوق¹.

-وظيفة الإنتاج: مع أن هذه الوظيفة هي من اختصاص المؤسسات الصناعية (الإنتاجية) إلا أنه يمكن الحديث عن إنتاج الخدمات، ويبقى مضمون هذه الوظيفة هو الوصول إلى تحقيق أكبر مردود من خلال نوعية المنتجات واحترام رغبات المستهلك. وقد تختلف خصائص الإنتاج حسب علاقة المؤسسة مع الزبائن، إذ يمكن تصنيفها إلى: إنتاج للتخزين إذا كان العرض يسبق الطلب، أو إنتاج حسب الطلبية إذا كان Production sur stock بين الخاصيتين Production mixte الطلب يسبق العرض، أو إلى إنتاج ممزوج الأوليين ويهدف تسيير الإنتاج إلى إيجاد توازن مقبول بين عدة أوامر متناقضة وهي:

* **النوعية:** ويقصد بها قدرة المنتج أو الخدمة على إشباع احتياجات المستعملين ملائمة المنتجات المصنوعة مع حاجيات المستهلكين ومطابقة لمواصفات مكتب الدراسات، احترام آجال الإنتاج التي تفرضها التزامات المؤسسة مع الزبائن يجب أن تسمح تكلفة الإنتاج بتحقيق هامش على سعر البيع، وبالتالي يجب تحديدها بصفة تقديرية.

* **المرونة:** بحيث يجب على المؤسسة أن تتكيف مع نمو السوق، سواء من الناحية الكمية أو النوعية. ولا يمكن أن تتحقق هذه الأوامر إلا بمساهمة منسقة لجميع مصالح وهيئات المؤسسة بغرض الوصول إلى تنمية الثلاثية: تكلفة - آجال - نوعية²

ومن جهة الاقتصادية يمكن اعتبار الإنتاج على أنه عملية تحويل المدخلات المادية إلى مخرجات صناعية بهدف الاستهلاك المباشر أو غير المباشر³.

- وظيفة التموين: في إطار دورة استغلال المؤسسة، يعتبر التموين المرحلة الأولى التي تسبق الإنتاج والتسويق، ويقصد بالتموين مجموع العمليات التي تضع تحت تصرف المؤسسة كل السلع والخدمات الضرورية (مواد أولية...). المتلقاة من طرف الموردين، في الشكل الأمثل الذي يحقق العلاقة: أمان-تكلفة-نوعية. هذه العمليات تتمثل في المشتريات وتسيير المخزونات.

المشتريات: يمكن اعتبار المشتريات وظيفة مستقلة داخل المؤسسة تنظم على شكل أو موزعة بين عدة وظائف أخرى، (Taille) مديرة أو مصلحة، حسب حجم المؤسسة كانت توزع بين وظيفة الإنتاج والوظيفة التجارية والمالية، أو أن تقوم بها المديرية العامة مباشرة.

وتعتمد مصالح المشتريات في سياستها على عدة عوامل تسمح لها بتحقيق الأهداف المرجوة منها وهي:

¹- درحون هلال: مرجع سبق ذكره. ص26.

²- C. Bussentault et M. Prete, Economie et gestion de l'entreprise, Vuibert, 1955, p57.

³- كامل المغربي، أساسيات في الإدارة، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، 1995، ص64.

- سياسة المنتج : التوثيق، الاستكشاف والتطور التكنولوجي.
- سياسة المصدر : ويتعلق الأمر هنا بسياسة الموردين وكذا بدراسة شعب التمويل.
- سياسة الأسعار : تمر سياسة الأسعار بالمعرفة الجيدة لأسعار السوق، الشروط المالية المطبقة من طرف كل مورد وحسب تحليل القيمة؛
- سياسة الاتصال: يعمل المشتري على العرض عن طريق التظاهرات (صالونات مثلاً)، أو باستعمال وسائل ترقية (تقليدية دليل المنتجات، كتيبات...)، وتمر دراسة طلبات الشراء عبر عدة مراحل هي:
- * الاستشارة: وهي طلبات أسعار موجهة للموردين، اختيار المورد ويتم ذلك بإعداد جدول مقارنة بين مختلف عروض الموردين ويقع الاختيار على من يوفر أحسن الشروط الأساسية الآتية: تكلفة الشراء، النوعية التقنية وآجال التمويل.
- * التفاوض : ويتم على أساس مناقشة بين المورد والمشتري حول الشروط التقنية، التجارية القانونية والضمانات.
- * عقد الصفقة: وهي عبارة عن إمضاء الطرفين على الصفقة ويعني ذلك، اتفاقهما على بنود العقد والشروع في تنفيذه.¹

*تسيير المخزونات: إذا كان الاهتمام بالمشتريات يمكن أن يؤدي إلى تقليص تكاليف عن المؤسسة عن طريق التفاوض الجيد في أسعار المواد والسلع واختيار أحسن نوعية لتفادي البقايا والنفايات في الإنتاج، فإن المخزونات لا تقل أهمية بما يمكن أن تقتصده المؤسسة من أموال سائلة يمكن توظيفها في مجالات أخرى تعود عليها بالفائدة أو الربح.

-وظيفة الموارد البشرية: لقد تطورت هذه الوظيفة منذ القرن العشرين، حيث أصبح مجالها يشمل: التشغيل، التأجير، التكوين، الإعلام، الأمن والعلاقات الاجتماعية. ويكمن الدور الأساسي لوظيفة الموارد البشرية في تكييف العمال والوظائف كميًا ونوعيًا في المؤسسة، ولا يتم إلا على أساس معرفة:

- الرجال والنساء الذين يشكلون المؤسسة من ناحية هرم الأعمال والأقدمية ، هيكل التأهيلات التوزيع حسب الجنس والجنسية.

• تطور عدد العمال (التشغيل والتسريح)

• التعريف الدقيق للمناصب.

ولتفادي الدخول في الصراعات بين العمال والإدارة، تعمل وظيفة الموارد البشرية في البحث على الأجر العادل، الذي يأخذ بعين الاعتبار التأهيل للمنصب والنتائج المرجوة من الأجير، وتعتمد المؤسسات في التوصل إلى هذا المطلب على طرق حديثة تمكن من تقييم المناصب وإعداد سلم للأجور مناسب لذلك.

¹- R.Brennemann et S.Separi , Economie d'entreprise , Edition Donod, Paris , 2001, P327.

²-درهون هلال، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30-31.

أما في ما يتعلق بالتطور البشري والاجتماعي، فقد رأينا أن النظريات حول التنظيمات تدعو إلى احترام العامل لا كأداة إنتاج فقط وإنما كجزء لا يتجزأ من المؤسسة وهذا بإعطائه كامل الحقوق المنصوص عليها في التشريعات، بالإضافة إلى الأجر العادل، التكوين الذي يتماشى مع التطورات التكنولوجية وسياسة اتصال تسمح بإشراك العمال والسماح لهم بالتوصل إلى المعلومات الخاصة بالمؤسسة وبإبداء آرائهم حولها. ولا يكفي الأجر والتكوين إذا لم يرفقا بضمان العمل وتهيئة الظروف اللازمة لذلك وقد يتوقف نجاح أي مؤسسة على توفر هذين الشرطين الأخيرين.

-**وظيفة المحاسبة والمالية:** لا تخلو مؤسسة من هذه الوظيفة لما لها من أهمية تزويد المسؤولين بمعلومات تتعلق بالوضع المالية للمؤسسة، إما تسمح بتوحيد القرارات المستقبلية على أساس النتائج التي توصلت إليها هذه المهمة. ومن المؤسسات من يصنف المحاسبة ضمن المهام الإدارية والكثير منها من يعتبرها من مسؤولية الرجل المالي لما لهم من مؤهلات علمية ومهنية تسمح له بقراءة المعلومات والمعطيات بطريقة تختلف عن تلك التي يستعملها المسؤول الإداري.

وإذا نظرنا إلى الواقع، فإننا نجد ارتباط وثيق بين وظيفتي المحاسبة والمالية وتكمن المهمة الأساسية لوظيفة المحاسبة في: - الاستجابة لمطلب قانوني: حيث أن المحاسبة في كل الدول ومنها الجزائر تعتبر قانونية وإلزامية فيما يتعلق بإمسك الدفاتر المحاسبية وإعداد الميزانية.

- المهمة الاقتصادية: أداة تسيير داخلية ونظام معلومات خارجية، وقد تطور مفهوم هذه الوظيفة لينتقل من إعطاء الصورة الوافية لذمة المؤسسة إلى إنشاء أدوات تسمح بتسييرها، وفي هذا الإطار تقوم معظم المؤسسات بتجزئتها إلى مصلحتين:

المحاسبة العامة التي تعالج العمليات حسب الطرق القانونية، والمحاسبة التحليلية (أو محاسبة التسيير) ذات الاستعمال الداخلي، والتي تعطي معلومات تسمح بتوجيه قرارات التسيير.

أما الوظيفة المالية فدورها يكمن في ضمان التوازن المالي للمؤسسة، وذلك باختيار أحسن مصادر التمويل وبأحسن الشروط، وهذا باحترام أهداف الملاءة والمردودية.¹

¹- R.Brennemann et S.Separi. Op cite, p369.

المطلب الثالث: بيئة المؤسسة الاقتصادية

بيئة المؤسسة من المكونات الفاعلة في حياتها العملية تؤثر وتتأثر بها سواء إيجابيا أو سلبيا، هناك من العوامل التي يمكن التحكم في عناصر وهناك من العناصر خارج عن سيطرتها.

أولا: مفهوم بيئة المؤسسة الاقتصادية.

1- تعريف البيئة:

- المؤسسة تؤثر في المجال الاقتصادي وتتأثر بالظروف الاقتصادية ونشاطات الأعوان الاقتصادية الأخرى، واستمراريتها رهينة بتكيفها مع الظروف الاقتصادية المختلفة وبالتطوير المستمر لبنيتها الاقتصادية في البيئة الديناميكية المتداخلة بحيث هناك تداخل مستمر بين المؤسسة (اقتصاد جزئي) والأعوان الاقتصادية الأخرى (اقتصاد كلي) ومجموعة المؤسسات، بيئة المؤسسة يتشكل من مجموعة من العناصر التي لها علاقة مع المؤسسة، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.¹

- بيئة المؤسسة هو ذلك الوسط الذي تمارس فيه نشاطها اليومي، حيث يتكون من وحدات منفصلة ولكنها متداخلة تتفاوت درجة وعمق العلاقة بينهما بحسب كثافة التبادلات وأهميتها، هذه التبادلات عبارة عن كل ما ينتقل من وإلى المؤسسة والبيئة بحيث يؤثر في هذه العلاقة.²

- بيئة المؤسسة هي " مجموعة من العناصر المؤثرة في نشاط المؤسسة بشكل إيجابي من خلال توفير جملة من الفرص او بشكل سلبي من خلال التهديدات التي تؤثر على أنشطة وتوازن المؤسسة.³

كما أنها " مجموعة عناصر مؤثرة وغير متحركة فيها من قبل المؤسسة فهي تؤثر على خدمات هذه الأخيرة إما إيجابيا أي فرص نجاح أو سلبيا كتهديد مباشر.⁴

- تعرف البيئة بأنها " ذلك الجزء من المحيط الإداري الذي يلائم عملية وضع وتحقيق الأهداف الخاصة بالمؤسسة، وهو يتكون من خمسة مجموعات من المتعاملين هم الزبائن الموردين والعاملين بالمؤسسات المنافسة إضافة إلى الجماعات الضغط أو التأثير كالحكومات واتحاديات العمال وغيرها".

أما P.Filho فقد عرفها ب: " المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة وينطوي على ثلاث مجموعات متغيرة هي:

¹محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مكتب الوفاء القانونية للنشر، الإسكندرية، 2015، ص22.

²بوشوشة محمد، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016، ص ص:15-16.

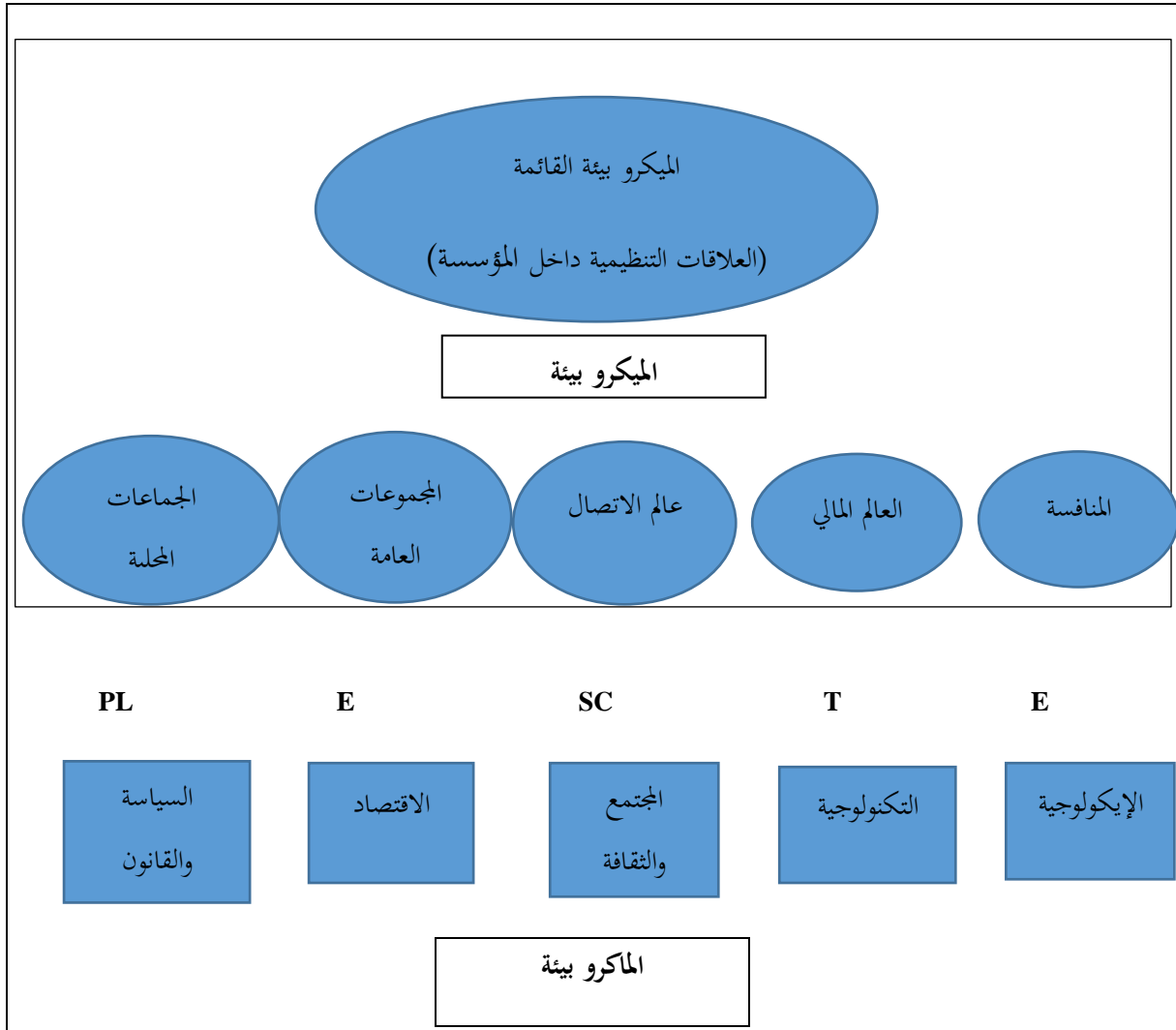
³لا لوش غنية، توظيف أدوات تكنولوجيا المعلومات في بيئة المؤسسة، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة المالية، المجلد 06، العدد03، 2017، ص 1167.

⁴- عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص37.

- المجموعة الأولى: تضم متغيرات على المستوى الوطني مثل العوامل الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية.
- المجموعة الثانية: وهي تضم متغيرات تشغيلية خاصة بكل مؤسسة ترتبط بمجموعة من المتعاملين مثل هيئات وتنظيمات حكومية وإدارية مؤسسات التوزيع.
- المجموعة الثالثة:وتشمل متغيرات البيئة الداخلي للمؤسسة من عمال ومديرين وغيرهم.¹
- رغم أن هذا التعريف شمل عدد أكبر من الأطراف ومتغيرات المؤسسة، إلا أنه جمع بين عوامل وهيئات أشخاص ودمج للمحيط الداخلي لها في نفس العناصر.
- وفق هذا التعريف يظهر أنه يمكن تقسيم البيئة إلى صنفين هما:
- الماكرو وبيئة (Macro-Environment): يقصد بها الإطار الكلي الذي يجمع اتجاهات الكبرى لتطور مجتمع معين (العنصر السياسي والقانوني، العنصر الاقتصادي، اجتماعي وثقافي وتكنولوجي).
- الميكرو بيئة (Micro-Environment): الإطار الجزئي الذي ينطوي على عناصر التي هي في اتصال مباشر مع المؤسسة. ويمكن توضيح ذلك حسب الشكل التالي:

¹-عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال، المكتب العربي الحديث، 1993، ص ص: 19- 20 .

الشكل رقم(1-1):بيئة المؤسسة



المصدر: د عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، 2009، ص38.

يبين الشكل البيئة الجزئية وهي الإطار الجزئي الذي ينطوي على عناصر التي هي في اتصال مباشر مع المؤسسة، بالإضافة الى البيئة الكلية وهي الإطار الكلي الذي يجمع اتجاهات الكبرى لتطور مجتمع معين (العنصر السياسي والقانوني، العنصر الاقتصادي، اجتماعي وثقافي وتكنولوجي).

2- أهمية اهتمام المؤسسة بالبيئة: تتجسد أهمية اهتمام المؤسسة بالبيئة من خلال النقاط التالية:

- المؤسسة غير معزولة: أي أنها لا تنشط في فراغ بل مرتبطة بشبكات من المتعاملين من أسواق وهيئات وأفراد مما يحتم عليها مساهمة التطورات الخارجية الحاصلة من خلال التأقلم في عملية التعامل معها.
- أثر الأفراد وهيئات عليها: تفرض الأفراد وهيئات والمؤسسات الأخرى قيودا وترسم للمؤسسة حدودا لها طابع مختلفة (ثقافية، اجتماعية، اقتصادية، بيئية).

- المؤسسة مكونة من شبكة: وتشمل الأفراد والجماعات لكل منها أهدافها واتجاهاتها، قد تختلف أو تلتقي نسيباً وهؤلاء هم أطراف في محيطها أو بعبارة أخرى مصدر مهم منه، بكل ما يحوي من عوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية... إلخ.

- استعمال المؤسسة لموارد المحيط: تستخدم المؤسسة موارد المحيط وتقدم له مخرجات فهي إذن تهتم بمكان وجودها وأسعارها ونوعيتها وتهتم في نفس الوقت بمتطلبات المحيط من كمية مطلوبة ونوعية مرغوبة.

- مدى قراراتها: تتخذ المؤسسة اختيارات لها أثر ليس فقط على عملها اليومي ونتيجة الدورة التي تحققها بل على وجودها الكلي ودورة حياتها، فمثلاً إذا كانت تقلبات الأسعار (أسعار الموارد أو أسعار منتجات منافسها) تهمها في تحقيق نتائجها في دورة معينة، فهي أيضاً لها أثر على حياتها في المستقبل فنتيجة اليوم تؤثر على تطورات المؤسسة في المستقبل القريب و البعيد. كما يزداد تأثيرها على عناصر المرتبطة باستغلال طويل الأجل مثل القيام بإنجاز فرع جيد أو توسيع فيها أو تغيير التكنولوجيا أو حتى استبدال المنتج، فليس من أسهل تغطية أعباء مصنع جديد لم ينجح في الإنتاج نظر لظروف السوق أو نظر للاختيار الخاطئ لمقره الاجتماعي أو بظهور منافس جديد أكتسح السوق الذي تراهن المؤسسة عليه، تزداد درجة خطورة هذا إذا كان الموارد المستعملة فيه ذات مصدر خارجي أو من متعاملين لهم حق استرداد أموالهم.

- تطورات السوق العنيفة: يستشهد السوق تطور عنيف في مختلف العناصر المحددة للعرض والطلب كتغيير الأذواق الناتجة عن التحسن الثقافي والحضاري للأفراد للتفاعل والاحتكاك بمجتمعات وثقافات أخرى أو التغيير المستمر في التكنولوجيا التي تعمل على تلبية رغبات وحاجات الأفراد في المجتمع التي تتأثر بشكل سريع من وقت إلى آخر، كما أن عملية البحث والتطوير تلعب اليوم دوراً هاماً في المؤسسات ليس فقط من خلال توجيه الطلب والاستهلاك بل أيضاً لتوجيه عرض المؤسسات المؤثرة والمتأثرة فيما بينها.

- عامل الوقت: أصبح الوقت عاملاً مهماً في الإدارة والإنتاج فإذا فاتتها الفرصة اليوم فلا يمكنها أن تنتظر فرصة مقبلة في نفس السنة أو في سنوات مقبلة بل عليها اغتنامها أو العمل على خلق فرص جديدة، خاصة تلك التي تمتاز بمنتجاتها بالتغيير المستمر في مواصفاتها كالحاضة لتكنولوجيا تطور بسرعة كالمنتجات الالكترونية كما أن المنتجات المتميزة بسرعة التلف أو الاستهلاك المستمر تتطلب متابعة مستمرة وسباق مع الزمن.¹

ثانياً: مكونات بيئة المؤسسة الاقتصادية

تتكون بيئة المؤسسة من مجموعة من العناصر يمكن تقسيمها:²

1. عناصر جزئية: وتشمل الأطراف والمتغيرات التي لها علاقة مباشرة مع المؤسسة.

1-ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 78-79.

2-نفس المرجع السابق، ص ص: 80-81.

2. عناصر كلية: وهي الوسط العام الذي يكون نظام أشمل يحتوي على العناصر الجزئية وقد يتبع عدة مقاييس في تحديد عناصره.

1- العناصر الجزئية: وهي تمثل المؤسسة نفسها (بيئة داخلية) وتضم: أهدافها، ثقافتها والعاملين فيها، الموارد، التقنيات، عمليات الإنتاج... الخ،¹ تعمل المؤسسة على اختيار المكان المناسب الذي ستستخدمه مقرا لها اعتماد على مزاياه ودراسة القيود التي سوف تواجهه وتتخذ هذه العناصر شكلا قريبا وآخر قائم.²

- الشكل القريب: والمقصود به المؤثرات القريبة من المؤسسة مثل:

* قرب الأسواق: في معظم الأحيان تتخذ المؤسسة مقرا لها قريب من المواد الأولية إذا كانت إنتاجية وقريب من الزبائن إذا كانت خدمية.

* نقاط الجذب للتطور الاقتصادي: تفضل المؤسسات التمرکز في أماكن الكثافة السكانية والمؤسسات المالية والممولين والقريبة من الطرق والموانئ ومراكز البحث وهذه العوامل تساهم في خلق تفاعلات متبادلة سريعة ومربحة. - موقف الجماعات المحلية: وللجماعات المحلية دورا كبيرا في قيود وأهداف المؤسسات ومنها:

- في الصناعات التلوثية تعمل هذه الجماعات على الحد منها لأضرارها بالمواطن والمحيط الطبيعي.

- أما الإجراءات الإيجابية التي تساهم في دعم وجلب الصناعات من خلال المساعدات المالية كالتسهيلات، الاقتراض أو منح تخفيضات وإعفاءات ضريبية أو إعداد بنية تحتية لقطاع الصناعة.

- الشكل القائم: وهو المتعلق بالتأثيرات داخل المؤسسة والتي تخص الوظائف الكبرى التالية:

* القيود المتعلقة بالإنتاج: يفرض أن الطاقة الإنتاجية بمستوى معين ولنرمز له بالرمز (أ) فعند تحديد طاقة البيع بالمستوى (V) حيث $V > A$ ، فهنا يتم اعتماد المقاولين التحتيين أو فرق عمل حسب الدورات (2×8، 3×8) أو استعمال ساعات إضافية ولكن لهذا تأثير مباشر على اليد العاملة، كما إن هناك عدة قيود أخرى قد تحد من الأنظمة التحتية التي يمكن أن تكون:

- قدم الآلات يؤدي إلى تخفيض متتالي: للكميات وبالتالي الكيفية مما يؤدي إلى انخفاض في رقم المبيعات فأرباح.

- تعطيل استلام المواد الأولية أو الوسيطة، وما يؤثر على رزنامة الإنتاج.

- انعدام الصيانة.

- انعدم مراقبة النوعية مما يؤدي إلى خسارة الزبائن.

- مستوى الجودة يؤدي إلى نزاعات بين الإنتاج والتسويق، ويتطلب دراسات ابتكارية وتحسينات تطويرية.

¹- لا لوش غنية، مرجع سبق ذكره، ص 1168.

²- عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 42-44.

* القيود المالية: تتفاوض مصلحة المالية مع المصالح الأخرى فيما يخص ميزانية المنظمة، فتتدخل في سعر البيع، القروض إلى الزبائن، قرار الشراء وإيجار الأجهزة مما يؤدي إلى نزاع مع مصلحة التسويق وهذا ما لا يخدم مصلحة المؤسسة.

* قيود تسيير الموارد البشرية: والتي تخص بصفة عامة:

- شروط التوظيف العمال المتخصصين، الباعين
 - شروط العمل
 - المناخ الاجتماعي، مخاطر الإضراب وكل هاته يشكل العناصر المؤثرة على التشغيل الأمثل للمصالح الأخرى.
- * القيود التسويقية وتأثيرها على مصالح أخرى:

- التسويق وظيفة إستراتيجية تؤثر على كل الوظائف من خلال:
- تحديد الجودة، الكميات، الأسعار.
- تحديد تاريخ تسليم للزبائن.
- تحديد درجة أداء عمل الباعين.
- فدرجة فعالية التسويق تؤثر على مردودية المؤسسة وعلى سياسة الأجور وتسيير الموارد البشرية.

2- العناصر الكلية: وتتكون من:

- البيئة الاقتصادية: ويمكن أن تمثل البيئة الاقتصادية في الوضع الاقتصادي العام السائد ومؤشراته المختلفة التي قد تتأثر بها المؤسسة على مستويين المحلي والعالمي، ومن بين أهم المؤشرات:

- معدل الفائدة - الميل للإنفاق - الميل للادخار - معدل التضخم - إمكانية الاقتراض
- الضرائب والرسوم - متوسط الدخل الفردي - ميزان المدفوعات - قيمة العملات الأجنبية
- السياسات الاقتصادية والمالية - الدورة الاقتصادية التي تمر بها البلد.¹

- البيئة السياسية: ومن أهم العناصر المشكلة للبيئة السياسية ما يلي:

- الإعفاءات الجمركية - العلاقات الدولية - القرارات السياسية - الاستقرار السياسي
- التحالفات الاقتصادية والعسكرية - الديمقراطية - المواصفات القياسية للجودة.²

- البيئة الاجتماعية: التي تتكون من القيم السائدة في المجتمع والقوى المؤثرة فيه والتي تعكس أثرها الملموس على التركيب الفكري والأخلاقي للأفراد، والبيئة الاجتماعية هي أساس إمداد المؤسسة بالخبراء والعاملين والفنيين.³

¹-غول فرحات، مرجع سبق ذكره، ص45.

²-نفس المرجع السابق، ص46.

³-جهد فراس الطيلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص: 75-76.

ومن أهم العناصر المكونة للبيئة الاجتماعية ما يلي:¹

- عدد المواليد - مستوى الثقافة والتعليم - الولاء للوطن - أهمية الصحة والنظافة. - طرق قضاء وقت الفراغ. - عدد المنتمين إلى الديانات المختلفة - عدد النساء العاملات - الجماعات المؤثرة اجتماعيا
- القيم الدينية السائدة - عادات الشراء والتسوق - هيكل السكان (السن/الجنس) - أهمية الجودة والدقة.
- **البيئة التكنولوجية:** وهي البيئة الناجمة عن التطور السريع في مجالات الأجهزة والآلات وطرق الإنتاج وإجراءات العمل،² ومن أهم العناصر المشكلة للبيئة التكنولوجية ما يلي:³

- التكنولوجيا المستخدمة من قبل المنافسون - التكنولوجيا الحديثة في التخزين - طرق الحصول على التكنولوجيا.
- التكنولوجيا في التدريب - المؤسسات الرائدة في استخدام التكنولوجيا - التكنولوجيا الحديثة المستخدمة في الإنتاج - الاستثمارات المطلوبة للحصول على التكنولوجيا.

- **البيئة الايكولوجية:** يهتم علم الايكولوجيا بالعلاقات القائمة بين الكائنات الحية والمحيط حيث بات التوازن الحاصل بين مكونات المحيط المختلفة معرضا للخطر فعلى سبيل المثال:

- العيش في مناطق الضجيج يخلق توترا عصبيا دائما.
- بناء المطارات والطرق السريعة لها تأثير سلبي على الإنسان والحيوان والنبات.
- التلوث الصناعي والذري في الوديان والأراضي الفلاحية ويؤثر سلبا على المعيشة ككل.
- تتطلب التأثيرات السابقة على المحيط رد فعل منظم لتفادي أو التقليل من هذه السلبيات من خلال ما يلي:
- توسيع استعمال البنزين دون رصاص.
- استعمال التعبئة غير المضرة بالمحيط.
- الرقابة على مدخنات بشتى أنواعها والنفايات.⁴

- **البيئة القانونية:** تنحصر في عدم وجود قوانين وتشريعات تمنع الموافقة على إنشاء مشروع موضوع الدراسة، بالإضافة إلى حصر المؤثرة على نشاط وأعمال المشروع مثل قوانين العمل وتحويلات الأرباح للخارج وتسعير المنتجات وقوانين التصدير،⁵ ومن أهم العناصر المشكلة للبيئة القانونية ما يلي:⁶

1- غول فرحات، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

2- عبد المجيد تيمووي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص 123.

3- غول فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 47.

4- عبيد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص 42.

5- جهاد فراس، مرجع سبق ذكره، ص 75.

6- عبيد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص 39.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- قانون المالية - قانون الضرائب - قانون المحافظة على البيئة - قانون حول الدخل الأدنى
 - تحديد الأسعار - قوانين حماية المستهلكين - ضبط المنافسة.
 - **البيئة الدولي:** ويقصد به التصرفات التي تقوم بها الدولة والذي يؤثر تأثيرا مباشرا أو غير مباشر على أداء المؤسسات، فقد تتجه الدولة إلى حمايته الصناعات المحلية وتشجيع الاستثمار الأجنبي أو قد تعتمد إلى تمويل بعض الصناعات تشجيعا لها و لرفع قدرتها التنافسية مع الصناعات الأجنبية وزيادة إمكانية الحصول على حصة سوقية متميزة في الأسواق الدولية،
 - فالتجمعات الاقتصادية مثلا يمكن لها أن تخلف فرصا سوقية عديدة توسع من أسواقها فهي بذلك تشكل تشجيعا لها وقد تعد تهديدا لبعض المؤسسات كالضرائب الجمركية المرتفعة المطلوبة لدخول أسواق تلك التكتلات. وعموما يوجد أربع حالات للمحيط:
 - **بيئة مستقر:** ويتميز بدرجة تغيير نادرة وغالبا ما تكون مهمة.
 - **بيئة انتقالي:** وتغيراته أيضا نادرة ولكن إذا ما حدثت فإنها قد تؤدي إلى انتشار النشاط، وعندما تتكيف المؤسسة فيه تجد نفسها في محيط مستقر.
 - **البيئة غير المستقرة:** وتغييرات هذه البيئة تفرض على المؤسسة عملية تكيف مستمر.
 - **البيئة العاصفة:** وأهمية ودرجة التغيير فيه تفرض على المؤسسة المعنية ضرورة التطور الدائم عن طريق تفعيل دور الأبحاث العلمية والإعلام الآلي بصفة مستمرة به.
- ثالثا: علاقة البيئة بالمؤسسة الاقتصادية:**
- 1- طبيعة علاقات المؤسسة مع المؤسسات الأخرى:** لكون المؤسسة تحصل على مدخلاتها من الأسواق وفيها تفرغ مخرجاتها فطبيعة علاقاتها مع المؤسسات الأخرى أما أن تكون تنافسية أو تكاملية.
 - **العلاقات التنافسية:** تظهر هذه العلاقات في إطار تنافس وله شكلان ألا وهما:
 - التنافس المباشر: تظهره هذه المنافسة عندما تكون السلع متشابهة أو عندما يتصف الزبائن بتقطيع إجمالي (سوق المواد الاستهلاكية العامة).
 - المنافسة غير المباشرة: تكمن هذه المنافسة في بيع سلع متميزة أو استبدال والتي تلبي نفس الحاجيات عند المستهلك.
 - المنافسة في الأسواق الأخرى: تتكون هذه المنافسة في أسواق أعلى أي في:
 - سوق اليد العاملة في إطار التنافس على توظيف العمال وإطارات كفاءة
 - سوق رأس المال: يتكون بسبب البحث عن جلب أحسن القروض التي تتوافر فيها شروط مناسبة.
 - سوق المواد الوسيطة: وهذا للحصول على أحسن نسبة (جودة/ الأسعار).

- **العلاقات التكاملية:** وهي علاقات متعددة الأشكال يمكن أن تكون تبادلية أي تبادل السلع والخدمات فيما بين المؤسسات ويمكن تكون اندماجية كالتى تمت بالمؤسسات العمومية الجزائرية في إطار تكوين هولنديع أو ما يسمى بالشركات القابضة مع مؤسسات أخرى في إطار اندماج عمومي الشعبة أو اندماج أفقي في إطار التآزر ما بين المؤسسات (كإجراء إعفاءات داخلية فيما بينها) أو تجمع لأغراض اقتصادية أو تجمع الأعراض إستراتيجية.¹

2- تأثير البيئة في المؤسسة:

يعتبر المحيط المصدر الوحيد لعوامل الإنتاج التي تستهلك المؤسسة لتقديم مخرجاتها، فهذه البيئة هي التي تشمل على الأشخاص الذين يقدمون جهدهم العضلي في صورة عما أو جهدهم الفكري من أجل تسيير هذه المؤسسة بالإضافة إلى تعاملهم معها في صورة مستهلكين. كما يشكل المحيط الجغرافي مصدرا للموارد الأولية وهي أيضا في تكوين وسائل الإنتاج المستعملة وكل هذا يلعب دورا مهما في حياة المؤسسة.²

- **أثر تكوين الإنسان:** ويمكن لأفراد المجتمع أن يؤثروا في المجتمع بثلاثة طرق:

- بواسطة العامل: يرتبط العامل بالمؤسسة ارتباط وثيقا لمشاركته المباشرة في إنتاج منتجاتها وتتوقف كمية ونوعية هذه المشاركة على نوعية قوة العمل المنفقة والتي تتشكل من مجموعة من العوامل فيزيولوجية ومعنوية وهذه الأخيرة تعد رصيذا مخزنا مما يتلقاه الفرد من تربية وتعليم والتكوين ومحتواها ذات مستوى جيد كان المتحصل ذا كفاءة تساهم في رفع المستوى الإنتاجي للمؤسسة.

- بواسطة المسير: يعد مسير العضو الأساسي في تنظيم وإدارة نشاط المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان هذا العضو يتمتع بكفاءة ونزاهة كفاية بالإضافة إلى توفر روح المبادرة فإن المؤسسة سوف تتمكن من الحصول على أحسن النتائج إذا ما توفرت لها العناصر الأساسية الأخرى وبالعكس فإن النقص في مستوى تكوينه أو كفاءتها ستؤدي إلى نتائج سيئة أو عدم استمرارها طويلا.

- بواسطة المستهلك: يتلقى المستهلك منتجات المؤسسة في الأسواق التي تطرحها فيها فإذا كان هذا المستهلك على مستوى كاف من التكوين والتعليم فإنه لا يجد صعوبة في اقتناء ما يحتاجه من سلع وخدمات وفهم طرق استعمالها وإدراك الدعاية والإشهار لها مما يزيد من مبيعاتها، وهذا هو الأثر الايجابي الذي يقدمه المستهلك على منتجاتها، أما في حالة نقص التكوين أو انعدام وانخفاض مستوى التعليم في المجتمع فسيكون له أثر سلبي على مبيعاتها ورقم أعمالها.

- **أثر المواد الأولية:** وهي إحدى العناصر التي يتوقف عليها نشاط المؤسسة، فتوفرها بشكل كافي ومستمر وبنوعية مقبولة يبعد المؤسسة على التوقف في الإنتاج،

¹- عبد الرزاق بن حبيب، نفس المرجع السابق، ص: 44-45

¹-ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص: 83-85.

إلا أن المواد الأولية يلعب فيها العنصر البشري دورا هاما فنوعية وكمية المواد تتعلق بكفاءة أفراد المجتمع والمؤسسات التي تحضرها وبمدى تطورها التكنولوجي.

- **أثر التطور التكنولوجي:** تستعمل المؤسسة ضمن عوامل الإنتاج آلات ومعدات مختلفة تكون قد أنتجت في مؤسسات أخرى، ويتوقف مستوى إنتاج المؤسسة المستعملة لها بمستوى تطورها ومدى كفاءة استعمالها أي بمدى جودة وملائمة التقنيات التكوينية التي تحصل عليها العمال وهنا أيضا يظهر الدور الذي يلعبه العنصر البشري في الاختراع وإنتاج الآلات.

3- تأثير المؤسسة في البيئة: ويمكن أن نفرق نوعين من آثار المؤسسة على المجتمع:¹

- **الآثار الاجتماعية:** ويمكن حصر الآثار الاجتماعية التي تمس المحيط في آثار ايجابية وأخرى سلبية تختلف درجة تأثيرها طبقا لاختلاف نوع النظام الاقتصادي الذي تواجه به المؤسسة وباختلاف حجم المؤسسة ووزنها الاقتصادي والمالي في المجتمع. ويمكن تلخيص آثار الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية فيما يلي:

- توفير العمل: إن إنشاء مؤسسات اقتصادية جيدة يسمح بتوفير مناصب شغل يزيد عددها أو ينقص تبعا لحجمها فهي تعمل على امتصاص البطالة من المجتمع إلا أن التكنولوجيا المستعملة في هذه المنشآت لها دور في تحديد العمالة، فالتكنولوجيا المستعملة لليد العاملة تتبع في المجتمعات التي تتوفر على يد عاملة كثيرة مما يفيد أيضا في انخفاض التكاليف فهي تستعمل في المجتمعات التي تقل فيها الفئة الشابة أي في المجتمعات المتطورة صناعيا

- التأثير على الأجور: للمؤسسات الهامة دور أساسي في تحديد الأجور، فبقوة المؤسسة ووزنها المالي تقوم برفع أجورها خاصة عند محاولة استقطابها لليد العاملة إلى مكان تقل فيه فبذلك يكون لها أثر غير مباشر على الأجور في المؤسسات في مختلف قطاعات النشاط الاقتصادي، كما تنجح أغلب هذه المؤسسات بجلب العمال من قطاعات أخرى لتحسين مستواه المعيشي.

- تغير نمط معيشة السكان: يساهم ظهور المؤسسات في جهات معينة بتغيير نمط الحياة السابق للسكان فقد تفرغ عليهم هذه المؤسسات نظم معينة من وقت العمل ووقت الراحة وكذلك تغيير في عادات اليومية.

- التأثير على الاستهلاك: تؤثر سياسات البيع والديون التي تتبعها المؤسسات على استهلاك المجتمع كما نوعا فزيادة المبيعات وتنوعها يؤدي إلى المنافسة وبالتالي انخفاض الأسعار مع رفاهيتها كما أن الإشهار يعمل على خلق عادات استهلاكية جديدة ناتجة عن غزو منتجات جديدة وصناعية وتلعب وسائل الإعلام خصوصا التلفزيون دورا أساسيا في هذا الموضوع لما توفره من معلومات واتصال مباشر بالمستهلك.

- التأثير على البطالة: هذه الحالة تكون عند تصفية المؤسسة التي تتم في حالة إفلاسها يؤدي إلى تسريح العمال مما يزيد في نسبة البطالة، كما أن التطور التقني باستمرار يؤدي في غالب الأحيان إلى تسريحهم نظرا لأخذ الآلة

¹ ناصر داداي عدون، اقتصاد المؤسسة، نفس المرجع السابق، ص: 86-89.

المتطورة مكان عدد منهم وتظهر هذه المشكلة أكثر حدة في حالة الاتجاه العام إلى تخفيض العمال بالمؤسسات في حالات الكساد

- الآثار الاقتصادية العامة: تساهم المؤسسة في تغيير وجه النشاط الاقتصادي لكون تغيير جزءا من أعوانه، ومن بين الآثار الاقتصادية للمؤسسة على المجتمع:

- دفع عجلة التعمير: وينتج عن ظهور مؤسسات اقتصادية في جهات ريفية أو في أمكنة تتميز بتأخر العمران فيها حيث تقوم هذه المؤسسات بإنشاء سكنات لعمالها وإعدادها للطرق ومرافق العامة وبذلك يتم إنشاء المدارس والمستشفيات وقد يؤدي إلى ظهور تجمعات سكنية أو مدن جديدة وهي بذلك تساهم في سياسات التنمية والتطوير.

- ظهور منشآت تجارية: إن زيادة عدد السكان في منطقة أو مدينة وهو ما ينتج عن ظهور مؤسسة أو مؤسسات اقتصادية جديدة يجعل من الضروري القيام بإعداد منشآت تجارية جديدة لتلبية حاجات العمال الجدد ويتبعها مختلف مرافق الحياة الاقتصادية.

- التأثير على التكامل الاقتصادي: تحتاج الصناعة الثقيلة، خاصة الميكانيكية منها إلى عدة منتجات وسيطة، أو نصف مصنعة ومكملة بعضها البعض لهذا فإنه غالبا ما يتم تصنيع هذه المنتجات في مؤسسات مختلفة وكلها يخدم المؤسسة التي تقوم باستعمال هذا القواد في إنتاج منتجات تنتقل بتسويقها فيما بعد.

- التأثير على الأسعار: بنفس الطريقة التي تؤثر بها المؤسسات على الأجور فإنها تقوم بالتأثير على أسعار المنتجات ويظهر هذا الأثر خاصة في المنتجات المتكاملة وينتج من هذا عدة مزايا اقتصادية واجتماعية.

4- نتائج تقييم البيئة الداخلية والخارجية

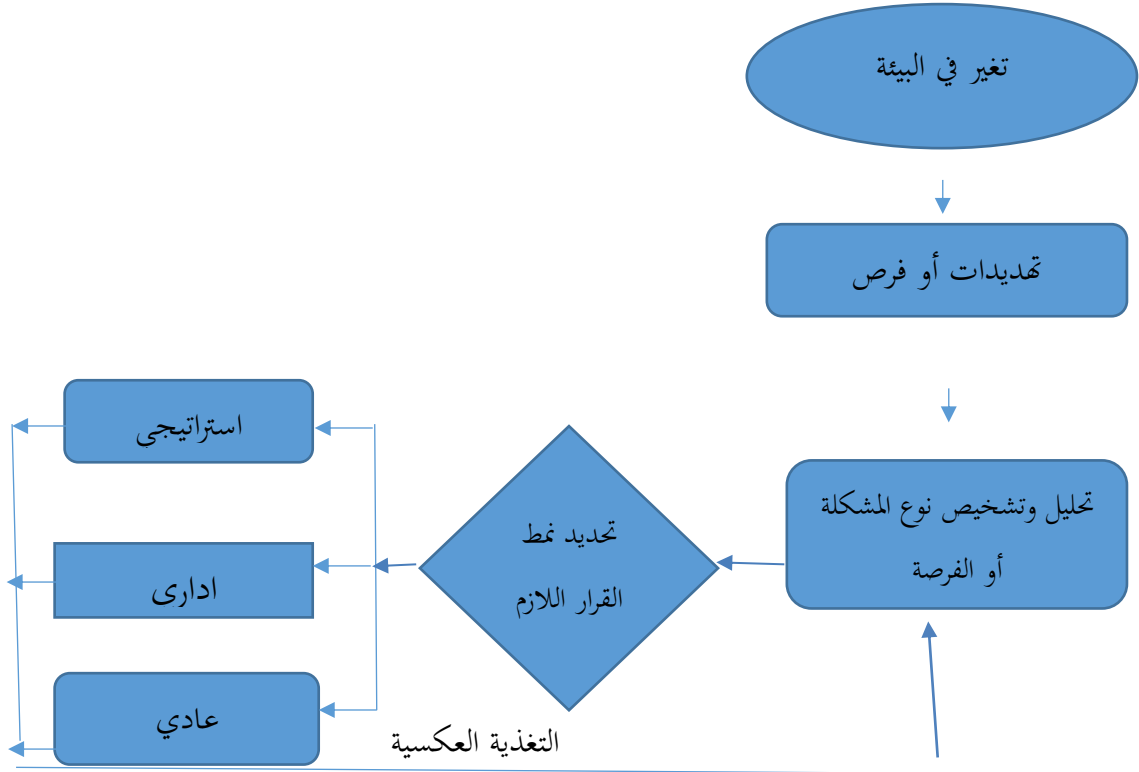
- تقييم البيئة الخارجية: ومن أهم النتائج التي تتوصل إليها المؤسسة من تعرفها على البيئة الخارجية هي تحديد التهديدات التي قد تواجهها، وكذلك الفرص المتاحة لها.

- الفرص: هي التغيرات التي تحصل في البيئة الخارجية للمؤسسة والتي تؤثر عليها إيجابيا، وهي تلك القدرة على كشف ما يفتقده الزبائن وتقديم منتج جديد يحتاجونه ولا يتواجد في السوق أو يتواجد بمستوى أقل¹.

- التهديدات: هي التغيرات التي تحدث في البيئة الخارجية في غير صالح المؤسسة وتؤثر عليها سلبا مع تواضع قدرات وتحركات فاعلة للتعامل معها مثل ظهور منافس قوي وتواضع المركز السوقي للمؤسسة. ويمكن توضيح القرار الممكن اتخاذه من قبل المؤسسة بفعل تغيرات البيئة الخارجية في الشكل التالي:

¹محمد أحمد عوض، الإدارة الإستراتيجية، الأصول والأسس العلمية، الدار الجامعية بالإسكندرية، مصر، 2001، ص13.

الشكل رقم (1-2): أخذ القرار بالتوازي مع تغير البيئة الخارجية



المصدر: عبد الرزاق بن حبيب، مرجع سبق ذكره، ص 47.

- تقييم نتائج البيئة الداخلية: تقييم الإمكانيات الداخلية يهدف إلى معرفة نقاط القوة ونقاط الضعف.
- نقاط القوة: هي المزايا والإمكانيات التي تتمتع بها المؤسسة بالمقارنة بما يتمتع بها المنافسون، يمكن استغلالها.
- نقاط الضعف: هي مجالات للقصور في موارد أو مهارات المؤسسة التي تؤثر سلباً على أدائها.¹

الشكل رقم (1-3): الإمكانيات الداخلية للمؤسسة من منظور البيئة الخارجية

الفرص	نقاط ضعف تحول دون الاستفادة من الفرص	نقاط قوة يمكن استخدامها في استغلال الفرص
التهديدات	نقاط ضعف تسبب وتزيد من التهديدات الخارجية	نقاط قوة يمكن استخدامها في مواجهة التهديدات
	نقاط الضعف	نقاط القوة

المصدر: محمد أحمد عوض، مرجع سبق ذكره، ص 13.

¹سغول فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 56.

المبحث الثاني: عملية اتخاذ القرارات في المؤسسة الاقتصادية

المؤسسة الاقتصادية هي بمثابة مركز اتخاذ القرارات اليومية بناء على الغاية والهدف من إنشائها مع الدور الذي تلعبه في بيئتها الداخلية والخارجية، بحيث تصطدم المؤسسة بعدة عراقيل في تحقيق أهدافها مما يستدعي فهم المشكلة ومحاولة حلها، باتخاذ قرار مناسب لها.

المطلب الأول: مفهوم القرارات

عملية اتخاذ القرار هي عملية تكتسي أهمية بالغة في المؤسسة بحيث تؤثر مباشرة على جميع وظائفها على مختلف المستويات، وهي من العوامل التي تجعل المؤسسة قائمة اذا اتخذت قرارات مناسبة في الوقت المحدد

أولاً: تعريف اتخاذ القرارات

1- تعريف القرار:

- القرار هو اختيار الطريق أو سبيل معين للوصول إلى هدف مرغوب ويحدده البعض بأنه اختيار واع للتصرف أو للتفكير بطريقة معينة في إطار مجموعة متاحة من الظروف.¹
 - القرار هو "مجموعة من الأعمال المختارة بطريقة عقلانية من بين الإمكانيات المتاحة لتقليص معدل عدم الملائمة المحسوس في المشكل بهدف التحقق".²
 - القرار هو "مسار فعل يختاره المقرر باعتباره انسب وسيلة متاحة أمامه لإنجاز الهدف أو الأهداف التي يبتغيها، أو لحل المشكلة التي تشغله".³
 - القرار هو "اختيار بديل معين من عدة بدائل لمواجهة موقف معين أو لمعالجة مشكلة أو مسألة تنتظر الحل".⁴
 - القرار هو "اختيار بديل من عدة بدائل متوفرة لتحقيق هدف حل مشكل أو انتهاز فرصة".⁵
- إذا من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للقرار هو اختيار طريق أو سبيل أو مسار أو عمل معين من عدة بدائل أو إمكانيات متاحة في ظروف معينة للوصول إلى الهدف المرغوب، حل مشكلة أو مسألة تنتظر الحل أو انتهاز فرصة.

¹-مبنى عطية خزام خليل، إدارة المؤسسات الاجتماعية في بيئة متغيرة، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2013، ص 129.

²-Chardon J.L, Separi, Organisation et gestion de l'entreprise, édition Dunod, paris, 1998, p284.

³-زكريا الدوري، نجم العزاوي، بلال خلف السكارنة، شفيق شاكر العملة، محمد عبد القادر، مبادئ إدارة الأعمال: وظائف وعمليات منظمات الأعمال، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص88.

⁴-محمد عبد الفتاح ياغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص15.

⁵-Jean Mnançais, Dhenin Brigitte Mairnie, d'initiation à l'économie d'entreprise, Edition Bréal, Paris, 1998, p175.

2- تعريف اتخاذ القرار:

- عرف كرتينر اتخاذ القرار بأنه: اختيار أحسن البدائل المتاحة بعد دراسة النتائج المتوقعة لكل بديل، وأثرها في تحقيق الأهداف اللا مطلوبة، ثم اختيار أحسن وانسب هذه البدائل وفقا لطبيعة الموقف.¹
- هو الاختيار المدرك والواعي لبديل معين من مجموعة من البدائل، بشرط أن يقوم على أساس علمي في اختيار المشروع المناسب.²
- يعرف على أنه: عملية اختيار بديل من بديلين محتملين أو أكثر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمؤسسة.³
- يعرف على انه: " القدرة على اختيار الأعمال واستعمال الوسائل المتاحة لتقليص الفرق بين ما تهدف إليه المؤسسة وحالة المحيط الذي يعرض اختيارات مختلفة".⁴
- يعرف على أنه: " هو إصدار حكم معين عما يجب أن يفعله الفرد في موقف ما، وذلك عند الفحص الدقيق للبدائل المختلفة التي يمكن إتباعها، أو هي لحظة اختيار بديل معين بعد تقييم بدائل مختلفة، وفقا لتوقعات مختلفة لمتخذ القرار".⁵
- ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن عملية اتخاذ القرار هو البديل أو التصرف أو الفعل أو السلوك الذي تم اختياره أو تعيينه أو انتقاؤه من خلال المفاضلة بين عدة بدائل وحلول ممكنة متاحة لحل مشكل أو معالجة مسألة ما، حيث تتضمن عملية الانتقاء أو الاختيار للبديل الأمثل أو الحل الأمثل من بين البدائل أو الحلول المتاحة لمتخذ القرار.

من خلال التعاريف السابقة لعملية اتخاذ القرار يمكن إدراك عدة عناصر للقرار وهي:⁶

- الاختيار
- توافر البدائل
- الأهداف أو الغايات أو محركات ودوافع السلوك
- الوقت
- الموارد المادية والبشرية المتوافرة للمؤسسة
- البيئة الداخلية للمؤسسة

¹-Kreitner, Robert: Management, Houghton Mifflin company Boston, 1995, p239.

²- مؤيد فضيل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، الطبعة الأولى، دار الوراق، الأردن 2009، ص261.

³- عبد السلام أبو قحف، أساسيات التنظيم والإدارة، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص123.

⁴-Auriacj. M, all BTS, Economie de l'entreprise, édition Tectinipus, Paris, 1995, p272.

⁵-علي الشراوي، العملية الإدارية وظائف المدربين، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص128.

⁶-منير نوري، التسيير العملي والاتصالات الإدارية: المفاهيم والتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2015، ص74.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- البيئة الخارجية بما تحتويه من متغيرات سياسية واقتصادية واجتماعية.

ثانيا: أهمية اتخاذ القرارات:

- ترتبط عملية اتخاذ القرار ارتباطا مباشرا بمجموعة من الوظائف التخطيطية والتنسيقية وعمليات التوجيه والرقابة والمتابعة.¹

-اتخاذ القرارات هي أساس عمل المؤسسة، والتي يمكن من خلالها انجاز كل أنشطتها، وتحديد مستقبلها، ولا يمكن أداء أي وظيفة بالمؤسسة (كالإنتاج والتسويق والتمويل والموارد البشرية) أو أداء وظيفة إدارية (كالتخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة) ما لم يصدر بصدد قرار يحدد من يقوم بها، متى وأين ومع من وبأي تكلفة وغير ذلك.

- اتخاذ القرارات عملية مستمرة: أن مجال العمل في المؤسسات ما هو إلا مجموعة مستمرة ومتنوعة من القرارات الإدارية في مختلف المجالات.

- اتخاذ القرارات أداة المدير في عمله: اتخاذ القرارات هي أداة المدير التي بواسطتها يمارس العمل الإداري حيث يقرر ما يجب عمله؟ ومن يقوم به؟ ومتى يقوم به؟ وأين يتم القيام به؟

- القرارات الإستراتيجية تحدد مستقبل المؤسسة: ترتبط القرارات بالمدى الطويل في المستقبل، ومثل هذه القرارات يكون لها تأثير كبيرا على نجاح المؤسسة أو فشلها.

- اتخاذ القرارات أساس لإدارة وظائف وجوهر العملية الإدارية المؤسسة: أن الدور الإداري في وظائف المؤسسة يحتوي على مجموعة من القرارات الخاصة بإدارة الجوانب المختلفة لهذه الوظائف والعمليات الإدارية المختلفة.² ويمكن التوضيح بالشكل التالي أن اتخاذ القرار أساس العملية الإدارية:

¹-Ralph, Stair, Reynolds, George W : Principles of Information Systems: A Managerial Approach, 5th,Australia, 2002, p442.

²- للاطلاع أكثر: أحمد ماهر، اتخاذ القرار بين العلم والابتكار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008/2007، ص ص: 34-36.

الشكل (1-4): اتخاذ القرار جوهر العملية الإدارية



المصدر: أحمد ماهر، اتخاذ القرار بين العلم والابتكار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008/2007، ص 37.
 يبين الشكل (1-4) كيفية تأثير القرار على مختلف مستويات العملية الإدارية، بحيث في كل مستوى من المستويات الإدارية يتم اتخاذ قرارات مناسبة خاص به، مما يسهل القيام بمهامه بالشكل المحدد، كما أن عملية اتخاذ القرار عند اتخاذ أي قرار يجب الأخذ بعين الاعتبار جميع جوانبه مما يسمح بالتنسيق بين الوظائف الإدارية .

ثالثا: مراحل اتخاذ القرارات:

يمكن إجمال مراحل عملية اتخاذ القرار فيما يلي:

1- تحديد المشكلة والأهداف:

تحديد المشكلة هو إدراك وجود الحالة، مما يستدعي جمع ما يمكن أن يتاح من معلومات من الحالة وتحليلها، ومعرفة تميز المشكلة الحقيقية.¹ أما بخصوص الأهداف معرفة ما هو الهدف من هذا القرار والتفكير في النتائج التي

¹ - منال طلعت محمود، أساسيات في علم الإدارة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ص 154.

سوف تجنيها من القرار. إن تحديد الأهداف هو بداية انطلاق اتخاذ القرار الصائب وقد تكون الأهداف إجمالية أو فورية.¹

2- تحديد البدائل المتاحة: تحديد الحلول وفق الإمكانيات المتاحة لتفادي المشكلة، ويجب

وضع مجموعة من البدائل لكي يتمكن الرئيس الأعلى من اختيار بديلا واحدا لحل المشكلة.²

3- تقييم البدائل اختيار أفضلها: الاختيار أي اختيار واحد من البدائل التي تم حصرها وتقييمها.³

في هذه المرحلة تقسم البدائل بالطريقة المتبعة، ويمكن الاستفادة من الخبرة في مناقشة الضعف والقوة للحلول المقترحة وإجراء بعض التحليلات الضرورية عليها لكي يتسنى اختيار الأفضل منها وهذه التعديلات ربما تجعل تنفيذ البديل الذي سيتم اختياره ممكنا.⁴

يمكن توضيح أكثر أن في هذه المرحلة يتطلب الأمر المفاضلة بين جميع البدائل المتوافرة-أي تعيين ما يتمتع به كل بديل من مزايا وعيوب ثم اختيار الذي يحقق الهدف ويحل المشكلة موضوع القرار.⁵

4- تنفيذ القرار: لا تنتهي عملية اتخاذ القرار باختيار البديل الأفضل، وإنما لا بد من وضع القرار موضع التنفيذ بإبلاغه للمعنيين بأمره حتى يحاط الجميع به علما ويلتزم كل منهم بمضمونه فور صدوره، كما تتطلب هذه المرحلة شرح وتفسير القرار للقائمين بتنفيذه.⁶

5- متابعة تنفيذ القرار وتقييم النتائج: مرحلة متابعة التنفيذ مهمة للغاية لأنه يعتمد عليها نجاح القرار في تحقيق أهدافه والمتابعة أولا بأول تساعد على اكتشاف الانحرافات أثناء التنفيذ وتصحيحها فورا، كما تساعد على اكتشاف الأمور التي غابت عن ذهنه عند اتخاذ القرار، وعند عملية التقييم النهائية أي بعد تنفيذ القرار يقوم متخذ القرار بمقارنة الإنجاز الفعلي مع ما هو محدد في القرار وبذلك يتأكد من مستوى النجاح الذي حققه قراره.⁷ ومن خلال ما سبق يمكن تلخيص مراحل اتخاذ القرارات في الشكل التالي:

¹-نعيم إبراهيم الظاهرة، الإدارة الحديثة: نظريات ومفاهيم، الطبعة الأولى، عالم كتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص205.

²-خالد أحمد فرحاني المشهداني، مبادئ إدارة الأعمال بمنظور منهجي متقدم، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2015، ص224.

³-سعاد نائف برونوطي، الإدارة: أساسيات إدارة الأعمال، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص385.

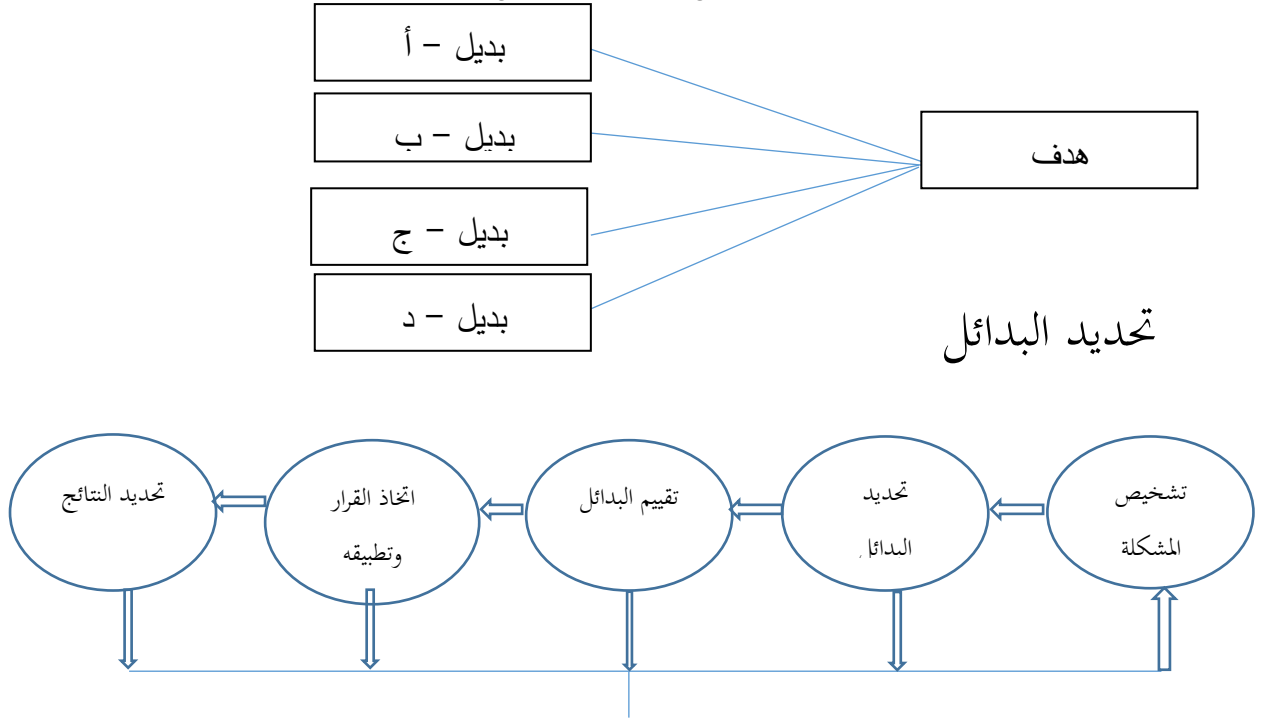
⁴-منعم زمزير الموسوي، اتخاذ القرارات الإدارية: مدخل كمي، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص:15-16.

⁵-أنس عبد الباسط عباس، إدارة الأعمال وفق منظور معاصر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011، ص117.

⁶-فتحي أحمد ذياب عواد، إدارة الاعمال الحديثة (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص107.

⁷-علي عباس، أساسيات علم الإدارة، الطبعة التاسعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015، ص: 105-106.

الشكل (1-5): مراحل اتخاذ القرارات



إرجاع الأثر

المصدر: جمال الدين لعويصات، الإدارة وعملية اتخاذ القرار، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، بوزريعة، الجزائر، 2005، ص26.

يبين الشكل (1-5) المراحل التي يمر بها القرار أي عند أي مشكلة يجب الأخذ بعين الاعتبار هذه المراحل، كما بين أن لاتخاذ أي قرار مناسب يجب أولا تحديد ودراسة كل البدائل المتاحة والاختيار يكون على البديل الأفضل.

المطلب الثاني: ظروف وأساليب اتخاذ القرارات

تمر عملية اتخاذ أي قرارا بعدة ظروف مما يصعب باتخاذ القرار المناسب وكذا تحديد من الأساليب الملائمة لاختيار البديل المناسب أو الاختيار المناسب

أولا: ظروف (حالات) اتخاذ القرارات:

يمكن أن يتخذ القرار في ظل ظروف مختلفة تتمثل فيمل يلي:

1- ظروف التأكد التام: وهي الحالة التي تتوفر فيها معلومات كافية بشأن كل بديل من البدائل المتاحة لحل المشكلة التي سيصدر القرار من اجلها، وتتوافر هذه الظروف في حالة المشاكل الروتينية والمتكررة، والتي توجد قواعد وإجراءات مسبقة لحلها.¹

¹ -حمدي أبو النور السيد عويسي، نظم المعلومات ودورها في صنع القرار الإداري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص122.

2- حالة المخاطرة: إن معظم القرارات التي تتخذ في حالة ظروف المخاطرة ترجع لنقص المعلومات أو عدم كفايتها لتحديد النتيجة المتوقعة، تكون هناك مخاطرة إذا كان احتمال نجاح القرار يقل عن نسبة مائة بالمائة، وإذا كانت نسبة النجاح 90 بالمائة تعتبر مقبولة في المخاطرة، وتعتبر المخاطرة كبيرة إذا قلت نسبة النجاح عن 90 بالمائة.¹

3- حالة عدم أو اللاتأكد: في هذه الحالة لا تتوفر معلومات عن الظروف أو الحالة الموجودة، ولا تعرف كل البدائل ولا نتائجها، وبالتالي متخذ القرار يضع تخمينات وتقدير العوائد في هذه الظروف، ومن هنا يعتمد الأمر بشدة على معايير متخذ القرار ذاته. فهناك المعيار التفاؤلي، حيث يختار أكبر عائد لكل بديل ومن ثم يختار أكبرها. وهناك المعيار التفاؤلي المتحفظ حيث يقع الاختيار الثاني على أقلها. والمعيار التشاؤمي فهو يختار متخذ القرار أقل عائد لكل بديل ومن ثم يختار أكبر تلك العوائد، ليكون المعيار التشاؤمي الشديد هو ما يفرض اختيار أقلها.²

ثانيا: أساليب اتخاذ القرارات

يمكن تقسيم أساليب اتخاذ القرارات إلى قسمين:

1- الأساليب التقليدية (غير الكمية) النظرية: تعتبر القرارات التي يتم التوصل إليها في هذا النموذج غير دقيقة وتتضمن درجة عالية من المخاطرة وعدم الوضوح، مع إهمال الوقت في اتخاذ القرار، وتتخذ القرارات في هذا النموذج عن طريق الخبرة والحكم الشخصي، كما أنها تعتمد على التخمين والتقديرات الشخصية في حساب النتائج المتوقعة للقرار.³ ومن أهم أساليب التقليدية هي:

- **أسلوب الحدس الشخصي:** يعتمد هذا الأسلوب على شخص متخذ القرار، حيث يستمد حكمه على الموقف والمشكلة المرتبطة به من واقع معلوماته المتاحة وخلفياته الثقافية، يعتمد على التكوين النفسي لمتخذ القرار.⁴

- **الخبرة والمعرفة:** أن الأفراد يتعلمون من تجاربهم، ويمر الشخص بالعديد من التجارب أثناء أدائه لمهامه الإدارية يخرج منها بدروس مستفادة من النجاح وال فشل تنير له الطريق نحو العمل في المستقبل، وهذه الدروس المستفادة من التجارب الماضية غالبا ما تكسب الشخص المزيد من الخبرة التي تساعد في الوصول إلى القرار المطلوب.

¹- منال طلعت محمود، مرجع سبق ذكره، ص 155.

²- فريد فهمي زيارة، المبادئ والأصول للإدارة والأعمال، الطبعة الخامسة، الطباعة مطبعة الشعب، عمان، 2006، ص 139.

³- علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 109.

⁴- فتحي أحمد ذياب عواد، مرجع سبق ذكره، ص 118.

- إجراء التجارب: بان يتولى متخذ القرار إجراء التجارب أخذاً في الاعتبار جميع العوامل الملموسة والاحتمالات المرتبطة بالمشكلة محل القرار، حيث يتوصل من خلال هذه التجارب إلى اختيار البديل الأفضل معتمداً في هذا الاختيار على خبرته العلمية. ومن خلال إجراء التجارب على هذا البديل وإجراء التغييرات أو التعديلات على هذا البديل بناءً على الأخطاء والتغرات التي تكشف عنها التجارب والتطبيقات العلمية، ويمكن هذا الأسلوب من التعلم من الأخطاء ومحاولة تلافي هذه الأخطاء مستقبلاً. وللاعتقاد على هذا الأسلوب يستلزم الكثير من الجهد والوقت، المعدات والأدوات مع اليد العاملة المؤهلة، بالإضافة إلى تكاليفها الباهظة.¹

- المناقشة الجماعية للمشكلة: تستخدم لجنة أو مجلس أو مؤتمر لمناقشة المشكلة أو الموضوع للاستفادة من الآراء والأفكار المطروحة في اتخاذ القرار، وتقوم اللجان بوضع تقريرها عن الموضوع، ولا شك المناقشة الجماعية يمكن الاستفادة منها في تحديد القرارات ورشدها، إلا أنه يعاب عليها أنها تأخذ وقتاً أكبر في عمليات المناقشة واحتمال تسلط أحد أعضاء المجموعة وبحيث يؤدي إلى تقلب آرائهم وعدم اهتمامهم بحل المشكلة.²

كخلاصة القول أن الأساليب التقليدية لاتخاذ القرارات تعتمد كثيراً على معارف وخبرة وتجارب متخذ القرار، بالإضافة للاستشارة في بعض الحالات المستعصية، بحيث حققت بعض النتائج في الماضي، لكن بعد التطور الهائل في مجال الإدارة مما أدى إلى التطور الهائل في المشاكل، أثبتت هذه الأساليب عدم نجاعتها مما تطلب الأمر الاتجاه إلى الطرق العلمية.

2- الأساليب العلمية في اتخاذ القرارات (الأساليب الكمية):

هناك الكثير من الطرق الكمية التي تساعد الفرد على اتخاذ قرار بالنسبة لموضوع معين. وتتعلق بعض هذه الطرق بالقرارات التي تتخذ في ظل عامل المخاطرة، وبعضها الآخر في ظروف عدم التأكد. ففي الحالة الأولى يمكن تحديد الاحتمالات المختلفة بحدوث أو عدم حدوث الظاهرة، في حين لا يمكن تحديد هذه الاحتمالات في الحالة الثانية.³ وفيما يلي بعض الطرق الكمية المستخدمة في اتخاذ القرار:

- بحوث العمليات: يتم عن طريق صياغة المشكلة محل البحث على صورة نموذج رياضي، وإجراء المقارنة الحسابية بين البدائل المختلفة عن طريق الاستعانة بالحاسب الآلي، لاختيار البديل المناسب. وتساعد بحوث العمليات متخذ القرار على اتخاذ القرار المناسب، لأنها تعطي وصفاً دقيقاً للمشكلة محل القرار والعوامل المؤثرة فيها، كما أنها تحدد

¹-سليم بطرش جلد، أساليب اتخاذ القرارات الإدارية الفعالة، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009 ص ص: 68-69.

²-منال طلعت محمود، مرجع سبق ذكره، ص 167.

³-رضا إسماعيل البسيوني، إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2009، ص 87.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

بدقة البيانات اللازمة للتعرف على أفضل الحلول، مع تحديد بدقة البدائل المقترحة كحلول للمشكلة، وتناقش كلا منها من حيث تكلفتها وعائدها ومدى المخاطرة فيها.¹

- مصفوفة القرارات: تتكون مصفوفة القرارات من أربعة أجزاء رئيسية:

- حالات الطبيعة: تمثل الظروف أو المتغيرات المحتملة الحدوث والتي قد يواجهها متخذ القرار.

- البدائل (الاستراتيجيات): وهي الحلول للمشكلة التي يمكن التي يمكن بواسطتها تحقيق هدف متخذ القرار حيث يختار من بينها البديل الأمثل الذي يشكل قرار الحل للمشكلة.

- النتائج: وهي الأرباح أو التكاليف الناتجة عن كل بديل تحت كل حالة من الحالات الطبيعية.

- الاحتمالات: وهي التوقعات متخذ القرار ويتم التعبير عنها بشكل نسب مئوية مجموعها واحد صحيح.² ويمكن تلخيص ما سبق بالجدول التالي:

جدول (1-2): مصفوفة القرار

حالات الطبيعة				البدائل (الاستراتيجيات)
ح 4 ط 4	ح 3 ط 3	ح 2 ط 2	ح 1 ط 1	
ن 37	ن 25	ن 17	ن 10	ب 1
ن 38	ن 26	ن 18	ن 11	ب 2
ن 39	ن 27	ن 19	ن 12	ب 3
ن 40	ن 28	ن 20	ن 13	ب 4

المصدر: علي عباس، أساسيات علم الإدارة، الطبعة التاسعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015، ص 111.

حيث تعني الرموز في الجدول ما يلي:

ط: حالات الطبيعة

ن: النتائج

ب: البدائل (الاستراتيجيات)

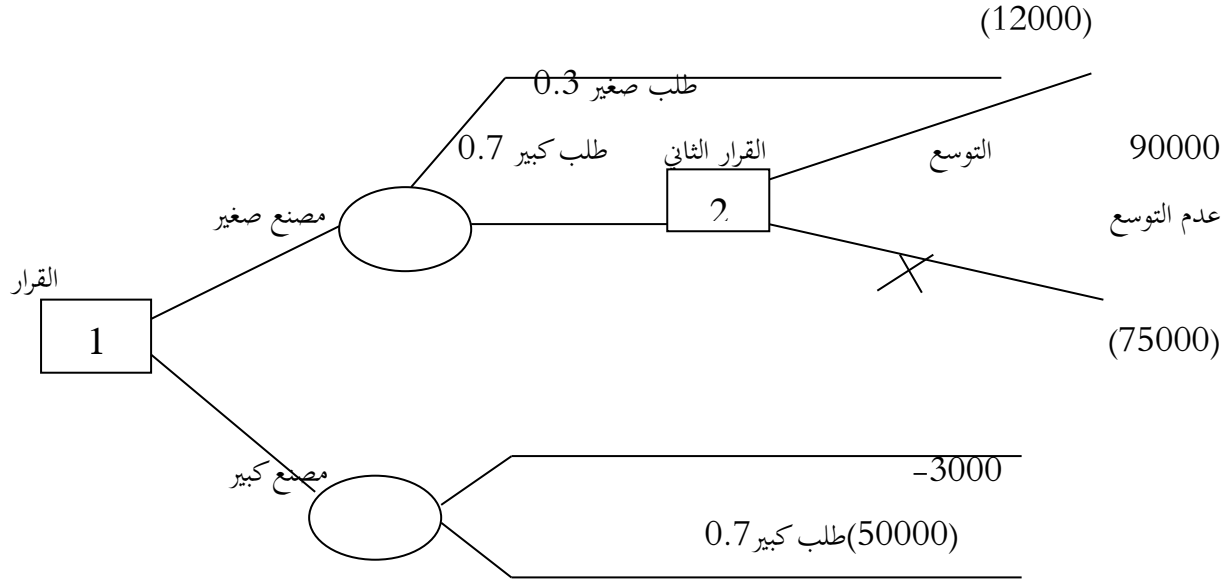
ح: الاحتمالات

¹ -حمدي أبو النور السيد عويسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 129-130.

² -علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 111.

- شجرة القرار: تمثل شجرة القرار رسماً تخطيطياً يوضح البدائل المختلفة أمام متخذ القرار وما يترتب على كل منها من عائد، هذا الرسم التخطيطي أطلق عليه اسم الشجرة لأنه يشبه الشجرة. وعلى الرغم من أن الشجرة يمكن أن تستخدم كبديل لمصفوفة القرار عند تحليل المواقف واتخاذ القرارات، إلا أن هذه الشجرة تكون أكثر فائدة من مصفوفة القرار في حالة اتخاذ القرارات المتتابة،¹ يأتي الشكل التالي لتوضيح شجرة القرار:

شكل رقم(1-6): شجرة القرار



المصدر: فتحي أحمد ذياب عواد، إدارة الأعمال الحديثة (بين النظرية والتطبيق)، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1. عمان، الأردن، ص126.

- نظريات المباريات الإدارية: ويقوم هذا الأسلوب على افتراضات مبنية على أساس التفكير المنطقي المسبق الذي يقوم بان الإنسان يسعى إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح مع اقل قدر من الخسارة، وأنه يتصرف بحكمة وان منافسه سيكون على نفس القدر من الفهم والحكمة في تصرفه، وقد أسهمت هذه النظرية في حل المشكلات التي تتعلق بوجود المنافسة، بحيث يجد متخذ القرار أن المفاضلة بين البدائل المتاحة تتم في إطار المنافسة لقرارات تتخذها شركة أخرى أو حتى دولة أخرى.

- أسلوب التحليل الحدي: من أهم المعايير التي يستخدمها أسلوب التحليل الحدي في عملية المفاضلة بين بدائل الحلول المطروحة أمام متخذ القرار معياران هما: التكلفة الحدية، والعائد الحدي. فالتكلفة الحدية هي التكلفة التي تترتب على إنتاج وحدة واحدة إضافية، إما العائد الحدي فهو الإيراد الإضافي المترتب على بيع وحدة واحدة.

¹ -فتحي أحمد ذياب عواد، مرجع سبق ذكره، ص ص:124-125.

– أسلوب البرمجة الخطية: ويقوم هذا الأسلوب على افتراض وجود علاقة خطية بين المتغيرات المؤثرة في موضوع معين بحيث يمكن التعبير عن العلاقة القائمة بين المتغيرات المؤثرة بشكل معادلات خطية يتم حلها للوصول إلى القيمة الأفضل لتابع الهدف، وهو يستلزم وجود هدف واضح مطلوب تحقيقه كتخفيض التكلفة لأدنى حد أو تحقيق أقصى ربحية ممكنة.¹

كخلاصة القول نجد أن الأساليب العلمية (الكمية) قد ساهمت إلى حد كبير في ترشيد عملية اتخاذ القرارات بحيث تعطي العديد من الحلول في مختلف الظروف والمواقف مع إعطاء مختلف البدائل الممكنة للمشكلة، بحيث يجد متخذ القرار نفسه فقط في اختيار الحل المرافق لهدفه، لكن هذا الأسلوب يتطلب معدات وأدوات ومستلزمات مع المؤهلات البشرية، أي أنها أساليب مكلفة جدا.

المطلب الثالث: أنواع القرارات في المؤسسة

يمكن تقسيم القرارات حسب عدة معايير وهي على النحو التالي:

- أولاً: حسب الوظائف الأساسية في المؤسسة: تقوم المؤسسة بأداء عدة من الوظائف المتنوعة التي ترتبط بالأهداف التي تسعى إلى تحقيقها وتمحور فيما يلي:
- قرارات الإنتاج: وهي القرارات الخاصة بأنشطة وعمليات وظيفية الإنتاج التي تهدف إلى تحويل عناصر الإنتاج من خلال العمليات الإنتاجية إلى سلع وخدمات.
 - قرارات التسويق: وهي القرارات المتعلقة بإتمام الوظائف التسويقية المختلفة، مثل الاتصال والتبادل والنقل والتخزين والترويج والتسعير ووظائف تسهيلية أخرى.
 - قرارات إدارة الموارد: وهي القرارات الخاصة بوظيفتي الشراء وتخزين المواد في المؤسسة.
 - قرارات العلاقات العامة: وترتبط بالجهود والأنشطة الخاصة ببناء علاقات طيبة بين المؤسسة والمستهلكين.
 - قرارات الجودة الشاملة: وتتضمن قرارات تطبيق مبادئ وممارسات هذه الفلسفة التي تهدف إلى تحسين مستوى السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسة لعملائها.

¹ - للاطلاع أكثر: سليم بطرش جلد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 77-80.

- قرارات إدارة المعرفة: وتتعلق باكتشاف المعرفة وامتلاكها وتعميمها أو نشرها لمن يحتاجونها بالإضافة إلى استخدامها وتوظيفها في تحسين قدرات المؤسسة.¹

- قرارات المالية والمحاسبية: تلعب الإدارة المالية دورا مهما في توفير الأموال اللازمة لتمويل العمليات الرأسمالية والتشغيلية، بالإضافة إلى إدارة الأموال المتوفرة في المؤسسة بأقل تكلفة ممكنة وبما يحقق الدخل المطلوب. وتتألف الإدارة المالية من شقين رئيسيين هما التمويل وإدارة الاستثمار.² وفي المقابل تركز المحاسبة إلى ثلاث أنشطة رئيسية هي تحديد الأحداث الاقتصادية الخاصة بالوحدة الاقتصادية مثل عمليات بيع أو شراء البضائع، وتسجيل هذه المعلومات في دفاتر المؤسسة وإيصال المعلومات المالية إلى المستفيدين منها.

- قرارات إدارة الموارد البشرية: تعرف إدارة الموارد البشرية بأنها مجموعة السياسات والممارسات والأنظمة التي تؤثر في سلوك ومواقف وأداء الموظفين. وتتألف ممارسات الموارد البشرية من تصميم وتحليل العمل، الاستقطاب والاختيار، التدريب والتطوير، التعويض، إدارة الأداء، وتوفير بيئة العمل الإيجابية أو ما يعرف بعلاقات الموظفين، وتعتبر الممارسات الفاعلة للإدارة الموارد البشرية ذات دور استراتيجي بالنسبة للمؤسسات.³

ثانيا: حسب ظروف اتخاذها: تقسم القرارات وفقا لظروف اتخاذها إلى ثلاث أنواع وهي:⁴

1- قرارات في ظل ظروف التأكد: تتسم ظروف التأكد بتوفر كافة المعلومات المتعلقة بالبدائل الممكنة لحل المشكلة ونتائج كل منها، وتكون مهمة متخذ القرار هنا بسيطة حيث يقوم بدراسة وتحليل البدائل المتاحة لديه واختيار البديل الأمثل منها.

2- قرارات في ظل المخاطرة: تتسم ظروف المخاطرة بمعرفة كافة البدائل الممكنة لحل المشكلة إلا أن نتائج حدوثها مشكوك فيها، ويتطلب الأمر هنا استخدام الاحتمالات لتقدير احتمالية حدوث البديل.

وعليه فان متخذ القرار ضمن بيئة المخاطرة يكون على معرفة بالبدائل الممكنة وينظر لها من خلال احتمالية حدوثها.

3- قرارات في ظل عدم التأكد: تمثل بيئة عدم التأكد البيئة الأكثر صعوبة بالنسبة لمتخذ القرار، وذلك لعدم معرفته بكافة البدائل الممكنة لحل المشكلة وعدم إمكانية التعامل مع البدائل من زاوية احتمال حدوثها، بالإضافة

¹-حسين أحمد الطراونة، محمد ياسين موسى، اتخاذ القرارات التنظيمية في منظمات الأعمال، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 245-246.

²-أحمد عبد الرحمن، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006، ص 340.

³-Hollenbeck, Noe and Wright, Gerharty, Human Resource Management: Gaining a Competitive Advantage, 5th Ed, Mc Grawhill, NY, 2006, p5.

⁴-Schermerhorn, John R, Introduction to Management; John Wiley& Sons, Hoboken, New Jersey, 2010, p161.

إلى عدم القدرة على معرفة نتائج كل بديل، وعادة ما يتطلب الأمر من متخذ القرار هنا الاعتماد على الإبداع والحدس والتخمين، وتكون نسبة الخطأ ضمن هذه البيئة أعلى مقارنة مع غيرها من البيئات.

ثالثاً: قرارات حسب أهميتها أو حسب المستوى الإداري: يمكن تقسيم القرارات وفق هذا المعيار إلى ثلاث أنواع وهي:

1- القرارات الإستراتيجية: تمثل قرارات تحدد اتجاه المؤسسة الأساسية ومسيرتها بالاستناد المنهج وتصور مرتبط بالتغيرات الحاصلة والمتوقعة في بيئة عمل المؤسسة الخارجية والحراك فيها. القرارات الإستراتيجية في المؤسسة تنصب على إيجاد حالة توافق ديناميكي بين محددات وفرص البيئة الخارجية مع ضعف وقوة الوضع الداخلي للمؤسسة. أن هذه الجوانب تمثل حالة إبهام عال وغموض وان احتمالية الفشل فيها كبيرة بالقياس إلى أنواع أخرى من القرارات.¹ فالقرارات الإستراتيجية هي تلك القرارات التي تتأثر بمحيط المؤسسة الخارجي ومدى التفاعل معه، فهي تهدف إلى تغيير أهداف المؤسسة في المدى الطويل عن طريق تحديدها لما ستكون عليه المؤسسة في المستقبل مثل حجمها ومركزها التنافسي، ومجلس الإدارة هو المسؤول عن اتخاذ مثل هذه القرارات.²

2- القرارات التكتيكية: تتميز بال تكرار ويتم اتخاذها على مستوى الإدارة الوسطى، حيث يسمح هذا النوع من القرارات بإيجاد الكيفية التي يتم بها استعمال مواد المؤسسة، فهذه القرارات تعمل على تنظيم عملية وتوجيه للمواد التكنولوجية.³ وغيرها. هذه القرارات متعلقة بإعداد الخطط والموازنات واستخدام الموارد المالية، البشرية والمادية بهدف تنفيذ القرارات الإستراتيجية. ومن أمثلة هذه القرارات: تخصيص الموارد، تقرير الموازنات، تقسيم المهام والوظائف، تحديد مسار العلاقات بين العمال، توزيع السلطة، تنظيم العمل... الخ

3- القرارات التشغيلية: تمثل هذه القرارات تجزئة للقرارات الإستراتيجية إلى عدة مراحل زمنية قصيرة الأجل، فهي تتعلق بالمشكلات البسيطة المتكررة كتلك المتعلقة بالحضور والانصراف وتوزيع العمل والغياب، الإجازات والعطل وكيفية معالجتها.⁴

¹- طاهر محس منصور الغالي، مداخل صناعة القرار الاستراتيجي وعلاقتها بالأداء: دراسة تطبيقية في منظمات عراقية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد(29)، المجلد الثامن، 2012، ص ص: 82-83.

²- شكري معمر سعاد، التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية: حالة تقرير المراجع حول سونلغاز، أطروحة دكتوراه في مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2014-2015، ص 65.

³- كاسر ناصر منصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، 2006، ص 46.

⁴- عبد الله إبراهيم الفقي، نظم المعلومات المحاسبية ودعم اتخاذ القرار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، 121.

بحيث تتعلق غالبا بالعمليات التشغيلية اليومية، وتكون في شكل إجراءات وقواعد عمل تخص الوظائف أو مراكز العمل الفردية مثل تشكيل فرق العمل، جدولة الإنتاج، مراقبة الجودة، إعداد الطلبات، مراقبة المخزون... الخ

رابعا: حسب إمكانية برمجتها: تقسم القرارات وفقا لإمكانية برمجتها إلى نوعين هما:¹

1- القرارات المبرمجة: هي تلك التي تتخذ بروتينية أو بصورة متكررة وحالات محددة تماما وبذات المنهج والأسلوب، وينطبق عليها ما هو محدد من سياسات وإجراءات، حيث أصبح يمثل ما يشبه الخبرة في التعامل مع مثل هذه الحالات، فمثلا عندما يصل حجم المخزون مستوى معين يتم إصدار طلب الشراء للمواد المخزنة، مثل هذه القرارات المبرمجة يكثر تكرارها لدى المستويات التشغيلية وبدرجة اقل على مستويات الوظيفية، وتقل أكثر في المستويات الأعلى في الهيكل التنظيمي.

2- القرارات غير مبرمجة: هي تلك القرارات التي لا يمكن اعتماد أو تطبيق معها القواعد المحددة مسبقا، أما الحالة جديدة ولم يسبق التعامل مع هذه الحالة أو الحالة غير واضحة المعالم عند كل الظروف، ومعظم القرارات المهمة والتي يتخذها متخذ القرار تقع ضمن هذه المجموعة بحيث تنطوي هذه القرارات على شيء من عدم التأكد حول نتائج كل بديل أو ما يسفر عنه اختيار أي بديل، من جانب آخر قد لا تتوفر معلومات كافية لمتخذ القرار مع مشكلة جمع المعلومات عن هذه الحالة لعمل التكلفة أو الوقت. وقد تكون الحالة ذاتها متغيرة أو سريعة التغير مما يتسبب في أن تصبح المعلومات لا تنفع معها. فهذه القرارات يواجهها أكثر المديرين في المستويات الأعلى في الهيكل المؤسسة.

خامسا: القرارات حسب أساليب اتخاذها: يمكن تقسيم القرارات حسب أساليب اتخاذها إلى نوعين هما:²

1- القرارات الوصفية: ويتم اتخاذ هذا النوع من القرارات بالاعتماد على الأساليب التقليدية القائمة على التقدير الشخصي لسلطة اتخاذ القرار، وخبراته ودراسته للآراء، والحقائق المرتبطة بالمشكلة. ويفترض القائلون بهذا التصنيف عدم توافر المعلومات المطلوبة والملائمة التي تمكن سلطة اتخاذ القرارات الوصفية من وضع البدائل واختيار البديل الأنسب من بينها، إلا أن اعتماد سلطة اتخاذ القرار على هذه التقديرات الشخصية تنتج بها إلى اتخاذ البديل الذي تراه مناسباً لاتخاذ القرار، ولو لم يكن هو البديل المثالي في هذا الشأن.

¹ - مؤيد عبد الحسين الفضل، نظريات اتخاذ القرار: منهج كمي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص ص: 48-49.

² - حمدي أبو السيد عويسي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 136-137.

2- القرارات الكمية: وهي قرارات يتم اتخاذها بالاعتماد على الرشد والعقلانية لدى متخذها، وكما تتطلب الاعتماد على القواعد والأسس العلمية التي تساعده على اختيار القرار الذي يحقق أكبر فائدة للمنظمة الإدارية. ويفترض في هذه القرارات الاعتماد على وضوح الأهداف، وموضوعيتها وكفاية المعلومات المطلوبة، ودقتها، وتوافر الخبرات والاختصاصات المساعدة في هذا الشأن، والقدرة على تفهم العوامل والمتغيرات المؤثرة في اختيار البديل المناسب.

كما يفترض في متخذي هذه القرارات أن يعتمدوا على الأسلوب العلمي الذي يمكنهم من تحديد المشكلة، وتوضيح الأهداف، وإيجاد البدائل، وتحليلها، وتقييمها، وترتيبها ترتيباً منطقياً، حتى يمكنهم في النهاية أن يتخذوا قرارات رشيدة.

سادساً: القرارات حسب النمط القيادي: تصنف القرارات وفقاً للنمط القيادي السائد في المنظمة إلى نوعين رئيسيين:¹

1- القرارات الفردية: وهي القرارات التي تتخذ من قبل المدير متخذ القرار دون مشاركة الموظفين، وهذا يعني أن تحديد المشكلة وتحديد البدائل الممكنة واختيار أحدها قد تم بجهود فردية من قبل المدير. وبالرغم من أهمية أن تكون القرارات جماعية حيث التأكيد على مشاركة الموظفين في اتخاذ القرارات، إلا أن هناك بعض الحالات التي يضطر فيها المدير إلى اتخاذ القرارات بصورة فردية، وتمثل أهم العوامل التي تستوجب اتخاذ القرارات بصورة فردية بما يلي:

- قصر الوقت المتاح لاتخاذ القرار التنظيمي.
- هيمنة النمط الأوتوقراطي على المنظمة.
- توفر المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار لدى المدير متخذ القرار.
- سرية المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار.
- أفراد الجماعة غير مؤهلين للمشاركة في عملية اتخاذ القرار.

¹ - حسين أحمد الطراونة، مرجع سبق ذكره، 2014، ص ص: 278-279.

2- القرارات الجماعية: وهي القرارات التي تتخذ بمشاركة الموظفين في المنظمة، وتصدر الإشارة هنا إلى أن المقصود بمشاركة الموظفين ينسحب على الموظفين، بالإضافة إلى مشاركة من يعينهم القرار وان كانوا من خارج المنظمة. تكمن أهمية القرارات الجماعية في أنها تعد ضرورية في بيئة القرار التي تتسم بعدم التأكد، إضافة إلى كسب تأييد الجماعة للقرار وقبوله والعمل على تنفيذه، وهناك العديد من العوامل التي تستوجب اتخاذ القرارات بصورة جماعية، وتمثل بما يلي:

- توفر المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرار لدى الجماعة.
- ضرورة تفهم وقبول القرار من قبل الجماعة.
- النمط القيادي المتبع في المنظمة هو النمط الديمقراطي.
- بيئة القرار تتسم بعدم التأكد وبالتالي وجود حاجة للإبداع والابتكار.
- أفراد الجماعة مؤهلين للمشاركة في عملية اتخاذ القرار.

المبحث الثالث: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة الاقتصادية

يعتبر هدف تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، للمحافظة على استمراريته وكذا المحافظة على ثروة الملاك، فهو بمثابة الحافز الأساسي لكل الأطراف الفاعلة في المؤسسة، بحيث أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده، وفي هذا الإطار سيتم التطرق في هذا المبحث إلى ماهية قيمة المؤسسة، طرق واليات ومداخل تحديد القيمة.

المطلب الأول: ماهية قيمة المؤسسة الاقتصادية

أولاً: مفهوم القيمة: لقد اختلفت العديد من النظريات في تحديد مفهوم دقيق للقيمة، فقد تتحدد القيمة بالعرض أو الطلب أو المنفعة أو تكلفة الإنتاج أو العمل، حيث يمكن أن تكون القيمة على أنها:

- تعريف القيمة لغة على أنها: "ذلك الثمن الذي يقوم به المبتاع، أي المقابل الذي يقوم مقامه، سواء اتخذ هذا الثمن حجماً معيناً من البضائع أو عدداً معيناً من وحدات النقود التي يمكن مبادلته بها".¹

- القيمة عبارة عن رأي وليس حدث، فالسعر هو الحدث والمقصود هنا هو سعر الدفع الذي على أساسه تتم عملية المبادلة في البورصة.²

- القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تتركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم المقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحويل القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين.³

- عرفت لجنة معايير التقييم الدولية: على أنها مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة.⁴

¹- أحمد بن محمد علي الفيومي، قاموس المصباح المنير، مكتبة لبنان، بيروت، 1987، ص 197.

²-Brilman Jean, Maire Claude, Manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, 1990, P19.

³-Raffegau Jean, Fernand Dubois, l'évaluation financière de l'entreprise, 1^{iere} edition, Presse universitaires de France, Paris, pp : 5-6.

⁴ - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص 12.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- القيمة مفهوم موضوعي تنشأ من عناصر ملموسة، السلع الخاصة بالمؤسسة، الديون، رقم الأعمال، الأرباح، عوائد الأسهم...، في حين أن السعر هو مفهوم أكثر ذاتية، ذلك أنه عند القياس يستخدم جزئيا عوامل مستقلة عن قيمة المؤسسة، كـرغبة المشتري في حيازة نشاط المؤسسة مثلا.¹

- تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط.²

من خلال ما سبق تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك الثمن أو المبلغ أو السعر الذي يمكن أن يحدد أو يقيس، أو الذي يمكن أن يكون يعادل إمكانيات المؤسسة خلال كل فترة زمنية معينة حسب الظروف المواتية للمؤسسة، وبذلك يمكن أن تأخذ عدة أشكال من القيم حسب العوامل المؤثرة فيها.

ثانيا: أشكال القيمة: في هذا الصدد يمكن أن نشير إلى النماذج التالية للقيمة:³

- **قيمة الحيازة:** وتعني تكلفة الحيازة لاستثمار معين التي من خلالها يسجل ضمن ميزانية المؤسسة ومن ثم يدخل ملكيتها، ويعبر عنها في المحاسبة بالتكلفة التاريخية، أو بتكلفة الاقتناء، كما أنه أحيانا نجدها لا تعكس الواقع، ذلك أنه في حالة البيع مثلا نجد أن السعر المدفوع يكون أقل أو أعلى من القيمة المسجل بها الاستثمار المعني،

- **القيمة الإجمالية:** وهي القيمة التي يظهر بها الأصل في الميزانية قبل تخصيص الاهتلاك، أو قبل تشكيل المؤونة،

- **القيمة الصافية (الدفترية):** محاسبيا تسمى بالقيمة المحاسبية الصافية، وهي باقي القيمة التي تظهر في الميزانية وذلك بعد طرح حصص الاهتلاكات ومختلف التخفيضات من القيمة الإجمالية لعنصر الأصل، القيمة الدفترية تعتبر هذه القيمة من مفهوم محاسبي ضريبي، وليس مفهوم اقتصادي أو تقييمي، وهي أكثر تضليلا في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوص منها الاهتلاك المتراكم،

¹-Tchemeni Emmanuel, l'évaluation des entreprises, edition Economica, Paris, pp : 77-78.

²-هوارى سويسى، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة الدكتوراه في علو التسيير، أطروحة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

³-للاطلاع أكثر الرجوع إلى:

-بكارى بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الابار(ENSP)، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2010، ص ص: 14-16.

-طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات-تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 12-13.

-طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011، ص ص: 5-6.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- القيمة المتبقية: تمثل المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه،
- القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية،
- القيمة الاستعمالية: تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء فهي تتعلق خصوصا بمعدات الاستغلال، والأساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة،
- قيمة المنفعة: تمثل القيمة المحينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها،
- القيمة القابلة للتحويل: وتمثل القيمة العليا بين سعر البيع الصافي لأصول وقيمتها النفعية.
- قيمة التصفية: هي القيمة التي سيتم على أساسها بيع أصول المؤسسة كلا على حدا وبالحالة التي هي عليها وهذه القيمة لا يمكن استخدامها كأساس للتقييم إلا إذا كانت المؤسسة غير قادرة على الاستمرار في مزاولة نشاطها لاعتبارات فنية أو تسويقية أو غيرها من الأسباب، أيضا من دواعي استخدام قيمة التصفية هو وقوع خسائر متكررة تتخطى فيها المؤسسة، و /أو الإعلان عن وضعية مالية مشكوك فيها....
- إذا قيمة التصفية تنطلق من فكرة توقف جزئي أو كلي لنشاط المؤسسة، ويمكننا اعتبارها أقل قيمة ممكنة للمؤسسة،
- القيمة المصفاة: تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة، بالرغم من انه ينتج عن هذا تكاليف مرتفعة من تسريح للعمال، فسخ للعقود وكل ما ينجر عنها من عواقب وخيمة إلا أن المؤسسة كما قلنا تجد نفسها مضطرة لبيع هذه الأصول، القيمة في هذه الحالة تكون منخفضة لكن بدرجة أقل، فهي بمثابة بيع الأصول بمفهوم تصفية متزايدة،
- قيمة الكسر: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل بعد أن أصبح عدم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة، علما أن هذه القيمة تختلف عن قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي مالك جديد وفي أي غرض حيث أنه في حالة تقييم مؤسسة لغرض الخصوصية-الجزئية أو الكلية-أو الاندماج يكون من المفيد بالنسبة للمشتري أن يعرف قيمة نفاية تلك المعدات،
- قيمة التأمين: وهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقييم المؤسسات وذلك من خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات،

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

- **قيمة السوق:** تعني سعر التنازل في الشروط العادية، حيث أن السعر ناتج عن العرض والطلب، وبعد هذا المعيار الأكثر موضوعية عند تقييم المؤسسات. كما يمكن تعريفها بأنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من أجل بيع أصل معين في سوق نشطة، أو المبلغ الواجب دفعه لاقتناء ذلك الأصل.

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة السوقية لأسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ويتم تحديد القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تحديد قيمة حملة أسهمها، وجرت العادة على استخدام سعر السوق للأسهم العادية كمقياس للثروة.¹

- **القيمة الاستثمارية:** هي قيمة المنافع المستقبلية الناتجة عن امتلاك أصل ما بالنسبة لمشتري معين، وهذه القيمة يمكن أن تختلف من مشتري لآخر حسب تقدير كل مشتري للقدرة الإيرادية للمؤسسة وبالتالي على تقدير ذلك المشتري للقيمة.

- **قيمة شهرة المحل:** تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية، وهي مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى المؤسسة، وهي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.²

- **القيمة الجديدة:** وتمثل النفقات الضرورية لاستبدال سلعة معينة بسلعة مكافئة جديدة.³

المطلب الثاني: طرق تحديد قيمة المؤسسة

تستعمل العديد من الطرق في إيجاد وتحديد قيمة المؤسسة، ومن أهمها:

أولا: الطريقة المحاسبية: وتعتمد هذه الطريقة على استخدام الميزانية في التقدير، ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتمادا على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات الأكثر دقة، وذلك باستعمال العلاقة الآتية:⁴

القيمة الصافية المصححة للأصل = القيمة الحقيقية للأصل - ديون ومؤونات خطر ونقل

¹ -نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري(1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017، ص245.

² -بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية-دراسة حالة مؤسستي صيدال الأوراسي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص ص: 3-4.

³-Vizzavona Patrice, Pratique de gestion, Evaluation des entreprises, Edition Berti Alger, 1991, P4.

⁴ -Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, DECF, Manuel : Application Gestion Financière, 10^{ème} édition, Dunod, Paris, 2001, P302.

ويتم إيجاد هذه القيمة بعد إجراء مجموعة من التعديلات في الميزانية، عن طريق معالجة مجموعة من البنود المتعلقة بها مثل الأصول المعنوية، المخزونات والمؤونات إضافة إلى توزيعات الأرباح الواجبة الدفع، فالمؤسسة تقيم اعتبارا من أهم العوامل الداخلة في عملياتها الإنتاجية، فمن خلال هذه الطريقة فان قيمة المؤسسة تكون مساوية لمجموع الأصول المكونة لها، وهذا بعد الأخذ بعين الاعتبار للتعديلات الواجب إدراجها في قيم الميزانية، وتعتبر الميزانية أساس إيجاد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة.

ثانيا: **طريقة شهرة المحل (فائض القيمة):** باعتبار أن الطريقة السابقة تحمل القدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل من قبل المؤسسة، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار للأصول البشرية، لذا فوفق هذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة كما يلي، وهذا بعد المرور بعدة مراحل:

- إيجاد عائد شهرة المحل، وذلك بالاعتماد على المعادلة الموالية:¹

المردودية = نتيجة الاستغلال/الأصول الاقتصادية

$$re = Re \text{ net d'imp\^ot/actif \acute{e}conomique}$$

Re: نتيجة الاستغلال

re: المردودية

ولكن نظرا لوجود بعض الأخطار التي تعترض الاستثمار، فان المردودية تختلف بين ما تعرفه المؤسسة وما يطلبه المستثمرين، لذا يصبح عائد شهرة المحل كما يلي:

$$\text{Rent de good Will} = \text{Actif \acute{e}conomique} (re - r'e)$$

re : المردودية المتوقعة من المستثمرين

- ثم يتم في مرحلة ثانية تحسین عائد شهرة المحل وذلك من أجل الحصول على قيمة شهرة المحل، ويتم ذلك باستعمال المعادلة الآتية:

$$\text{Good Will} = \text{rent de Good Will} ((1 - (1 + t)^{-n}) / t)$$

n: المدة t: معدل التحيين

ولكن في هذه المرحلة قد تواجهنا مشكلتين أساسيتين: وهما اختيار معدل التحيين، وهنا عموما يتم استعمال تكلفة رأس المال مضافا إليه نسبة معينة أخذا بعين الاعتبار التي قد تواجه المؤسسة، أما بالنسبة للمشكل الثاني فهو

¹- Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, op cit, p305.

مثلا في تحديد مدة التحيين، والتي تمثل الفترة التي يكون فيها الأصل قادرا على خلق قيمة إضافية، وفي مرحلة أخيرة يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتمادا على شهرة المحل، والتي تعبر عنها المعادلة التالية:¹

$$\text{Valeur de l'entreprise} = \text{Actif net comptable corrigé} + \text{Good Will}$$

ما يستخلص مما سبق أن هذه الطريقة ما هي إلا تكملة للطريقة السابقة، وهذا عن طريق عملية التصحيح. **ثالثا: التقييم عن طريق التدفقات النقدية:** ففي هذه الطريقة يتم الاعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة، وتعبر هذه التدفقات على مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات الاستغلالية والاستثمارية، وتستعمل العلاقة الموالية في تحديد القيمة:²

$$\text{Valeur} = \sum_{p=1}^n \frac{Fp}{(1+t)^p} + \frac{VRn}{(1+t)^n} - D1$$

Fp : التدفقات النقدية للسنة p : القيمة المتبقية عند السنة n

t : معدل العائد المتوقع. $D1$: قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة.

يجب إضافة قيمة المؤسسة المخصصة عند نهاية المدة، ويتم خصم سواء قيمة المؤسسة عند نهاية المدة أو مختلف التدفقات النقدية الناتجة باعتماد معدل خصم محدد ويستعمل في الغالب تكلفة التمويل، هذا بعد إضافة معدل معين يتناسب والأخطار التي تكون المؤسسة عرضة لها، وبما يتطلع إليه المستثمرين. وتعتبر التدفقات النقدية المتاحة المعمول بها من قبل المؤسسة، والتي تتحدد عن طريق مختلف أنشطة المؤسسة الاستغلالية أو الاستثمارية، ويمكن إيجادها عن طريق تتبع المراحل الآتية:³

نتيجة الاستغلال الصافية RN + الأهلاكات = التدفقات النقدية - Δ احتياجات رأس المال العامل

للاستغلال $BFRE$ + تنازل عن الأصول بعد الضريبة - الاستثمارات = التدفقات النقدية المتاحة

وباعتبار أن هذه الطريقة تقوم في أساسها على التوقعات للتدفقات النقدية المستقبلية من جهة، مع الصعوبة في تحديد قيمة المؤسسة عند نهاية المدة، الأمر الذي يجد من دقة الطريقة خاصة وأن المدة التي يتم الاعتماد عليها في تحديد قيمة المؤسسة غالبا ما تكون محدودة.

رابعا: القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة: هي من بين المقاييس الحديثة في تحديد وتفسير معنى القيمة، بحيث تبين مدى تحقيق المؤسسة للربح الاقتصادي (الحقيقي) خلال فترة معينة؛

¹ - Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, op cit, p 306.

²-Norbert Guedj, Finance d'entreprise : les règles du jeu, édition d'organisation, paris, 2ème édition, 2001, p471.

³³-Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, op cit, p307.

1- القيمة الاقتصادية المضافة (Eva) : يمكن توضيح معنى القيمة الاقتصادية المضافة من خلال التعاريف التالية: يعود أصل تعريف القيمة الاقتصادية المضافة إلى Marshall, 1890 & Hamilton, 1777 والذان قدما شرحا للشركات لتعظيم الثروة التي يجب أن تعود عليهم بشكل أكبر من كلفة الدين والملكية، إلا أن الاهتمام الحالي لهذا المفهوم في الفكر المحاسبي يرجع إلى شركة Stern Stewart وهي شركة استشارية أمريكية في نيويورك وذلك لخدمة الإدارة المالية ولتطوير قياس الأداء، وقد قامت هذه الشركة بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية.¹

وقد عرف Stern, Stewart مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بأنه: "مقياس للإنجاز الربح الحقيقي حيث مرتبط بتعظيم ثروة الملاك على مدى الزمن وهو الفرق بين صافي الربح المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض"²؛

- التعديلات والتسويات المقترحة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة: يتميز مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في حسابه عن غيره، حيث يعيد النظر في محددات تكلفة التشغيل، إذ يتعامل مع التكاليف من منظور الربح الاقتصادي الذي يركز على مفهوم التدفقات النقدية، ليس كربح المحاسبي الذي يركز على مفهوم الاستحقاق، فالديون المشكوك فيها مثلا وفقا للمفهوم المحاسبي يتم خصم قيمتها عن السنة من الإيرادات التشغيل في نفس السنة، أم مفهوم الربح الاقتصادي ينص على أن لا تخصم من الإيرادات طالما لم يتم إعدام تلك الديون بالفعل، كذلك الربح الاقتصادي يرفض خصم نفقات الحملة الإعلانية بالكامل من إيرادات السنة، إذ يخصم ما يخص تلك السنة فقط

وهناك عدة تعديلات تتطلبها القيمة الاقتصادية المضافة EVA والتي اقترحها سترن ستيوارت نذكر منها:

- محخص ضرائب الدخل المؤجلة؛
- محخص تقادم المخزون؛
- إهلاك شهرة المحل؛
- رسملة الموجودات غير الملموسة؛
- نفقات إعادة الهيكلة؛

¹- أشرف الشراوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم-دراسة حالة عملية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات-أفاق وتحديات) كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، الإمارات، 2006، ص 4.

²²-Jiambalov, J. *Managerial Accounting* (éd. 3). New York: Jhon Wiley. (2007), p470.

- المنح الحكومية ومكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة؛
ويوجد تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي
ومخصصات الضمان.¹

- مزايا استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة: من أهم مزايا القيمة الاقتصادية المضافة ما يلي:

- القيمة الاقتصادية المضافة تعتبر من أكثر المقاييس المالية قدرة على التعبير عن الربح الاقتصادي لمنشآت
الأعمال وأكثرها ارتباطا بتحقيق الثروة للملاك خلال الفترات المختلفة؛

- أشارت بعض الدراسات التطبيقية أن القيمة الاقتصادية المضافة تتفوق على غيرها من مقاييس الأداء المحاسبية
مثل: ربحية السهم، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاستثمار بأكثر من 50% في قدرتها على تفسير
التغيرات في ثروة الملاك؛

- تعمل القيمة الاقتصادية المضافة على زيادة ثروة الملاك من خلال تحفيز الإدارة على اتخاذ القرارات التي تؤدي
إلى زيادة القيمة المحققة لحملة الأسهم؛

- تطبيق نظام القيمة الاقتصادية المضافة في منشآت الأعمال يعتبر تطبيقا لمفهوم حوكمة الشركات، حيث أن
هذا النظام يشجع الإدارة على التوجه نحو الأنشطة والاستثمارات التي من المتوقع أن تعظم القيمة المحققة لحملة
السهم، ويرى البعض بأن الهدف الأساسي لحوكمة الشركات يتمثل في تعظيم ثروة الملاك من خلال تحسين الأداء
لتحقيق هذا الهدف.²

- **قياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA:** أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA³: تركز على جميع الجوانب
المهمة لأعمال المنشأة، حجم رأس المستثمر وتقسيمه ما بين الدين ورأس المال الممتلك K تكلفة رأس المال (السهم
والقروض)، حيث يمكن تحقيق القيمة الاقتصادية من خلال الربح الاقتصادي والتي يطلق عليها القيمة الاقتصادية
المضافة EVA والتي تشابه صافي القيمة الحالية NPV في احتسابها، إلا أن NPV فتحسب لعدة سنوات، كما

¹ - زبيدي بشير. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة-دراسة حالة مجمع صيدال(2012-2015). مجلة
الدراسات الاقتصادية والعالمية، 03(10)، 2017، ص: 192-193.

² -رامي ابو وادي، و نجيل سقف الحيط. القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الاردنية. مجلة جامعة النجاح للابحاث
العلوم الإنسانية، 30(12)، 2016، ص 2504.

³ -عبد الرؤوف على عبد الله جريد، أشرف صلاح، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على أسعار شركات EGX30
مؤشر المدرج في البورصة المصرية، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، جامعة الدول العربية، المجلد العاشر، العدد الثالث، الجزء الأول،
2019، ص: 296-297.

أن تكلفة رأس المال التي تستخدم كمعدل الخصم في احتساب NPV تطبق على المنشأة ككل. ووفقاً ل(Panahietal) فإنه لقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتم ذلك خلال المعادلة الآتية:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROIC: العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه من خلال قسمة NOPAT على IC

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب.

IC: رأس المال المستثمر.

WACC: التكلفة المرجحة لرأس المال.

فإذا كانت $EVA > 0$ ففي هذه الحالة يمكن القول أن المنشأة ناجحة ويكون هناك زيادة في ثروة الملاك وبالتالي يكسبون أكثر من أصل الاستثمار، أما إذا كانت $EVA = 0$ فهذا يعني أن المنشأة قد أنتجت بقدر ما استثمرت من أموال وعندما تكون $EVA < 0$ هذا يعني تآكل في ثروة الملاك.

أما لحساب تكلفة رأس المال WACC فإن ذلك يتم من خلال المعادلة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث أن:

Ke: معدل كلفة الأسهم للشركات.

WEquity: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.

Kd: معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الائتمان والخصم بالبنك المركزي).

WDebt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

2- القيمة السوقية المضافة MVA

على صياغة Stern, Stewart في إطار سعيها لتعزيز مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة فقد عملت شركة معيار آخر للأداء يتمثل في القيمة السوقية المضافة كمؤشر للأداء الخارجي للمؤسسة، وكمقياس لقدرة المؤسسة على تكوين الثروة من خلال زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية، ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين، وبهذه الصورة فإن القيمة السوقية تعد معيار

شاملا في قياس وخلق الثروة، كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في مؤسسات الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المؤسسة وفعاليتها.¹ وهناك طريقتين لحسابها وهي كالأتي:²

- الطريقة الأولى:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية حق الملكية - القيمة الدفترية حق الملكية

$$MVA = MEV - BVE$$

- الطريقة الثانية: ويتم احتسابها من خلال علاقتها مع القيمة المضافة إذ تمثل:

القيمة السوقية المضافة = القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة

$$MVA = EVA / (1+wacc)^t$$

المطلب الثالث: آليات ومدخل تحديد قيمة المؤسسة

لإيجاد قيمة أي مؤسسة وتحديد مدخلاتها مهما كان تصنيفها يجب الاعتماد على آليات ومدخل واضحة تتوافق مع

الهدف والغرض من تلك القيمة

أولا: آليات تحديد قيمة المؤسسة:

تعتبر عملية تحديد أو إيجاد قيمة المؤسسة محدودة الدقة، كونها تبنى على مجموعة من الآراء والافتراضات المبنية أساسا على كفاءة المقيم، وهذا من خلال استخدامه لمجموعة من الأساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ولهذا فان آلية التقييم لا تخرج عن كونها تعتمد على إحدى الأساليب الموالية:

- 1- الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار للاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.
- 2- يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفا، وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة، كأن نقول أن مؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو قيمة المؤسسة هي 100% من ربحها الصافي خارج الضرائب.

¹-رامي أبو وادي، ونخيل سقف الحيط، مرجع سبق ذكره، ص 2509.

²-Kim John J&Ahn, Jae-Hyeom and Yun, J. k, Economic value added (Eva) as a proxy for market value added (Mva) and accounting earning, empirical evidence from the business cycle, Journal of accounting and finance research American Ncaclmy, 2004, p53.

الفصل الأول:.....الإطار المفاهيمي للقرارات وقيمة المؤسسة الاقتصادية

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

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات، وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بما طيلة حياة المؤسسة
- اختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة.
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالبا ما يكون تكلفة رأس المال.

4- وتتم هذه الطريقة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية، إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، ما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي.¹

ثانيا: مداخل تحديد قيمة المؤسسة

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الاهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها وتحليلها، وقد صنفها الدكتور طارق عبد العال حماد في ثلاث مناهج أساسية وهي: منهج الدخل، منهج السوق، ومنهج الأصول، وضمن كل منهج توجد مجموعة من الطرق بإمكان المقيم استخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما،² والتي من خلالها يتم دراسة هذه المداخل وتطبيق الأنسب لها، فغالبا لا يتم تطبيقها كلها في عملية تقييم.

1- منهج الدخل: من خلال تقييم حصة الملكية التي تعتبر استثمارا يمكن قياسه كغيره من الاستثمارات، وعموما منهج الدخل يحسب القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة.

¹- للاطلاع أكثر الرجوع إلى :

-Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, op cit, p331.

-طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات -تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30-31.

²- نفس المرجع السابق، ص 43.

وقيمة المؤسسة وفق منهج الدخل إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية، تتمثل في: ¹ تدفق المنافع الاقتصادية والتي غالباً تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة باستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقاً لاختلاف مستوى المنافع الاقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة، بينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطر يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب.

ولكن من الصعوبة بمكان التنبؤ بتدفق المنافع الاقتصادية، خاصة في ظل استمرارية المؤسسة إضافة إلى صعوبة التوصل لتحديد دقيق لمعدل الخصم المناسب، وهي من بين أهم الجوانب التي تؤخذ على هذا المدخل.

2- منهج الأصول: في هذا المنهج يتم تحديد قيمة المؤسسة اعتماداً على قيمة أصولها الصافية بعد خصم التزاماتها، وهذا من خلال ما يتم عرضه في الميزانية العمومية والتي تكون فيها مختلف البنود مسجلة بالقيم الدفترية، مما يفرض ضرورة القيام بسلسلة من التعديلات من أجل الوصول إلى القيمة السوقية سواء لأصول المؤسسة أو التزاماتها.

3- منهج السوق: قيمة المؤسسة تتحدد من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ذات قيم معلومة، والتي تتحدد إما عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، أو تحديد قيمة هذه الأخيرة مقدماً.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الاعتماد على هذا المدخل، ² وذلك بالعمل على استخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة انطلاقاً من الميزانية، قائمة الدخل. الخ، لكن غالباً لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها واتساعها، وكذا خدمات المنتج، وهذا من أجل تحديد قيمة المؤسسة بالدقة اللازمة. ويعتمد هذا المدخل على مؤشرات محددة من أجل تحديد القيمة، ويمكن إيجاد هذه القيمة باستعمال العلاقة: ³

$$\text{Value subject} = ((\text{price} / \text{parameter}) \text{comps} * \text{Parameter subject}) - \text{Debt Subject}$$

وقد تمثل: Parameter: المبيعات، الدخل الصافي، القيمة الدفترية... Comps: مؤسسة المقارنة، Subject: المؤسسة محل التقييم.

والميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه والملاحظ عدم اعتماده على تنبؤات وافتراضات، إلا أنه في الواقع لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يمنع إجراء المقارنة وبالتالي التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعاب عليه كذلك عدم أخذه بعين الاعتبار لفرضيات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة.

¹ - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة، نفس المرجع السابق، ص 295.

² - نفس المرجع السابق، ص 486.

³ - نفس المرجع السابق، ص 489.

خلاصة الفصل الأول:

مما سبق يتضح أن المؤسسة الاقتصادية تمثل وبشكل عام منظمة اقتصادية اجتماعية ذات استقلالية نسبية. لها علاقة مع البيئة الخارجية سواء أكانت جزئية أو كلية تؤثر وتتأثر بها لكونها تعد مصدر هاماً من الموارد الاقتصادية، حتى يتسنى لها التعرف على الفرص الموجودة في السوق والتهديدات التي يمكن أن تعرقل السير الحسن للمؤسسة وكذلك تقييم البيئة الداخلية من أجل التعرف على نقاط القوة والضعف لأن استغلال الفرص ومواجهة التهديدات مرتبط بقدرة وكفاءة المؤسسة الداخلية بنسبة كبيرة، وفيها تتخذ القرارات البشرية والمادية والمالية لإنشاء قيم مضافة،

حيث تكون عملية اتخاذ القرارات هي أساس عمل المؤسسة، والتي يمكن من خلالها إنجاز كل أنشطتها، وتحديد مستقبلها، ولا يمكن أداء أي وظيفة بالمؤسسة (كالإنتاج والتسويق والتمويل والموارد البشرية) أو أداء وظيفة إدارية (كالخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة) ما لم يصدر بصددها قرار يحدد من يقوم بها، متى وأين ومع من وبأي تكلفة وغير ذلك.

بحيث أن قيمة المؤسسة تتمثل في ذلك الثمن أو المبلغ أو السعر الذي يمكن أن يحدد أو يقيس، أو الذي يمكن أن يكون يعادل إمكانيات المؤسسة خلال كل فترة زمنية معينة حسب الظروف المواتية للمؤسسة، وبذلك يمكن أن تأخذ عدة أشكال من القيم حسب العوامل المؤثرة فيها، بحيث يمكن تحديد وقياس قيمة المؤسسة بعدة طرق، لكن لكل طريقة لها ميزات معينة، نجد من أهم هذه الطرق القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي تحدد قيمة المؤسسة الحقيقية وتقيس فعليا أداء الإدارة من خلال فترة زمنية معينة.

الفصل الثاني

تمهيد:

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات المالية التي يتوجب على المؤسسة اتخاذها لكي تضمن الاستمرارية والنجاح، وذلك لتعلقه باحتياجاتها المالية للعملية التشغيلية والاستثمارية، وهذا متوقف على كيفية توفير الأموال، كما تسعى دائما لإيجاد الآليات والطرق المناسبة للحصول على الأموال اللازمة باختيار المصدر المناسب وفي الوقت المناسب والتكلفة المناسبة.

كما تعتبر تكلفة التمويل من العناصر المهمة والفاصلة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية وأي تقصير في هذا المجال يحمل المؤسسة تكاليف مرتفعة مما يجلبها تعاني من هذه الأعباء الإضافية مستقبلا، بحيث تجعل المؤسسة لا تحقق العوائد المطلوبة، وبالتالي عليها المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة، أو اعتمادها على هيكل تمويل أمثل مما يسمح لها بتخصيص كل مورد في استخدام ملائم له، الذي يسمح بتحقيق عوائد مرتفعة.

بحيث أن دراسة العلاقة بين هيكل التمويل، تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة من أهم القضايا الإدارية المالية، والتي تسعى دائما إلى تعظيم القيمة الحقيقية لها، وذلك بالبحث في مختلف الآليات التي تمكن المؤسسة إلى تحقيق أهدافها، حيث هناك عدة دراسات حول وجود هيكل تمويل أمثل أو عدم وجوده، إن كان يؤثر على قيمة المؤسسة أو لا، بحيث اختلفت باختلاف فرضيات كل دراسة، وللتفصيل أكثر في هذا الموضوع سيتم الطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثاني: أثر اختيار تكاليف التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على المؤسسة اتخاذها لكي تضمن المؤسسة الاستمرارية والنجاح، لأنه متعلق باحتياجات المؤسسة المالية للعملية التشغيلية على المدى القصير والاستثمارية على المدى الطويل ونجاح هذا متوقف على توفير الأموال، بحيث تسعى المؤسسة دائما لإيجاد الكيفية التي تحصل على الأموال اللازمة باختيار المصدر المناسب وفي الوقت المناسب والتكلفة المناسبة.

المطلب الأول: ماهية التمويل في المؤسسة الاقتصادية

التمويل في المؤسسة من بين الوظائف المهمة في المؤسسة بحيث يعتبر كيفية الحصول على الأموال التي تحتاجها المؤسسة بما يلائم وامكانياتها

أولا: مفهوم التمويل

1- تعريف التمويل:

- التمويل: هو الحصول على الأموال من مصادر مختلفة، وهو يمثل الجانب اهتمامات وظيفة الإدارة المالية في منظمات الأعمال.¹ وتمثل مجموعة من الأسس والحقائق التي تعمل على تدبير الأموال وكيفية استخدامها سواء كانت الأموال تخص الأفراد أو منظمات الأعمال.

- إن المقصود بالتمويل: هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية، أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات²

- التمويل: هو عملية تجميع الأموال ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي وتسييد هذه الأخيرة في الميزانية التي تحتوي على:

- جانب الأصول يظهر فيه الاستخدامات.

- جانب الخصوم يظهر فيه الموارد.³

-التمويل: هو توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام. وترتكز النظرة الحديثة للتمويل على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.⁴

¹-محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011، ص 43.

²-رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص ص:95-96.

³-يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص ص:171-172.

⁴-أحمد بوراس، تمويل المنشأة الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، الجزائر، 2008، ص 24.

-التمويل هو الحصول أو توفير، أو تدير، أو تجميع الأموال من مختلف المصادر، وفق شروط مناسبة ومقبولة حسب إمكانية ووضع المؤسسة، بما يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية.

2-أهمية التمويل: تتمثل أهمية التمويل فيما يلي:

- يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة،
- تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها،
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء واستبدال المعدات،
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي،
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية،
- يحدد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة مما يساهم في تخفيض تكاليف التمويل.
- المساهمة في تمويل احتياجات المؤسسة بما يناسب وطبيعة الاحتياج.
- يعتبر قرار التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن تعني بها المؤسسة ذلك أنها المحددة لكفاءة متخذي القرارات المالية، من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة، الموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها واستخدامها الأمثل وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة.¹

ثانيا: مفهوم قرار التمويل:

- يقصد بأنه " القرار الذي يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها، والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل.²
- هو قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول (طبيعية، مالية).³
- يعتبر اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة من بين الوظائف الأساسية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل أي مزيج التمويل الأمثل الذي تخفض تكلفة رأس المال إلى حدها الأدنى.⁴
- قرار التمويل: هو عبارة عن البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال وتقييم ذلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية.
- ثالثا: العوامل المؤثرة في قرار التمويل: يتأثر قرار التمويل بعدة عوامل نحاول تلخيصها فيما يلي:⁵

¹-رابح خوي، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص96.

²-زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (المالي، الحقيقي)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص09.

³-Pierre comso, Farouk hemeci, gestion financière de l'entreprise, 9eme édition, Dunod, paris, 1999, p438.

⁴-عبد المجيد تيمووي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز

الجامعي، غرداية، الجزائر، العدد 13، 2011، ص 64.

⁵-للاطلاع أكثر الرجوع إلى:

-محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص ص: 340-343.

- **استقرار المبيعات:** كلما زادت درجة الاستقرار في المبيعات تمكنت المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل خطورة ممكنة والعكس صحيح.
- **المنافسة:** كلما ارتفع عدد المنافسين انخفضت ربحية المؤسسة، بالتالي يؤثر على نشاط المؤسسة وحجم مبيعاتها، مما يؤدي لعدم الحاجة للتمويل.
- **هيكل الأصول:** إذ أن المؤسسة التي تمتلك نسبة عالية من الأصول الثابتة، هي بمثابة ضمانات تقدمها المؤسسة للحصول على التمويل بالتالي تكون أكثر قدرة على الاستفادة من التمويل.
- **معدل النمو:** تقوم المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية باللجوء إلى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسعية.
- **المرونة المالية:** هي قدرة المؤسسة على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث، أي تعديل من خططها بما يتلاءم واحتياجاتها المختلفة.
- **التوقيت:** بحيث يجب استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب، من خلال متابعة مختلف التغيرات ومواكبتها في الوقت الضروري لذلك.
- **حجم المؤسسة:** يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على حجم التمويل، بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها، بينما المؤسسات الكبيرة فتعتمد على المصادر الخارجية.
- **دورة حياة المؤسسة:** تختلف كل مرحلة من حياة المؤسسة بداية ببداية النشاط إلى التوسع حتى الفترات الصعبة مما يجعل حجم التمويل يختلف حسب كل مرحلة.
- **القرار الاستثماري:** كون العائد المتوقع هو الموجه الأساسي في تدبير الأموال اللازمة لذلك،
- **معايير المديونية:** أي أن نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة وسلامة المركز المالي من الضغوطات الخارجية وطاقة الاقتراض المسموح بها للمؤسسة،
- **الظروف الاقتصادية العامة:** ومناخ الاستثمار السائدة والأدوات الفاعلة فيه خاصة البنوك والمؤسسات المالية ودورها في تمويل المؤسسات،

-عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النشر، الأردن، 2007، ص ص: 201-204.
-سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، 2010، ص42.
-أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتمويل المالي، دار البداية، عمان، 2007، ص ص: 93-96.
-مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2006، ص ص: 155-159.

- **الخطر:** يتمحور في خطر التشغيل وخطر التمويل، فالأول مرتبط بطبيعة نشاط المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها المؤسسة، أما الثاني يتمثل في زيادة الاعتماد على مصادر الخارجية للتمويل، وبالتالي في الحالات الصعبة التي تمر بها المؤسسة يتوجب عليها الاعتماد على مصادرها الداخلية لتجنب ارتفاع خدمات التمويل وزيادة المديونية مما يؤدي إلى عدم قابليتها للسداد.

- **الإدارة والسيطرة:** بحيث أن المالكين والمساهمين الحاليين يفضلون التمويل عن طريق القروض بدلا من طرح حقوق الملكية التي تستوجب زيادة التدخل في الإدارة والسيطرة على المؤسسة،

- نمط التدفق النقدي: هنا يجب اختيار نوع التمويل الذي يتزامن وقت تدفق النقود لداخل مع وقت سدادها، مما يتيح توفر السيولة.

رابعا: المعلومات الملائمة لاتخاذ قرار التمويل: يتوقف النجاح في اتخاذ قرارات التمويل على مدى توفر المعلومات الملائمة لهذا القرار ونحصرها في المعلومات التالية:¹

1- في حالة التمويل الخارجي: تشمل المعلومات الملائمة ما يلي:

- معدل الفائدة السند أو القروض.
- شروط السداد.
- القيمة الاسمية والقيمة السوقية، شروط الإصدار والقابلية للتحويل بالنسبة للسندات.
- نوع الضمانات والقيود الأخرى التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة.
- القيمة العادلة للأصل المستأجر بعقد إيجار رأسمالي، وكذلك القيمة المتبقية المضمونة أو غير المضمونة للأصل المستأجر.
- مخاطر الرفع المالي.

2- في حالة التمويل الداخلي من الملاك: تشمل المعلومات الملائمة ما يلي:

- القيمة الاسمية للسهم العادي والممتاز.
- القيمة السوقية للسهم العادي والممتاز.
- العائد المدفوع للسهم الممتاز بالمقارنة مع كويون السند ومعدل الفائدة السوقية.
- تكلفة الفرصة البديلة أي العائد على الاستثمار المتوقع في مجالات أخرى خارج المؤسسة.
- السياسات الإدارية المطبقة بشأن توزيع الأرباح.

¹-محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 289.

المطلب الثاني: مصادر التمويل من الأموال المملوكة

تعتمد المؤسسة في تمويل احتياجاتها على عدة مصادر مالية حسب توفرها وحسب اختلاف تكاليفها، مما يجعل المؤسسة بحاجة الى اختيار أفضلها حسب التكلفة وامكانياتها واحتياجاتها، من بين هذه المصادر نجد الأموال المملوكة، أسهم عادية ، أسهم ممتازة والارباح المحتجزة

أولاً: التمويل بإصدار الأسهم:

تتخذ الأسهم عدة تعاريف نجد منها مايلي: فهي جمع "سهم":

- لها في اللغة عدة معان منها: النصيب، وجمعه: "السهمان" بضم السين، ومنها العود الذي يكون في طرفه نصل يرمى به عن القوس، وجمعه: "السهام"، ومنها: بمعنى القدر الذي يقارع به، أو يلعب به في الميسر، ويقال: ساهمه، أي باراه ولاعبه فغلبه، وساهمه، أي قاسمه وأخذ سهما، أي نصيباً.¹

- هي قيم منقولة قابلة للتداول في السوق البورصة وتمثل جزء من رأس مال لشركة معينة.²

- السهم عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه، وهذا الصك يبين حق حامله في الاشتراك في توجيه سياسة الشركة من خلال الآراء التي يطرحها في الاجتماعات التي تعقد للمساهمين أو من خلال حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.³

بحيث نجد من الأسهم مايلي:

1- التمويل بالأسهم العادية:

-تعريف الأسهم العادية: يمكن إعطاء عدة تعاريف للأسهم العادية ندرج بعضها في ما يلي:

-يمثل السهم العادي مستند ملكية قابل للتداول، يعطي لحامله حق أخذ حصة من النتائج، جزء من أموال التصفية وإمكانية المشاركة في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة.⁴

-تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع حيث يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة الشركات التي تكون في أول مراحل التشغيل، ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم (كما هو الحال بالنسبة لأنواع التمويل طويل الأجل الأخرى).

ويتمتع حملة الأسهم بمجموعة من المزايا نناقش أهمها في الآتي:

¹-دلفوف سفيان،القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد19، الجزائر، 2018،ص193.

²-Amar Douhane, Jean Michel Rochi, Jacques Sigwalt, vadémécum de la bourse et des marches financières, Arnand franal, canada, 2eme édition, 2002, p57.

³-محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص218.

⁴-عبد المجيد تيمائي، مرجع سبق ذكره، ص03.

- حق الرقابة على المشروع: إن الجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمتلك سلطة الإدارة العليا في منشآت الأعمال، فالجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمارس الرقابة على مختلف أنشطة المنشأة كما أنها تقوم بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وغيرها من أنشطة الإدارة والسيطرة على أعمال المنشأة.

- حق الأولوية في الاكتتاب: يتمتع حملة الأسهم العادية بأولوية في شراء أي أسهم عادية جديدة تقوم الشركة المساهمة بإصدارها، الهدف من ذلك هو الحفاظ على مراكز المساهمين القدامى في الرقابة والسيطرة على المنشأة.

- حق الاشتراك في الأرباح: إن جميع الأرباح التي تحققها المنشأة بعد سداد كافة التزاماتها المالية تعتبر حقا خالصا يوزع على أصحاب الأسهم العادية بالتساوي وفقا لعدد الأسهم المصدرة (وذلك في حالة قيام المنشأة بتوزيع هذه الأرباح) وتمثل هذه الأرباح العائد الذي يحققه المستثمرون في الأسهم العادية مقابل مشاركتهم في رأس مال المنشأة.

- حق نقل ملكية الأسهم: لا تلتزم المنشأة بسداد قيمة السهم إلى حامله في تاريخ معين وإنما تبقى الأموال المتولدة من الأسهم في المنشأة حتى يتم تصفيتها أو تنتهي حياتها الإنتاجية لأنها تمثل رأس مال المنشأة، وبالتالي فمن حق المساهم القيام ببيع الأسهم التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية، وفي الواقع تتوقف قدرة المساهم الفعلية على بيع السهم على السعر السوقي للسهم والذي يتوقف على مستوى أداء المنشأة وحجم الإيرادات التي تحصل عليها أسهم هذه المنشأة ودرجة الخطر المرتبطة بها.¹

- وهذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتا واحدا.²

- تدعى أيضا الأسهم العادية بسند الملكية، فهي بذلك تجسد حصة المالك في المؤسسة، ويتم تقاسم الأرباح بين حاملي هذه الأسهم وذلك عندما يتقرر إجراء توزيعات، كما يكون لهم الحق في الحصول على جزء من رأس المال المتبقي في حال التصفية.³

- الأسهم العادية: هي بمثابة صكوك ملكية لها حق غير محدد في أرباح المشروع وأصوله تعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية، فالسهم العادي يشترك في الأرباح بعد أن يأخذ السهم الممتاز نصيبه كما يشترك في الأصول بعد استيفاء جميع المتطلبات الأخرى، وبمعنى آخر في حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة، وبالتالي فحملة الأسهم العادية ما هم إلا مالكيين للشركة، وصك الملكية هذا له قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية.

القيمة الدفترية = قيمة حقوق الملكية / عدد الأسهم العادية

¹ - محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، سيد الصيغى، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 253-254.

² - عبيد علي، أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 26.

³ - Frank J. Fabozzi, the Handbook of Financial Instruments- John Wiley, Sons, Inc, New Jersey, 2002, p 67.

القيمة السوقية=القيمة التي يباع بها السهم في السوق

القيمة الاسمية=القيمة التي أصدر بها السهم وعادة ينص عليها عقد التأسيس للمنشأة.

ويتمتع حامل الأسهم العادية بمجموعة من الحقوق ومنها:

-إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر.

-الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

- حصة في موجودات الشركة في حالة تصفيتها.¹

- **خصائص الأسهم العادية:** لهذه الأسهم خصائص عديدة نذكر منها ما يلي:

- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون.

- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف ولكن أصعب من حيث التحليل، وللسندات مدة صلاحية محدودة وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، في حين الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح.

-للسهم العادي عدة قيم:القيمة الاسمية (القيمة التي تظهر على قسيمة السهم المسلمة للمساهم)،القيمة الدفترية

(مجموع قيم الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية)،

وأخيرا هناك القيمة السوقية (السعر الذي يباع في الأسواق).²

- **مزايا وعيوب الأسهم العادية:** يمكن تلخيصها في الجدول التالي:

جدول رقم(2-1):مزايا وعيوب الأسهم العادية

المزايا	العيوب
1- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية.	1- ارتفاع العائد المطلوب من المستثمرين بسبب المخاطر ذات تكلفة مرتفعة.
2- لا يجوز لحاملها استردادها ولكن بيعها.	2- لا تعطي الشركة أية وفر في الضريبة بسبب أن التوزيعات لا تعتبر من التكاليف(المصروفات)، إضافة إلا أنها تخضع من صافي الربح النهائي.
3- زيادة رأس المال يؤدي إلى تخفيض نسبة المديونية وبالتالي زيادة للطاقة الافتراضية مستقبلا.	

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في الصناعة السياحية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق

للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص52.

¹- موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في الصناعة السياحية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص ص:51-52.

²- حملة عز الدين،الهندسة المالية ودورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة مع التطرق لنماذج بعض الدول الإسلامية،أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير، تخصص:مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة،السنة الجامعية2018/2019،ص147.

2- التمويل بالأسهم الممتازة:

- تعريف الأسهم الممتازة: يمكن إدراج بعض تعريف للأسهم الممتازة فيما يلي:

- يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، وهي تصنف ضمن بنود حقوق الملكية للمؤسسة إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية، إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة التصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط، وفي حالة تحقيق أرباح في المؤسسة لا يشترط ضرورة توزيع أرباح لحملة الأسهم الممتازة، إلا أنه قد ينص بأن يكون من حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعات مجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة لم تقم المؤسسة بتوزيعها. ولا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة. وهنا يثار سؤالاً حول ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون؟ يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها والالتزام بسداد قيمتها الاسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.¹

- وهي بمثابة مستند ملكية لها نفس خصائص الأسهم العادية لكنها تتمتع بخصائص السندات حيث أن حملة الأسهم الممتازة لهم نسبة محددة من الأرباح بنسبة معينة من القيمة الاسمية للأسهم التي يمتلكونها. وحملة الأسهم الممتازة لهم امتياز في الحصول على أرباح قبل حملة الأسهم العادية وهذا الامتياز ينطبق أيضاً في حالة تصفية موجودات الشركة، ويمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأسهم الممتازة:

- أسهم ممتازة مشتركة في الأرباح أي تشترك بعد استيفاء نسبتها المحددة مع الأسهم العادية في أرباح الشركة.
- أسهم ممتازة غير مشتركة مع الأسهم العادية.
- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح، وهي الأسهم التي لها الحق في الحصول على كامل أرباحها في السنين التالية إذا لم تكن الأرباح في سنة من السنين كافية لدفع النسبة المحددة لها.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل لأسهم عادية وذلك حتى تعطى للشركة مرونة في التمويل وفي الأعباء.²

- خصائص الأسهم الممتازة:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم الأخرى.
- خاصية تجميع الأرباح (عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة لسنة أو لأكثر يفرض على الشركة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين).

¹- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص504.

²-موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص53.

- تمتاز بأن لها ثلاث قيم: قيمة اسمية (موجودة على السند المسلم للمساهم)، قيمة دفترية وقيمة سوقية، أي نفس الخاصية التي تمتاز بها الأسهم العادية.
- تتصف في بعض الأحيان بخاصية المشاركة (أسهم المشاركة).
- تمتاز بأنها وسيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها.¹
- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة: نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم(2-2):مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

المزايا	العيوب
1- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات وفي حالة التوزيعات فهي محددة بنسبة معينة.	1- تكلفة تمويلية مرتفعة ولا تحقق أي وفر مقارنة بالأسهم العادية.
2- للمنشأة الحق في استدعاء أصحاب هذه الأسهم لغرض شرائها (في حالة انخفاض أسعار الفائدة عن نسبة توزيعات الأرباح المحددة).	2- ملاك الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من المقرضين وذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الأرباح لذلك يطالبون بنسبة مرتفعة من الأرباح.
3- لا يحق لهم التصويت في الجمعية.	

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص54.

ثانيا: التمويل بالأرباح المحتجزة:

- تعريف الأرباح المحتجزة:

- بالأرباح المحتجزة التي تحتفظ بها الشركة لغرض تمويل المشاريع الاستثمارية المستقبلية وهي جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، إن قرار احتجاز الأرباح يتم بعد موافقة حملة الأسهم العادية، إذ أن المستثمر لا يفضل احتجاز الشركة للأرباح إلا إذا التزمت بتحقيق عائد على الأقل مساو للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها، أما كلفة الأرباح المحتجزة فتكون مساوية لكلفة السهم العادي أو أقل من ذلك لأن الأرباح المحتجزة لا يترتب عليها أي كلف إصدار وتسويق قد تتحملها الأسهم الجديدة.²
- فالمؤسسة ومن خلال تطبيق سياسة توزيع الأرباح، عليها مراعاة العديد من الجوانب منها الخاصة بالمؤسسة أو الملاك وتمثل فيما يلي:

¹-حملة عز الدين،مرجع سبق ذكره، ص149.

²-عائلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق لأوراق المالية للفترة من 2004-2011، مجلو العلوم الاقتصادية،العدد السابع والثلاثون،المجلد العاشر، جامعة البصرة، نوفمبر2014،ص90.

- السلامة من الناحية المالية ومدى توفر السيولة لمدفوعات الأرباح، خدمة القروض و سداد أقساطها، تمويل توسع المؤسسة واحتياجات نموها، وضمان استقرار توزيع الأرباح على عدد من السنوات،
- التشريعات القانونية، والتأكد من عدم مخالفتها ومدى سلامة العملية من الناحية القانونية،
- النظام الأساسي للمؤسسة، وكيفية تحديده لعملية توزيعات الأرباح ومدى مراعاتها.¹
- كما أن الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمنشأة وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المنشأة لغرض إعادة استثماره.
- وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحجوزة في حالة المنشآت التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.
- وتفضل المنشآت تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).²
- بحيث تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطته كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة، وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الافتراضية للمؤسسة.³
- **مميزات الأرباح المحتجزة:** تتميز الأرباح المحتجزة فتمثل فيما يلي:
- الكلفة المنخفضة نسبيا، والتي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك العوائد في فرص استثمارية أخرى،
- السهولة في الحصول عليها واستعمالها وذلك لأن الإجراء يكون داخلي، مما يعني لا تكاليف ولا معاملات،
- يتم استعمال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى أي ضمانات أو رهن لأصول المؤسسة، مع الحيلولة دون تدخل أي طرف خارجي.

¹- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص 134.

²- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، سيد الصيفي، مرجع سبق ذكره، ص 256.

³- عاطف وليد اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، ص: 378-379.

- عيوب الأرباح المحتجزة:

- قد لا تتوفر الأرباح المحتجزة أمام المؤسسة خاصة في بداية حياتها، أو في المؤسسات التي لا تحقق أرباح،
- قد يترتب عن استعمال الأرباح المحتجزة إصدار أسهم مجانية للمساهمين، مما يرفع تكلفة استعمال هذا المصدر،
- لا يكون بإمكان المؤسسة استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر، مما يفرض ضرورة انتظار عدة سنوات حتى تكثر الأرباح المحتجزة، الأمر الذي يفرض عليها التوجه إلى مصادر أخرى.¹

المطلب الثالث: مصادر التمويل من الأموال المقترضة

من بين مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة نجد الأموال المقترضة، التمويل بالقروض الطويلة والقصيرة، بالإضافة الى السندات والتمويل التأجيري

أولاً: مصادر التمويل الطويلة الأجل

1- التمويل بالسندات:

- تعريف السند: يمكن إعطاء عدة تعاريف للسندات وهي كما يلي:

- السند لغة يقصد به صك الدين، وجمعه أسناد أو سندات،²
- السند عبارة عن وثيقة تبيعها المنشأة للجمهور بقيمة اسمية محددة وتحمل فائدة محددة يتم دفعها أما كل 6 شهور مرة أو كل سنة مرة ولها موعد استحقاق طويل نسبياً قد يبلغ 10 سنوات إلى 15 سنة أو أكثر.³
- السند وثيقة قانونية تصدرها الشركة، ويعد مستنداً مديونية طويلة الأجل، ولها تاريخ استحقاق يحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية، ويعطي لحاملها سعر فائدة وبصورة دورية ويكون نسبة من الدين.⁴
- يعرف التمويل بالسندات بأنه " تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة أو الجهة المصدرة للسندات وذلك بواسطة تمويل قرض جماعي يكون مجزئاً على شكل أوراق مالية تسمى بالسندات".⁵
- السند عبارة عن " قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية " ويجب على المؤسسة أن ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو

1- محمد يونس خان، هشام صالح غرايبة، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، 1995، ص.203

2- خرمي أعمر، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائري، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012/2013، ص 14.

3- طارق الحاج ، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 114.

4- عادلة حاتم ناصح ، عبد الخالق ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 91.

5- Joseph Antoine, Jean -Paul Cornil, lexique thématique de la comptabilité : dictionnaire spécialisé explicatif, 7

édition, de Boeck, Bruxelles, 2002, p364.

المؤسسات أيضا ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.¹

- السندات هي: " من الديون الطويلة الأجل، فهي تمثل ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيئات الحكومية، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند".²

- **خصائص السندات:** يتميز السند بالخصائص التالية:

- القيمة الاسمية: هي القيمة المسجلة على قسيمة السند حيث تعتبر القاعدة الأساسية في حساب معدل الفائدة المطبقة لتسديد فوائد السند، وتختلف القيمة الاسمية للسند من مؤسسة لأخرى ولكن في غالب الأحيان تشترط السلطات قيمة معينة لا يمكن إصدار السند بأقل من هذه القيمة.

- قيمة الإصدار (سعر الإصدار): وهو المبلغ الفعلي الذي سوف يدفعه المكتتب في السند حيث يمكن أن تكون هذه القيمة: تساوي، أكبر، أو أقل من القيمة الاسمية للسند حيث قيمة الإصدار يتم التعبير بنسبة من القيمة الاسمية مثلا قيمة إصدار بنسبة 99% معناه أن سند بقيمة اسمية تساوي 1000 دج سيتم الاكتتاب فيه ب: 999 دج.

- قيمة التسديد: وهو المبلغ الذي سوف يدفع لحامل السند في تاريخ استحقاق هذا السند.

- علاوة التسديد: وتعتبر عن قيمة لتسديد السندات بمبلغ أكبر من القيمة الاسمية للسند في تاريخ استحقاق السند.

- سعر الفائدة: وهو يمثل التكلفة التي سوف تدفعها المؤسسة لحاملي السندات مقابل تخليهم عن السيولة النقدية التي يجوزهم وتقديمها للمؤسسة، وفي غالب الأحيان يتم تسديد الفوائد على شكل سنوي.³

- **أنواع السندات:** تعددت تقسيمات السندات حسب ما يلي:⁴

- **تقسيم السندات حسب الجهة المصدرة:** وتقسم السندات حسب هذا الاعتبار إلى ما يلي:

- سندات حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

- سندات غير حكومية: تصدر عن شركات المساهمة العامة العادية والسندات العقارية وغيرها.

- **تقسيم السندات حسب مدة الأجل:** وتنقسم إلى ما يلي:

- سندات قصيرة الأجل: وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا.

- سندات متوسطة الأجل: تكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا.

¹- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 85.

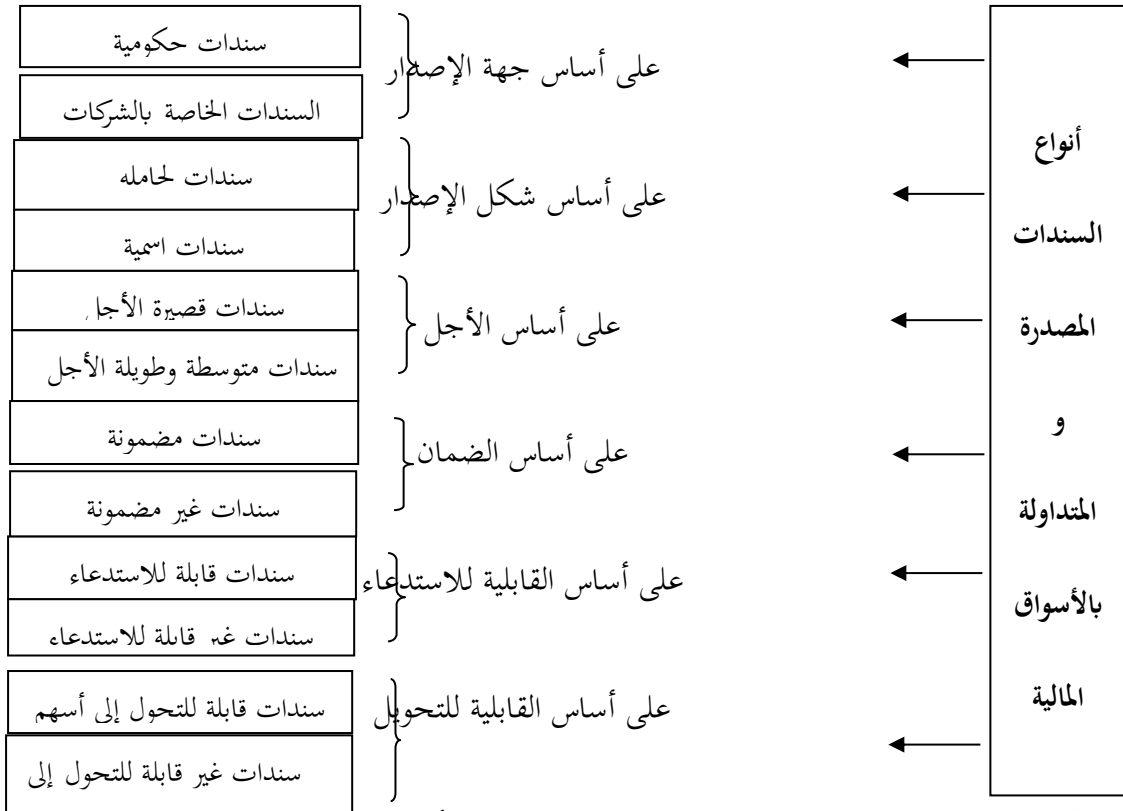
²- عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 203.

³- Joseph Antoine, Jean -Paul Cornil, OP-CIT, P365.

³- سليمة نشنن، الأنظمة المحاسبية ودورها في تنشيط الأسواق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، السنة الجامعية 2014/2015، ص ص: 14-16.

- سندات طويلة الأجل: وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.
- تقسيم السندات حسب الشكل: وتنقسم إلى:
 - سندات باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.
 - سندات باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.
- تقسيم السندات حسب الجنسية: تنقسم إلى الآتي:
 - سندات محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين محليين.
 - سندات أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقرضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.
 - سندات دولية: تصدرها مؤسسات جدولية لصالح مقرضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.
- تقسيم السندات حسب الضمان: تنقسم كما يلي:
 - سندات مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.
 - سندات غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصل أو الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.
- تقسيم السندات من حيث طبيعة الفائدة: تنقسم حسب ما يلي:
 - سندات بفائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة.
 - سندات بفائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة.
- تقسيم السندات من حيث قابلية التحويل: وتنقسم كما يلي:
 - سندات قابلة للتحويل: تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.
 - سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة. يمكن تلخيص أنواع السندات حسب الشكل التالي:

شكل رقم (2-1): تصنيف أنواع السندات



المصدر: محب خلة توفيق، الهندسة المالية، الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011، ص 137.

-مزايا وعيوب السندات: يمكن تلخيص مزايا وعيوب السندات في الجدول التالي:

جدول رقم (2-3): مزايا وعيوب السندات

المزايا	العيوب
-التكلفة ثابتة، وبالتالي لا تتغير بتغير مستوى الأرباح للشركة، لأنها تعتبر من المصاريف ولست تكلفة على صافي الأرباح.	-يؤدي الفشل في سداد الفوائد إلى تعريض المنشأة للإفلاس.
-للمنشأة حق استدعاءها وشراءها في حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق عن أسعار فائدة السند بالتالي تقوم الشركة بشراؤها وإصدار سندات ذات معدل فائدة أقل.	-تؤثر بشكل مباشر على مبيعات الشركة وتنعكس بشكل مباشر على ربحية السهم العادي ففي حالة انخفاض المبيعات بنسبة معينة قد تؤدي بسبب مصاريف التمويل إلى انخفاض الربحية بشكل أكبر.
-أقل أنواع التمويل تكلفة.	-غير متاح لجميع المنشآت وتحديدًا الشركات ذات المركز الائتماني المالي الضعيف أو الشركات الصغيرة.

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص 55.

2- التمويل عن طريق القروض الطويلة الأجل

- تعريف القروض الطويلة الأجل:

- هي القروض التي تتراوح مدتها من سبع إلى عشرين سنة توجه أساسا لحيازة مختلف الأصول الطويلة الأجل التي تتجاوز مدة امتلاكها السبع سنوات مثل المباني، الأراضي الصناعية والتجارية، التهيآت، ويقدم بصفة عامة لتمويل المشروعات الاستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل.¹

- القروض التعاقدية هي قروض متحصل عليها من مقرض واحد من المؤسسات المالية، لا يمكن أن تجزئه ولا يمكن الحصول عليها من عدة مقرضين، ولعظمها موضوع متخصص، وعادة ما يكون مصحوبا بضمان على الأصل الممول. بحيث هناك قرض طويلة الأجل من 7 إلى 15 سنة، وقروض متوسطة من 2 إلى 7 سنوات.²

وتتمثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض، وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض في المواعيد التي يتفق عليها وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة.³

ويحدد معدلا الفائدة وفق ما يلي:

- تحديد معدل فائدة ثابت خلال مدة القرض.

- الاتفاق على معدل فائدة متغير وذلك وفق المعدلات المعتمدة من قبل المصارف، وفي هذه الحالة يتم الاتفاق على تحديد حد أدنى وحد أقصى لمعدل الفائدة.

وسيتيم مناقشة هذا النوع من مصادر التمويل من خلال التعرف على بعض الموضوعات المرتبطة به وكما يلي:

- **شروط الحماية**، يمكن تقسيم هذه الشروط إلى ثلاثة أقسام هي كما يلي:

* **الشروط العامة**، تهدف هذه الشروط إلى المحافظة على الوضع المالي للمنشأة وقدرتها على السداد، فهي تتعلق بشكل أساسي برأس المال للمنشأة وتمثل:

- تحديد ديون المنشأة اتجاه الآخرين.

- تحديد الحد الأدنى للرصيد النقدي الواجب الإبقاء عليه في المصرف أثناء مدة سريان القرض.

- تحديد كيفية التصرف بالقرض كأن يتم، مثلا تحديد المبلغ الذي يخصص لشراء إلى آلات والمعدات.

¹-Philippe Narassiguin•Monnaie: Banques et banques centrales dans la zone euro، De Boeck•Bruxelles,2004,p41.

²- Arnand Thanvaron، Annar'ch Guyvarch، 4^eEdition Supfoncher، Imprimé Vert Normande Toto، Vanver، France، 2010، P213.

³-دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، عمان، الأردن، 2009، ص137.

* الشروط المشتركة: وتمثل هذه الشروط فيما يلي:

- إعداد القوائم المالية الأساسية وتقديمها للجهة المقرضة.
- تحديد المبالغ التي يمكن للمنشأة استخدامها في استثمار الأصول الثابتة.
- * الشروط الخاصة، تتضمن هذه الشروط في عقود الإقراض الخاصة ويتطلب بموجبها ما يلي:
 - التأمين على حياة بعض العاملين في المنشأة.
 - تحديد الكيفية التي يسمح من خلالها للمقترض من توظيف أو استثمار هذه الأموال.
 - بقاء بعض العاملين في أعمالهم بالمنشأة المقترضة طيلة مدة سريان القرض لقناعة المصرف بأنهم أكثر قدرة على تسيير العملية الإدارية والمالية وتسديد القرض.

- طريقة تسديد القرض: إن جدول سداد القرض يمثل خاصية أساسية في جميع أنواع القروض متوسطة وطويلة الأجل، ولا شك أن الغرض من استهلاك القرض، أي سداده تدريجياً بدلاً من سداده دفعة واحدة في نهاية أجل القرض، هو حماية كل من المقرض والمقترض من خطر عدم قيام المقترض بالتحوظ واستقطاع مبلغ سنوي وحجزه بحيث يتم تجميع مبلغ مناسب في نهاية أجل القرض يتم استخدامه في سداد مبلغ القرض، وتظهر هذه النقطة بوضوح عند الاقتراض لشراء أصل إنتاجي معين، حيث يتم إعداد جدولة سداد القرض تتماشى مع إنتاجية الأصل المذكور، أي التدفقات النقدية المتحققة من الأصل، على أساس أن المصدر لسداد القرض.¹

- مبررات الاقتراض طويل الأجل:

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة.
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة.
- ضعف السوق المالي وبالتالي احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم.
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة.
- يمكن استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة.
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل.
- قد يشكل مصدراً للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- قليل الكلفة بالمقارنة مع الأسهم.
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.
- العوامل المحددة للتمويل بالاقتراض:
- هناك نصوص في أنظمة بعض الشركات تمنعها من الاقتراض وإذا كانت تسمح لها بذلك فيوجد حدود معينة للمبالغ المقرضة.

¹-عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص ص 169-170.

- هناك قيود تحدد المبلغ الأقصى الذي يستطيع البنك تقديمه للمقرض.
- عدم وجود ضمانات للشركة المقترضة لا يمكنها من الحصول على القروض.
- الأعباء المترتبة على خدمة الدين (سداد الأقساط والفوائد).¹

3- التمويل التأجيري:

- تعريف التمويل التأجيري:

الاستئجار هو "عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة إن تاريخ استحقاق عقد الإيجار أقل من مدة حياة الأصل، وقيمة دفعات الاستئجار هي عموماً أكثر من السعر الحالي للأصل، وفي نهاية مدة حياة استئجار الأصل يعود للمؤجر الذي إما يقوم ببيعه أو إعادة استئجاره لآخر.²

لقد تنوعت المفاهيم التي أعطيت لهذه التقنية، بالإضافة إلى تعدد المصطلحات المطلقة عليه، إذ يعرف التمويل التأجيري بتسميات مختلفة مثل: التمويل بالاستئجار، الإيجار التمويلي، التمويل الإيجاري، التمويل الاستجاري، الاعتماد الإيجاري، قرض التأجير، التأجير بالتمويل، والإجارة، التمويل التأجيري، التأجير التمويلي، ولكنها تصب في معنى واحد في نهاية الأمر.³

- خصائص التمويل التأجيري:

على ضوء تحديد المقصود بالتمويل التأجيري كما يعرض في العمل وتعريف المشرع له نستطيع استخلاص الخصائص العامة المميزة لعملية التمويل التأجيري في إطارها العام كالتالي:

- إن مدة الإيجار غير قابلة للإلغاء وأنها تغطي على الأقل 75% من العمر الافتراضي للأصل المؤجر (تكلفة الأصل زائد هامش الربح).

- المستأجر غير مطالب بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة وإنما يدفعه على شكل أقساط الإيجار، وتتضمن هذه الأقساط جزء من ثمن شراء الأصل مضافاً إليه الفوائد التي تعود للمؤسسة المؤجرة ومصاريف الاستغلال المرتبطة بالأصل المتعاقد حوله.

- يحتفظ المؤجر بملكية الأصل والمستأجر يستفيد من حق الاستعمال فقط، وبالتالي فإن مساهمة المؤجر قانونية ومالية، أما مساهمة المستأجر فهي إدارية واقتصادية.

¹- عبد الحلیم كراجه، علي رابعة، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق بد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص ص: 95-96.

²- Aswath Damodaran, Finance D'entreprise : Théorie Et Pratique, 01, Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010, Page265.

³- أحمد سعد عبد اللطيف، التأجير التمويلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، ص 11.

- التمويل التأجيري يكون إما متوسط أو طويل الأجل، بحيث أن مدته تحدد حسب طبيعة هذه الأصول وحسب فترة امتلاكها بمعنى العمر الافتراضي لها، (مدة إيجار الأصول المنقولة ما بين 2-10 سنوات والأصول غير المنقولة فمدته ما بين 15-20 سنة).

- التمويل التأجيري يكون في شكل أصول عينية (استثمارات مادية)، لا يقوم بمنح أموال نقدية كما في القرض التقليدي.¹

- في نهاية فترة التمويل التأجيري يتاح للمستأجر ثلاثة خيارات، إما أن يطلب تجديد الإيجار وفق شروط يتفق عليها مجدداً، ويستفيد بالتالي من حق استعمال هذا الأصل دون أن يكسب ملكيته، وإما أن يشتري نهائياً هذا الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد، وفي هذه الحالة تنتقل الملكية القانونية للأصل إلى المستأجر إضافة إلى حق الاستعمال، وهذا هو الخيار الأخير، أن يمتنع عن تجديد العقد ويمتنع عن شراء الأصل وتنتهي بذلك العلاقة القائمة بينهما، ويقوم بإرجاع الأصل إلى المؤجر.

- تقوم علاقة التمويل التأجيري بين ثلاثة أطراف هي المؤجر، والمستأجر والمورد لهذا الأصل.

- يتيح للمستأجر اختيار الأصل الذي يرغب فيه لدى المورد، يقوم بإجراءات شراء هذا الأصل من المورد ودفع ثمنه بالكامل، ثم يقوم بتقديمه إلى المستأجر على سبيل الإيجار.

- يختلف التمويل التأجيري عن فكرة التمويل التقليدي بالرغم من أن الهدف من العملية واحد، وهو تمويل الاستثمارات، إذ التمويل التأجيري لا يمنح أموال نقدية إلى المقترض، وإنما يقدم أصول عينية لزبون المستأجر وينتظر منه التسديد على أقساط.

- يعتبر التمويل التأجيري تقنية حديثة لتمويل الاستثمارات المنقولة والعقارية مع خيار الشراء، كما يمكن اعتباره طريقة تمويلية أصلية بديلة، ومنافسة للتمويل التقليدي.²

أنواع التمويل التأجيري (صور):

- **التأجير التشغيلي:** يمتاز هذا النوع بقصر مدة العقد نسبياً، حيث لا تغطي هذه المدة العمر الاقتصادي للأصل الرأسمالي محل العقد، ويغلب تطبيق هذا العقد على الآليات والمعدات والأجهزة والتي تكون في تطور وتغير مستمر بسبب التقدم التكنولوجي المتواصل، مما يجعل المستأجر يميل إلى العقود قصيرة الأجل وعدم الالتزام بعقد طويل يقيد فعاليته تقنياً، مما يحتم قصر مدة العقد لمواكبة التطور والحداثة، ومما يميز هذا النوع أنه يعطي الممول فرصة إعادة التأجير

¹- خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية الإسلامية الطرق المحاسبية الحديثة، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص213.

²- عبد الباقي روايح، خالد طالبي، القرض التجاري كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حالة الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة، واقع و آفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13-14 نوفمبر 2012، ص09.

للأصل، في حين يمنح الممول فرصة تجديد الأصل عند انتهاء مدة العقد، ويبقى الممول ملتزماً بتبعات الصيانة والتأمين،

- **التأجير التمويلي:** يمتاز هذا العقد بطول مدته والتي عادة ما تقارب العمر الفني للأصل الرأسمالي محل العقد مما يحقق للممول فرصة استرداد قيمة الأصل مع هامش معقول عن طريق الدفعات الأيجاري، كما أن هذا العقد يتصف باتفاق أطرافه على عدم قابلية للإلغاء قبل انتهاء مدته المحددة في العقد، وغالباً لا يلتزم الممول بتبعات الصيانة والتأمين، في حين قد يتفق الطرفان على أن تؤول ملكية الأصل في نهاية مدة العقد للممول وبالألية التي يتم الاتفاق عليها، ولهذا فإن لهذا العقد ما يميزه عن عقد الإيجار العادي وعن عقد البيع العادي، الأمر الذي يجعله عقداً مستحدثاً ذو طبيعة خاصة يستدعي الوقوف على حقيقته ومدى شرعيته. ويناسب هذا النوع المؤسسات المالية المختلفة كإحدى صيغ الاستثمار الإسلامي.¹

ثانياً: مصادر التمويل قصيرة الأجل

1- الائتمان التجاري:

- الائتمان التجاري من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تعتمد عليه المنشآت بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي، أو غيره من المصادر الأخرى القصيرة الأجل، وتحصل عليه المنشأة من الموردين، ويتمثل هذا النوع من التمويل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع بهدف المتاجرة، أو بهدف استخدامها في عملية التصنيع وغيرها.

- الائتمان التجاري قد يكون المصدر الوحيد القصير الأجل المتاح لبعض المنشآت، ومن مزايا هذا النوع من التمويل أنه يكون متاحاً بالقدر المناسب وفي الوقت المناسب، كما أنه يتم دون أية تعقيدات أو إجراءات رسمية، عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى شراء بضائع (سلع وخدمات) على الحساب أي أنها تلتزم بالدفع مستقبلاً، ما يشكل مصدراً من مصادر التمويل، وهذه العملية تتم بالتراضي بين الشركة ومورديها.²

- يعرف على أنه تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، لذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري.³

- كما يعرف على أنه ذلك القرض الممنوح لشركة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقداً، إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة.⁴

- أشكال الائتمان التجاري:

¹- عمر مفتاح الساعدي، مدى تطبيق ونجاح التأجير التمويلي في المصارف الليبية (دراسة على مصرف التنمية)، العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد 10، 2015، ص ص: 54-55.

²- spu.edu.sy/downloads/files/17-12-2019/11h00.

³- دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص 221.

⁴- الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 941.

- يندرج ضمن هذا النوع من الائتمان، الحسابات الجارية، والأوراق التجارية.
- الحساب الجاري، هو أحد أهم أشكال الائتمان التجاري بدون تكلفة حيث يتم فتح حساب بسجلات المؤسسة تحت حساب اسمه الحسابات المدينة، ويتم خلاله تسجيل مختلف العمليات التي تنشأ بين المورد والمشتري.
- أوراق الدفع (الكمبيالات)، عكس الحساب الجاري الذي يتم دون وجود عقد بين البائع والمشتري، فأوراق الدفع هي عبارة عن وثيقة إثبات دين اتجاه المشتري لصالح البائع، تنشأ نتيجة وجود تعامل يتمثل في منح ائتمان لأجل، يمكن خصمها من قبل المورد قبل انقضاء الأجل المحدد، مقابل التخلي عن جزء من قيمتها.¹
- **مزايا الائتمان التجاري:** يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا أهمها ما يلي:
- التوافر: باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وانه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وان هذه الخاصية تكبر عند المؤسسات الصغيرة التي تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل.
- المرونة: ففي حالة زيادة المبيعات فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس في حالة انخفاض المبيعات.²
- الاستمرارية: يتمتع هذا المصدر التمويلي بقدرة مستمرة على التجديد.
- السهولة وقلة التعقيد: من السهل الحصول عليه بسبب عدم الحاجة لإجراءات وترتيبات رسمية.³
- **شروط الائتمان التجاري:** تتحدد شروط المبيعات على التزام المشتري بالدفع والخصم الممنوح للدفع من قبل الاستحقاق، وتتوقف مدة أو فترة الائتمان على العوامل التالية:
- معدل دوران السلع: حيث تختلف الطبيعة الاقتصادية للسلع من حيث سرعة دوران بيعها فنجد أن المواد الغذائية كالخضر والفواكه الطازجة مثلاً، فإن معدل دوران بيعها بالتجزئة يكون بطيئاً، لذلك فإن الشركات التي تبيعها تمنح الشركات المشتريّة (التي تقوم بإعادة بيعها بالتجزئة) فترة ائتمان طويلة نسبياً تصل إلى ستة أشهر أو أكثر.
- الوضع المالي للبائع: حيث تتوقف مدة الائتمان الممنوحة على ظروف، فالبائع ذو الوضع المالي الضعيف يطلب من المشتريين الدفع نقداً، أو يمنحه شروط ائتمان قصيرة الأجل، فمثلاً المزارعون يبيعون على أساس نقدي.
- الوضع المالي للمشتري: بشكل عام نجد أن الشركات ذات الوضع المالي النقدي التي تبيع بالتجزئة عن طريق منح الائتمان لعملائها تستطيع هي الأخرى الحصول على فترة ائتمانية نسبياً من الموردين.

¹- بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص 59.

²- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2009، ص 349.

³- جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 437.

- الخصومات النقدية: إن الخصم النقدي هو تخفيض في سعر البيع أو قيمة المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة¹.
2- الائتمان المصرفي:

- تعريف: تلجأ المنشأة إلى البنوك والمؤسسات المالية للحصول على قروض قصيرة الأجل، وهذا ما يسمى ائتمان مصرفي، وتأتي أولوية اعتماد المنشآت عليه كمصدر للتمويل في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري. يتميز هذا النوع من التمويل بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم، كما أنه مصدر لتمويل بعض العمليات الجارية التي تعجز المنشأة عن تمويلها بتمويل خاص أو بعض الأصول الثابتة التي تعاني المنشأة من مشكلات في تمويل هذه الأصول من المصادر الطويلة الأجل، هذا علاوة على أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري لكونه في صورة نقدية.

عادة ما تضع البنوك شروطا للائتمان المصرفي بصورة تجعله غير متاح لبعض المنشآت، إلا بشروط منها ما يتعلق بظروف المنشأة كمركزها المالي أو بشروط تهدف لضمان السداد كتقديم رهونات، وجود ضمان شخصي، أو تسديد الفائدة بشكل مسبق وغيرها من الشروط التي تؤثر على تكلفة التمويل الذي تحصل عليه المنشأة من هذا المصدر.²
- مميزات الائتمان المصرفي:

يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل المهمة في التمويل قصير الأجل، ويتميز بأنه:
- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي.
- يمكن اعتباره مصدر لتمويل الموجودات الثابتة أيضا.
- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما بالائتمان التجاري يتم الحصول على البضاعة.³

- الفرق بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري:

- مما سبق نستطيع أن نوجز أهم الفروقات بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي بالأمر الآتي:
- التكلفة: لقد تبين مما سبق ارتفاع تكلفة الائتمان التجاري ارتفاعا كبيرا عن الائتمان المصرفي.
- السهولة والتسيير: إن الحصول على الائتمان التجاري لا يحتاج إلى تقديم طلبات كما لا يحتاج إلى دراسة وتحليل حالة العميل، كما أنه في حالة الائتمان التجاري قد يعطي الدائن للمدين مهلة أخرى للسداد إذا لم يتمكن من السداد في الوقت المحدد.

¹- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص148.

²-spu.edu.sy/downloads/files/17-12-2019/11h00.

³- جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 295.

بينما يتطلب الائتمان المصرفي تقديم طلبات رسمية إلى البنك للحصول على القرض، ويتم فحص هذه الطلبات وتحليل حالة العميل، كما أن البنك لا يعطي مهلة تسديد للعميل الذي لا يتمكن من الدفع في الموعد وإذا تم إعطاؤه هذه المهلة فإن البنك يحتسب عليه فوائد تأخير.

- المرونة: يمكن تفسير المرونة في حالة الائتمان المصرفي بأن المدين يمكنه الحصول على أموال نقدية تمكنه من تمويل عملياته الجارية من شراء بضاعة وسداد أثمان بضاعة للحصول على الخصم النقدي أو دفع مصاريفه التشغيلية، كما أنها تمكن المدين من حرية الاختيار بين المصادر المتعددة للشراء للحصول على الشروط الجيدة.

في حين أن الائتمان التجاري يتم على شكل تقديم بضاعة، ولكن تتحقق المرونة في هذا النوع من الائتمان في أن هذا النوع لا يتطلب في الغالب تقديم ضمانات، لذلك يمكن للمدين استخدام أصوله في الحصول على قروض أخرى.

- الضمانات: يتطلب الائتمان المصرفي غالباً المقترض بتقديم ضمانات للبنك بينما لا يتطلب الائتمان التجاري في الغالب هذه الضمانات.¹

¹-محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية، في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص144.

المبحث الثاني: أثر اختيار تكاليف التمويل في قيمة المؤسسة الاقتصادية

تعتبر تكلفة التمويل من العناصر المهمة والفاصلة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية وأي تقصير في هذا المجال يحمل المؤسسة تكاليف مرتفعة مما يجلب المؤسسة تعاني من هذه الأعباء الإضافية مستقبلاً، بحيث تجعل المؤسسة لا تحقق العوائد المطلوبة بسببها، وبالتالي على المؤسسة المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة، أو اعتماد المؤسسة على هيكل تمويل أمثل.

المطلب الأول: مفهوم تكاليف التمويل

هناك عدة تعريفات تناولت تكلفة التمويل سيتم تناول أهم هذه التعاريف بالإضافة إلى أهمية وخطوات حساب هذه التكاليف، والعوامل المؤثرة فيها.

1- تعريف تكلفة التمويل: تعددت التعاريف التي تناولت تكلفة التمويل ومن أبرزها نذكر:

- يقصد بتكلفة التمويل: "معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المنشأة بل وتعظيمها"¹.

- تعرف تكلفة التمويل بأنها: "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة"².
- يمكن تعريف تكلفة الأموال بأنها، الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة، وعند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل فإن الموقف المالي لأصحاب الشركة سيصبح أسوأ مما كان عليه من قبل، مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بالشركة، بينما يؤدي تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى (تكلفة الأموال) إلى تحسين الحالة المالية لأصحاب الشركة مع ارتفاع القيمة السوقية لأوراقهم المالية.³
- وتعرف أيضاً تكلفة رأس المال بأنها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ويتم حساب هذه التكلفة بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل وبشكل منفرد لكي تتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر.

2- أهمية (فائدة) حساب تكلفة التمويل:

- الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم، درجة المخاطر، أرباح الشركة ومن ثم قيمة الشركة.
- إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة، إذ يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الظروف الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يتم اختيار المصدر الذي يحمل المنشأة أقل تكلفة.

¹- نور الدين خياطة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص 506.

²- محمد الصالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 392.

³- جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 262.

- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيس على الشركة، وأن إعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديرا لتكلفة التمويل.
- يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي ستستعمل فيها الأموال، فإذا تبين أن تكلفة التمويل تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبئا على إدارة المنشأة، ويمكن لإدارة المنشأة أن تتفادى الدخول في هذه المشروعات غير المجزية قبل الاستثمار فيها.
- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها وتحديد مدلولاتها، فضلا عن دورها في قرارات التسعير والربط بين قيم المنشآت في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية.
- إن العديد من القرارات المالية، من ضمنها المرتبطة بالاستئجار، تستلزم حسابا دقيقا لتكلفة التمويل وإعادة تحويل السندات.
- إن تعظيم قيمة المنشأة كهدف استراتيجي للإدارة المالية، يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة ومن ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولغرض تخفيض تكلفة التمويل فإن المشروع يستوجب حسابها.¹

3- خطوات تقدير تكلفة التمويل:

- إن عملية تقدير تكلفة الأموال يمكن تقسيمها إلى الخطوات الآتية:
- تحديد مصادر الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال.
- تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر الأموال اللازمة وذلك في ضوء المقادير المعينة المطلوبة، مع إظهار هذه التكلفة على شكل معدل بدلا من مبلغ من الجنيهات نظرا لأن هذا المعدل سيقارن بمعدلات العائد أو سيستخدم لحساب القيم الحالية التي تقوم كلها على أساس صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب ولذلك فمن الأهمية بمكان أن يحسب معدل التكلفة بعد الضرائب.
- الترجيح بالأوزان لكل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة بحيث تكون النتيجة النهائية التي نحصل عليها هي التكلفة المرجحة للأموال.²

4- العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

- تتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل، بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما يخرج البعض الآخر عن سيطرتها إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها آثارها السلبية:
- * **المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة:** تتمثل أهم المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة في:

¹- جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 349-350.

²- جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج، مرجع سبق ذكره ص ص: 264-265.

- **معدلات الفائدة:** عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض، سندات)، وتتبع على العموم معدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع معدلات الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.

- **معدلات الضريبة:** تحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة على التحكم فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة الإجمالية واضحا لكونها تأخذ في عين الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما تعطي أفضلية للتمويل على حساب آخر في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات منخفضة لضريبة هذا المصدر.

* **المؤثرات الخاضعة للمؤسسة:** تتمثل المؤثرات التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها وتعديلها حسب ما يناسب أهدافها، وهي:

- **سياسة التوزيعات:** تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لنقطة الانكسار، حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

- **السياسة الاستثمارية للشركة:** عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقرير، وتعكس هذه المعدلات الخطر المرتبط بأصول المؤسسة الحالية، فتغير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار.

- **سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي:** تخطط المؤسسة عادة لهيكل مالي أمثل، ونظراً لاختلاف تكلفة التمويل كل عنصر ودرجة مخاطرته، فإن المؤسسة عندما تقرر تغيير هيكلها المالي يحدث بالضرورة تغير على مستوى التكلفة. قمنا في هذا المطلب بتعريف تكلفة التمويل وأهم المصطلحات المتعلقة بها، كما أبرزنا أهمية حسابها بالنسبة للمؤسسة ومجموعة العوامل المؤثرة فيها والتي تنقسم إلى نوعين، مؤثرات باستطاعة المؤسسة التحكم فيها ومؤثرات خارج سيطرتها، إذ تقوم المؤسسة بالتخفيف من تأثير حدثها.¹

¹-عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، صص: 425-427.

المطلب الثاني: تحديد تكاليف التمويل

يتم تحديد وقياس تكاليف التمويل حسب كل مصدر من المصادر التمويل وحسب صفة كل منها.

أولاً: تحديد تكاليف التمويل من الأموال المملوكة

1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية: نظراً لأن تكلفة الأسهم العادية تقديرية إذ أنها لا تدفع مباشرة عند الحصول على التمويل وإنما هي عبارة عن الحد الأدنى، الذي يتطلع إليه المستثمر من معدل العائد الواجب كسبه على هذه الأموال، لذلك فهناك نماذج عديدة لقياس تكلفة الأسهم العادية أهمها:

- نموذج العائد الخالي من المخاطر.

- نموذج نمو مقسوم الأرباح.

- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية.

- نموذج التقييم بالمراجعة APT

وفيما يلي توضيح موجز لمضامينها:

- نموذج العائد الخالي من المخاطر: يستند هذا النموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المنشأة وبين أسهمها العادية، لذلك تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستعمل المنشأة نموذج العائد الخالي من المخاطر في قياس كلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس تكلفة القرض بعد الضريبة ثم تضيف عليه علاوة مخاطره يتراوح بين (4-6) %، لكي تحصل على كلفة حق الملكية كما في المعادلة:

$$K_s = \text{Bond yield} + \text{Risk premium}$$

- نموذج نمو مقسوم الأرباح: ويطلق عليه أيضاً نموذج تقييم الحصة أو نموذج كورن الذي تم تطويره من قبل جوردن وشايبيرو سنة 1959، ويعتمد النموذج المذكور على الوعد بان المعدل المتوقع للعائد هو المعدل الذي يجعل سلسلة من مقسوم الأرباح المتوقعة بشكل غير محدد في المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم، لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع كما في المعادلة الآتية:¹

$$K_e = (D_1/p_0) + g$$

- طريقة نموذج توازن الأصول المالية: يقوم هذا النموذج على وجود علاقة خطية بين عائد السهم ومتوسط عائد المحفظة ويقوم أيضاً على وجود علاقة بين العائد المطلوب على الاستثمار في سهم معين والمخاطرة، ويعد ماركويتز أول من وضع الأسس العلمية الحديثة لإدارة المحافظ الاستثمارية، الخاصة بتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة، طور شارب الأسس الخاصة بتوضيح العلاقة بين العائد والمخاطرة للوصول بالنهاية إلى النموذج المشهور والمسمى بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتسمى هذه العلاقة التي تظهر في معادلة خط سوق رأس المال علاقة العائد

¹- جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص ص 361-362.

والمخاطرة، حيث أضافه جيمس توبين، فيها افتراضات تختلف عن التي استخدمها أهمها إمكانية المستثمر الإقراض أو الاقتراض بمعدل عائد يساوي المعدل العائد على الاستثمارات الخالية من المخاطر مثل أذونات الخزينة. ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق نموذج تسعير الأصل الرأسمالي وفق الصيغة التالية:
حيث أن:

$$R_i = R_F + \beta_i * (R_M - R_F)$$

R_F = معدل العائد الخالي من المخاطر

R_M = عائد محفظة السوق.

β_i : معامل بيتا للسهم.

$\beta_i (R_M - R_F)$: علاوة مخاطر السوق المتوقعة.¹

$$\beta_i = \text{cov}(R_i, R_M) / \text{Var}(R_M)$$

حيث:

$\text{Cov}(R_i, R_M)$: التباين المزدوج بين عائد الأسهم وعائد السوق

$\text{Var}(R_M) = S_n^2$: تباين عائد السوق.

V_{in} : معامل الارتباط بين الأسهم وعائد السوق n .²

إن هذا النموذج يكون حديثا بالنسبة للنماذج الأخرى، ويأخذ العائد والمخاطرة بنظر الاعتبار في قياس

معدل العائد على حق الملكية، وأن هناك شبه إجماع بين الباحثين في مجال الإدارة المالية حول استعماله.³

- **نموذج التقييم بالمراجعة APT**: يرتكز هذا النموذج على افتراض أن عائد كل الأوراق المالية تتأثر جميعا بمعطيات الاقتصاد الكلي، وبأحداث خاصة بكل مؤسسة، العائد تعطى بالعلاقة التالية:

$$R_{it} = E_i + b_{i1} f_{1t} + b_{i2} f_{i2} + \dots + b_{ik} f_{kt} + e_{it} \dots$$

حيث:

R_{it} : العائد العشوائي في الفترة t للأصل i والمحسوبة على الفترة $t-1, t$.

E_i : العائد المتوقع للأصل i .

b_{ik} : معامل حساسية الأصل i للعامل K .

f_{kt} : القيمة العشوائية التي يأخذها العامل K لمجمل الأصول في الفترة t .

e_{it} : القيمة العشوائية للعامل الخاص بالأصل i في الفترة t .⁴

¹-Ross, Stephan A : Randolph W. Waster Filed ; Jeffery F. Jeff and Brad Ford D. Jordan « Fundamentals of Corporate Finance » 6 th Edition, Mc Graw-Hihh / Irwin, New York, USA, 2003, p273.

²-حسين بلعجور، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2013، ص83.

³-جليل مكظوم العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 363.

⁴-علي بن الضب، سيدي محمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات انشاء القيمة (دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2013/02، ص133.

2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

عند إصدار الأسهم الممتازة تؤخذ في عين الاعتبار عادة تكلفة إصدار تلك الأسهم لأنها تكون عادة كبيرة نسبيا وذلك بعكس تكاليف إصدار الأسهم العادية والتي تكون عادة منخفضة فتهمل، كما يراعى هنا أيضا أن توزيعات الأسهم الممتازة تكون عادة بمعدل ثابت ولا تحقق للمنشأة أية ميزة ضريبية. لذا تحدد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وفق النموذج التالي:

$$K_p = DP / P_{net}$$

حيث أن:

K_p = تكلفة التمويل من إصدار الأسهم الممتازة.

DP = توزيعات السهم الممتاز.

P_{net} = سعر بيع أو إصدار السهم الممتاز مطروحا منه تكلفة الإصدار.¹

3- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:

إن تكلفة الأرباح المحتجزة تعد كلفة ضعيفة تساوي التمويل بالأسهم العادية لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين من الناحية العملية وبصورة عامة فإن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند اجتيازها لا تخضع للضريبة.
- إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبالغ للوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار بينما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة حسابيا:²

$$K_e = (D_I / P_0) + g = (1 - \text{الضريبة}) * (1 - \text{العمولة})$$

في تحديد تكلفة التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة يستخدم النموذج التالي وهو ما يعرف بنموذج رسملة توزيعات الأسهم العادية.

$$K_e = (D_I / P_0) + g$$

حيث أن:

K_e = تكلفة التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة.

¹-محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص303.

²-نور الدين نجيب، شروط التسيير المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية لتطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة الدراسية 2017 / 2018، ص51.

$D_1 =$ توزيعات الأرباح المتوقعة لحملة الأسهم العادية في العام التالي.

$P_0 =$ السعر السوقي للسهم في السوق الحاضر.

$g =$ معدل النمو المتوقع في توزيعات الأرباح المحتجزة لحملة الأسهم العادية.¹

ثانيا: تحديد تكاليف التمويل من الأموال المقترضة الطويلة الأجل

1- تكلفة التمويل بالقروض الطويلة الأجل:

بوجه عام يمكن تعريف كلفة الديون بأنها "معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين".²

تستخدم تكلفة الاقتراض "بعد خصم الضريبة" لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال، وهي تمثل سعر الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مع استبعاد الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد، ويمكن التعبير عما سبق بالمعادلة التالية:³

كلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

$$K_{dt} = K_d - K_d (1 - T)$$

2- قياس تكلفة التمويل بالسندات:

يترتب على إصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة، وهذه التكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات.⁴ ولاستخراج تكلفة السندات لاعتبارها أحد مصادر الأموال يمكن استخدام المعادلة التالية:

$$K_d = [I + (M - N_d) / n] / [(M - N_d) / 2]$$

$I =$ الفوائد السنوية. حيث أن:

$M =$ قيمة السند عند تاريخ الإطفاء (أي عند انتهاء مدته).

$N_d =$ سعر بيع السند الصافي (القيمة الاسمية - عمولة الإصدار)

$n =$ فترة الدين.

مع ملاحظة أن تكلفة الدين تحسب بعد الضريبة كما يلي:

$$K_D = K_d * (1-t)$$

1- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 302.

2- علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، ص 165.

3- عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 368.

4- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 332.

يمكن بسهولة ملاحظة أن تكلفة الديون تقل بعد احتساب الضريبة، وتكون مرتفعة قبل احتساب الضريبة على الأرباح التي تحققها الشركة، هكذا تهتم الشركات بتكلفة الديون قبل أو بعد دفع الضريبة لأن الفوائد التي تدفعها على الدين تخصم من الأرباح باعتبارها مصاريف تشغيلية تدخل ضمن تكاليف عملية الإنتاج، ولهذا السبب تفضل الشركات استخدام أموال الغير لأن هذا المصدر هو من مصادر الدين قليلة التكلفة في الدول التي تكون فيها نسب الضرائب عالية بوجه خاص.¹

3- تكلفة التمويل التآجيري:

لا بد أن يأخذ بعين الاعتبار عند تحديد دفعة التمويل التآجيري الوفر الضريبي من اهتلاك الأصل والقيمة المتبقية له التي يستفيد منها المؤجر، بالإضافة إلى أعباء ومصاريف صيانة الأصل المؤجر، وهذا إذا نص عقد التمويل التآجيري على تحميلها للمؤجر.

ويتم حساب دفعة التمويل التآجيري (قسط الإيجار) من خلال المعادلة الآتية:²

$$CI + \sum_{t=1}^n Mt (1-T) / (1+R)^t = \sum_{t=0}^{n-1} Lt(1-T) / (1+R)^t + \sum_{t=1}^n (TD) / (1+R)^t + SV / (1+R)^n$$

حيث أن:

CI = تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات.

SV = القيمة المتبقية (الخردة) للمعدات.

Mt = تكلفة الصيانة الدورية.

R = صافي العائد المطلوب على الاستثمار من قبل المؤجر.

Lt = دفعة التآجير الدورية.

n = الحياة الاقتصادية المتوقعة للمعدات.

D = الاهتلاك السنوي للمعدات.

T = معدل ضريبة الدخل على أرباح شركة التآجير التمويلي.

نلاحظ بأن مؤشر جمع القيمة المخصومة لدفعات التمويل التآجيري (t) في هذه المعادلة، يبدأ من الفترة الزمنية صفر وحتى الفترة الزمنية قبل الأخيرة (n-1)، لأن دفعة التمويل التآجيري الأولى تدفع عادة في بداية فترة التآجير - بداية السنة مثلا- وليس في نهايتها، وبالتالي لا يحتاج إلى خصم، أما دفعات التمويل التآجيري المتبقية فتسد في نهاية السنة الأولى وحتى السنة ما قبل السنة الأخيرة.

¹-علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 171.

²-أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 107.

إن تكلفة التمويل التأجيري تمثل القيمة الحالية لدفعات التأجير المستقبلية، محصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المنشأة إلى البنك، إذا افترضت مبلغاً مماثلاً للفترة الزمنية نفسها.

والجدير بالملاحظة بأن دفعة التأجير يجب أن تحسب بعد الضريبة للحصول على التكلفة الفعلية للتمويل التأجيري، بعد استبعاد الوفورات الضريبية التي تخفض تكلفة الإيجار، كما يجب الأخذ في الحسبان بأن دفعات التأجير تدفع مقدماً، ولكن الوفورات الضريبية لا يتم الاستفادة منها في آخر السنة،

الوفر الضريبي = معدل الضريبة * دفعة التمويل التأجيري¹

إن معدل التمويل التأجيري هو ذلك المعدل الذي يتعادل فيه مجموع التدفقات المدفوعة مع تلك المقبوضة، مما سبق يمكن أن نقيس معدل التمويل التأجيري بوضع تساوي بين التدفقات المالية المتحصل عليها، والتدفقات المالية المدفوعة وبالتالي نحصل على معدل التمويل التأجيري (n) وهو عبارة عن التكلفة الحقيقية التي تحملتها المؤسسة المستأجرة لقاء التمويل بأسلوب التمويل التأجيري. وهذا المعدل مرتبط بما يلي:²

- قيمة معدل الضريبة على أرباح الشركات.
- الأسلوب والطريقة المتبعة لاهتلاك الأصل.
- وجود مبلغ الضمان من عدمه في عقد التمويل التأجيري.
- قيمة شراء الأصل في نهاية المدة (القيمة المتبقية).
- طريقة تسديد دفعات التمويل التأجيري.

المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة للهيكل التمويلي

يتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لهيكل التمويل لكل المصادر حسب تكلفة المصدر والوزن النسبي له، يتم استعراض كيفية الحساب في ما يلي:

1- تعريف التكلفة الوسيطة المرجحة:

تمثل تكلفة الأموال بأنها الحد الأدنى من العائد والمبرر لتخصيص الأموال المعبرة عن تكلفة الفرصة البديلة، فهي بمثابة متوسط معدل المردودية الذي يلتزم به المستثمرين عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم.³

2- الهيكل التمويلي الأمثل:

لسياسة التمويل الأثر في تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل، مما يدعو التعرف على منهج تدنيه هذه التكلفة بتحديد المزيج التمويلي الأمثل، وحتى يكون الهيكل التمويلي أمثلاً لا بد من تحقيق الشروط التالية:

- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

1- أحمد بوراس، نفس المرجع السابق، ص: 108-109.

2- معراج هوري، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، دار كتور للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 113.

3- حسين بلعجور، الجودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص 84.

-تدنية التكلفة المرجحة للأموال.

-تنمية الثروة والاستخدام الأمثل للموارد.¹

3- خطوات حساب كلفة رأس المال:

يمكن الاستفادة من الخطوات أدناه عند حساب كلفة رأس المال، أي الكلفة المتوسطة لرأس المال (ك م م ر) لأي شركة في الواقع الفعلي.

- الخطوة الأولى: تحديد نسبة كل مكون من مكونات رأس المال:

ويمكن للمحلل أن يستخدم واحد من الأساليب عند تقدير نسبة كل مكون من مكونات رأس المال، أما اعتماد القيمة الدفترية لتلك المكونات وأما اعتماد القيمة السوقية للمكونات، وقد تواجه المحلل عند اعتماد القيمة السوقية للمكونات لتقدير نسبها هي أن بعض المنشآت قد تكون أوراقها المالية لا يتم تداولها بشكل عام.

- الخطوة الثانية: تحديد كلفة كل مصدر من رأس المال:

وفي هذه الخطوة يتم حساب كلفة كل مكون من مكونات رأس المال المستخدمة في تمويل الأصول، أي أن يأخذ بعين الاعتبار معرفة معدل الفائدة قبل الضريبة ومعدل الفائدة بعد الضريبة، عند حساب كلفة التمويل المقترض، والأخذ بعين الاعتبار كلف التعويم (الإصدار) عند تقدير كلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية، ومعدل النمو في الأرباح والمقسوم عند حساب كلفة التمويل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة.

- الخطوة الثالثة: جمع الخطوات أ و ب سوياً:

بالاستفادة من الخطوات السابقتان يمكن للمحلل أن يقوم بتقدير الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وللغرض المذكور نأخذ المثال الافتراضي أدناه، حيث تظهر خطوات حساب تلك التكلفة.² ومن المعادلة أدناه يمكن استخدامها لحساب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:³

$$ك م م ر = [(نسبة الدين) * (كلفة الدين) + (نسبة الأسهم الممتازة) * (كلفة الأسهم الممتازة)] + [(نسبة حقوق الملكية) * (كلفة حقوق الملكية)]$$

$$= ك د ض م + ك م م + ك ع م$$

ك د ض م = الكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة.

¹- حسين بلعجور، الجودي صاطوري، نفس المرجع السابق، ص 86.

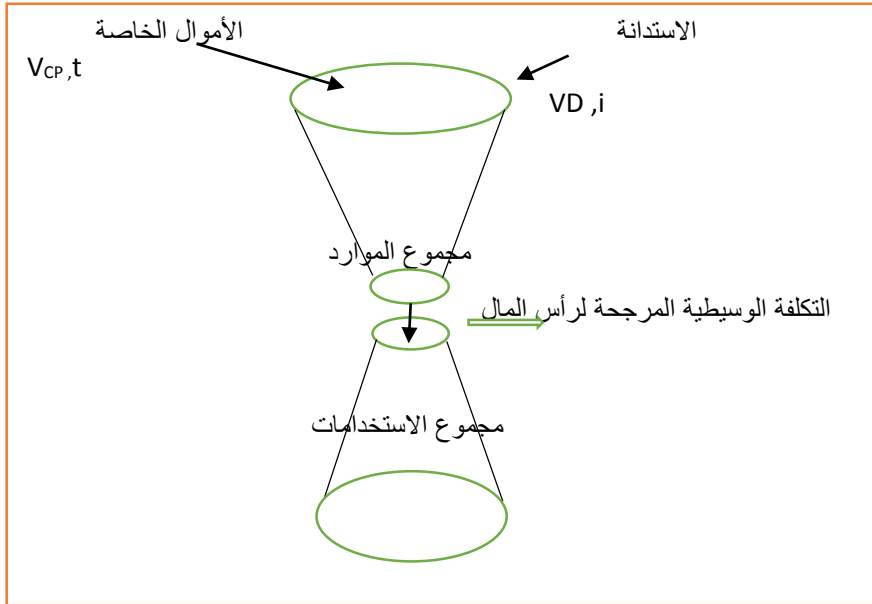
¹-عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2014، ص 423.

³-نفس المرجع السابق، ص 422.

ك م م = الكلفة الموزونة للأسهم الممتازة.

ك ع م = الكلفة الموزونة للأسهم العادية.

شكل رقم (2-2): التكلفة الوسيطة المرجحة للهيكل التمويلي:



المصدر: دادان عبد الوهاب، تحليل مقارنة حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 108.

الشكل رقم (2-2) يبين لنا التكلفة الوسيطة المرجحة وذلك بجمع تكلفة الأموال المقترضة مع تكلفة الأموال الخاصة التي يمكن أن تتكون من تكلفة الأسهم العادية والممتازة وتكلفة الأرباح المحتجزة، مما يشكل لنا مجموع الموارد التي يكمن أن تستغل في احتياجات المؤسسة واستخدامها بما يلائم المصدر.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة الاقتصادية

تعتبر دراسة العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المؤسسة من أهم القضايا الإدارية المالية، حيث هناك عدة دراسات حول وجود أو عدم وجود هيكل تمويل أمثل إن كان يؤثر على قيمة المؤسسة أو لا، بحيث اختلفت باختلاف فرضيات كل دراسة،

المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة

يتم التطرق الى أهم النظريات التقليدية المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة ونستعرضها كما يلي:

أولاً: نظرية صافي الربح

حسب مدخل صافي الربح إن استمرار ارتفاع نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100% في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الديون فقط، رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية.¹

فروض نظرية صافي الربح: تقوم هذه النظرية على الفروض التالية:

- إن الزيادة في استخدام القروض لا يغير من إدراك المستثمرين (الملاك) للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي،

- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سيكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون.

- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير، وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل التمويل، ونظراً لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.²

وبتحليل الفرضيتين السابقتين نجد أن تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة، بما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لأنه وحسب الفرضية الثانية فإن المساهمين يطلبون عائد أكبر من أجل حماية مصالحهم،

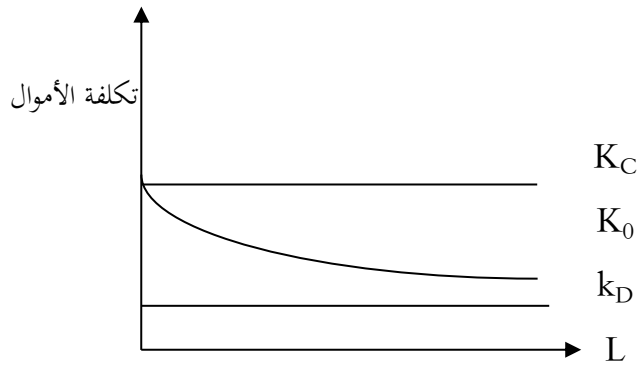
¹-نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 246.

²-عبد الكريم خيري، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019، ص78.

فان زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح، وبالتالي ثروة المساهمين، وبالنتيجة يؤدي ذلك إلى تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمتها، أي أن المؤسسة تكون في أحسن أحوالها عندما تتعادل التكلفة الوسيطة المرجحة مع تكلفة الاستدانة.

ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة في الشكل التالي:

الشكل رقم(2-3):منحنى يمثل العلاقة بين الاقتراض وتكلفة رأس المال



المصدر:مليكة زغيب،علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية -دراسة نظرية تحليلية-، مجلة العلوم الإنسانية،العدد 31، جامعة منتوري قسنطينة،2009،ص155.

يتضح من خلال الشكل السابق أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى تكلفة الاقتراض، وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة أي أن الهيكل المالي الأمثل حسب هذا المدخل هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100%.¹ ولكن يعاب على هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة. أي عدم واقعية الفرضيتين السابقتين من خلال:²

- ثبات العائد الذي يطلبه المساهمين والذي من المفترض أن يرتفع مع كل زيادة في الديون.
- عدم واقعية ثبات العائد على الديون، أي أن المقرضين يزيدون في أسعار الفائدة عند زيادة الاستدانة حفاظا على مصالحهم. وبذلك تكون قيمة الشركة وفق هذه النظرية كما يلي:

$$V = S + B$$

V: القيمة السوقية للمؤسسة. حيث أن :

S: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (القيمة السوقية).

¹-عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرياقص،أساسيات التمويل والإدارة المالية،الدار الجامعية،مصر،2004،ص193.

²-مليكة زغيب،الibas بوجعادة،دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره،ص155.

B: القيمة السوقية للديون.

يمكن تحديد القيمة السوقية لحق الملكية من خلال المعادلة التالية:

$$S = NI / K_e$$

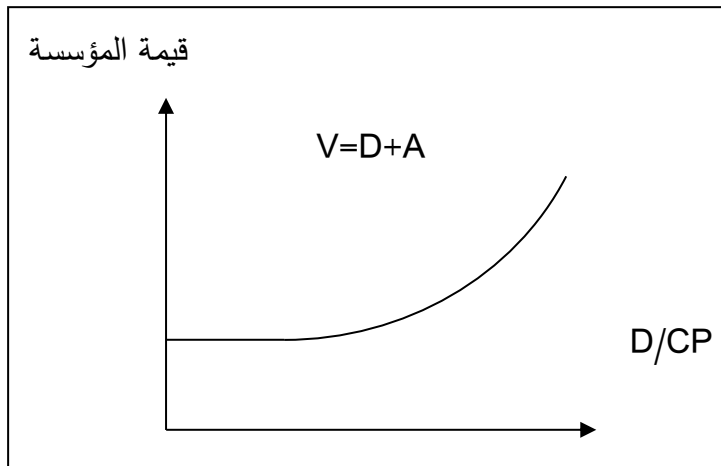
حيث أن:

NI: العوائد المتاحة للمساهمين.

K_e : معدل رسملة حق الملكية.

يمكن توضيح قيمة المؤسسة في ظل نظرية صافي الربح حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (2-4): نظرية صافي الربح وقيمة المؤسسة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 180.

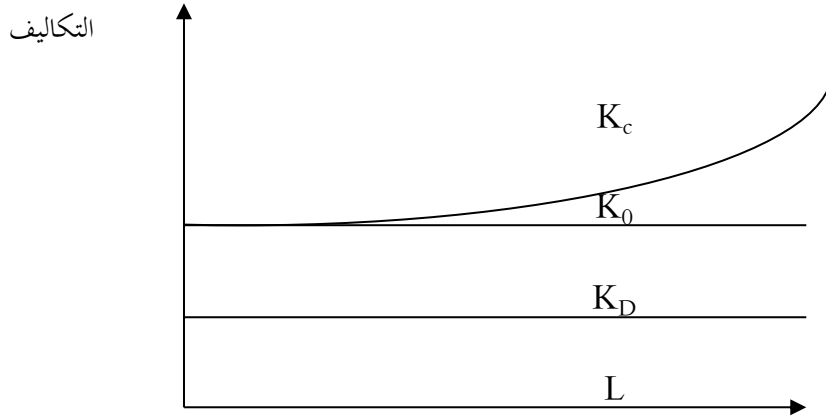
ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

على عكس المدخلين السابقين، فان مؤيدي هذا المدخل يساندون وجهة النظر المنادية بالقطيعة الموجودة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فحسب هذا المدخل فان قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي.

يقوم هذا المدخل على فرض أساسي ثبات التكلفة الكلية للأموال، وهذا بغض النظر عن نسبة القروض المكونة للهيكل المالي باعتبار أن تكلفة القروض ثابتة أيضا حسب هذا المدخل، ولكن المالكين وفي ظل زيادة اعتماد المؤسسة على القروض، يكون من الضروري المطالبة بزيادة العائد، وهذا نتيجة لارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها.

تؤدي زيادة معدل العائد المطلوب من المالكين إلى ارتفاع تكلفة التمويل الكلية، ولكن اعتماد المؤسسة على المصادر المنخفضة الكلفة يؤدي إلى إلغاء أثر الزيادة في تكلفة التمويل، وبالتالي فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر الهيكل المالي.¹

الشكل رقم (2-5): العلاقة بين تكلفة رأس المال والرفع المالي حسب نظرية صافي ربح الاستغلال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 104.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة (K_D) ثابتة، وأن هناك علاقة طردية بين تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة (K_C) والرفع المالي (L)، وحسب فرضية مدخل صافي ربح العمليات، فإن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها زيادة الاعتماد على الاستدانة والتي تعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي تبقى تكلفة الأموال الكلية (K_0) ثابتة مهما ارتفعت نسبة الاستدانة، وبالنتيجة عدم وجود هيكل مالي أمثل، أي أن قيمة المؤسسة ثابتة ولا علاقة لها بمصادر التمويل.²

يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المقرضين مع زيادة طلب المؤسسة للقروض، كما لم يقدم أي تفسير لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال.³

ثالثاً: النظرية التقليدية

يقر أصحاب هذا المدخل بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى تتحقق عند تشكيلة مميزة من الديون والأموال الخاصة تجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند حدها الأدنى، لتكون القيمة السوقية

¹-عبد الغفار حنفي ورسومية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 198.

²-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 184.

³-مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 157.

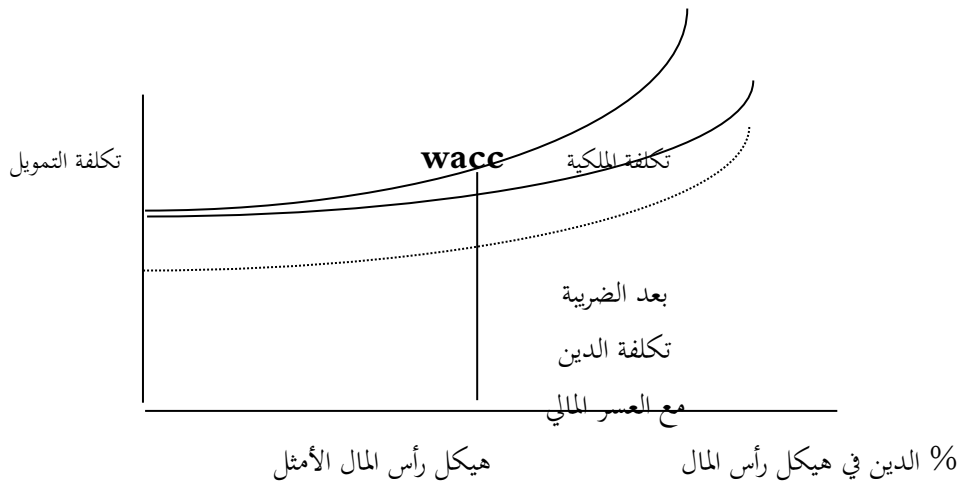
للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مميزة من الرفع المالي، إضافة إلى ارتفاع تكلفة التمويل الخاص مع كل زيادة في هذه المستويات وذلك نتيجة زيادة درجة الخطر المالي التي يتعرض لها الملاك.¹ وتبعاً لهذا المدخل فإن تغيرات تكلفة رأس المال نسبة إلى التغيرات الحاصلة في هيكل رأس المال ويمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل:²

المرحلة الأولى: في هذه المرحلة تكون تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبياً إضافة إلى ثبات تكلفة الاقتراض ويتوقع من خلال تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة ارتفاع في قيمتها، وهذا كلما زادت نسبة الرفع المالي.

المرحلة الثانية: أما في هذه المرحلة بمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من الرفع المالي، فإنه لا يكون بعدها أي تأثير على قيمة المؤسسة، ويرجع أساساً هذا إلى الزيادة في تكلفة الأموال الكلية.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل فإن المزايا الافتراضية تفقد أهميتها، نظراً لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك تفوق هذه المزايا الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على قيمة المؤسسة.

الشكل رقم (2-6): الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي



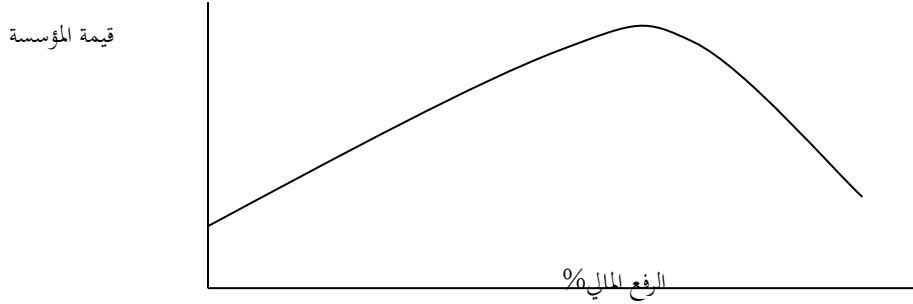
Source : Pierre Vernimmen-Finance D'entreprise-Ed Daloz Paris-5^{eme} Edit-2002-p663.

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة تمثل القيمة السوقية للديون إضافة إلى القيمة السوقية للأسهم العادية، فإنه يكون تمثيل قيمة المؤسسة نسبة إلى هيكلها المالي كما يلي:

¹- نييلة سهايلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 246.

²- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية-التحليل المالي للمشروعات الجديدة-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003، ص ص 375-355.

الشكل (2-7): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار الإثراء، الأردن، 2010، ص174.

فمن خلال الشكلين السابقين، وباعتبار أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأسهم العادية، والذي مرده إلى درجة المخاطر التي يتحملها الطرفان، فزيادة الاعتماد على القروض يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل، وبالتالي الارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا بفعل أثر الرفع المالي.

لكن يؤدي الاستمرار في استعمال القروض، في الهيكل المالي إلى ارتفاع مستوى المخاطر التي يتحملها المساهمون، خاصة خطر عدم القدرة على أداء الالتزامات المالية (الإفلاس)، مما يؤثر في معدلات العائد المطلوبة من المساهمين، والتي ترتفع مع الزيادة في المخاطر، مما ينعكس على تكلفة الأموال بالارتفاع والتي تؤدي إلى تدهور قيمة المؤسسة، ولكن عند مستوى أو مجال معين من نسبة الاقتراض تكون التكلفة عند أدنى حد لها، وينعكس ذلك على المؤسسة التي تصادف وأن تكون عند قيمتها العظمى، وهذا ما يمثل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

رابعاً: نظرية ميلر ومود غلياني:

1- نظرية ميلر ومود غلياني في ظل عدم وجود الضرائب:

تتفق فروض مود غلياني وميلر في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش مود غلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمنشأة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، وفي دراستهما عام 1958 قدما تبريراً منطقياً لما توصلا إليه.

ويمكن شرح ما توصل إليه مود غلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال، وسوف نعرض لهذه الافتراضات أولاً ثم ناقش بالتفصيل اقتراحهما بشأن وجهة نظرهما في تأثير الرفع المالي (الاقتراض) على القيمة السوقية للمنشأة.

1-1: يتم تداول الأوراق المالية في ظل سوق كاملة، وهذا يعني بالتحديد:

- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية.
- يمكن للمستثمرين الاقتراض دون أي قيود وبنفس الشروط التي يمكن أن تقتض بها المنشآت.
- يتصف المستثمرين بدرجة عالية من الرشد، وهذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.

- 1-2: يمكن تقسيم المنشآت إلى مجموعات تنتمي لشرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي الشركات الى شرائح خطر متجانسة، إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر، وهذا يعني بوجه عام وفقا لفروض مود غلياني وميلر، أن المنشآت في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.
- 1-3: تتبع المنشآت سياسة توزيع تقضي بتوزيع كل أرباحها ومعنى آخر لا يوجد أرباح محتجزة.
- 1-4: لا يوجد ضريبة على دخل الشركات.¹

الاقتراح الأول:

إن الفرضية الأولى لميلر ومود غلياني تسمح بفصل قرارات الاستثمار عن قرار التمويل وتنص على أن: "القيمة السوقية لأي مؤسسة لا تعتمد على هيكل رأسمالها، وإنما على توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب" وكما هو مبين في الشكل رقم(2-6): فان:

قيمة المؤسسة المرفوعة (المستدينة) = قيمة المؤسسة غير المرفوعة (غير المستدينة)

يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$V_L = S_L + D = EBIT / K^V_E = V_U$$

حيث أن:

V_L : القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة.

S_L : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المرفوعة.

D : قيمة الديون.

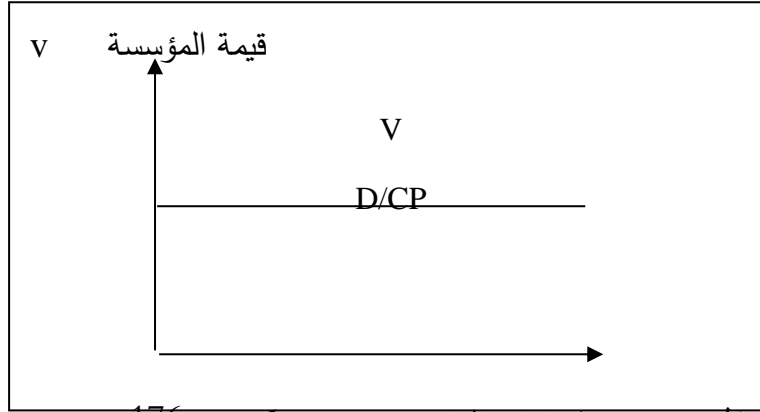
K^V_E : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين بالملكية للمؤسسة الممولة بالملكية بشكل كامل.

$EBIT$: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

V : القيمة السوقية للمؤسسة غير المرفوعة.

¹ -محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2010، ص ص: 336-337.

الشكل رقم(2-8): قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 176.

تشير عملية المراجعة إلى أنه إذا اختلفت قيمة شركتين متماثلتين في كل شيء فيما عدا أن لكل منهما هيكل رأس مال مختلف عن الأخرى، بمعنى أن أحد الشركتين تعتمد على الاقتراض في حين لا تعتمد الأخرى عليه مثلا، فإن الاختلاف في القيمة السوقية للشركتين سيكون اختلافا مؤقتا وأن عملية المراجعة سوف تكون كفيلة بإعادة التوازن للشركتين أو بمعنى آخر سوف تكون عملية المراجعة كفيلة بأن تجعل القيمة السوقية للشركتين متساوية. يقدم "مود غلياني وميلر" فكرة الرفع المالي الداخلي أو الشخصي والتي سوف يعتمد عليها المستثمرون (المراجعون) عند القيام بعملية المراجعة، وتشير فكرة الرفع المالي الشخصي إلى قدرة المستثمرين على الاقتراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها الشركات الاقتراض.¹

الاقتراح الثاني:

يشير الاقتراح الثاني إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الديون يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة تنتمي لنفس فئة المخاطرة لكن لا تعتمد على الديون في التمويل مضافا إليه عائدا إضافيا (علاوة المخاطرة) لتعويض المخاطرة المالية الناتجة عن الاقتراض.² كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$R_E = R_A + D/E (R_A - R_D)$$

حيث أن:

R_E : معدل العائد المتوقع على الملكية.

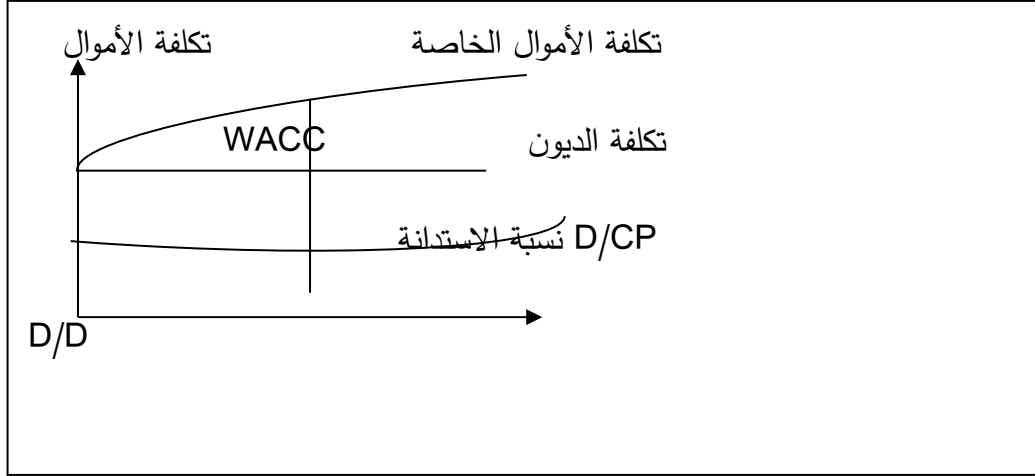
¹-محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 339.

²-نبيلة سهاليلة، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 248.

R_A : معدل العائد المتوقع على الموجودات.

R_D : معدل العائد المتوقع على الدين.

الشكل رقم (2-9): مود غلياني وميلر في ظل غياب الضرائب

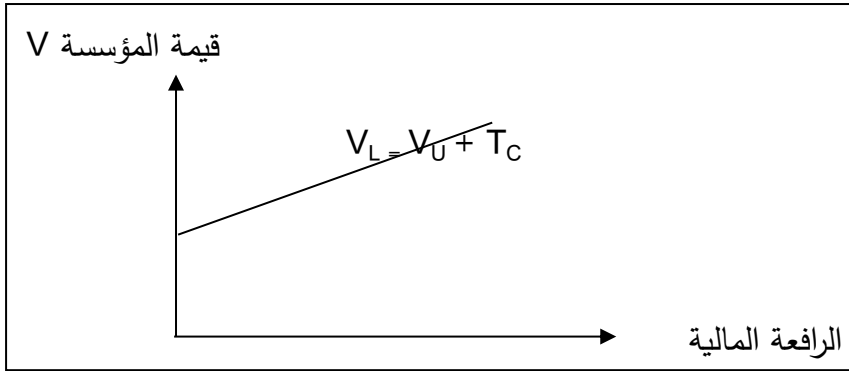


المصدر: محمد إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 179.

2- النظرية المصححة مود غلياني وميلر في ظل وجود الضرائب:

قدم مود غلياني وميلر بحث لاحق بعنوان: "ضرائب بدخل الشركة وكلفة رأس المال: تصحيح"، وقد نص على أن: "الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكل رأس مالها مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية"، وأن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضه والتي نصت عليها النظرية التقليدية، ويبين الشكل رقم (2-10) أن قيمة المؤسسة المرفوعة تزداد والمعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض نسبة إلى زيادة استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس مال المؤسسة، وأن الاستمرار في الاقتراض يعني الاستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة، وبهذا فإن قيمة المؤسسة المرفوعة لا تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة، $(V_U \neq V_L)$ ، والسبب يعود إلى القيمة المضافة والناجمة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فقيمة المؤسسة حسب الفرضية الأولى مود غلياني وميلر كانت في ظل غياب الضرائب، لكن بعد إدخال الضريبة على دخل المؤسسة تم تعديل الفرضية الأولى والفرضية الثانية في ضوء الافتراض الجديد.

الشكل رقم(2-10): قيمة المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 174.

استنادا إلى الفرضية الأولى المصححة مود غلياني وميلر، فإن: «قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة المؤسسة غير المرفوعة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية» وكما هو مبين في المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + T_C$$

حيث أن:

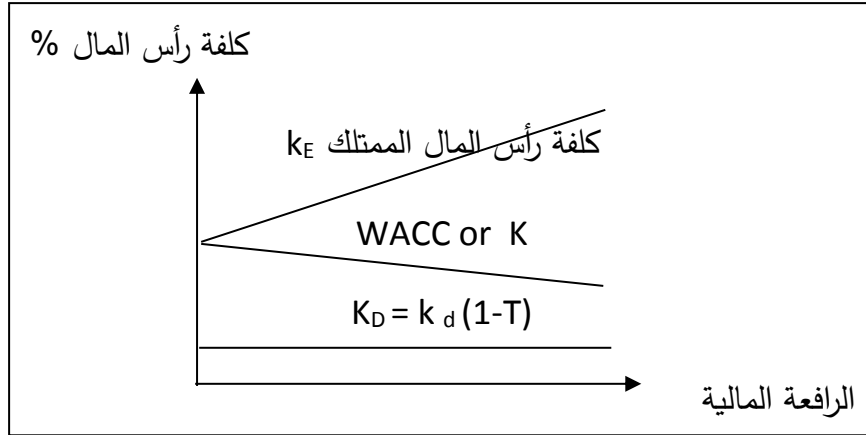
V_L : قيمة المؤسسة المرفوعة.

V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية فقط.

T_C : القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

يبين الشكل رقم (2-11): أنه عند فرض الضريبة على دخل المؤسسة وباستخدام التمويل المقترض فإن المعدل الموزون لكلفة رأس المال ينخفض، ذلك أن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم طرحها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها وبذلك فإن النتيجة هي الزيادة في الرافعة المالية التي من شأنها أن تؤدي إلى الزيادة في قيمة المؤسسة وانخفاض في كلفة رأس المال، وهذه هي ميزة استخدام التمويل المقترض والتي تساهم في انخفاض كلفة رأس مال المؤسسة بزيادة استخدام الديون.

الشكل رقم (2-11): كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



Source : Michel Albouy, Décisions Financières et création de valeur, Economica Paris ,2^{eme} édition, 2003, p347.

استنادا إلى الفرضية الثانية المصححة مود غلياني وميلر، فإنه يمكن احتساب كلفة رأس مال المؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب كما في المعادلة أدناه:

$$\text{WACC (or K)} = k_d (1-T) (D / D+E) + k_E (E / D+E)$$

حيث أن:

(D / D+E) : وزن التمويل المقترض.

(E / D+E) : وزن التمويل الممتلك.¹

لقد أهمل كل من مود غلياني وميلر، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة واعتبرا أن أثرهما صغير جدا على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن في الواقع قد يترتب على الديون عواقب وخيمة.²

¹- نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، نفس المرجع السابق، ص11.

²- نفس المرجع السابق، ص250.

المطلب الثاني: النظريات المعاصرة المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة

في هذا المطلب يتم التطرق الى مجموعة من النظريات الحديثة المفسرة لتأثير هيكل التمويل على قيمة المؤسسة بمختلف فرضياتها.

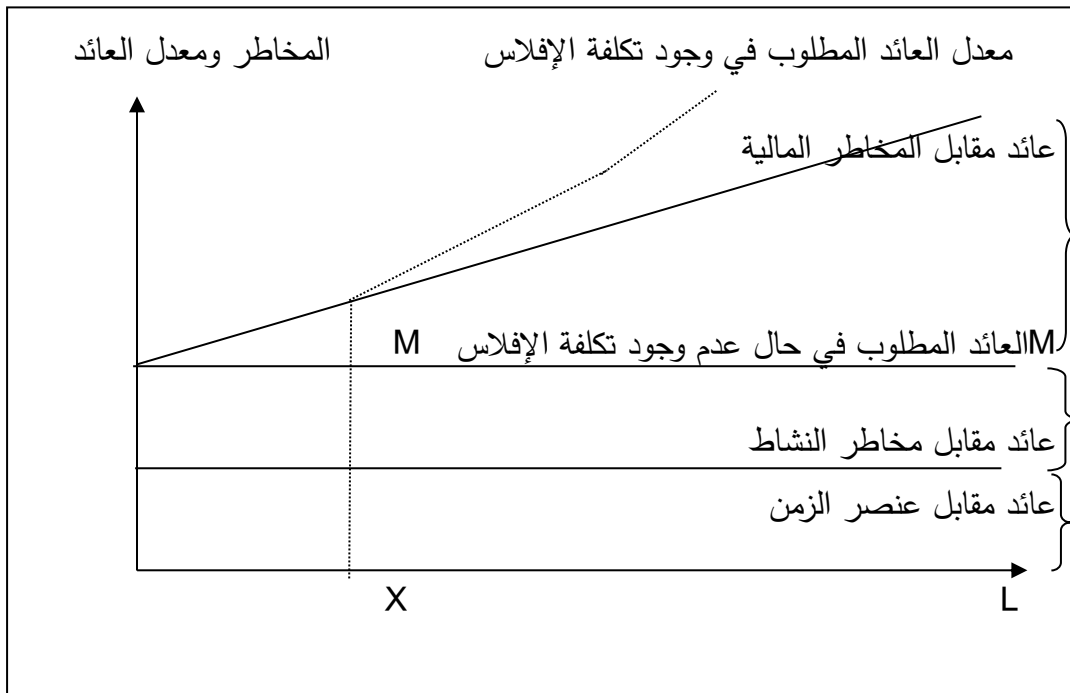
أولاً: نظرية تكاليف الإفلاس

تواجه المؤسسة خطر الإفلاس كلما ظهرت القروض كأحد البنود المكونة لهيكلها المالي، وخاصة في الحالات التي تكون المؤسسة عاجزة عن أداء مستحقاتها المالية في أجلها، الأمر الذي ينجم عنه تكاليف إضافية تدعى بتكاليف الإفلاس، ويعرف تكلفة الإفلاس على أنها عدم قدرة المؤسسة على دفع التزاماتها المالية في آجال استحقاقها، كما يراها الميداني على أنها تمثل أقصى درجات فشل المؤسسة.¹

بحيث تتمثل تكاليف الإفلاس في تكاليف مباشرة تتمثل أساساً في المصاريف الإدارية، القانونية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الاقتصادية بأقل من قيمتها، وتكاليف غير مباشرة تتمثل انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب مثلاً عدم تمكنها من الحصول على تمويلات... الخ.²

ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة من خلال الشكل أدناه.

الشكل رقم (2-12): العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 252.

¹-محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 241.

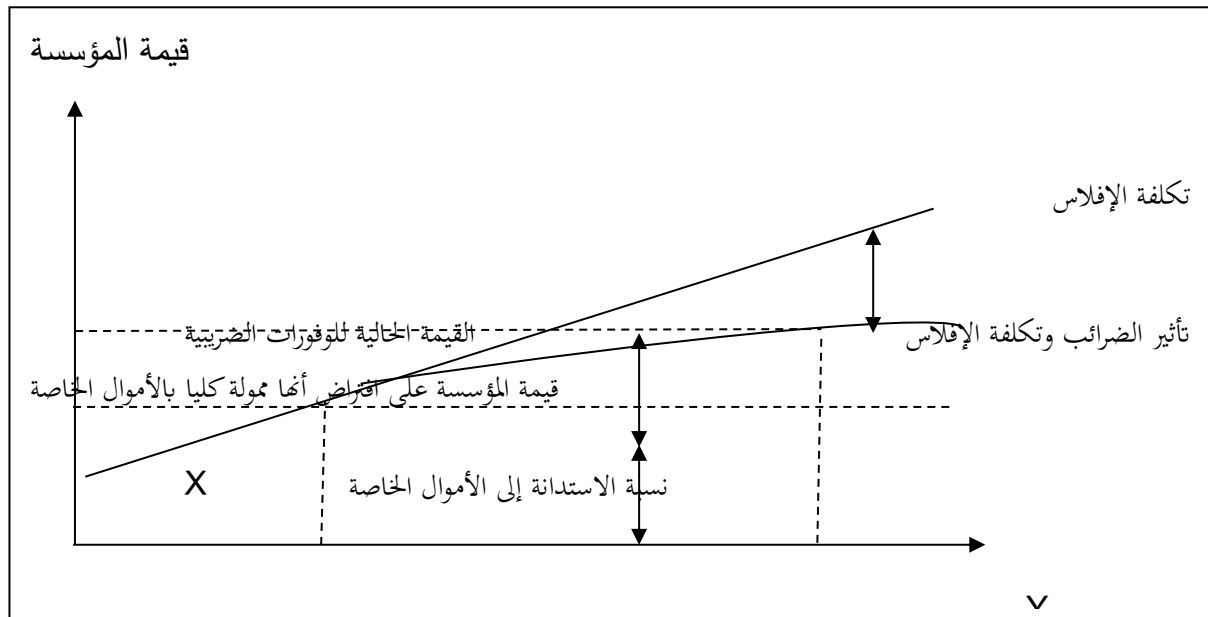
²-R. castanias, Bankruptcy risk and optimal structure, journal of finance, vol 05, Dec 1983, P1617.

الفصل الثاني.....دور اختيار هيكل التمويل في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حال اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة M^* ، إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X أين يصبح معدل العائد المطلوب هو M ، وإذا تجاوزت نسبة الاقتراض النقطة X فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون، هذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين وبالنتيجة ترتفع المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حال عدم وجود تكلفة الإفلاس.¹

إذا أخذنا كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة Y تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع.² وذلك ما يبيئه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-13): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال:



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006، ص 379.

¹- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 252.

²- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006، ص 379.

يترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم وديون المؤسسة، مما سيرفع من ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وتحدد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.¹

ثانيا: نظرية تكاليف الوكالة

يرجع أصل علاقة الوكالة إلى آدم سميث فيما يتعلق بعدم كفاءة الشركات ذات الأسهم، حيث إدارتها من قبل عون غير مالك، وحسب آدم سميث لن هذا الأخير غير محفز لإدارة أعمال لا يملكها، إذ سوف يتحصل على أجر مهما كانت النتائج التي سوف يحققها والتي يتحصل عليها الساهمين أو الملاك.²

تنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك، دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعتهم، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية.³

تنعكس تكاليف الوكالة على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين ففي حال استعمال أموال الملكية في تمويل الاستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المستثمر) درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل استحواذ الوكيل على كافة المعلومات عن المؤسسة وعدم قدرة الموكل على مراقبة هذا الأخير، هذا الظرف حتما سينعكس سلبا على قيمة المؤسسة. ومن الطبيعي أن ينقل الدائنين التكاليف الإضافية الناتجة عن الوكالة إلى الملاك⁴، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ل ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة، حيث أكد هاري ورافيف على أن العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة وفق النموذج إيجابية، وهو يوافق معظم البحوث التي تمت قبلهم.⁵

¹-ملبكة زغب وسفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 12، 2012، ص 299.

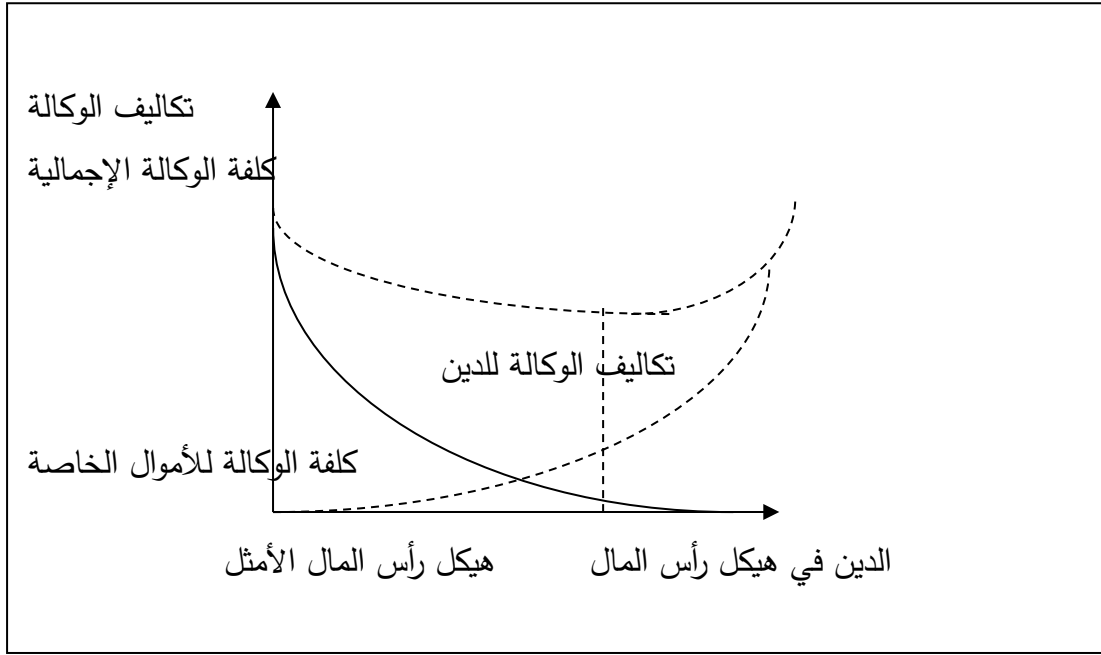
²-Benjamin c , Weinstein o , les nouvelles théories de l'entreprise, librairie générale française, paris, 1995, p93.

³-Stephen A. Ross, the economic theory of agency: the principal's Problem, American economic association, vol63, no 2, May 1973, pp: 134-139.

⁴-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، مصر، المكتب العربي الحديث، 1999، ص 653.

⁵-Milton Harris, artur raviv , the theory of capital structure, the journal of finance, vol 46, no1, mars 1991, p305.

الشكل رقم(2-14): المديونية وتكاليف الوكالة



Source : Arnand Thanvroun, Anvarch Guyvarch, 4 éditions Supfoncher, imprimari vert Normande Toto, Vanver, France, 2010, p235.

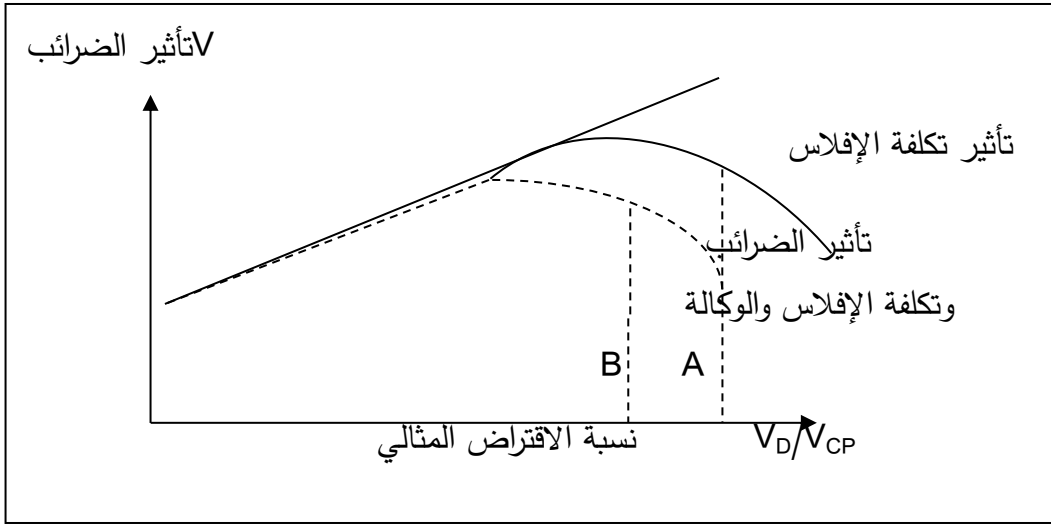
من خلال الشكل يتضح أن الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هو الذي يمكنها من تخفيض تكلفة الوكالة إلى أدنى حد ممكن، لكن في المقابل فإن ظهور تكاليف الوكالة سوف يعمل على تخفيض نسبة الاقتراض المثالية في الهيكل المالي، والتي تتساوى أو تتوازن مع الوفورات الضريبية المحققة.¹

لما كانت قيمة المؤسسة مرتبطة بعلاقة عكسية مع تكلفة الأموال فالعلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي في ظل وجود الضرائب وتأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة يمكن تلخيصها في الشكل التالي:²

¹ -Milton Harris, op.cit. , p 305.

²- معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2016، ص 114.

الشكل رقم (2-15): العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة:



المصدر: معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2016، ص 114.

من الملاحظ أن النسبة المثلى للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من النقطة A إلى النقطة B وهذا راجع إلى زيادة حجم التكاليف بسبب ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس، وكخلاصة يمكن القول أنه في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة والتي يمكن تعظيمها إلى أقصى حد ممكن باعتمادها على الهيكل المالي الأمثل.

ثالثا: نظرية الإشارة

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية، فهذه النظرية تؤكد أن مدراء المؤسسة الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة يميزها عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل وخصوصية هذه الإشارات هي صعوبة نشرها من طرف المؤسسات ذات الأداء الضعيف.

ويمكن القول أن المعلومات الخاصة بالمؤسسة قد لا تكون متوفرة لدى الجميع، إذ يكون المسيرين على علم أفضل بالمعلومات الخاصة بالمؤسسة، كما يمكنهم تهيئة معلومات لا يدركها المستثمرون والتي يعملون من خلالها على توجيه المستثمرين نحو التفاؤل بتحسين التدفقات المستقبلية للمؤسسة، الأمر الذي يسمح بخلق قيمة لهم ولكن في الكثير من الأحيان لا يتم فهمها بنفس الطريقة وان كانت متوفرة ومنشورة.¹

¹-عبد الوهاب دادان، الجدل حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد، 2009-2010، جامعة ورقلة، ص 319.

رابعاً: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل (تسلسل مصادر التمويل):

يعالج نموذج 1984 ميارس، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، وذلك كما يلي:¹

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.

- عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيراً الأسهم.

سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسيرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد، وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشراً سلبياً عن وضعية المؤسسة المالية.

بالتالي يترتب على المؤسسة حجز الأرباح وتأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد.

وعليه ونظراً للأسباب السابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي:

- التمويل الذاتي.

- اللجوء إلى الاقتراض.

- قرار رفع رأس المال.

خامساً: نظرية انتهاز الفرص من قبل الإدارة (توقيت السوق):

تعتمد نظرية توقيت السوق التي وضعها باكر و ورغلور عام 2002 على فكرة أن الشركات ممكن أن تصل إلى هيكل رأس المال المناسب بعد توقيت النشاطات في الأسواق النقدية والرأسمالية، ينبغي على الشركات اقتراض أو إصدار أسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك، وبناء على هذه النظرية، يصدر المديرون التنفيذيون للشركة الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة، وتوقت الشركات إصدار أسهمها الجديدة عندما يكون سعر السهم مبالغاً فيه أو أكثر من قيمته الحقيقية، وإعادة شراء الأسهم عندما تكون قيمته أقل من قيمته الحقيقية.

بناء على هذه النظرية إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب فيكون من الأفضل للشركة الاقتراض، إذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة إصدار الأسهم.

1-محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص ص 69-70.

وجد باكر ورغلور عام 2002 من خلال دراسة أجريت في أمريكا أن تأثير التوقيت في الرافعة يرتبط بقوة تتجاوز عشر سنوات ووجدوا أن هيكل رأس المال الحالي له ارتباط وثيق بالقيم السوقية الماضية ويمكن للشركة إصدار الأسهم بناء على تقييم السوق.¹

¹-عائلة ناصح حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، مرجع سبق ذكره، ص 96.

خلاصة الفصل الثاني:

يعتبر اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة من بين الوظائف الأساسية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل، كما يهدف إلى توفير وتدبير الأموال من مختلف المصادر، وفق شروط مناسبة ومقبولة حسب إمكانية ووضعية المؤسسة، بما يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية، وترتكز النظرية الحديثة للتمويل على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين مصادر المتاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد، بحيث تكمن التكلفة في معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها، بهذا تظهر أهمية حساب تكلفة رأس المال وهي التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ويتم حسابها بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من المصادر بشكل منفرد لكي تتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة المرجحة للمصادر، وتتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما البعض الآخر يخرج عن سيطرتها، إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها وأثارها السلبية.

يتضح أن عملية اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة معقدة، وتحتاج إلى دراسة عميقة بالأمر المتعلقة بهذه العملية، بحيث تختلف النظريات باختلاف توجيهها والأسس التي أقاموا عليها التحليل قد اتفقوا على وجود هيكل تمويلي يمكن للمؤسسة من تحسين قيمتها، ومن الملاحظ أيضا أن مجمل هذه النظريات كانت تعطي أهمية بالغة للقروض، باعتبارها أفضل المصادر التمويلية المساهمة في رفع قيمة المؤسسة، إذ ما استغلت في حدود المقبولة التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

الفصل الثالث

تمهيد:

قرار الاستثمار من بين القرارات المالية المهمة في المؤسسة والذي يؤثر مباشرة في قيمة المؤسسة على المدى الطويل والقصير، واتخاذ هذا القرار يتوجب دراسة معمقة له والأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل تساعد في اختيار أحسن القرارات التي تعود بأكبر العوائد للمؤسسة وفي الوقت المناسب بأقل التكاليف الممكنة، بحيث للاستثمار عدة مخاطر تؤثر عليه والتي يمكن أن تتحكم بها المؤسسة أي تحت سيطرتها أو مخاطر لا يمكن التحكم بها وهي خارج عن سيطرة المؤسسة، وقد تكون هذه المخاطر ناجمة عن عدة أسباب في الاقتصاد، وبالتالي على المؤسسة محاولة التكيف مع هذه الأوضاع.

بناء على المعطيات التي تتوفر لدى المؤسسة، وفي بعض الأحيان هذه المعلومات غير متوفرة للمؤسسة في الوقت المناسب، وبالتالي هي تستعين وتستعمل عدة أساليب لتقديرها أو التنبؤ بها وبالتالي المؤسسة تكون في حتمية المخاطرة أو احتمال النتائج المستقبلية بعدة طرق علمية يمكن حسابها على أساس معلومات السوق المتوفرة، على هذا الأساس المؤسسة تستعمل عدة طرق لاختيار المشاريع الاستثمارية، والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار ببدء تنفيذها، وهذا بالأخذ بعين الاعتبار ظروف السوق في حالة التأكد التام والتي يمكن معرفة مختلف التدفقات النقدية للمشروع، أما حالة المخاطرة هنا يمكن استعمال عدة أساليب لقياس المخاطرة والعوائد المحتملة والمقارنة بينها لاتخاذ القرارات المناسبة، فيما يخص حالة عدم التأكد يمكن للمؤسسة احتمال عدة سيناريوهات للمخاطر وكذا العوائد المقابلة لها ثم يتم اتخاذ القرارات على أثرها.

كما نعلم أن المؤسسة الاقتصادية تسعى دائما إلى ربط العلاقة الموجودة بين الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وذلك بالتخصيص الأمثل لتلك الموارد في مشاريع استثمارية تعود عليها بأكبر العوائد التي تغطي تكاليف التمويل مع فوائد إيجابية لهذه العملية. كما أن هاذين القرارين لهما تأثير مباشر على قيمة المؤسسة الاقتصادية بحيث ان قرار التمويل له تأثير بفعل التكلفة من التمويل لذا على المؤسسة دراسة مختلف المصادر المتاحة والتكلفة المقابلة، أما قرار الاستثمار له تأثير في الاستغلال الأمثل لهذا التمويل بما يناسب مدة التمويل وكذلك العائد الذي يكون أكبر من التكلفة لمجابهة الالتزامات الناشئة عن التمويل مع توفير أرباح للمؤسسة مما يساهم في رفع من وللتفصيل أكثر في قرار الاستثمار تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: ماهية القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثاني: أثر طرق اختيار المشاريع الاستثمارية على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: ماهية القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

قرار الاستثمار من بين القرارات المالية المهمة في المؤسسة والذي يؤثر مباشرة في قيمة المؤسسة على المدى الطويل والقصير، واتخاذ هذا القرار يوجب دراسة معمقة له والأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل تساعد في حسن اختيار أحسن القرارات التي تعود بأكبر العوائد للمؤسسة وفي الوقت المناسب بأقل التكاليف الممكنة.

المطلب الأول: مفاهيم حول الاستثمار في المؤسسة

الاستثمار هو العامل الأساسي في نمو الأموال وزيادتها حسب توقعات كل مؤسسة وأهدافها المسطرة، حسب إمكانياتها المالية المتوفرة ومجال نشاطها التي يمكن أن تتأثر بعدة عوامل حسب مجال تخصصها.

أولاً: ماهية الاستثمار

1- تعريف الاستثمار:

- الاستثمار في اللغة من الثمر، والثمر حمل الشجر وأنواع المال، ثمر ماله، ويقال ثمر الله مالك أي كثر، وثمر الرجل ماله تمييزاً أي نماء وكثرة. ويقال لكل نفع يصدر عن شيء ثمرته، مثل قولك ثمره العلم العمل الصالح، وثمره العلم الصالح الجنة.¹

- البعض يرى الاستثمار بأنه "التخلي عن استخدامات أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على المزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة".²

- يقصد بالاستثمار توظيف الموارد ومنها النقد بهدف تحقيقي عوائد مستقبلية، فهو علاقة بين الموجود والزمن المستقبلي لتحقيق منفعة معينة وتحمل مخاطر كثيرة ومتعددة تنعكس بالخسائر، فالفرد أو الشركة أو الحكومة كلها تمارس الاستثمار سواء بشراء موجودات مادية أو مالية.³

¹-محمود حسين الوادي وآخرون، دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010، ص19.

²-قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2012، ص31.

³-سندية مروان سلطان الحيايالي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحكومة في دعم قرار الاستثمار (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 0، العراق، 2015، ص20.

- الاستثمار: هو عملية مقرونة بإضافة أو تطوير أو تحديث لأصل من الأصول بهدف زيادة أو إحلال أو تجديد لطاقة قائمة، وأن هذه العملية تدر دخلا يستخدم لإشباع حاجات حالية أو مستقبلية.¹
- الاستثمار: هو عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية.... في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية "المطلوبة" وفي ظروف تتسم بالأمان (والتأكد) قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر.²
- الاستثمار: هو توظيف أموال في أصل معين أو عدد من الأصول يحتفظ بها شخص (مستثمر) فردا كان أم مؤسسة لفترة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية، يحقق له مردود معين، يتمثل بالعائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر وذلك من أجل تعويضه عن:
 - الوقت الذي تم فيه توظيف تلك الأموال.
 - معدل التضخم المتوقع
 - عدم التأكد (المخاطرة) من عدم تحقق ذلك العائد.³
- الاستثمار: هو توظيف المال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح والمال عموما قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير مادي.
 - موجودات مادية مثل: الأراضي، البنائات، المنشآت، السلع المعمرة، الآلات والمعدات، السيارات... الخ.
 - موجودات مالية (غير مادية) مثل: النقود، الودائع تحت الطلب، الودائع لأجل، السندات والأسهم والتعهدات... الخ
 - وعليه فإن أي عملية لتوظيف الأموال سواء كانت في الموجودات مادية أو مالية تعتبر استثمار.⁴
- ومن خلال ما سبق الاستثمار هو عملية مالية مدروسة تستدعي توظيف المال أو التخلي عنه لتحقيق عوائد أو دخل أو الربح خلال فترة زمنية معينة بهدف تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة، زيادة ثرة الملاك، تحقيق النمو واستمرارية

¹- إبراهيم متولي إبراهيم حسن المغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي (من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 27.

²- هوشيام معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 17.

³- مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 22.

⁴- طاهر مروان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 13.

المؤسسة، مع إمكانية تحمل جانب من مخاطر هذه العملية، قد يكون التوظيف من اجل تطوير أو تحديث أو إحلال أصل قائم في شكله المادي أو شكل مالي أو بشري أو معلوماتي.

2- أهمية الاستثمار: يمكن تلخيص أهمية الاستثمار بالنقاط التالية:

* زيادة الدخل القومي.

* خلق فرص عمل.

* دعم عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

* زيادة الإنتاج ودعم الميزان التجاري وميزان المدفوعات.

وقد أولت الدول المتقدمة اهتمام كبير للاستثمار من خلال قيامها بإصدار القوانين والتشريعات المشجعة للاستثمار واللازمة لانتقال رؤوس الأموال. أما في الدول النامية فلم يعطي هذا الموضوع الاهتمام الكافي على الرغم من ندرة رأس المال في هذه الدول. وتعود هذه الندرة في رأس المال للأسباب التالية:

* انخفاض معدلات نمو الدخل القومي.

* ارتفاع معدلات الاستهلاك.

* ارتفاع معدلات النمو السكاني.

* عدم توفر البيئة والمناخ الملائم للاستثمار.

* ضعف الوعي الادخاري والاستثماري.

* الاستخدام الغير عقلاني لرأس المال المتاح¹.

3- أهداف الاستثمار: من جملة الأهداف العامة للاستثمار ما يلي:

- تحقيق العائد أو الربح مهما يكن نوع للاستثمار.

- تكوين الثروة وتنميتها، ويقوم هذا الهدف عندما يخصص الفرد قسطا من أمواله على أمل تكوين الثروة.

- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الاحتياجات، وبذلك فان المستثمر يسعى إلى تحقيق الدخل المستقبلي.

- المحافظة على قيمة الموجودات: حيث يسعى المستثمر إلى توزيع استثماراته حتى لا تنخفض قيمة الموجودات مع مرور الزمن بحكم عوامل ارتفاع الأسعار وتقلبها.

¹- جهاد فراس الطيلوني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 46-47.

- من أجل الطلب المتزايد على منتجاتها، فتقوم بزيادة الإنتاج وتغطية هذا الطلب، ولا يتم ذلك إلا بزيادة استغلال الطاقات القائمة أو تجديدها أو توسيعها.
- المحافظة على حصة السوق أو رفعها، وذلك بعدم السماح لمنافسي المؤسسة باستغلال هذه الحصص عن طريق الاستثمار.
- تحسين نوعية الإنتاج: حيث أنه إلى جانب الإنتاج الكمي للمؤسسة لابد من تحسين نوعية هذا الإنتاج حتى يكون مقبولا ومفضلا من طرف الزبائن.
- تحويل مواقع الضعف إلى مواقع القوة، وذلك بمتابعة التقدم التكنولوجي والفني واستعماله استعمالا رشيدا للوصول إلى أكبر إنتاج بأقل تكلفة.¹
- المحافظة على رأس المال المستثمر: كل مستثمر يهتم بالحفاظ على رأس ماله بالدرجة الأولى، وبالمنطق نفسه فإن المستثمر يفضل المشروع الذي يعيد له رأسماله بسرعة.
- تعظيم القيمة السوقية للأسهم: ويقصد بهذا الهدف أن يزداد الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم العادية وقيمتها في السوق عند بيعها.²

4- مقومات (مبادئ) الاستثمارات الجيدة:

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

- عند التفكير في استثمار الأموال الفائضة علينا أن نختار العديد من البدائل ومن ثم اتخاذ قرار اختيار المناسب من بين هذه البدائل، وحتى يكون القرار المتخذ مثالي يفضل ألا يقل عدد البدائل عن ثلاثة، والبدائل قد تكون مشاريع مختلفة ضمن القطاع الواحد أو حسب القطاعات أو في مختلف الأدوات الاستثمارية المتاحة أو حسب المناطق الجغرافية أو حسب الدول بعد أن ازدادت مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي.
- مبدأ الملائمة: ونقصد بذلك ملائمة نوعية وحجم وتكنولوجيا الاستثمارات لطبيعة المستثمر، أي أن تتلائم هذه الاستثمارات المختارة مع طبيعة المشروع وكفاءته وخبراته لتسهيل مهمة إدارة هذه الاستثمارات.

¹-حسين بلعجور، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2013، ص9.

²-للاطلاع أكثر الرجوع إلى: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الطبعة الثانية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2010، ص ص:12-14.

- مبدأ الخبرة والكفاءة: لكي ينجح المشروع الاستثماري الذي يتم اختياره من المفضل أن يحمل المستثمر قدر كبير من الكفاءة والخبرة أو نقوم بالاستعانة بالمستشارين ممن لديهم الخبرة والكفاءة القادرة على الاختيار من بين البدائل المعروضة.

- مبدأ تنويع المخاطر الاستثمارية: حتى يتم توزيع وتقليل درجة الخطر التي يتحملها المشروع يتطلب الأمر القيام بعملية التنويع لأن تنويع الأدوات الاستثمارية يؤدي إلى تخفيض الخطر وفي ضوء العلاقة بين العائد والمخاطر نقوم باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة والتنويع يجب أن يكون محسوب وإيجابي وبمعامل ارتباط سلبي بين الأدوات المختارة.¹

- مبدأ المقارنة: إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني وعوائدها ومميزاتها والتي تكون متفاوتة من حيث العوائد والمخاطر.²
هنا يكون المستثمر أمامه مجال المقارنة بين البدائل وذلك وفق العائد الأكبر، الأقل مخاطر وفي الوقت المناسب بما يسمح له بتحقيق الأهداف المسطرة.

5- أنواع الاستثمار: توجد أنواع متعددة للاستثمار وذلك طبقاً للهدف، والغرض، والوسائل، والعائد، والمخاطر، والأجل، ومن هذه الأنواع ما يلي:

- الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي.
- الاستثمار المباشر والاستثمار غير المباشر.
- الاستثمار المالي والاستثمار الحقيقي.
- الاستثمار قصير الأجل والاستثمار طويل الأجل.
- الاستثمار عالي المخاطر والاستثمار قليل المخاطر.
- الاستثمار عديم المخاطر.
- الاستثمار البشري.
- الاستثمار ذو العائد السريع والاستثمار ذو العائد البطيء.³

¹- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص ص: 269-270.

²- حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، جامعة بغداد، 2013، ص 232.

³- شقيري نوري موسى، وسيم محمد الحداد، صالح طاهر الزرقان، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2016، ص 25.

المطلب الثاني: أهمية قرار الاستثمار في المؤسسة

قرار الاستثمار من بين القرارات المهمة ف المؤسسة كونها متعلق بجانب استخدام الأموال، لتحقيق أهداف المؤسسة المحددة في نجاح هذا القرار،

1- مفهوم قرار الاستثمار:

- لا يخرج القرار الاستثماري في طبيعته عن أي قرار آخر من حيث كونه اختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة لكي يتوصل المستثمر إلى اختيار البديل الملائم فان عليه أن:

- يحصر البدائل المتاحة ويحددها.

- يجلل البدائل المتاحة أي أن يقوم بالتحليل الاستثماري.

- يوازن بين البدائل في ضوء نتائج التحليل.

- يختار البديل الملائم حسب المعايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته.

- كما أن هناك مبادئ عامة يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار الاستثماري سنتطرق لها لاحقاً.¹

- قرار الاستثمار: هو "القرار الذي يتعلق على صرف الإنفاق الفوري من اجل الاستفادة من ربح على عدة فترات متتالية".²

- يعرف القرار الاستثماري على انه: "القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل بهدف الحصول على عوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها".³

- يعد القرار الاستثماري من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها الإدارة في المؤسسة، إذأنها تهدف لتحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار.⁴

القرار الاستثماري هو يعالج كيفية توظيف الأموال المتاحة للمؤسسة، وذلك باختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة، حسب العوائد والأهداف المطلوبة منه في التوقيت المناسب، بعد تحمل مخاطر مرتبطة به خلال فترة زمنية معينة،

¹- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص25.

²-Patrick Piget· Décision d'investissement Incertitude et information· Ed Economica· Paris, 2011, P9.

³-هباش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، 2018، ص635.

⁴-Robert Coffin· Principes de finance Moderne, 6ieme édition· Paris, 2012, P173.

كما ترتبط هذه القرارات باختيار للمشاريع التي لا بد من إنجازها لضمان الاستمرارية والبقاء، بحيث يؤدي إلى خلق تكاليف ثابتة إضافية وبمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية ولكنها غير مؤكدة الحدوث.

2- مميزات القرار الاستثماري:

يتميز القرار الاستثماري الحقيقي طويل الأجل بمجموعة من المميزات أهمها:¹

- ضخامة حجم الاستثمارات الأزمة سواء في قطاع الإنتاج أو في قطاعات الخدمات، وسواء التي تقوم بها الدولة أو التي تقوم بها الوحدات الخاصة، في ظل الموارد المحدودة التي لا تتحمل أي إسراف أو سوء استخدام.
- إن الإنفاق الاستثماري يترتب عليه حبس قدر من الأموال في الأصول الثابتة يصعب استردادها وتمثل أعباء ثابتة يصعب تعديلها في المدى القصير إذا ما تبين عدم سلامة هذا الإنفاق بعد التنفيذ، دون أن يصاحبها ذلك الكثير من الخسائر.

- إن الإنفاق الاستثماري يتضمن قدرا كبيرا من مخاطر عدم التأكد، نظرا لان هذا الإنفاق يتطلب إعداد تقديرات للعوائد المتوقعة منه لفترات زمنية طويلة وتزداد هذه المخاطر كلما طالت الفترة التي تعد فيها هذه التقديرات. ولا اتخاذ قرار الاستثمار لا بد من تقييمه أولا، بحيث توجد عدة معايير مستعملة لتقييم ربحية الاستثمار من عدمها.

3- أهمية قرارات الاستثمار الطويل الأجل: ترجع أهمية قرارات الاستثمار الطويل الأجل إلى:

- إن تأثيرها على المنظمة يمتد إلى عدة سنوات، فقرار شراء أصل ثابت كقطعة أرض أو مبنى قد يمتد تأثيره إلى عشر سنوات وربما يزيد عن ذلك كثيرا، فمساحة الأرض وموقعها تحدد مستوى نشاط المنظمة وعلاقتها بمصادر المواد الأولية وسوق العمل وعلاقتها بأسواق استهلاك منتجات المنظمة، ومساحة المبنى وتصميمه يحددان إمكانيات الإنتاج من حيث نوعية الآلات التي يمكن استخدامها وأوزانها وأحجامها وشكل خطوط الإنتاج والمساحة المتاحة للمكاتب وتوزيع الأعمال على طوابق المبنى المختلفة وغير ذلك، كما أن شراء آلة معينة يعنى الارتباط بنظام إنتاجي معين مدة الاحتفاظ بهذه الآلة كما يتضمن تقديرا للمبيعات عن نفس المدة.

- أن قرارات الاستثمار الطويل الأجل غير مرنة نسبيا، وبالتالي فإن صدور القرار معناه أن إدارة المشروع فقدت مرونتها، حيث يصعب عليها إلغاء القرار بل وربما تعديله بعد صدوره، فليس من السهل إصدار قرار بشراء قطعة أرض أو مبنى أو آلة ثم إلغاء القرار إذا ما ثبت خطأه دون تحمل المنظمة بخسائر جسيمة.

¹-بوهالي محمد، لعبني عمر، إثر القرارات المالية على نمو المؤسسة، دراسة حالة مؤسسة مطاحن الاغواط للفترة 2012-2017، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص 28.

- أن قرارات الاستثمار الطويل الأجل قرارات مكلفة ماليا، وتقتطع نسبة كبيرة من أموال المنظمة، ويعنى صدور القرار الارتباط على هذه الأموال لفترة طويلة، وتميز الأصول الثابتة بأن حجم الأموال المستثمرة فيها تزيد في معظم المشروعات عن حجم الأموال المستثمرة في الأصول الأخرى.

وفي الأخير أن نجاح أو فشل المشروع يتوقف أساسا على مدى سلامة تخطيط الاستثمار الطويل الأجل، وكلما امتد تأثير الخطة إلى فترة زمنية أطول، وكلما كانت المبالغ المستثمرة كبيرة، كلما زادت المخاطر التي يتعرض لها المشروع وكان التخطيط الدقيق للاستثمارات هاما.¹

4- أسباب اللجوء للاستثمار: تتعلق قرارات الاستثمار الطويل الأجل بإنفاق الأموال في أحد المناسبات التالية:

- إضافة تسهيلات جديدة في الإنتاج أو التوزيع.
- إضافة منتج جديد أو خط إنتاج جديد.
- زيادة في جداول الإنتاج.
- استبدال في المعدات تقتضيه تغيرات في التصميم أو الموديل.
- إحلال معدات جديدة بدلا عن معدات تقادمت.
- حالات الصيانة غير العادية
- تخفيض التكاليف عن طريق استخدام آلات أو معدات أكثر كفاءة.
- تخفيض التكاليف عن طريق تطبيق برامج جديدة أو زيادة درجة ميكنة الإنتاج أو العمليات.
- تخفيض التكاليف عن طريق تصنيع مستلزمات بدلا من شرائها.
- تحسين ظروف العمل.²

5- العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار:

هناك عدة عوامل تؤثر وتوجه عملية اتخاذ القرار الاستثماري ولهذا قبل اتخاذ أي قرار يستوجب الأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل ودراستها من ناحية لأخرى لتحقيق الأهداف المسطرة، ويمكن حصرها في العوامل التالية:

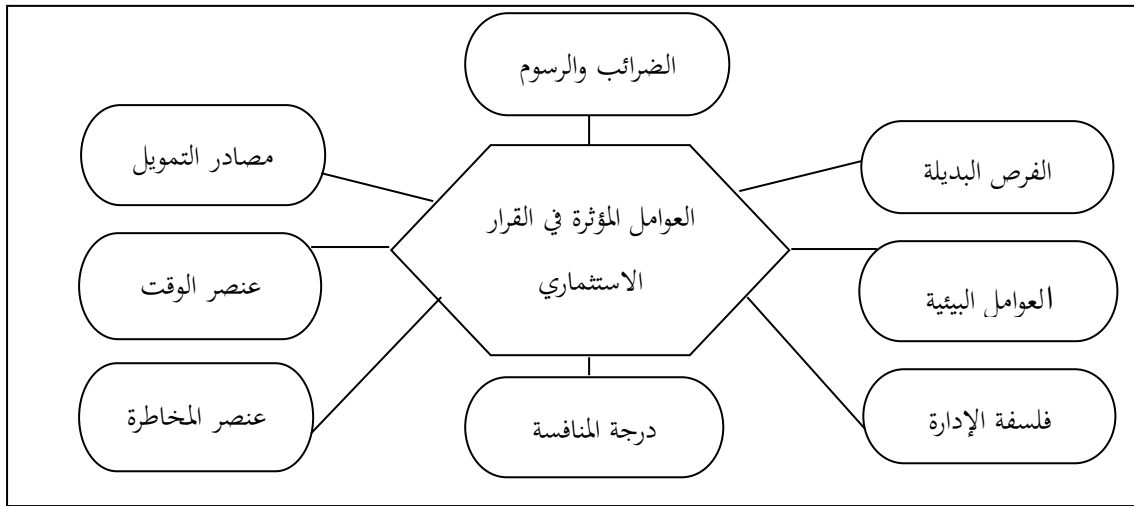
- فلسفة الإدارة: تتبين في الإستراتيجية العامة المتبعة ونظرتها للسياسة التوسعية للمؤسسة من خلال تحليل الوضع الاستراتيجي التنافسي،

¹- طاهر مرسي عطية، منى محمد إبراهيم البطل، الإدارة المالية والاستثمار، الطبعة الثانية، الجمع والطباعة مكتب أمير للكمبيوتر، 2005، ص 159-160.

²-Cohen, J.B. & Robbins, M, the financial Manager, Harper and Row ,N.Y,1996,p668.

- مصادر التمويل: وارتباطه بالتكلفة من جهة والعائد المرتقب من جهة أخرى بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال العمل داخل المؤسسة،
 - تكلفة الفرصة البديلة: وهذا من خلال مقارنة حجم الأموال المستثمرة وتكلفتها والعوائد المالية المرتبطة بالعمل الزمني وتكلفته،
 - المخاطرة وعدم التأكد: وهذا من خلال التأثير على تحقيق العوائد المالية الملائمة للأموال المستثمرة،
 - الحصة السوقية والتنبؤ بحجم المبيعات: اللذان يحددان الرغبة في التوسع الاستثماري والتحليل الجيد للسوق التنافسي والمركز التنافسي للمؤسسة،
 - نوع المنتجات المقدمة: من حيث تأثيرها بالعوائد المالية المرتقبة سواء من حيث القيمة أو الزمن واستجابتها لمتطلبات المستهلكين،¹
 - سعر الفائدة: أي تكلفة الأموال التي تمول الاستثمار سواء الداخلية أو الخارجية ومقارنتها بتكلفة الفرصة البديلة.
 - العائد المتوقع من القرار الاستثماري: والذي يحدد الإقبال على الاستثمار بالمقارنة مع سعر الفائدة
 - حجم سوق الاستثمار وطبيعة المناخ الاستثماري: وكل ما يتعلق ببيئة الاستثمار من الناحية القانونية والضريبية.²
- يمكن توضيح العوامل المؤثرة في الاستثمار من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): يمثل العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري



المصدر: شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 24.

¹-الصيرفي محمد، إدارة وتحليل الهيكل، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص: 501-502.

²-نور الدين نجيب، شروط التسيير المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية لتطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي، أطروحة دكتوراه شعبة علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2018/2017، ص 31.

المطلب الثالث: مخاطر الاستثمار وأهمية تحليل العوامل الأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة
للاستثمار عدة مخاطر تؤثر عليه والتي يمكن أن تتحكم بها المؤسسة أي تحت سيطرتها أو مخاطر لا يمكن التحكم بها وهي خارج عن سيطرة المؤسسة، وقد تكون هذه المخاطر ناجمة عن عدة أسباب في الاقتصاد وبالتالي على المؤسسة محاولة التكيف مع هذه الأوضاع.

أولاً: مخاطر الاستثمار

1- تعريف المخاطر:

- للمخاطرة تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، ومن بين هذه التعريفات ما يلي:

عرفت على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح.¹
- المخاطرة في الاستثمار مرادف لعدم التأكد من معرفة احتمال الحدوث فهناك مثلاً عدم تأكد المقرض من استرداد القرض وعدم تأكد المستثمر في مشروع ما أو أصل ما من تحقيق العائد أو من حجمه أو من ثباته على مستوى معين أو من زمن الحصول عليه... الخ.

فكلما زاد عدم التأكد من الحصول على عائد الاستثمار أو من حجمه أو من انتظامه أو من زمن الحصول عليه كلما كان الاستثمار أكثر خطورة والعكس صحيح.²

- ويعرف الخطر المرتبط بمشروع معين مبدئياً بأنه درجة الاختلافات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو "متوقع"، وكلما زاد مدى هذه الاختلافات، كان ذلك معناه زيادة الخطر، ويفرق البعض بين الخطر وعدم التأكد على أساس أن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين، في حين أن عدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير "توزيع الاحتمالات".³

2- تصنيف المخاطر: تصنف المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

- المخاطر المنتظمة:

¹-صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، 2000، ص 166.

²-زيد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 22.

³-طارق مصطفى الشهاوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 119-

تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثمة فإن تأثيرها يشمل عوائد وأرباح جميع الأوراق المالية التي تتداول في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع حدث كبير تتأثر معه السوق بأكملها كحدوث حرب أو بعض الأحداث الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي.¹
ومن أهم خصائصها:

- تنتج عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس خاص.
 - لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.
 - ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو الحروب أو ارتفاع معدلات الفائدة.
 - لا يمكن تجنبها بالتنوع.
- ومن الأمثلة على ذلك:

مخاطر سياسية:

مثل مخاطر التأمين والمصادرة وغيرها، ويلاحظ أن الشركات الصناعية والإستراتيجية، هي عادة أكثر تعرضا لمثل تلك الإجراءات، خاصة إذا كانت في وضع احتكاري أو ذات حجم نسبي كبير، وما يخفف من تلك المخاطر، احتمال وجود التعويض المالي الملائم.²

مخاطر التضخم:

يؤدي التضخم إلى تدهور القوة الشرائية، أو بإمكانية عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن استثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمار في حسابات التوفير أو التأمين على السندات أو أي استثمار يحمل معدل فائدة ثابت، فإذا ارتفع معدل التضخم يرتفع معه الخصم فتتخف القيمة الحقيقية للاستثمار، وذلك لانخفاض قيمته الحالية.³

مخاطر السوق:

تتأثر أسعار الأسهم بالأحداث الجارية مثل المخاطر النظامية، أي أن أسعار الأسهم في السوق تتأثر بتوقعات المستثمرين للمستقبل وعلى هذا يجب على المستثمر أن يدرس بعمق أسعار السهم في الماضي ليعرف مقدار الخطر

1- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 17.

2- أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، الرياض، 1994، ص ص: 202-203.

3- صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 166.

الذي يتعرض له في أسوأ الحالات، ويمكنه حماية استثماراته من مخاطر السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته المتخذة في الاستثمار، فلا يشتري والسوق في أوج تحركه وازدهاره بل يحاول أن يشتري والسوق يشهد بعض الركود في الأسعار، إذ أن ذلك من شأنه إعطاء المستثمر فرصة الاستفادة من تحرك الأسعار للارتفاع.

مخاطر أسعار الفائدة:

تتغير أسعار الفائدة في السوق وفقا لتأثير قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، وأيضا وفقا لمعدلات التضخم السائدة، وفي ما إذا كان الاقتصاد يتسم بالانتعاش أو الانكماش، تبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة المتعكسة بين أسعار السندات في السوق وأسعار الفائدة السوقية، فارتفاع أسعار الفائدة السوقية على الأسعار الأخرى يشجع المستثمرين في السندات على بيع ما لديهم من سندات في السوق، مما يؤدي إلى زيادة العرض لهذه الأصول، ومحدودية الطلب عليها في السوق فان أسعارها تهبط وبشكل حاد وفقا للعلاقة بين العرض والطلب، فأى تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار السندات طويلة الأجل حيث قد يتعرض المستثمر لخسارة كبيرة إذا ما صادف ارتفاع أسعار الفائدة وقت الحاجة إلى بيعها، وتقاس مخاطر سعر الفائدة باستخدام النسبة بين الأصول والخصوم التي تتأثر بتذبذب أسعار الفائدة.¹

- المخاطر غير المنتظمة:

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي، ويمكن حماية المستثمر لنفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته، ومن هذه المخاطر التي قد تحدث في شركة ما وهي كما يلي:

- الأخطاء الإدارية في تلك الشركة.

- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تتجه الشركة.

- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلع هذه الشركة.

- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.

تجدر الإشارة إلى أن مجموع المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة والكلية التي تعبر عن التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.²

ومن الأمثلة عن ذلك

¹- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص234.

²- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات) دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص197.

- مخاطر الإدارة:

يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في السوق أو الشركة، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة، وعرضت الكثير منها إلى الإفلاس. ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما يؤدي إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي ومن الأخطاء الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات.¹

- مخاطر الصناعة:

تتعرض كل المنشآت العاملة في صناعة واحدة أو بضع صناعات إلى قابلية تغير العائد بسبب قوة معينة، لا تؤثر في غالبية المنشآت العاملة خارج تلك الصناعة، وهذه القوة يطلق عليها مخاطر الصناعة. تنجم هذه المخاطر عن ظروف تخص الصناعة، كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة، ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة المحلية وتأثيرات متعلقة بأذواق المستهلكين.²

- مخاطر الأعمال:

تثير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمنشأة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، ومخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، وتشتق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لذا فان درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر، ويمكن حصر أهم العوامل التي تؤثر بمخاطر الأعمال فيما يلي:

- التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة،
- التغير في أسعار بيع منتجات المنشأة.

تقاس مخاطر الأعمال بدرجة التقلب في صافي ربح العمليات عبر الزمن.³

- مخاطر نوع النشاط الاقتصادي الذي يستثمر به المستثمر:

1- حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 48.

2- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص 48.

3- صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سبق ذكره، ص 170.

قد تكون المخاطر غير مرتبطة بالنشاط الاقتصادي ككل بل مرتبطة بنشاط اقتصادي معين، فقد يكون نتيجة منافسة جديدة أو نتيجة تغير أذواق المستهلكين أو نقص في الموارد المستخدمة في إنتاج السلعة أو ارتفاع أسعار المواد الأولية فالصناعات التكنولوجية مثلا صناعات تتعرض لتقادم سريع، حيث تتولى الاكتشافات من الداخل والخارج، وصناعة الاسمنت تتعرض مثلا لمخاطر قوانين تلوث البيئة وقد تكون مخاطر الصناعة مؤقتة أو دائمة.

ثانيا: أهمية تحليل العوامل الأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية: تظهر أهمية العوامل الأساسية فيما يلي:¹

1- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد:

في هذا الإطار، يقوم المحلل بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية والنقدية ومدى تأثيرها على المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية كحجم الاستهلاك، ومعدلات البطالة، الكتلة النقدية، معدلات التضخم، الضرائب، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، معدل النمو.... الخ.

بعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المدودية والمخاطرة للشركات، ذلك لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم الشركات، ويفيد أيضا تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات وسلوك بورصة القيم، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي، نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد على عكس فترات الكساد، إذ أن ذلك سيشجع للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثم يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة المطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى، أو أنه يبحث في الاستثمار في استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة والعقارات.

2- تحليل وضعية القطاع:

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات، تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام، إذ أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين،

¹-هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد5، جامعة ورقلة، 2007، ص: 124-125.

حواجز الدخول والخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتجيع الاستثمارات فيها.

إذا فتحليل القطاع وجمع المعلومات عنه، تساعد المحلل في أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لنفس القطاع، إذ إنها ستكون متفقة ومتشابهة في الخصائص، وتكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع، مما تساعده في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالشركة.

3- تحليل الشركة:

يقوم هذا التحليل على تشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها، من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، إذ أنه إذا كان من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيدا فان قيمة السهم سترتفع.

تمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل، إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدها الشركة (الميزانية وجدول حسابات النتائج بالدرجة الأولى)، للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط، ومن ثم إمكانية قياس المردودية والمخاطرة، بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة، والمتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط ونوعية الإدارة والقدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تنشط فيه، ويتم ذلك بالاستعانة بتشخيص شامل يسمح بفحص كامل للشركة من خلال بعدها الاستراتيجي، تحليل مختلف وظائفها، توازنها المالي وتقييم الخصائص المرتبطة بهويتها.

لاشك أن ما سبق مفيد لجمع المعلومات المطلوبة لقياس القيمة الحقيقية للورقة المالية في المستقبل، إلا أنه لا تكتمل الصورة للمحلل المالي إلا بعد القيام بعملية التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل، وذلك من خلال إعداد القوائم المالية التقديرية باستعمال التشخيص الشامل وبالتركيز على التشخيص المالي والاستراتيجي الذي يمكن من معرفة والتنبؤ بأفاق الشركة في سوقها، بالإضافة إلى التحليل والوقوف على نقاط القوة والضعف المتعلقة بالجوانب الداخلية للشركة والفرص والتحديات المرتبطة بالمحيط الخارجي لها في ظل الظروف الاقتصادية العام وظروف القطاع الذي تنشط فيه الشركة، وبلاستعانة بالتحليل والتشخيص الماليين للشركة للقوائم المالية خلال الفترات السابقة.

المبحث الثاني: أثر طرق اختيار المشاريع الاستثمارية على قيمة المؤسسة الاقتصادية

نتناول فيما يلي مختلف الطرق لاختيار المشاريع الاستثمارية، والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار ببدء تنفيذه، وهذا بالأخذ بعين الاعتبار ظروف السوق في حالة التأكد التام والتي يمكن معرفة مختلف التدفقات النقدية للمشروع، أما حالة المخاطرة هنا يمكن استعمال عدة أساليب لقياس المخاطرة والعوائد المحتملة والمقارنة بينها لاتخاذ القرارات المناسبة، فيما يخص حالة عدم التأكد يمكن للمؤسسة احتمال عدة سيناريوهات للمخاطر وكذا العوائد المقابلة ثم يتم اتخاذ القرارات على أثرها.

المطلب الأول: طرق اختيار مشاريع الاستثمار في حالة التأكد

في هذا المطلب سنستعرض مختلف الطرق المستعملة في اختيار المشاريع الاستثمارية فيما يلي:

أولاً: طريقة فترة الاسترداد

1- تعريف:

يقصد بفترة الاسترداد، الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد الإنفاق الاستثماري المبدئي عن طريق صافي التدفقات النقدية الناتجة عن هذا الإنفاق (بعد حساب الضرائب).

ولحساب هذه الفترة:

- نقدر كل التدفقات النقدية الخارجة والناجمة عن تنفيذ المقترح.

- نقدر صافي التدفقات النقدية، وهي تساوي الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة الناتجة عن المقترح.

وبمعنى آخر أن حساب فترة الاسترداد هو حساب لنقطة التعادل بين الإنفاق المقترح وبين التدفق النقدي للداخل والمترتب عليه.¹

وهناك عدة طرق لحسابه:

- حالة التدفقات المتساوية:

فترة الاسترداد = صافي الاستثمار / صافي التدفق النقدي السنوي²

- حالة التدفقات النقدية غير المتساوية:

¹- طاهر مرسي عطية، مرجع سبق ذكره، ص 174.

²- محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 382.

أما إذا كانت التدفقات النقدية الداخلة مختلفة من سنة إلى أخرى، فيتم حساب فترة الاسترداد بجمع التدفقات النقدية الداخلة لسنة بعد سنة حتى تصبح مساوية إلى تكلفة المشروع ومن ثم تحديد عدد السنوات المطلوبة وفق الصيغة الآتية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{السنة السابقة لتغطية} + (\text{الكلفة غير المغطاة في بداية السنة اللاحقة} / \text{إجمالي التدفق النقدي للسنة اللاحقة}).^1$$

2- مزايا وعيوب فترات الاسترداد: فيما يلي المزايا والمساوى لقاعدة فترة الاسترداد.

جدول رقم (3-1): مزايا وعيوب فترة الاسترداد

المساوى	المزايا
1- تحمل القيمة الزمنية للنقد.	1- سهولة الفهم.
2- تتطلب حد أقصى اعتباطي.	2- تعدل من إلا تأكد لتدفق النقد اللاحقة.
3- تتجاهل التدفقات النقدية بعد تاريخ الحد الأقصى.	3- متحيزة للسيولة النقدية.
4- منحازة ضد المشاريع الطويلة الأجل مثل البحوث والتطوير والمشاريع الجديدة.	

المصدر: محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 386.

ثانيا: طريقة متوسط العائد:

1- تعريف:

يطلق على هذه الطريقة المحاسبية نظرا لاعتمادها الأساسي على البيانات المحاسبية إذ يتم احتساب متوسط معدل العائد لاقتراح استثماري ما يقسمه متوسط صافي الربح بعد الضريبة على متوسط التكلفة المبدئية وذلك وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{متوسط معدل العائد} = \text{متوسط صافي الربح بعد الضريبة} / \text{متوسط التكلفة المبدئية}$$

$$\text{متوسط معدل العائد} = \text{ص} / \text{ك}$$

1- محمد علي العامري، نفس المرجع السابق، ص 383.

يحسب متوسط صافي الربح بعد الضريبة بقسمة المجموع الكلي لصافي الأرباح المتوقعة (بعد الضريبة) طوال سنوات العمر الافتراضي للأصل على عدد سنوات العمر الافتراضي ويحسب متوسط تكلفة الاستثمار بإضافة قيمة الأصل في أول حياته الإنتاجية إلى قيمة الأصل في نهاية حياته الإنتاجية ثم وقسمة الناتج على 2.¹

يقارن معدل العائد المحاسبي مع معدل الفائدة المستعمل في السوق، فإذا كان أعلى من معدل الفائدة يقبل المشروع مبدئياً ثم يتم اختيار المشروع الذي يحقق أحسن معدل عائد محاسبي.²

2- مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي: إن أهم مزاياه وعيوبه ملخصة كما يلي:

جدول رقم (3-2): مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي:

المزايا	العيوب
1- سهولة الحساب.	1- ليست بنسبة حقيقية للعوائد كما أنها تتجاهل القيمة الزمنية للنقود.
2- المعلومات المطلوبة متوفرة.	2- تستخدم مؤشراً مرجعياً اعتبارياً لنسبة الحد الأقصى.
	3- تستند إلى القيم المحاسبية (الدفترية) وليس إلى التدفقات النقدية وقيم السوق.

المصدر: محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 389.

ثالثاً: طريقة القيمة الحالية الصافية:

1-تعريف: تعرف صافي القيمة الحالية بالفرق بين تدفقات الخزينة الحالية في التاريخ ورأس المال المستثمر (القيمة الحالية هي المبالغ التي نتحصل عليها في المستقبل ونعرف قيمتها الآن)، فإذا كان صافي القيمة الحالية موجبا أي أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، كما المشروع الاستثماري مربحا والعكس صحيح.

¹- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 104.

²- ناصر دادي عدون، الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1995، ص 159.

تحسب صافي القيمة الحالية اعتمادا على فكرة بسيطة مفادها أن قيمة النقود في الوقت الحاضر تكون أكبر من قيمتها في المستقبل.¹

يمكن حساب صافي القيمة الحالية كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=0}^n [CF_t / (1+i)^t] - I_0$$

في حالة وجود القيمة المتبقية للاستثمار عند نهاية الفترة يمكن حساب صافي القيمة الحالية كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=0}^n [CF_t / (1+i)^t] + [VR / (1+i)^t] - I_0$$

حيث: (VR) تمثل القيمة المتبقية للاستثمار.²

تتوافق طريقة القيمة الحالية الصافية وهدف المؤسسة الأساسي المتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، حيث بمجرد احتساب القيمة الحالية الصافية لمشروع استثماري معين يمكن ملاحظة مدى ارتفاع أو انخفاض قيمة المؤسسة، إذا كانت القيمة الحالية الصافية للمشروع موجبة، يقبل المشروع في هذه الحالة لأنه يمكن من تغطية كامل النفقات المتعلقة به ويحقق قيمة إضافية للمؤسسة، أما إذا كانت القيمة الحالية الصافية للمشروع سالبة، فيتم رفض المشروع باعتبار أنه يغطي مجموع نفقاته، وتحقيقه سيحقق قيمة ناقصة للمؤسسة، في حالة ما إذا كانت القيمة الحالية الصافية معدومة، فإن المؤسسة كذلك ترفض المشروع باعتبار أن المشروع لا يحقق أي فائدة تذكر للمؤسسة، باعتبار أنه يغطي نفقاته فقط.³

2- مزايا صافي القيمة الحالية: يتميز هذا المعيار بالخصائص التالية:

- تأخذ بالقيمة الزمنية للنقود عند احتساب تدفقات المشروع.
- إن قرار اختيار المشاريع ينسجم مع هدف تعظيم قيمة المؤسسة في المدى طويل الأجل.
- تحسب كافة التدفقات النقدية التي تتحقق خلال العمر الإنتاجي للمشروع.

¹-زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، سكيكدة، 2011، ص 172-173.

²-Guedj Norbert· Finance d'entreprise : les règles de jeu· Edition d'organisation· Paris, 2000, p291.

³-Bagneris Jean – Charles, Givry Philippe, Teulié Jacques & Topsacalian Patrick, Introduction à la finance d'entreprise, Edition Vuibert ,2 éme édition, paris, 2010, p103.

- إن هذه الطريقة تعرض بشكل منطقي الأرباح التي يحققها المشروع مقارنة بكلفة الاستثمار والحد الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه مقارنة مع معدل الخصم (معدل العائد في السوق تقريبا أو الحد الأدنى للعائد في السوق).¹

3- عيوب صافي القيمة الحالية:

- أنه لا يعكس القوة التحصيلية للاستثمار، بل أنه يوضح ما إذا كانت صافي القيمة الحالية موجبة أم سالبة.
- أنه يتحيز بشكل عام إلى الاستثمارات الكبيرة إذ لا يمكن بهذا المعيار تميز الجاذبية النسبية (أو الأفضلية النسبية) لعدد من المشاريع لأن أحد هذه المشاريع قد يكون أكبر من غيرها وهي لا تصلح للمقارنة إلا عندما تكون الكلفة لتلك المشاريع متساوية.

- صعوبة تحديد معدل الخصم المناسب عندما لا توجد مؤشرات دقيقة عن هذا المعدل، حيث يرتبط تحديده، بسعر الفائدة الحقيقي، الذي هو عبارة عن سعر الفائدة النقدي المعدل بموجب معدل التضخم، وبما أن معاملات الخصم في معادلة صافي القيمة الحالية ينبغي أن تعكس معدل التضخم، فإن صعوبة تقدير معدل التضخم يعني صعوبة تحديد معدل الخصم.²

رابعا: دليل الربحية

1- تعريف:

يطلق عادة على دليل الربحية نسبة المكاسب إلى التكاليف أو بعبارة أخرى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية لكل دينار مستثمر في الاقتراح الاستثماري.

ومن الواضح أن مكونات دليل الربحية يتشابه مع مكونات صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، فالاختلاف بين دليل الربحية وصافي القيمة الحالية أن دليل الربحية يتمثل في خارج قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية على التكلفة المبدئية للاستثمار، أما صافي القيمة الحالية تتمثل في الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية والتكلفة المبدئية للاستثمار.

¹- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 295-296.

²- قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات مدخل نظري وتطبيقي 2، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 228.

ومن الجدير بالذكر أن دليل الربحية يأخذ بالاعتراض الاستثماري الذي يزيد عن الواحد الصحيح ويرفض الاقتراح الاستثماري الذي يقل عن الواحد الصحيح لأن ذلك يعني أن المكاسب المتولدة عن كل مستثمر يتطلب أن تزيد عن الدينار ولا تقل عنه وبصفة عامة كلما زاد دليل الربحية كلما زادت جاذبية الاقتراح الاستثماري.¹

يعبر عن دليل الربحية بالمعادلة التالية:

$$IP = \left[\sum_{t=0}^n \frac{Cft}{(1+i)^t} + \frac{VR}{(1+i)^n} \right] / I_0$$

باعتبار أن:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \left(\frac{Cft}{(1+i)^t} \right) + \frac{VR}{(1+i)^n} - I_0$$

تأخذ العلاقة السابقة الشكل المبسط التالي:

$$IP = 1 + \frac{VAN}{I_0} \quad 2$$

2- مزايا وعيوب معيار مؤشر الربحية

الجدول رقم (3-3): مزايا ومساوئ معيار مؤشر الربحية

المساوئ	المزايا
1- قد يؤدي إلى قرارات غير صحيحة في مقارنة استثمارات المشاريع المتبادلة.	1- يرتبط بشكل وثيق مع NPV ويؤدي بصورة عامة إلى قرارات موحدة.
	2- سهل الفهم والتواصل.
	3- قد يكون مفيدا عندما تكون الأموال المتاحة للاستثمار محدودة.

المصدر: محمد علي العامري، مرجع سبق ذكره، ص 401.

¹ - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، مرجع سبق ذكره، ص: 113-114.

² - Mandu Cyrille, procédures de choix d'investissement : principes et application, édition de Boeck université, Bruxelles, 2009, p37.

المطلب الثاني: طرق اختيار مشاريع الاستثمار في حالة عدم التأكد

إن تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل ظروف عدم التأكد يكون على أساس تجارب ماضية كافية تمكن من معرفة الظروف الممكن حدوثها مستقبلا ومعرفة احتمالات حدوثها، إلا أنه في الغالب ما يكون متخذ القرار أمام عدد من الظروف التي يمكن أن تتحقق مستقبلا، لكن دون تواجد معلومات أخرى أو بيانات ماضية تمكن من تحديد احتمالاتها، هذه الحالة تعرف بظروف عدم التأكد¹، وفي هذه الحالة يتم تقييم المشروع باستخدام الحكم الشخصي لمتخذ القرار، الذي يتوقف على مدى ميوله وتوقعاته للمستقبل إذا كان تفاؤلا أو القيام بدراسات إستراتيجية مدعمة يمكن التطرق لها باختصار فيما يلي:²

أولا: معيار أكبر الأرباح في أسوء الظروف: (MIN، MAX) يسمى أيضا معيار التشاؤم: (أبراهام وولد)

الذي يشجع على اختيار البديل الذي يعود بأقصى ربح في ظل أسوأ الاحتمالات والظروف.³

ويمكن كتابة الصيغة الرياضية لمقياس التشاؤم كما يلي:

$$\text{Max}_i [\text{Min } a_{ij}]_j$$

حيث: $i=1,2,3, \dots, n$ و $j=1,2,3, \dots, n$

ثانيا: معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف (Maxi, Max)

معيار التفاؤل: ويعتمد هذا المعيار على أساس نظرة القائم بتقييم المتفائلة للمستقبل ومن ثم يمكن تحديد العناصر المكونة للمشروع الاستثماري في ظل افتراضه أن أفضل الظروف هي التي سوف تتحقق في المستقبل، وعليه سمي أكبر الأرباح في أفضل الظروف.⁴

ثالثا: معيار الأرباح الضائعة (معيار الندم، سافاج):

حيث أن النتائج غير معلومة على وجه اليقين، لذلك يبني القرار على أساس توقعات نتائج القرار وآثاره على المنفعة التي قد يحققها المستثمر.⁵

¹-حنفي زكي عيد، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، القاهرة، مطبعة دار البيان، 1978، ص185.

²

-مسيكة بوفامة، نماذج تقييم المشاريع الاستثمارية بين النظرية والتطبيق وانعكاساتها على الاقتصاديات النامية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001، ص200.

³-مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الطبعة الثانية، دار النشر الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، 2010، ص69.

⁴-أمين السيد أحمد لظفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعة، الإسكندرية، 2006، ص69.

⁵-مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص69.

تتمثل فكرة هذا المعيار في المشروع الاستثماري الذي يخفض قيمة الأرباح الضائعة عن عدم اختيار المشاريع الاستثمارية البديلة لهذا المشروع، في حالة موارد مالية محدودة لاشك أن اختيار مشروع معين سيترتب عليه رفض مشروع بديل آخر من ثم فهناك ربح ضائع قد يترتب على رفض ذلك البديل، فإذا تبين بعد تنفيذ المشروع المختار أن الأرباح المحققة منه أقل من أرباح البدائل الأخرى غير المختارة فهذا يشعر المستثمر بالندم لفقدان هذه الأرباح الضائعة، وعليه سمي بمعيار الأسف، وهو يمثل الفرق بين العائد الأمثل a_{ij}^* والعائد الحقيقي a_{ij} الذي يتم الحصول عليه، وبعبارة أخرى فإن معيار الأرباح الضائعة يعبر عن مقدار المبلغ المفقود بسبب عدم اختيار a_{ij} أفضل البدائل. هنا تصبح لدينا مصفوفة الأرباح الضائعة وذلك باستخراج الخسائر الناتجة عن اختيار كل بديل X_i في كل ظرف من الظروف الممكنة Y_j .

بعد الحصول على مصفوفة الأرباح الضائعة، يطبق معيار أفضل الأسوأ $Maxi, min$ حيث أن أصغر الأرقام هو الأفضل (في حالة الأرباح)، وأكبر الأرقام هو الأسوأ (في حالة التكاليف)، أي أنه يتم اختيار المشروع الذي يترتب عليه أقل أرباح ضائعة في أسوأ الظروف. إن استخدام هذه المعايير النظرية لم تحظ بالتأييد العملي وذلك لعدة أسباب نذكر منها: *اعتمادها على بعض الافتراضات التي ليس لها أصل تطبيقي عادة في الحياة العملية. - إن استخدام معايير نظرية القرار في تقييم المشروعات الاستثمارية يترتب عليه التوصل إلى تقدير القيمة الاقتصادية للمشروع في صورة رقم وحيد وذلك التقدير قد يوحي بالثقة والتيقن في المستقبل. *تجاهل المعايير السابقة أي احتمالات تحقق الأحداث المختلفة، فمن الصعب أن توجد ترجيحات لحدوث كل ظرف من الظروف التي يمكن أن تؤثر على اتخاذ القرار.¹

رابعا: معيار الواقعية (هيرويز) Hurwicz

هو معيار توفيق بين معيار التفاؤل والتشاؤم، فحسب Hurwicz لا يجب أن يكون متخذ القرار متفائلا ،، واقتراح للغاية تعديل معيار ولد $wald$ بادخال فكرة معامل التفاؤل α والذي يتراوح بين القيمتين صفر وواحد، وهي أن يختار متخذ القرار أكبر القيم في مصفوفة القرار، وأن يرجح أهميتها بحسب شعوره لدرجة التفاؤل.

¹- أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، مرجع سبق ذكره، ص: 70-71.

¹ فإنه قد اختار معيار التفاؤل، ($\alpha = 1$) فإذا كانت

فإنه اختار معيار التساؤم، ونكتب المعيار بالعلاقة التالية: $\alpha = 0$ وإذا كانت

$$\text{Max } \{ \alpha \text{ Max } G_{ij} + (1 - \alpha) \text{ Min } G_{ij} \}$$

خامسا: معيار الإفلاس (مقياس تساوي الاحتمالات) أو مقياس لابلاس:

معيار الإفلاس: الذي يأخذ بالمتوسط الحسابي للاحتمالات كاملة دون ترجيح احتمال على الآخر.²

وتكمن منهجية ذلك المعيار في أن عدم معرفة متخذ القرار بأية توزيعات احتمالية متعلقة بالظروف المتوقعة مستقبلا، والتي تؤثر في قيمة المشروع الاستثماري، وتؤدي إلى عمل افتراض بسيط وهو تساوي احتمالات تحقق أي ظرف لاحتمال تحقق أي ظرف آخر أي أن احتمال حدوث كل من تلك الأحداث متكافئ، وطبقا لهذا المعيار يتم حساب متوسط المرجح لأرباح كل مشروع ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أفضل ربحية متوقعة.³

المطلب الثالث: طرق اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة

يمكن تعريف حالة المخاطرة بأنها "الحالة التي يمكن لمتخذ القرار أن يحدد ويضع فيها توزيعات احتمالية

للحدث على ضوء الدراسات السابقة."⁴

فمن خلال التعريف يتضح أنه في حالة المخاطرة فيه إمكانية لوضع احتمالات لحدوث حالات مستقبلية

اعتمادا على الخبرة السابقة والدراسات الإحصائية والمعلومات التاريخية.

لتقييم المشاريع في ظل هذه الظروف نجد عدة طرق من أهمها ما يلي:

أولا: طريقة القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

تعتمد هذه الطريقة أولا على تحديد مفهوم القيمة المتوقعة والتي تعبر عن "متوسط التدفقات النقدية الداخلية

مرجحا باحتمالات حدوث هذه التدفقات".⁵ وتعتبر القيمة المتوقعة إحصائيا عن الأمل الرياضي للتدفقات النقدية

المنتظرة لكل فترة، ويعطى بالعلاقة التالية:⁶

¹-مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012، ص158.

²-مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص69.

³-أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، مرجع سبق ذكره، ص71.

⁴-سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص289.

⁵-أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2008، ص71.

⁶-Charles Henri d'Arcimoles, Jean Yvesaulquin, Finance appliquée, Librairie Vuibert, Paris, 1995,P183.

$$E(CF) = \sum_{i=1}^n d_i CF_i$$

حيث:

$E(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي.

CF_i : التدفقات النقدية المنتظرة في الفترة t .

d_i : الاحتمال المرتبط بحدوث التدفق النقدي في الفترة t .

بعد حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي لكل فترة يمكن بعدها حساب القيمة المتوقعة لصافي

القيمة الحالية وإحصائيا هي عبارة عن الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:¹

$$E(VAN) = -I_0 + \sum_{i=1}^n E_i (CF) (1+t)^{-i}$$

حيث:

I_0 : قيمة الاستثمار المبدئي.

$E_i(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي في الفترة i .

t : معدل الخصم.

$E(VAN)$: القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.

يستخدم أسلوب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية، حيث يتم اختيار

البديل الذي يحقق أكبر قيمة لهذا المعيار.

للتقييم والمفاضلة على أساس هذه الطريقة نجد حالتين:

الحالة الأولى: حالة وجود مشروع واحد: إذا كان:

$E(VAN) > 0$ فالمشروع مقبول.

$E(VAN) < 0$ فالمشروع مرفوض.

الحالة الثانية: حالة وجود أكثر من مشروع: في حالة تواجد أكثر من مشروع معروض على متخذ القرار فإنه يختار

المشروع الذي لديه أكبر قيمة متوقعة لصافي التدفقات النقدية VAN .

يمكن حساب معدل القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية، حيث يتم قسمة القيمة المتوقعة لصافي

التدفقات النقدية إلى تكلفة الاستثمار $(E(VAN)/I)$ ، ولكون معيار القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية قد

¹Charles Henri d'Arcimoles, Jean Yvesaulquin, op, cit. P183.

يؤدي إلى الاختيار الخاطئ نتيجة عدم موضوعية التوزيعات الاحتمالية للمخاطرة أو تشتتها، واختلاف نسب الاحتمالات المرتبطة بالظروف المختلفة، فيفضل الاسترشاد بمقياس الانحراف المعياري، وخاصة إذا تساوت القيمة المتوقعة لصافي التدفقات.¹

ثانياً: الانحراف المعياري:

هو أحد مقاييس التشتت المطلقة المستخدمة في قياس مخاطر الاستثمار، ويعرف على أنه "مقياس لدرجة تشتت العائد المتوقع حدوثه عن القيمة المتوقعة له"²، ويمثل أيضاً الجذر التربيعي للتباين، وتعتبر مخاطر الاستثمار عن مخاطر انحراف التدفقات النقدية الداخلة المحتمل حدوثها عن قيمتها المتوقعة، ويمكن حساب الانحراف المعياري بتطبيق العلاقة التالية:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^N [X_{it} - E_t(X)]^2 P_{it}}$$

σ : الانحراف المعياري. حيث

X_{it} : متغير عشوائي ويمثل التدفق النقدي الصافي المتوقع خلال الفترة t .

$E_t(X)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي،

P_{it} : الاحتمال المرتبط بحدوث التدفق النقدي في الفترة t .

ويتم اتخاذ قرار الاستثمار حسب قيمة الانحراف المعياري، فكلما كانت قيمته كبيرة دل ذلك على وجود مخاطر مرتفعة تصحب هذا القرار والعكس بالعكس.³

رغم أهمية هذا الأسلوب في قياس درجة المخاطر وما يتميز به من سهولة في الحساب والاستخدام، إلا أنه يصبح غير مناسب للمفاضلة بين المشروعات التي تختلف عن بعضها في الحجم والتغلب على هذا المشكل نستخدم مقياس نسبي للخطر وهو معامل الاختلاف ويحسب بالعلاقة التالية:⁴

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة}}$$

¹-نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البلدية، عمان، 2011، ص 184.

²-أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 72.

³-Jean Louis Amelon ,L'essentiel à connaitre en gestion financière, 3 éme edition maxima, Paris, 2000,p225.

⁴-Charles Henri d'Arcimoles, Jean Yves Soulquin , Op,cit,p183

كلما كان معامل الاختلاف صغيرا، كلما تعرض المشروع إلى مخاطر أقل.

ثالثا: معدل الخصم المعدل بالمخاطر

تعتبر الاستعانة بمعدل خصم يزيد نسبيا عن معدل تكلفة الحصول على الأموال بمثابة مجابهة لظروف المخاطرة،¹ ويمكن إيجاد قيمة معدل الخصم المعدل بالمخاطر عن طريق استخدام المعادلة التالية:

$$i + \lambda_1 + \lambda_2 = K$$

حيث أن: K معدل الخصم المعدل بالمخاطر، i: معدل العائد الخالي من المخاطر، λ_1 : علاوة الخطر، λ_2 : التعديل مقابل الزيادة أو النقص عن المخاطر العادية.

يمكن القول بان كيفية تحديد زيادة معدل الخصم تبعا للأنواع المختلفة عن الخطر لا يعد عملا سهلا، فإذا كان الخطر المتوقع عن الاستثماري يعادل نوع الخطر الذي يسود نوع النشاط الذي يزاوله المشروع، فإن تكلفة رأس التمويل تعبر عن معدل الخصم الملائم بمعنى أن مجموع (i) و (λ_1) عبارة عن متوسط تكلفة التمويل المرجحة

$$CMPC = i + \lambda_1$$

أما إذا كان المشروع الاستثماري المقترح يعتقد أنه سوف يكون أقل أو أكثر خطورة من درجة الخطر السائدة، فإنه يجب أن يتم تعديل معدل الخصم سواء بالزيادة أو بالنقص من تكلفة بواسطة λ_2 .² تجدر الإشارة أن علاوة الخطر ترتبط بمعامل التغيير CV وتناسب معه تناسباً طردياً،³ هذا ويمكن استخدام معدلات الخصم المختلفة لكل نوع من أنواع الاستثمار بدلا من استخدام معدلات خصم مختلفة لكل مشروع استثماري، ويمكن تحديد صافي القيمة الحالية باستخدام معدل الخصم المعدل بالمخاطر حسب المعادلة التالية:

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

$E(CF_t)$: القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية حتى السنة t، حيث:

n: العمر الاقتصادي للمشروع

K: معدل الخصم المعدل بالمخاطر.

¹-نعيم نمر داود، مرجع سبق ذكره، ص 188.

²-أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، مرجع سبق ذكره، ص 91.

³-نعيم نمر داود، مرجع سبق ذكره، ص 188.

رابعا: أسلوب شجرة القرار

يعتبر هذا النموذج أحد النماذج الحديثة المستخدمة في تحليل المخاطرة وعدم التأكد، وفي المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، وتتمثل شجرة القرارات في الشكل البياني الذي يسمح بالتقديم على شكل شجرة مختلف التوليفات الممكنة للقرارات المتتابة، وبصفة عامة يناسب هذا الأسلوب الفرص الاستثمارية التي تتميز بتتابع القرارات عبر الزمن، بمعنى أن اتخاذ قرار الاستثمار في مرحلة معينة يعتمد على نتائج القرارات التي تم اتخاذها في مراحل سابقة وتساهم شجرة القرارات في إبراز مختلف البدائل والعائد المتوقع في ظل وجود توزيع احتمالي للأحداث المتوقعة مستقبلا، لهذا يطلق عليها تسمية شجرة القرارات الاحتمالية، لبناء شجرة القرارات يتم إتباع الخطوات التالية:¹

- تحديد نقاط القرار التي يتم عندها اتخاذ قرار البدء أو قرارات التحول المتتابة.
 - تحديد عدد البدائل الاستثمارية والممثلة بفروع رئيسية لشجرة القرارات.
 - تحديد لكل فرع رئيسي عدد الفروع النهائية، تمثل حالات الطبيعة (رواج، ظروف طبيعية كساد).
- اعتمادا على البيانات والمعلومات التي يتيحها هذا الأسلوب، يمكن إجراء عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل المتاحة، وتكون بداية التقييم من نهاية الشجرة.

¹-كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، 2002، ص 201.

المبحث الثالث: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل وأثره على قيمة المؤسسة

كما نعلم أن المؤسسة الاقتصادية تسعى دائما إلى ربط العلاقة الموجودة بين الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وذلك بالتخصيص الأمثل لتلك الموارد في مشاريع استثمارية تعود عليها بأكبر العوائد التي تغطي تكاليف التمويل مع فوائض إيجابية لهذه العملية. كما نعلم أيضا أن هاذين القرارين لهما تأثير مباشر على المؤسسة الاقتصادية بحيث أن قرار التمويل له تأثير بفعل التكلفة من التمويل لذا على المؤسسة دراسة مختلف المصادر المتاحة والتكلفة المقابلة، أما قرار الاستثمار له تأثير في الاستغلال الأمثل لهذا التمويل بما يناسب مدة التمويل وكذلك العائد الذي يكون أكبر من التكلفة لمواجهة الالتزامات الناشئة من التمويل مع توفير أرباح للمؤسسة مما يساهم في رفع من قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: علاقة قرار الاستثمار بقرار التمويل

علاقة قرار الاستثمار وقرار التمويل علاقة متكاملة ومتراطة بحيث لا يمكن القيام بمشاريع استثمارية دون الحاجة إلى التمويل المناسب له، وكذلك بتوفر الموارد المالية يستوجب الاستغلال والتخصيص الأمثل لذلك المورد لتحقيق الأهداف المحددة للمؤسسة.

أولا: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار

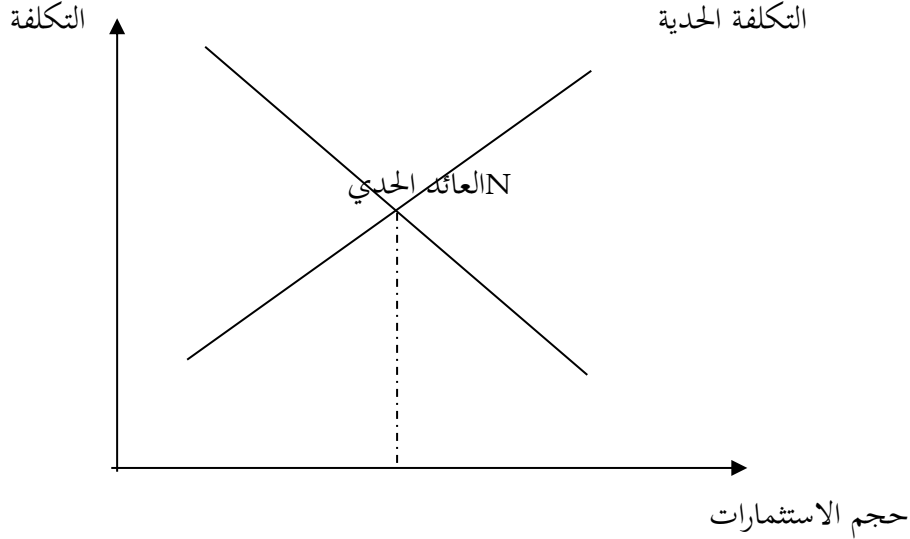
- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى تمويل كبير مما قد يؤثر على حياة المشروع فالعائد المتوقع منه عادة يمتد لفترات زمنية طويلة ويتطلب هذا التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة لفترة طويلة.
- يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حاليا بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك على أمل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة.
- يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى تخصيص جزء كبير من أموال الشركة في شراء أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة. وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر للتمويل كالاقتراض أو إصدار سندات أو طرح أسهم للاكتتاب العام لزيادة رأس المال وغيرها من طرق التمويل المتعارف عليها، فالقرارات الاستثمارية تؤدي إلى تحمل الشركة في حالة التوسع أو الإحلال بتكاليف ثابتة يترتب عليها رفع حجم التعادل إلى مستوى اعلي من المستوي المعتاد لفترة زمنية طويلة.

- إن اتخاذ قرار استثماري في مشروع معين يعوق استثمار أموالها في بدائل استثمارية أخرى كان من الممكن استثمارها في مجالات أخرى متاحة لتخصيصها تلك الأموال وفق قرارها الاستثماري.¹

ثانيا: تأثير تكلفة التمويل على اتخاذ القرار الاستثماري

يعتمد القرار الاستثماري في الأساس على معدل العائد الداخلي المتوقع الحصول عليه، وعلى هذا الأساس يعمل المسير المالي على تحديد ما يلزمه من مصادر لتمويل استثماراته، وبالتالي يحدد ما يحتاجه من رؤوس أموال في جدول للطلب والذي يبين فيه المبالغ المطلوبة والتي يمكن استثمارها بحيث تختلف باختلاف معدل العائد، فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليها انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد في الواقع أن حجم الاستثمارات يزيد بالرغم من ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك من أجل استنفاد الفرص الاستثمارية المرجحة.² عليه فانه عند تقدير حجم الاستثمارات الرأسمالية التي تتحقق عند أقصى منفعة ممكنة يجب حل جملة تكلفة رأس المال التي تمثل العرض مع معدل العائد المتوقع عند المستثمر وهو الطلب، كما يمكننا الاستعانة بالمنحنى البياني التالي:

الشكل رقم (3-2): يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال والقرار الاستثماري



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 432.

¹ -spécialties.bayt.com spécialités 02/01/202.

² -حمزة الشبيخي، إبراهيم الحزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 380.

من خلال الشكل الموضح أعلاه نستنتج أن النقطة IN هي النقطة الحدية التي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية والعائد الحدي، حيث أن تكلفة رأس المال تمثل العائد الأدنى الذي يمكن تحقيقه على الاستثمارات المقترحة، فتحقيق معدل عائد استثماري أقل من هذا المعدل يؤدي إلى وقوع المؤسسة في حالة حرجة وسيئة أكثر مما كانت عليه من قبل، في حين تحقيقها لمعدل عائد أكبر من المعدل الأدنى سيؤدي بالمؤسسة حتما إلى تحسين وضعيتها المالية وزيادة قيمتها السوقية.¹

العديد من الشركات التي يتركز نشاطها في مجال صناعي معين أو مجالين ذات علاقة ارتباطية وثيقة، حيث نجد أن معظم الاستثمارات متماثلة من حيث خطر النشاط والخطر المالي مع مخاطر الشركة ككل، ومن ناحية أخرى نجد أن تكلفة الأموال المتوسطة للشركة هي بمثابة معلمة للمخاطر الكلية للشركة وبذلك ينظر إلى تكلفة الأموال للشركة على أنها التكلفة المتوسطة المرجحة لمختلف الاستثمارات.

يعني ما سبق أن الشركة إذا كانت تعرف أن نشاط معين مخاطره أكبر من مخاطر الشركة مثال ذلك استخراج البترول، فسوف تستخدم تكلفة أموال أكبر لتقييمه، بينما تستخدم تكلفة أموال أقل من المتوسط لتقييم المقترحات الأقل خطورة من المتوسط.

لا شك أن تقدير التكلفة الدقيقة للأموال للاستثمار الفردية يؤدي إلى اتخاذ قرارات من شأنها تعظيم ثروة الملاك.

تكلفة الأموال للاقتراح الاستثماري:

من الناحية النظرية فان تكلفة الأموال لاقتراح استثماري معين تحدد بطريقة مماثلة للطريقة التي تحسب بها تكلفة الأموال للشركة، أي تحدد بنود عناصر التمويل للاقتراح وكذلك الوزن النسبي لكل عنصر في التمويل وتكلفته أخذا في الحسبان الهيكل الأمثل لتمويل الاقتراح، مع ذلك فان هذا الموضوع يثير مشاكل كبيرة في التطبيق فمثلا، تكلفة القروض للاقتراح يجب أن تكون التكلفة المطلوبة إذا ما تم تنفيذ الاقتراح باعتبار شركة مستقلة، ولكن تحديد هذا المعدل في حد ذاته مشكلة ليست بالسهلة.

من ناحية أخرى يوجد العديد من المشاكل عند تقدير تكلفة حقوق الملكية للاقتراح، حيث ليس له أسهم محددة بذاتها وبالتالي يصعب تطبيق نموذج التوزيعات المخصصة لحساب هذه التكلفة، هذا بالإضافة إلى صعوبة حساب بيتا B للاقتراح مما يصعب معه تطبيق نموذج تسعير الأصل الرأسمالي، كما أيضا تواجه صعوبات في تطبيق

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 432.

نموذج مكافئ المديونية طالما أنه يصعب تقدير تكلفة القروض بدقة وبدل المخاطر والتي تختلف من اقتراح استثماري لآخر حيث تتوقف بدل المخاطر على مخاطر الاقتراح ونقص السيولة.¹

- إن تحديد كلفة رأس المال يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أن أي مشروع استثماري لا يضمن عائدا متوقعا يساوي على الأقل كلفة تمويل ذلك المشروع فإنه يتم رفضه، بمعنى أن كلفة رأس المال يعتبر أحد معايير قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية.

- من المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل كلفة، بسبب ميزة الوفورات الضريبية، ولكن يجب أن تستخدم الإدارة المالية هذا المصدر بحذر وحكمة وعدم المبالغة بالاقتراض لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المنشأة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية أو مخاطر الرفع المالي مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، وذلك أن معدل العائد المطلوب يزداد بزيادة الرفع المالي والمخاطر المرافقة لها.²

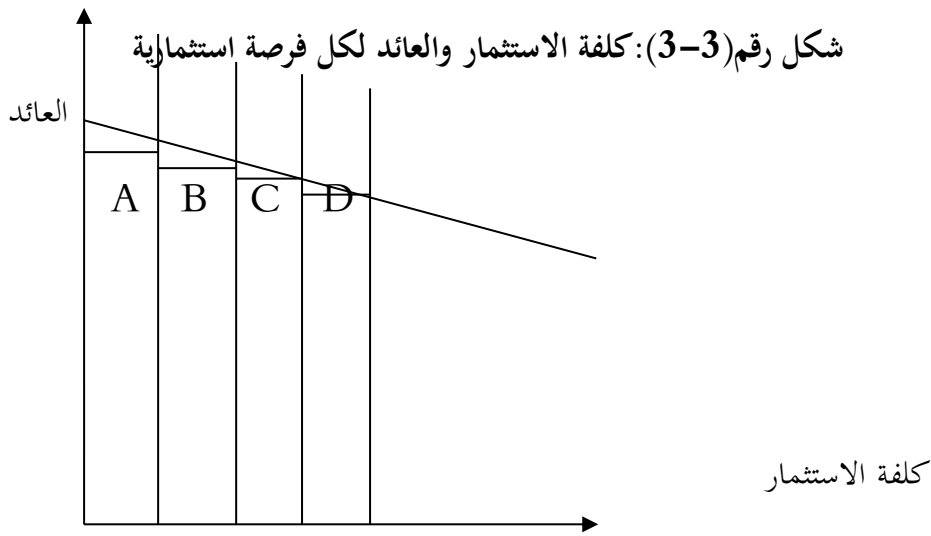
ثالثا: تأثير قرار الاستثمار على قرارات التمويل

الاستثمار الرأسمالي هو (التخلي عن أموال يملكها المستثمر في الوقت الحاضر مقابل الانتظار لفترة زمنية مستقبلية بهدف الحصول على تدفقات مالية لاحقة تعوض عن القيمة الحالية لهذه الأموال وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم، إضافة إلى الحصول على عائد مجزي مقابل تحمل الخطر الناجم عن تغير الظروف واحتمالات عدم تحقيق التدفقات النقدية الداخلة المتوقع الحصول عليها في المستقبل)، لذلك على المدير المالي أن يختار المشاريع الاستثمارية الكفؤة ذات الجدوى الاقتصادية والفنية التي تعظم قيمة أو ثروة المشروع، فالمفروض بالاستثمارات الرأسمالية أن تحقق أكبر إيراد ممكن لتغطية احتمال عدم تحقيق التدفقات النقدية المتوقعة. لغرض تحديد حجم الاستثمار الأمثل لكل مشروع يتطلب الأمر تحديد النقطة التي يتساوى بها المردود الحدي للاستثمار مع الكلفة الحدية للاستثمار ولتحقيق هذا الهدف يجب أن تحقق الاستثمارات الرأسمالية أكبر إيراد ممكن، ولتحديد حجم الاستثمار يتطلب الأمر الوصول إلى النقطة التي يتساوى بها المردود البدي للاستثمار أو المردود الداخلي أو معدل العائد والكلفة الحدية للاستثمار.

¹- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، نفس المرجع السابق، ص ص: 113-114.

²- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص ص: 339-340.

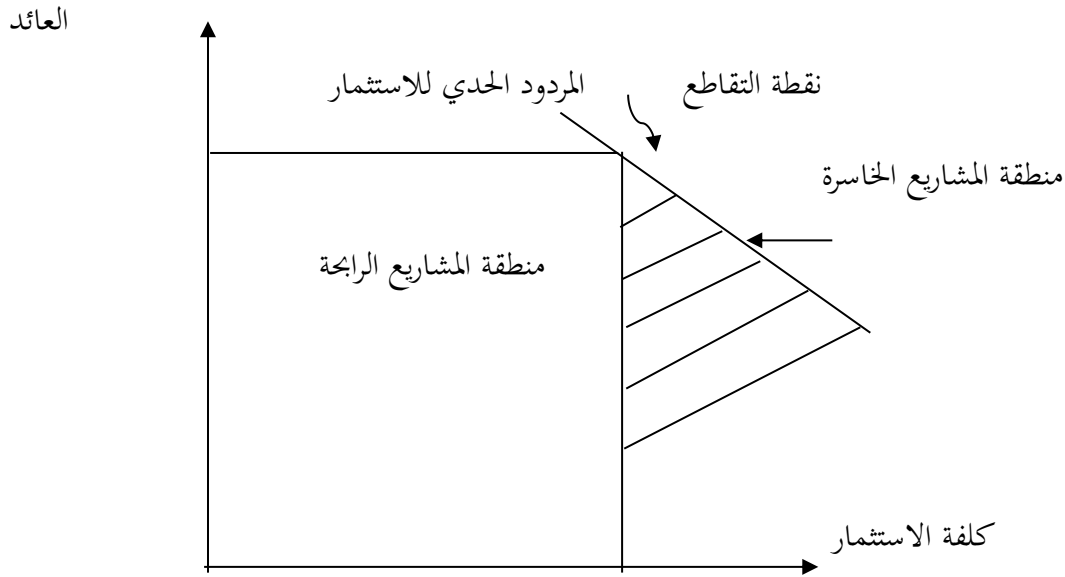
فالمشاريع المذكورة بالشكل رقم (3-3) مرتبة حسب القيمة التنازلية للمردود الحدي للاستثمار الذي يقاس على المحور العمودي، أما كلفة الاستثمار الرأسمالي فتقاس على المحور الأفقي، فإذا افترضنا أن الكلفة الحدية للأموال المستثمرة ثابتة لجميع المشاريع فإن حجم الاستثمار الأقل هو تلك الكلفة التي تقابل التقاطع الحدي للاستثمار، والشكل (3-4) أدناه يبين لنا كيفية تحديد نقطة التقاطع، ونلاحظ إذا توقف المشروع عن الاستثمار قبل التقاطع فإنه سيخسر أرباح محتملة، وبالتالي فإن إدارته المالية لم تعمل على تعظيم القيمة الحالية للمشروع، والاستثمار بعد نقطة التقاطع يعني أنها ستقبل بمشاريع تحقق عائدا أقل من كلفة رأسمالها أي أنها ستقبل بمشاريع خاسرة مما يخفض من تعظيم القيمة الحالية للمشروع.¹



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص267.

1- دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 266-267.

الشكل رقم (3-4): كيفية تحديد نقطة التقاطع



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص267.

يبين لنا الشكل رقم (3-4) بأنه توقف المشروع عن الاستثمار قبل نقطة التقاطع فإنه سيخسر أرباحاً محتملة، وهذا يعني عدم المساهمة في تحقيق هدف تعظيم القيمة الحالية للمشروع، أما إذا استمر المشروع في الاستثمار بعد نقطة التقاطع فإنه يقبل بمشاريع تحقق عائداً أقل من كلفة على رأس المال أي مشاريع خاسرة وهذا معناه انخفاض القيمة الحالية للمشروع.¹

- في كل منشأة هناك مجموعة من الفرص والمشروعات الاستثمارية المتاحة، والتي يجب أن تتخذ فيها قرارات مالية واستثمارية بقبول بعض تلك الفرص والمشروعات الاستثمارية ورفض البعض الآخر، إن جدول الفرص الاستثمارية (IOS) يتضمن عدد من المشروعات والفرص الاستثمارية يتم ترتيبها حسب الأفضلية من المشروع ذو العائد المتوقع الأعلى إلى المشروع ذو العائد المتوقع الأدنى، وبما أن موضوع كلفة رأس المال وحساب المتوسط الموزون لكلفة رأس المال، لا يأخذ بنظر الاعتبار الاختلافات المحتملة في مستوى المخاطر المتعلقة بالمشروعات والفرص الاستثمارية المختلفة، فإن هذا التحليل يفترض تساوي مستوى مخاطر تلك المشروعات.

إن القاعدة الاستثمارية التي يجب الالتزام بها دائماً أن أي مشروع جديد أو فرصة استثمارية يفوق فيها معدل العائد المتوقع أو معدل العائد الداخلي (RRI) يفوق الكلفة الموزونة الحدية للمشروع فإنه يتم قبول ذلك المشروع، وطالما أن قبول أكثر من مشروع أو فرصة استثمارية سوف يؤدي إلى انخفاض العائد المتوقع من تلك المشروعات (لأنها مرتبة تنازلياً) وإن قبول مشروعات عديدة يؤدي إلى ارتفاع الكلفة الحدية لرأس المال لأن الشركة

¹ - دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع السابق، ص268.

ستكون بحاجة إلى مبالغ تمويل أكبر ،فان المشروعات الاستثمارية يتم قبولها طالما تقع في المنطقة التي يكون فيها العائد المتوقع أكبر من الكلفة الحدية لرأس المال.¹

رابعاً: التوفيق بين قرار الاستثمار وقرار التمويل

- الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتحويلها، أي من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة و متمشية مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل ك شراء الأصول الثابتة مثلاً والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية.

- إن التقسيم للأصول يساعد على تحديد نوع الأموال الواجب استخدامها لتمويل هذه الأصول فيجب تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية وهي أموال طويلة الأجل، وتمويل الأصول المتداولة الدائمة بأموال الاقتراض طويلة الأجل (كالاتمان المصرفي طويل أو متوسط الأجل أو السندات) أما الأصول المتداولة المؤقتة فيجب تمويلها بأموال التحاق تجاري أو مصرفي قصير الأجل.

ان عدم مراعاة هذا العامل يسبب مشاكل للمؤسسة أما تجميد الأموال إذا مولت حاجات قصيرة الأجل بأموال طويلة الأجل أو الوقوع بالعسر المالي (عدم السيولة) إذا مولت حاجاتها طويلة الأجل بأموال قصيرة الأجل، ولهذا يصبح من أهم أغراض المدير المالي في هذه الحالة تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق قروض قصيرة الأجل تتميز بالمرونة، بحيث يمكن زيادتها أو إنقاصها تبعاً للتقلبات في حجم الأموال، وعلى أي حال ينبغي على المدير المالي أن يوازن بين هذا الفرض وبين أهمية الاعتبارات من العوامل الأخرى.

- إن المدير المالي يستطيع تحسين العائد المتحقق على أموال أصحاب المشروع عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاح "المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي " فالمتاجرة بالملكية هي الاستعانة برؤوس أموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الاحتياجات اللازمة. ونظراً لأن أصحاب المشروع يكون حقهم في الدخل المتحقق غير محدد فان عملية الرفع المالي تحدث كلما حصل المشروع على أموال مقابل دفع عائد محدد، سواء كان هذا العائد فائدة على قرض أو على أسهم ممتازة ورغم أن المحليين الماليين يستبعدون القروض قصيرة الأجل عند الحديث عن المتاجرة بالملكية، إلا أن هذه القروض لها نفس تأثير القروض طويلة الأجل، ولذلك أحد الأهداف الرئيسية لتخطيط أنواع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي هو تحقيق دخل مرتفع للملاك الباقين.

- يعني التوقيت هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية.

¹-أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص355.

رغم أهمية هذا العامل إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الحالات تدعو الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً، وأحياناً قد تتوفر الأموال المقترضة بتكلفة رخيصة، ولكن لعدم الحاجة إليها لا يتم اللجوء إليها ولهذا تلعب ظروف السوق وحاجة المؤسسة في تلك الفترة دوراً مهماً في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها.

المطلب الثاني: أثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

يهدف المسير المالي من خلال اتخاذه لمختلف القرارات إلى تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال تعظيم قيمة السهم، لذلك فإن الإدارة تساعد في تعظيم ثروة المساهمين، وللقيام بذلك يجب على المدراء اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل التي تضمن أن إجمالي قيمة التدفقات النقدية الداخلة تتجاوز إجمالي قيمة التدفقات الخارجة بمقدار أكبر ما يمكن، على أن يتم التركيز على تعظيم قيمة التدفقات النقدية وليس الأرباح.¹

بالإضافة إلى ذلك فإن معيار القيمة الحالية الصافية المستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية يتفق مع تعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي يجب أن تكون القيمة الحالية الصافية موجبة، وبالمقابل فإن التدفقات النقدية المخصومة للمؤسسة يمكن استخدامها لتقدير قيمة المؤسسة كما يلي:²

$$\text{Max \{Min Gij\}}$$

$$FV = \sum_{n=0}^{\infty} \frac{E(CF_n)}{(1+WACC_n)^n}$$

حيث أن:

VF: قيمة المؤسسة.

E(CF_n): التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.

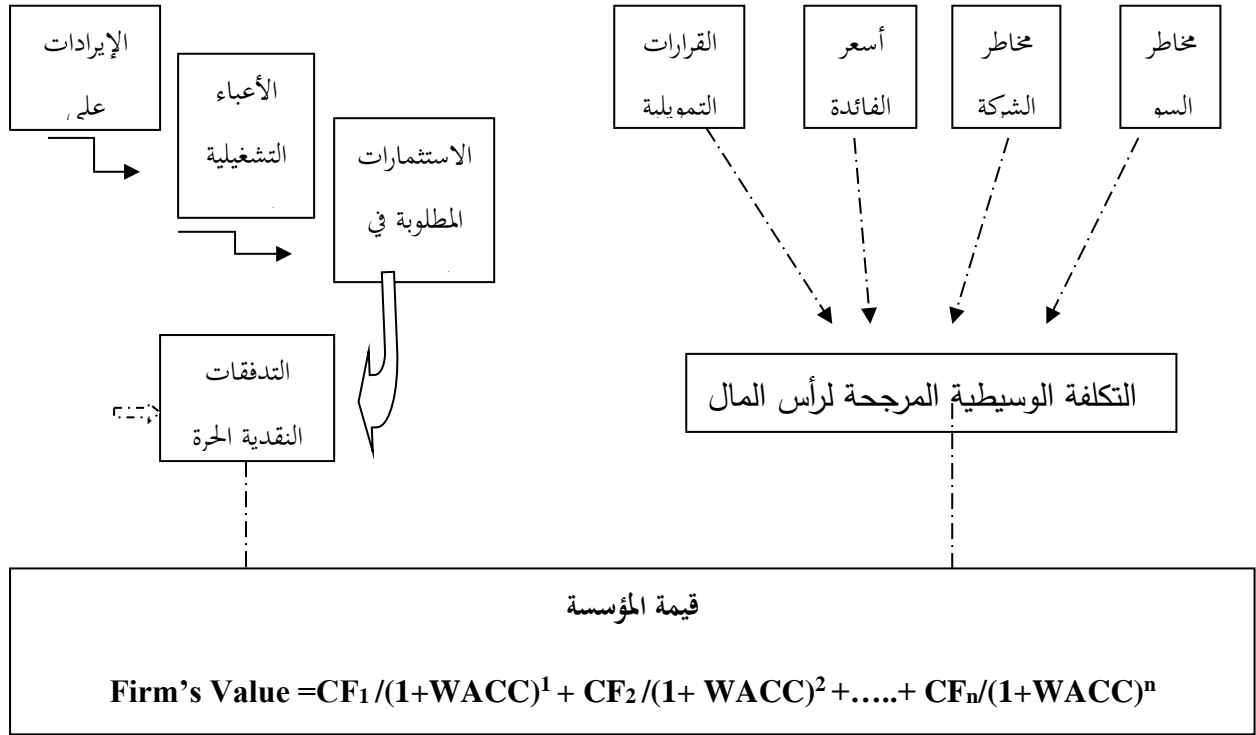
WACC_n: معدل الخصم (التكلفة الوسيطة المرجحة لمصادر التمويل).

وفقاً للمعادلة السابقة فإن قيمة المؤسسة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، ويمكن توضيح قيمة المؤسسة من خلال الشكل التالي:

¹-Patter Moles and Others, Corporate Finance, European Edition, John Wiley & Sons, 2011, Great Britain, p18.

²-Gerhard Schroeck, Risk Management And Value Creation In Financial Institution, John Wiley & sons, New Jersey, USA ,2002, p12.

الشكل رقم(3-5):علاقة التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري بقيمة المؤسسة



Source: F.Brigham, C.Ehrhardt, Financial management: Theory and Practices, 13emeEdition, South-Western Cengage Learning, USA, 2011, p48.

عند معالجة طرق تقييم المؤسسة فان طرق التقييم على أساس التدفقات النقدية المستحدثة تعتمد في تحديدها لقيمة المؤسسة على القيمة الحالية للتدفقات النقدية الممكنة تحقيقها، والتي تقوم باستحداثها بمعدل، آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار، مجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية (تقديرية)، وعموما نجد مدتها تتراوح بين 05 و10 سنوات، وبعد هذه الفترة تأتي إضافة قيمة نهائية (قيمة باقية).

ضمن هذه الطريقة نعتبر أن المؤسسة كيان من حيث القيمة لا ترتبط بربحها، لكن بقدرتها الربحية التي نقيسها عن طريق تدفقاتها النقدية الحرة أو تدفقات الخزينة المتاحة، فهي تمثل أحسن مكمل لطريقة استحداث الأرباح.

كما هو الحال بالنسبة لطريقة المردودية نقوم باستحداث متوسط تدفق الخزينة لثلاث أو خمس سنوات المتوقعة بمعدل استحداث يختلف عن ذلك المستعمل في طريقة المردودية، لأن المعدل يمكن أن يتغير من تركيبة إلى أخرى، لأنه لا نستحدث نفس المركبات.

بالرجوع إلى الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة فإنها تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من ميلر ومود غلياني أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها،

أن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض له هذا العائد، بعبارة أخرى مهما كان المزيغ الذي يتكون منه الهيكل المالي فان القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية لأجزاء الاستثمارات المكونة لها، سواء تم تمويل هذه الأجزاء عن طريق قروض أو حقوق ملكية، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل.¹

¹-عبد الكريم خيرى، مرجع سبق ذكره، ص ص: 132-133.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال دراستنا لهذا الفصل نرى أن الاستثمار هو العامل الأساسي في نمو الأموال وزيادتها حسب توقعات كل مؤسسة وأهدافها المسطرة، وحسب إمكانياتها المالية المتوفرة ومجال نشاطها التي يمكن أن تتأثر بعدة عوامل حسب مجال تخصصها. حيث أن القرار الاستثماري هو يعالج كيفية توظيف الأموال المتاحة للمؤسسة، وذلك باختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة، حسب العوائد والأهداف المطلوبة منه في التوقيت المناسب، بعد تحمل مخاطر مرتبطة به خلال فترة زمنية معينة، كما ترتبط هذه القرارات باختيار للمشاريع التي لا بد من إنجازها لضمان الاستمرارية والبقاء، بحيث يؤدي إلى خلق تكاليف ثابتة إضافية وبمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية. ولتحقيق ذلك على المؤسسة الاستعانة بعدة طرق وأساليب للمفاضلة أو اختيار أحسن المشاريع الذي تعود على المؤسسة بأكبر العوائد وأقل التكاليف وفي الوقت المناسب، لذلك على المؤسسة مراعاة ظروف المحيطة بالمشاريع، والتي يمكن أن تكون في حالة التأكد، حالة عدم التأكد أو في حالة وجود عنصر المخاطرة، فقيمة المشروع الاستثماري تتأثر بتغير الظروف الاقتصادية التي ينشط فيها، ومن المعروف أن القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري تشتق من التدفقات النقدية المتولدة عنه، حيث يتم اختيار المشاريع الاستثمارية التي تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة في إطار الأهداف المسطرة، لذا يجب أولاً تقييم كل مشروع تقييماً مطلقاً على حدة لمعرفة القيمة المتولدة الصافية المتوقعة لكل مشروع لقبول أفضلها، واستبعاد المشاريع الاستثمارية الأقل قيمة منها، بحيث كل طرق اختيار المشاريع السابقة توفر أنواعاً مختلفة من المعلومات المهمة لمتخذي القرارات الاستثمارية، ونظراً لأهمية كل أسلوب من الممكن أن تؤخذ جميعها في الحسبان أثناء عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، فاتخاذ قرار معين قد يعطي وزناً نسبياً أعلى لأحد هذه المعايير مقارنة بغيره من المعايير الأخرى، لكن يجب أن لا ينطوي هذا القرار على تجاهل للمعلومات التي توفرها المعايير الأخرى.

كما نعلم أن القرار الاستثماري دائماً ما يرتبط بالقرار التمويلي، لذا ما يجعل علاقة الترابط بينهما كبيرة، ومما يلزم المؤسسة مراعاة علاقة التأثير والتأثر بينهما، والتي يمكن تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، وبعبارة أخرى التوفيق بين القرار الاستثماري والتمويلي أي الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول أي من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل. وبالرجوع إلى الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة فإنها تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من ميلر ومود غلياني أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها،

أن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض له هذا العائد. بعبارة أخرى مهما كان الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي فان القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن

الفصل الثالث: دور القرارات الاستثمارية في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، أي أن القيمة الكلية للمؤسسة لا بد وأن تساوي القيمة الكلية لأجزاء الاستثمارات المكونة لها، سواء تم تمويل هذه الأجزاء عن طريق قروض أو حقوق ملكية، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل.

الفصل الرابع

تمهيد:

تعد قرارات توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية المنسوبة إلى مجلس الإدارة أيضا نظرا لأهميتها الكبيرة، سواء للمساهمين الحاليين أو الراغبين في المساهمة، وأيضا هو قرار ذو حدين بحيث يعتبر قرار تمويلي من جهة وقرار استثماري من جهة أخرى، لذلك اتخذ مثل هذه القرارات يستوجب دراسة معمقة لعدة مجالات واتجاهات مما يتلاءم مع كل الأطراف،

مهما تكن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة، فإنها يجب أن تركز على تحقيق هدفين أساسيين، الهدف الأول هو توفير كميات كافية من الأموال (من المصادر الداخلية)، والهدف الثاني هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، وقد تنحصر في مجموعة من السياسات، لكن المؤسسات تتأثر بمجموعة من العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح على غرار العوامل التي تتعلق بمتطلبات النمو.

حيث توجد العديد من النظريات التي ناقشت سياسات توزيع الأرباح وحيث أنها تتأثر بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، كلفة مصادر التمويل الأخرى والتفضيلات الضريبية، وبالتالي فقد انبثقت العديد من النظريات حسب الافتراضات والاعتبارات التي جاءت بها لدراسة أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة. حيث هناك خلافات حادة ما إذا كانت سياسات توزيع الأرباح تؤثر على قيمة السوقية للمؤسسة، حيث البعض يرى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أثر على قيم المؤسسة، والأخرى ترى أهمية هذه السياسة على قيمة المؤسسة، كما أن المديرين مقتنعون بأهميتها وأثرها على قيمة المؤسسة، لكن الباحثين يشككون في العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للمؤسسة.

للتفصيل أكثر في سياسات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية؛

المبحث الثاني: أنواع والعوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح؛

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: قرارات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية

تعد قرارات توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية المنسوبة إلى مجلس الإدارة أيضا نظرا لأهميتها لعدة أطراف سواء للمساهمين الحاليين أو الراغبين في المساهمة، وأيضا هو قرار ذو حدين بحيث يعتبر قرار تمويلي من جهة وقرار استثماري من جهة أخرى، لذلك اتخذ مثل هذه القرارات يستوجب دراسة معمقة لعدة مجالات واتجاهات مما يتلاءم مع كل الأطراف،

المطلب الأول: مفهوم سياسات توزيع الأرباح

سياسة توزيع الأرباح من بين السياسات المنسوبة الى مجلس الإدارة لما لها من أهمية كبيرة على المؤسسة، بحيث يتم اتخاذ مثل هذه القرارات بناء على معطيات الأرباح المحققة، احتياجات التمويل للمؤسسة، اعتبارات المساهمين وغيرها من العوامل المؤثرة عليها.

أولا: تعريف سياسات توزيع الأرباح

يمكن إدراج عدة تعاريف فيما يخص سياسات توزيع الأرباح لتبسيط هذا المفهوم فيما يلي:

- تعرف سياسات توزيع الأرباح على أنها "كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم".¹

- تتمثل سياسة توزيع الأرباح في مجموعة من المبادئ التوجيهية التي تستخدمها المؤسسة لاتخاذ قرار عن كيفية توزيع أرباحها، فعندما يكون لدى المؤسسة فائض فانه عادة ما يكون لديها خيارين، إما أن توزع بعض من أرباحها كأرباح على المساهمين، أو أنها يمكن أن تقرر إعادة استثمار المال في المؤسسة واعتبارها كأرباح محتجزة، حيث يكون اتخاذ هذا القرار من قبل مجلس الإدارة.²

- تعرف على أنها "إحدى السياسات المعتمدة من قبل المؤسسة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالتوزيع على المساهمين أو الاحتجاز".³

¹-عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص390.

²-Lindeman Tuomas: "The correlation between dividend policy measures and share price", Degree Thesis International Business, 2016, P14.

³-مفيد الطاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 02، 2011، ص 122.

- يمكن إعطاء قراءتين لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، إذ يمكن التساؤل عن مقدار الأرباح المعاد استثمارها أو مقدار الأرباح الموزعة، لذلك قرارات توزيع الأرباح تشير إلى نسبة الأرباح التي تقرر إعادة استثمارها داخل المؤسسة لتمويل نموها وتطورها داخليا.¹

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها: النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث التوزيع للأرباح واحتجازها أو إبقاء تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم قيمة المؤسسة الحقيقية.

ثانياً: تعريف قرار توزيع الأرباح

- قرار توزيع الأرباح: يتعلق بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره. وهذا القرار ينتج عن قراري الاستثمار والتمويل إن كان جيدان، كلما أمكن للمؤسسة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام.²

- قرار توزيع الأرباح: هو مجموعة قرارات التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية أو زمن توزيع هذه الأرباح وتحديد الأرباح التي يجب الاحتفاظ بها داخل المؤسسة بشكل أرباح محتجزة والتي تعبر مصدر مهما من مصادر التمويل الداخلي يعزز قرارات الإدارة المالية عندما تبحث عن مصادر التمويل المناسبة.³

- قرار توزيع الأرباح: عند الحديث عن الأرباح قد تقوم الشركة بإجراء توزيعات بشكل نقدي، ونسبة مئوية معينة من قيمة السهم الاسمية وتدفع لحامل السهم أو العمل على احتجاز الأرباح وتدويرها لسنوات مستقبلية، وهنا يجب أن نتساءل: متى يتم توزيع الأرباح؟ ما هي النسبة التي سيتم توزيعها؟ ومتى يتم احتجازها؟ ولذلك يتضح لنا مدى أهمية

القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح، وخاصة ذلك القرار المرتبط بنسبة التوزيع لما له من أثر على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم السوقي على المدى القصير.⁴

من خلال ما سبق يمكن تحليل سياسات توزيع الأرباح إلى عنصرين هما:

- الأرباح الموزعة

⁴-أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2010، ص373.

¹-مليكة زغيب، الياس بوجعة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-15/04/2009، ص3.

²-حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص72.

³-فارس ناصيف ألتسييري، غسان سالم الغالب، مبادئ المالية (1)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص27.

- الأرباح المستبقة

يقصد بالأرباح الموزعة هي الجزء من الأرباح الشركة الذي يوزع على مساهميها ويعتبر بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل الاستثمار أموالهم في شراء أسهم الشركة، إلا أنه لا بد من التأكد من الاعتبارات التالية عند اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح:

- سلامة المركز المالي للشركة بعد التوزيع

- اختيار الطريقة المثلى لتوزيع الأرباح

- ملائمة المبالغ الموزعة

- عدم الإضرار بمصالح المساهمين والأطراف الأخرى من أصحاب المصالح في المجتمع.

أما الأرباح المتبقية يقصد بها تلك الأرباح التي تحتفظ بها الشركة من السنوات السابقة أو خلال السنة الحالية والتي تعود ملكيتها إلى المساهمين. ومن وجهة نظر الشركة تعتبر الأرباح المحجوزة كمصدر تمويلي وتمتاز بما يلي:

- كلفة الأرباح المحجوزة قليلة نسبياً وهي تعادل كلفة الفرصة البديلة

- لا يتطلب الحصول على الأرباح المحجوزة معاملات وتكاليف كثيرة لأن الإجراء داخلي

- إن استعمال الأرباح المحجوزة لا يتطلب موافقة أو تدخل أطراف خارجية.¹

المطلب الثاني: دوافع وطبيعة سياسات توزيع الأرباح

للمؤسسة عدة دوافع وأسباب تجعلها تقوم بتوزيع جزء من أرباحها وذلك لتحقيق أهداف معينة، كما أن سياسات توزيع الأرباح قرار ذو حدين، بحيث يمكن أن يكون في بعض الأحيان قرار تمويلي أو قرار استثماري حسب التكلفة والعائد المتوقع.

أولاً: دوافع سياسات توزيع الأرباح

تلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من أرباحها نظراً للدوافع التالية:

- تحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذلك تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة برفع رأسمالها،

¹ -هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر، 2008، ص ص: 213-214.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

- يعكس هذا الإجراء صحة الحالة المالية للمؤسسة، خاصة بالتوفيق بين عملية التوزيع وزيادة الاستثمار في نفس الوقت،

- زيادة ثقة المستثمرين فيها، كتعويض لجزء من الأموال المستثمرة،

- حالة نفي إمكانية تعرض المؤسسة لاختلال توازنها المالي،¹

رغم ذلك توجد بعض الأسباب التي تجعل المؤسسة غير قادرة على توزيع الأرباح، تكمن فيما يلي:

- تجنب توزيع الأرباح في حال حققت المؤسسة أرباحاً غير كافية، أو خسائر متتالية،

- على المؤسسة المحافظة على مركزها المالي من خلال الاحتفاظ بسيولة نقدية، لمواجهة أي عملية استحقاق قادمة،

- على المؤسسة معرفة كل احتياجاتها المالية الخاصة باستثماراتها المستقبلية في المدى الطويل،

- أن يعمل على التخفيض من أثر الضريبة على الاحتياجات المالية وكذلك على السيولة.²

ثانياً: طبيعة سياسات توزيع الأرباح:

إن سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة هو قرار ذو حدين بحيث يمكن أن يكون قرار مزدوج في نفس الوقت

أي إما قرار استثماري أو قرار تمويلي، وفي هذا الصدد سنحاول إبراز ذلك فيما يلي:

1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:

إن البحث عن حلول لسياسات توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة ان تنتظر حتى

تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية في

عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.

2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصادر الداخلية لتمويل مشاريعها الاستثمارية وهذا

لتجنب المشكلة التمويلية التي قد تحدث جراء عوامل خارجية أو داخلية، التي يمكن أن تؤثر على هيكل التمويل

المناسب في المؤسسة، ويمكن توضيح العلاقة بين قرار توزيع الأرباح وقرار الاستثمار والتمويل بالعلاقة التالية:

توزيعات الأرباح = (النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية) - الأموال المطلوبة للاستثمار

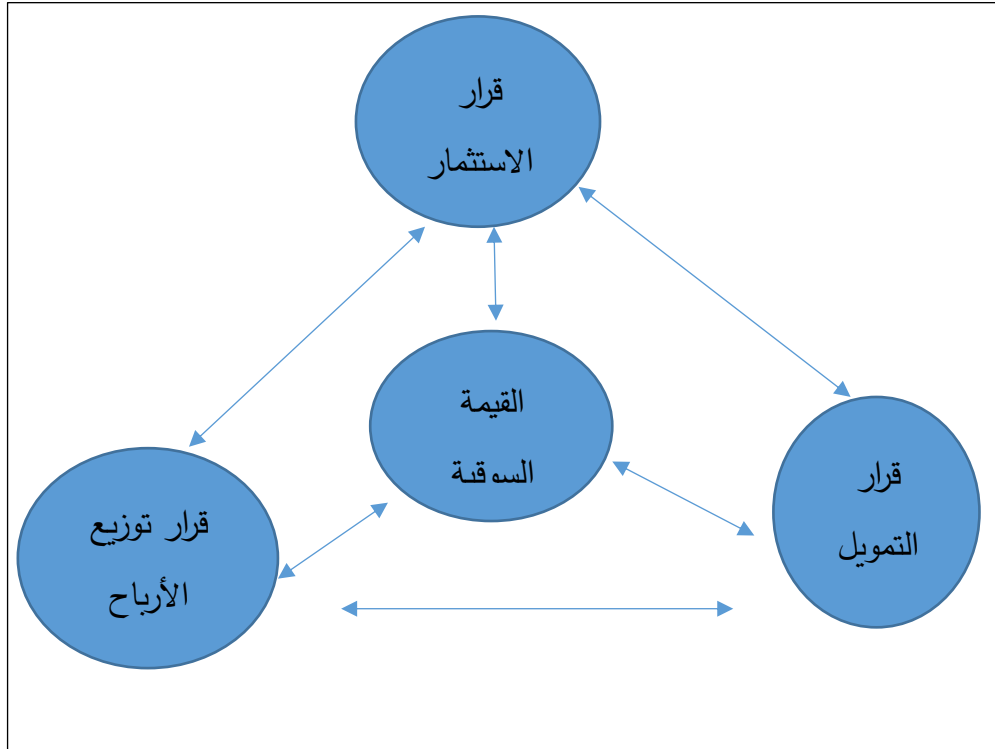
²-محمدزقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة-دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010، ص ص: 85-86.

¹-علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إترء، الأردن، 2008، ص 282.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

وهذه العلاقة توضح أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح من نقدية داخلية أم خارجة وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، بحيث انه إذا ما كانت النقدية الداخلة كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو يزيد عنها، إذا فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر للتمويل. ومن خلال ما سبق نوضح العلاقة المترابطة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): العلاقة المترابطة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص31.

المطلب الثالث: إجراءات سياسات توزيع الأرباح

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، فمقدار التوزيعات ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتابعين لأمر المالية للمؤسسة، وفي هذا الصدد يمكن تحديد مقدار التوزيعات فيما يلي:

1- مقدار توزيع الأرباح:

يتم تحديد مقدار التوزيع حسب مايلي:¹

¹- للاطلاع أكثر الرجوع إلى:

-عدنان تايه النعيمي، وارشاد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص461.

- مردودية السهم: تقاس مردودة السهم بالقيمة السنوية من التوزيعات المحمولة للسهم مقسمة على سعر السهم السوقي، ومردودية السهم عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة،

- تحدد نسبة التوزيعات: بتوزيعات الأرباح مقسمة على إجمالي الأرباح، وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية.

2- السلم الزمني لدفع توزيعات الأرباح:

- تاريخ الإعلان: محطة يحدد فيها مجلس الإدارة مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها، ويتم الإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية،

- تاريخ التوزيعات السابق: ويعتبر هذا التاريخ بمثابة تحديد من يستحق الحصول على التوزيعات، فإذا ما تم شراء السهم من قبل المستثمر قبل هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على التوزيعات والعكس صحيح،

- تاريخ التسجيل: تقوم المؤسسة بعد أيام تقوم المؤسسة من تاريخ التوزيعات السابقة بغلق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، بحيث كل مستثمر مسجل فيها له الحق في الحصول على التوزيعات، أما المستثمرين الذين اشتروا الأسهم بعد هذا التاريخ فلا يحق لهم المطالبة بالتوزيعات،

- تاريخ الدفع: ويقرر من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح على المساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.

- خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح: العديد من المؤسسات العالمية تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحها، والتي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من اجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.

المبحث الثاني: أنواع والعوامل المؤثرة في سياسات توزيع الأرباح

مهما تكن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة، فإنها يجب أن تركز على تحقيق هدفين أساسيين، الهدف الأول هو توفير كميات كافية من الأموال (من المصادر الداخلية)، والهدف الثاني هو تعظيم ثروة حملة الأسهم، وقد تنحصر في مجموعة من السياسات، لكن المؤسسات تتأثر بمجموعة من العوامل التي تحدد سياسة توزيع الأرباح على غرار العوامل التي تتعلق بمتطلبات النمو.

المطلب الأول: أنواع سياسات توزيع الأرباح

تختلف سياسات التوزيع التي تتبعها المؤسسات، فكل مؤسسة لها سياسة التوزيع التي تفضلها، ولكن سياسة التوزيع التي تنتهجها أي مؤسسة لا تخرج عن هذه الأنواع:

1- سياسة التوزيع الثابتة:

تعتبر سياسة التوزيع الثابتة من ناحية أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المنشأة نسبة التوزيع، ومن ناحية أخرى فانه نظرا لأن المكاسب المتوقعة متقلبة فان التوزيعات هي الأخرى ستكون متقلبة، مما قد يؤثر على أسعار الأسهم.¹

2- سياسة التوزيع المستقرة:

تعني اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا، وتمتيز سياسة التوزيع المستقرة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية أخذا بقاعدة وتتجه المنشآت نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب:²

- يعتقد كثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- إن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكيد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما سياسة التوزيع غير المستقرة (المتقلبة) فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض أسعار الأسهم.

- لا تميل المنشآت إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بفروض الإشارة أو ما يعرب بمضمون المعلومات والتي تعني أن المستثمرين ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على أنها إشارة أو علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل، فإذا خفضت الإدارة من التوزيعات فهي إشارة أو معلومات تدل على أن الإدارة تتنبأ بانخفاض

¹-عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008، ص397.

²-نفس المرجع السابق، ص397.

المكاسب في المستقبل مما خفض من سعر السهم، والعكس إذا زادت التوزيعات بنسبة غير متوقعة فهذه من وجهة نظر المستثمرين، علامة أو إشارة أو معلومات تدل على أن الإدارة تتنبأ بمكاسب كبيرة ستحققها المنشأة في المستقبل مما يزيد من يعر السهم في السوق.¹

3- سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة:

إن سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة تقوم على توزيع ما تبقى من الأرباح بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الشركة للموازنة الرأس مالية، وتقوم هذه السياسة على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة على شرط أن يتم إعادة استثمارها بمعدل عائد يفوق المعدل الذي يستطيع المستثمرون نفسه من الحصول عليه من خلال استثمارات أخرى بديلة ذات مخاطر بنسب مماثلة.²

4- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة:

تقوم سياسة توزيع الأرباح المنتظمة على أساس قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة وبمبالغ منخفضة، لذا فإن الشركة حسب هذه السياسة تقوم بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال فترة زمنية محددة.³

5- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة:

تقوم الشركة وفق سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح وبنسب منخفضة، حيث تقوم الشركة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق الشركة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال فترة زمنية معينة.

6- توزيعات الأرباح في صورة أسهم:

تتمثل توزيعات الأرباح على شكل أسهم بإعطاء المستثمر عدد معين من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات أرباح بصورة نقدية، حيث تتحدد حصة كل مستثمر من هذه التوزيعات وفقا لما يمتلكه من أسهم الشركة، ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا فإن الشركات تتبع هذه السياسة عندما يرتفع السعر السوقي للسهم بمعدل عالي.

¹- عاطف جابر طه عبد الرحيم، نفس المرجع السابق، ص: 399-400.

²- النعيمي، عدنان تابه، الساقى، سعدون مهديين سلام، أسامة عزمي، وموسى، شقيري نوري، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص: 460-462.

³-Al-Shawwreh, The impact of Dividend policy on share price volatility: Empirical Evidence from Jordanian stock Market, Finance and Banking Department, Faculty of Business Administration, Mutah University, 2014,p135.

7- اشتقاق الأسهم تجزئة أو تقسيم الأسهم:

إن عملية تجزئة أو اشتقاق الأسهم قد تتم من خلال سهمين جديدين مقابل سهم واحد قديم أو ثلاثة أسهم جديدة مقابل سهم واحد قديم أو سهم ونصف جديد مقابل سهم قديم أو أي معدل آخر يحدد من قبل الشركة.

8- إعادة شراء الأسهم:

تقوم الشركة وفق سياسة إعادة شراء الأسهم بإعادة شراء أسهمها من الأسواق المالية، وان السبب من وراء ذلك هو توزيع النقد على المساهمين، فطالما أن معدل الأرباح التي حققتها الشركة ذات معدل ثابت نسبيا فان انخفاض عدد الأسهم التي يتم شرائها سوف يؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد وبالتالي سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم في الأسواق المالية.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار سياسات توزيع الأرباح

تتأثر سياسات توزيع الأرباح بعدة عوامل التي تجعل المؤسسة مضطرة إلى تحديد سياسة معينة عن أخرى التي قد تكون ملائم حسب الظروف والوضعية الحالية للمؤسسة، وفيما يلي شرح مختصر لهذه العوامل:

1- التشريعات القانونية: تختلف القواعد والتشريعات القانونية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى بلد آخر، ومن زمن إلى آخر، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربعة قواعد رئيسية وهي، قاعدة الأرباح الصافية، قاعدة إضعاف رأس المال، قاعدة الإعسار، قاعدة العقوبة الضريبية، وتعتبر هذه القواعد قيودا ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها.¹

2- الشروط والاعتبارات التعاقدية: قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينهما وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيودا على الاستثمارات وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة الجمعية للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد

دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة.²

3- القيود الداخلية التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح:

¹-رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي ما بين 2011-2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 02، 2016، ص 41.

²-عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 402-405.

كما قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات، ومنها:¹

- تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات:

فباعتبار أن تكلفة الإصدار تكون أساسا عبارة عن تكلفة ثابتة، فإن هذا الأمر سينعكس على تكلفة الملكية بالارتفاع، إضافة إلى تكلفة المعاملات والمتضمنة لعمولة السمسرة وغيرها، فإن هذه الأمور إنما تعتبر كمحفز للمؤسسة لاحتجاز الأرباح من أجل استخدامها في تمويل عملياتها الاستثمارية، وبالتالي تخفف من حدة التكاليف على المستثمرين.

- معدل النمو:

يعتبر مقدار النمو المتوقع أحد العوامل المحددة للاحتياجات المالية للمؤسسة، خاصة في ظل صعوبة وارتفاع تكلفة الحصول على المصادر الخارجية، فالمؤسسات التي تكون في طور النمو تعاني بشكل كبير من هذا الإشكال، مما يحتم عليها دفع توزيعات ضئيلة للمساهمين والعمل على استغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو. وقد يكون حجم المؤسسة وسيولتها المفسرين لقرار التوزيعات، فالمؤسسات غالبا ما تتوجه إلى إجراء التوزيعات النقدية نظرا لتميز الأسواق المالية بعدم الكمال، والذي ينتج عنها تكاليف صفقات جراء التعامل في أسهم المؤسسة إضافة إلى أن المستثمرين المؤسسون ونظرا لإعفائهم من الضرائب على التوزيعات غالبا ما يميلون لامتلاك المؤسسات الكبيرة التي تقوم بدفع التوزيعات، كما قد تعمل أيضا هذه المؤسسات على تخصيص مبالغ كبيرة للتوزيعات.

- محتوى المعلومات:

ينطوي الإعلان عن التوزيعات في طياته على المستقبل المبشر للمؤسسة، فالمستثمرون يعتبرون الإعلان عن التوزيعات كإشارة من المؤسسة على تحقيقها لأرباح في المستقبل، فيكون له أثره الايجابي على قيمة السهم.

- الرغبة في السيطرة:

قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لاستثماراتها، الأمر الذي من شأنه أن يفقدتهم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين، لذا يفضلون احتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيعات، وهذا لتوفير التمويل الكافي لاستثماراتها.

4- اعتبارات المساهمين:

¹-Lee S.Redding، Firm Size and Dividend Payouts-Journal of Financial Intermediation 6,1997,p p : 224-248.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

على المؤسسة إتباع سياسة توزيعات أرباح لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها، الأثر الأول يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين، فإذا كانت نسبة المساهمين الممتلئين مالياً كبيرة، والذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة، فقد تقرر المؤسسة دفع نسبة قليلة من الأرباح لتأخير دفع المساهمين في المؤسسة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم¹. طبعاً إذا حقق المساهمون أرباحاً رأسمالية عند البيع، فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح الرأسمالية والتي تكون غالباً الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح (الربح العادي) أما المساهمون ذوي الدخل المنخفضة، فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح.

الأثر الثاني يتعلق بالفرص الاستثمارية المتاحة أما المساهمين، فالشركة يجب عليها عدم احتجاز الأرباح إذا كان باستطاعة المساهمين الحصول على الأرباح واستثمارها بعائد أعلى من العائد على المشاريع الاستثمارية للمؤسسة، أي أنه إذا تبين بأن المساهمين لديهم فرص استثمارية خارجية أفضل، فيجب على المؤسسة أن تقوم بدفع نسبة كبيرة من أرباحها، لكن إذا كانت مشاريع المؤسسة على الأقل تعطي نفس العائد للمشاريع الخارجية والتي تحمل نفس الدرجة من المخاطرة فيجب على المؤسسة أن توزع نسبة منخفضة من أرباحها.

أما الأثر الأخير يتعلق غي احتمالية انخفاض ثروة المساهمين الحاليين وستنخفض السيطرة على المؤسسة، لكن بتوزيع نسبة قليلة من الأرباح، فإن المؤسسة ستخفض من هذا الأثر على مساهمها الحاليين.

5- اعتبارات سوقية:

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالشركة وفقاً لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناء على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في الشركة، والشركات عموماً تختلف في نظرتهم وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، فهناك شركات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك شركات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن الشركة التي تعتمد سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبؤ بها وبالتالي مخاطرتها متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم الأسهم وبالتالي زيادة قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين².

يركز مالكون وحملة أسهم عادية آخرون على المحتوى المعلوماتي لقرار وسياسة توزيع الأرباح ذلك أن قرار المنشأة بتوزيع أرباح على المالكين يؤثر ويلمح إلى نجاح المنشأة في المستقبل، حيث أن التوزيع المستمر للأرباح

1-فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 310-312.

2-أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 375.

وبمبالغ مستقرة يعتبر مؤشر ايجابي ويلمح إلى أن الشركة تتمتع بمركز مالي جيد، كما يفسر المالكون وحملة الأسهم قرار الشركة بعدم توزيع أرباح بأن الشركة تمر بظروف مالية صعبة أو أنها لم تحقق أرباحاً في الفترة السابقة وهذا يعتبر مؤشر سلبي، إن عدم توزيع أرباح شركة معينة أو عدم استقرار تلك التوزيعات يزيد من حالة عدم التأكد المتعلقة بتلك التوزيعات وهذا الأمر ينعكس عادة بانخفاض قيمة الأسهم في السوق المالي بسبب ارتفاع معدل الخصم الذي تخصم به التدفقات النقدية عند تقييم الأسهم.¹

6- تكلفة المعاملات المالية:

يتحمل المستثمر تكلفة عند قيامه بأي معاملة مالية، فلو تؤخذ هذه التكلفة في الاعتبار فإن المستثمر الذي بحاجة إلى التمويل لواجهة نفقاته الجارية، يفضل التوزيعات على فائض القيمة لنفس المبلغ. ومن ناحية أخرى قد يفضل المستثمر ترك أمواله مستثمرة، فإذا أجرت المؤسسة التوزيعات فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمسرة المترتبة على هذه العملية المالية. ولكن إذا فضلت المؤسسة احتجاز التوزيعات واستثمارها، فإن المساهم سوف يحصل على الدخل الإضافي أي فائض القيمة دون تحمل نفقات وتكاليف.

7- التأثير على قيمة السهم واستقرار التداول على أسهم المؤسسة:

تستخدم المؤسسات عادة وسائل متعددة بهدف جذب المستثمرين، ومن هذه الوسائل توزيع الأرباح بهدف تحقيق المنافسة مع المؤسسات، مما يتطلب من المؤسسة أن تحدد مقدار العائد على أسهمها بمعدل قليل من معدل السهم بالمؤسسات الأخرى بالسوق وخاصة المماثلة والعاملة في نفس القطاع حتى تتمكن من المنافسة. إن عملية توزيع الأرباح تؤدي إلى المحافظة على قيمة السهم بالسوق المالي.

$$\text{قيمة السهم} = \text{عائد السهم} / \text{تكلفة رأس المال}$$

فإذا فرضنا أن تكلفة رأس المال 10% وعائد السهم 1 فإن قيمة السهم 10 دينار.²

وسياسة التوزيع هذه تحافظ على استقرار المستثمرين والتصاقهم في سهم المؤسسة وعدم البحث عن بدائل أخرى.

8- المبالغة على الضريبة في حجز الأرباح:

هل يمكن للمؤسسة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية؟

¹- Ross, Stephan A: Randolph W. Waster Filed; Jeffery F and Jeffe, corporate finance, 7thed, McGraw-Hill/ Irwin, 2005, p520.

²-دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 227-228.

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم، سندات، أذونات الخزانة،...)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، وعلى الرغم أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.

المطلب الثالث: نماذج سياسات توزيع الأرباح

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم كما اعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية، ومن هذه النماذج نجد ما يلي:

أولاً: نموذج لينتير¹: 1956: من خلال عدة ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم، توصل لينتير إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، ويقوم المسير بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيًا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة كما تبينه العلاقة الموالية:

$$D_t - D_{t-1} = a + c (dB_t - D_{t-1})$$

D_t و D_{t-1} : هي قيمة أرباح السهم للسنة والسنة الماضية على التوالي. حيث :

d : معدل توزيعها،

B_t : فهي النتيجة الصافية للسنة

a ، c هي ثوابت موجبة.

قيمة موجبة تعني تردد المسير في تغيير توزيع الأرباح

القيمة الصغيرة يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعد ما يستمر هذا

التغير.

¹ -بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص 17.

لقد تم اختبار نموذج لينتير 1956 في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج، وعلى سبيل المثال فاما وبابياك 1968 الذي قام بدراسة على عينة من المؤسسات (392 مؤسسة) بين سنة 1946 و1964، وكانت النتيجة موافقة لنموذج لينتير 1956.

إن محاولة فهم اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم هو فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح، فحسب لينتير 1956 الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية، أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من 1947 إلى 1953 وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعاً لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقاً لهذه النسبة، وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى، بناءً على هذه النتائج قام لينتير 1956 بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات (ΔD) عبر الزمن t وباختلاف المؤسسات i ، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المسويات الشاذة لأشكال توزيع أرباح السهم، ومن ثم التركيز على التغير في مستويات الأرباح الموزعة ($\Delta t, D_i$):

$$\Delta_i D_{,t} = i a + i C [D^*_{i,t} - i D_{(t-1)}] + i U_{,t}$$

$$\Delta_i D_{,t} = i D_{,t} - {}_t i D_{-1}) \text{ حيث:}$$

$\Delta D_{i,t}$: التغير في مستويات توزيع أرباح المؤسسة بين سنتين متتاليتين.

$$t, i^* D = i R (t, P_i)$$

$t, i^* D$: مبلغ الأرباح الموزع فعلاً

$i R$: يمثل نسبة التوزيع المستهدفة للمؤسسة i

${}_t i P$: يمثل الربح الجاري للمؤسسة i في اللحظة t .

C_i : يمثل معامل التعديل الخاص بالمؤسسة i وهو متعلق بالفرق بين توزيعات السنة الماضية والتوزيعات الحالية.

$i a$: قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبة المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات.

${}_t i U$: خطأ التقدير.

ثانيا: نموذج جوردن

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، فقد توصل إلى عكس ما توصل إليه MM، وهي أن لسياسة توزيع الأرباح أثر على قيمة المؤسسة أو السهم في بعض الحالات، وقد أقام جوردن وجهة نظره على مجموعة من افتراضات والمتمثلة في:¹

- يتميز السوق المالي بالكفاءة، حيث لا وجود لتكاليف المعلومة و الصفقات.
- يعد معدل المدرودية على الاستثمارات ثابتا، وكذلك المفروض، ويتمثل في تكلفة التمويل.
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب.

$$(g = BE * K^{\wedge})$$

- ثبات معدل نمو المؤسسة g مع

EB: الأرباح المحتجزة،

K^{\wedge} : معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة)

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو.

- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

كما سبق الإشارة فان نموذج جوردن يقوم على أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لعدد لانتهائي من التوزيعات، ففي حالة اختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الاستثمار فيمكن تمييز عدة حالات:

- حينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، تكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح، وهي حالة عموما تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون فيها احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماما من طرف المستثمرين، وذلك لكونها ستضيق عليهم فرصا استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل.

أما في الحالة يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، يكون من صالح المستثمر والمؤسسة احتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، وهي حالة تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة.

ثالثا: نموذج والتر

¹-محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 392.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

- يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، وقد بني هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات، وهي:¹
- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط.
 - ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل.
 - يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها.
 - ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.
- قد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة:²

$$P = D/WACC + [r_s(R - D) / WACC] / WACC$$

⇒

$$P = D + [(r_s/WACC)(R-D)] / WACC$$

حيث:

P: تمثل سعر السهم

D: توزيعات السهم

WACC: تكلفة التمويل

r: معدل التمويل الداخلي (معدل العائد المطلوب)

R: ربحية السهم.

فالمعادلة تشير إلى أن سعر السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لا نهائية من التوزيعات الثابتة

D / W A C C

والقيم الحالية لقيم لا نهائية من الأرباح الرأسمالية $[r(R - D) / W A C C]$

إذ يظهر جلياً من خلال المعادلة أثر كل من التوزيعات أو الاحتجاز على القيمة السوقية للسهم.

¹-محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص362.

²-نفس المرجع السابق، ص ص: 362-363.

رابعا: نموذج الإشارة وأرباح السهم (نموذج كلاي) 1980¹

يسمح نموذج الإشارة للمسير باستعمال أرباح السهم، الاستثمار أو الاستدانة لإعلام المستثمرين بالوضع المالية للمؤسسة، وفي كل إشارة يتحمل المسير تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات النوعية الجيدة.

نماذج الإشارة المعروفة هي التي حددها كل من ميلر وروك 1985 وبتشاريا 1979 فالفكرة الرئيسية في جميع هذه النماذج هو أن المسير يعدل من أرباح السهم بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المسير يتوقع تحسن في التدفقات النقدية، وانخفاضها يعني العكس.

يمكن تفسير الإشارة المراد توصيلها من خلال توزيع أرباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي، بدون هذه الإشارة فالمستثمرون يعجزون عن تقييم نوعية المؤسسة، حيث يصبح تقييمهم مبني على حدسهم للقيمة المتوسطة للمؤسسة. من أجل هذا، فلعلز قيمة مؤسسة A عن قيمة مؤسسة B (حتى يمكن التفريق بينهما)،

فعلى المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية تجنب الخطر المعنوي، فالنظام المثير للاهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين هو كما يلي:

$$(V_1 - L/y_1, si V_1 < D_0), M = (1+r)y_0 V_0 + y_1 \{ (V_1, si V_1 \geq D_0)$$

مع:

M: عائد المسيرين.

V_0, V_1 : قيمتي المؤسسة في اللحظة 0 وفي اللحظة 1 على الترتيب.

L: الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة (D_0) أكبر من النتيجة المحققة،
($is_1 V < D_0$)،

فحسب هذا النموذج، لا يقوم المسيرون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس،

فان المسيرين سوف يتحملون الجزء الذي لا يكون في صالحهم، وبذلك فان المسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة والذي سوف يستمر في

¹-بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 18.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة فهذا يدل على أن هناك انخفاضا مستمرا في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالية.

خامسا: نموذج ميرتون ومارش وتكاليف المعاملات 1987:1

يفترض نموذج ميرتون لتوازن الأصول المالية أن تكلفة المعلومات تشمل على مركبتين أساسيتين المركبة الأولى في تكلفة جمع ومعالجة البيانات، أما المركبة الثانية فهي تتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات من طرف المؤسسة، تعطي هذه التكاليف صورة معكوسة لتكاليف نموذج الإشارة والوكالة، كما يقوم هذا النموذج على طريقة الاستحداث في حالة عدم التأكد.

يصاغ نموذج ميرتون ومارش كما يلي:

$$R_s - r = \beta_s [R_m - r] + \lambda_s - \beta_s \lambda_m$$

حيث أن:

R_s : عائد الأصل s في حالة التوازن.

R_m : عائد محفظة السوق في حالة التوازن.

r : معدل العائد بدون مخاطرة.

β_s : بيتا الأصل.

$\lambda_s \cdot s$: تكلفة المعلومة في حالة التوازن للأصل

λ_m : التكلفة المتوسطة للمعلومات.

يعتبر نموذج ميرتون ومارش كتعميم لنموذج ميرتون لوصف تطور أرباح السهم وكذلك لمحفظه السوق.

سادسا: نموذج فان هورن 1989: قدم فان هورن، نموذجا يؤكد فيه:2

1-غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2015/2014، ص ص: 230-231.

2- للاطلاع أكثر الرجوع الى:

-Jaque Tueille، Patrique Topsacalian: Finance, 3^{eme} Edition، Vuibert، Paris، 2000.: 454-455.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة السهم في بداية الفترة، تساوي القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنه خلال الفترة، وتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في بداية الفترة. والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي:

$$P_0 = (DPA + P_1) / (K + 1)$$

حيث:

K: معدل الاستحداث أو معدل المرودية المطلوب.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N* سهم، فإن المعادلة تصبح ما يلي:

$$P_0 = (N \cdot DPA + (N + N^*) P_1 - N^* \cdot P_1) / k + 1$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، حيث أن قيمة الأسهم الجديدة هي القيمة التي تتساوى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة فان اقتضت الموارد المالية على الأرباح التي تحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فان القيمة السوقية الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$R_{net} + N^* \cdot P_1 = I + N \cdot DPA$$

حيث:

R_{net}: تمثل النتيجة الصافية، الأرباح المحققة.

I: الاستثمارات المقرر تنفيذها.

$$N^* \cdot P_1 = DPA \cdot N + I - R_{net}$$

عليه فان:

بالتعويض في المعادلة السابقة نجد:

$$P_0 = 1/1+k (N_0.DPA +(N^* + N)P_1+R_{net} -I-N.DPA)$$

$$NP_0 = (N^* +N) P_1 + R_{net} - I/(1+K)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة مطروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة. نرى من خلال ما سبق أن كلا من MM و HORNVAN في ظل ظروف التأكد التام توصلوا إلى نتيجة واحدة مفادها أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، في حين توصل (GORDON) في نفس الظروف إلى نتيجة مخافة لهم وأن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وهذا ما سنعرضه في النقطة التالية.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

توجد العديد من النظريات التي ناقشت سياسات توزيع الأرباح وحيث أن سياسات توزيع الأرباح تتأثر بالعديد من العوامل مثل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، كلفة مصادر التمويل الأخرى والتفضيلات الضريبية، وبالتالي فقد انبثقت العديد من النظريات حسب الافتراضات والاعتبارات التي جاءت بها لدراسة أثر سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: نظريات مفسرة لسياسات توزيع الأرباح في المؤسسة

جاءت عدة نظريات لتفسير تأثير سياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حسب افتراضات واعتبارات التي جاءت بها

أولاً: نظرية عدم ملائمة التوزيعات (MM):

- تقوم نظرية عدم ملائمة التوزيعات على مجموعة متنوعة من الفرضيات ومنها:
- عدم وجود ضرائب على الشركة أو ضريبة توزيع أو ضرائب على دخل الأفراد.
- عدم تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال.
- عدم وجود تكاليف لتنفيذ العمليات.
- وجود معلومات متجانسة والمعلومات متاحة للجميع.
- عدم تأثير سياسة تقسيم الأرباح بين الاحتجاز والتوزيع على تكلفة الأموال المملوكة.
- إن سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح.

بالرغم من أن العديد من هذه الافتراضات تبدو غير منطقية وغير قابلة للتطبيق مثل (عدم وجود ضرائب، توافر المعلومات، تجانس التوقعات) إلا أن أصحاب هذه النظرية يجادلون بان صلاحية اختبار هذه النظرية لا تعتمد على الواقع بقدر ما تتحدد بالاختبارات العملية.

تتضمن نظرية عدم ملائمة التوزيعات بأن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سهم الشركة أو على كلفة رأس المال، وبالتالي وحيث أن سياسة التوزيع ليس لها تأثير جوهري وبالتالي فإنها غير ملائمة.

إن من أنصار هذه النظرية الأساسيون هم ميلور و مد قلياني (Modigliani and Miller (MM)

حيث تجادل هذه النظرية بأن قيمة الشركة تتحدد من خلال القوة الايرادية الأساسية ومخاطر الشركة، وبكلمات أخرى فان قيمة الشركة تتحدد من خلال دخل الشركة المتولد من أصول تلك الشركة وليس من كيفية تقسيم ذلك الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.

لفهم نظرية (MM) بأن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة فهي تلاحظ بأن كل مساهم يستطيع بناء سياسة توزيع الأرباح الخاصة به، فمثلاً لو أن مساهم يرغب بالحصول على عائد سنوي ونسبة 5% ولم تقم الشركة بتوزيع أية أرباح خلال تلك السنة فهذا المساهم يستطيع الحصول على هذه النسبة من خلال بيع 5% من أسهمه في تلك الشركة ولو فرضنا أن الشركة قد قامت بتوزيع أرباح تزيد عن النسبة التي يرغب المساهم في الحصول عليها فهذا المساهم يستطيع بالمقابل أن يشتري أسهم إضافية من الشركة من الأرباح الموزعة والتي تزيد عن النسبة المرغوبة من المساهم، وحسب فرضيات نظرية (MM) والتي تتضمن بعدم وجود تكاليف تنفيذ على عمليات بيع وشراء الأسهم وبالتالي يستطيع كل مساهم وضع سياسة خاصة به لتوزيعات الأرباح دون تحمل أية تكاليف إضافية وبالتالي تصبح سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة غير ملائمة، وكما يلاحظ من هذه السياسة أنها تتضمن مجموعة من الافتراضات غير الواقعية فعلى أرض الواقع توجد ضرائب سواء ضريبة على دخل المساهم أو ضريبة توزيع أو ضريبة على أرباح الشركات كما أن عمليات بيع وشراء الأسهم لا تتم إلا بعد دفع عمولات تنفيذ لشراء وبيع هذه الأسهم وبالتالي فإن نظرية (MM) تعرضت إلى الكثير من الانتقادات لكن أنصار هذه النظرية يؤكدون أن صحة هذه النظرية تعتمد على الاختبارات التجريبية وليس على واقعية الفرضيات التي بنيت عليها الفرضية.¹

ثانياً: نظرية العصفور في اليد:

جاء بهذه النظرية جون لنتر وميرون غوردن وتشير هذه النظرية إلى وجود علاقة ما بين أداء الشركة وتوزيعات الأرباح حيث يعتقد المستثمرون أن الأرباح الحالية هي أقل خطورة من الأرباح المحتملة في المستقبل ولذلك فإن المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح الحالية.²

هذه النظرية تمثل وجهة نظر كل من جوردن ولنتر، و جاءت كانتقاد لوجهة نظر MM التي قامت عليها النظرية الأولى، وهي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة، حيث تشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها في سعر السهم السوقية، وهذا من خلال معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ينخفض بارتفاع توزيعات الأرباح، وهذا راجع إلى أن درجة تأكد المستثمرين حول حصولهم على مكاسب الرأسمالية المتحققة من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات، حيث تزداد درجة المخاطرة نتيجة ارتفاع حالة عدم التأكد المصاحبة لاحتجاز

¹-محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011، ص: 210-211.

²-Latifa , Azeez, Relationship Between Dividend Payout and Firms Performance : Evaluation of Dividend Policy of Oando PLC , International Journal of Contemporary Applied Science, 2015,p8.

الأرباح وإعادة استثمارها، مما يعني تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، كون الأرباح الموزعة في الوقت الحاضر أكثر تأكدا من احتمالية الحصول على مكاسب رأسمالية في المستقبلية. قد استند جوردن ولنتر، على الدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر، ونظرا لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فانه يكون دائم السعي إلى تجنب هذه المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا راجع إلى نظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكدا من الأرباح الرأسمالية، وهو ما سيؤدي حتما إلى ارتفاع قيمة السهم، ولكن عند امتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك إنما تريد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالانخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:¹

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات المتوقعة} / \text{سعر السهم السوقي}) + \text{معدل النمو}$$

لعل أهم مبدأ يقوم عليه وجهة نظر كل من جوردن ولنتر هو العلاقة التي تربط بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حالة تجاهل هذه العلاقة نصبح أمام نموذج جوردن في حال التأكد التام، والذي يؤكد على حيادية أثر التوزيعات على قيمة السهم.

ثالثا: نظرية التفضيل الضريبي

طبقا لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب كل من ويستون وبرقهام 1993، انه في حالة وجود الضرائب فان المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقا لنموذج جوردن فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر.

فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فان قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل

¹ -عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص 215.

الفصل الرابع: دور اختيار سياسات توزيع الأرباح في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية

هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقي عند وفاة المساهم يعد كتكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة.¹

بناء على هذه الأسباب، فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح، إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين، فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة، وكصورة واقعية لهذا فقد لوحظ زيادة في شراء الأسهم بدل توزيع الأرباح ابتداء من سنوات الثمانينات وهذا ما أشارت إليه دراسة كل من ألان ومشيلى 1995 وستيفن وويسبان 2000 وفرانش 2001، ومع ذلك فوجد كل من ميلر وشولز 1978 بينوا انه يوجد اختلاف بين المستثمرين نتيجة اختلاف الضريبة بين أرباح السهم وربح القيمة، وعلاوة على ذلك نجد مد قلياني وميلر 1961 أثبتا أن كره الضرائب يؤدي إلى تخفيض تكلفة الضريبة على أرباح السهم والفكرة هي أن كلا المستثمرين الذين سوف يحصلون على أرباح سهم عالية أو منخفضة تكون قراراتهم مرتبطة بتكلفة الضرائب المختلفة بينها المؤسسات التي لا تتحمل الضرائب كصناديق التقاعد والأشخاص الذين لديهم تفضيلات ضريبية على أرباح السهم فإنهم يلجؤون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة عالية من أرباحها على شكل أرباح السهم عكس الذين ليس لديهم هذه والتفضيلات فإنهم يميلون إلى الاستثمار في المؤسسات التي تكره توزيع أرباح السهم، وبالتالي فإن المساهمين يختارون المؤسسات التي تتوافق وتفضيلاتهم.²

حيث توصل جون تري 1994 أيضا إلى أن المؤسسة تأخذ بعين الاعتبار الضريبة على أرباح السهم عند تحديد أرباح السهم، والتي تكون مرتبطة بفرضية التأثير الضريبي، حيث اختبر لاسفار 1996 نسبة توزيع أرباح السهم المستقبلية والحالية كدالة في الأرباح والتمييز الضريبي TD ومتغيرة متعلقة بالتأثير الضريبي على المؤسسة وهي تأخذ القيمة 1 إذا كان قيمة الضريبة على أرباح المؤسسة أقل من أرباح السهم وأن التسيقات الضريبية التي دفعتها المؤسسة لا يمكن استعادتها فعندما لا يمكن استعادتها التسيقات الضريبية يتوقع أن المؤسسة توزع نسبة منخفضة من أرباح السهم وأن معامل هذه المتغيرة يكون سالب وذو دلالة إحصائية.

¹—عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص465.

²—Manos Ronny, capital structure and Dividend policy, evidence from emerging markets, a thesis of doctor of philosophy, department of accounting and finance, university of Birmingham August 2001, p22.

$$TD = (1-m) / [(1-z) (1-s)]$$

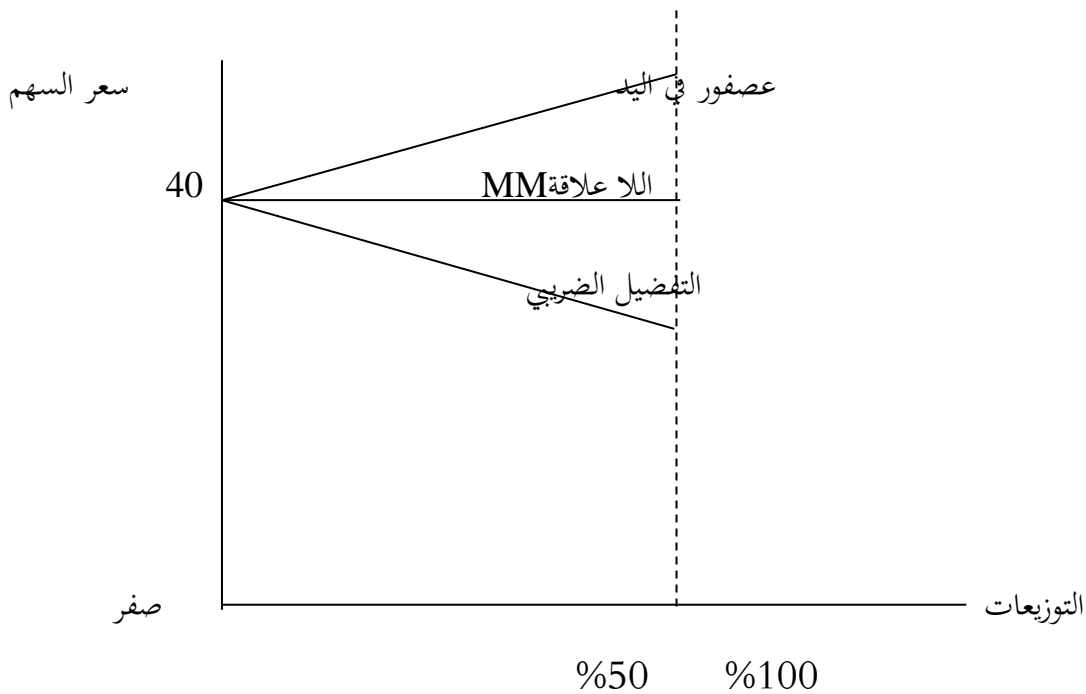
حيث:

m: تمثل الدخل الحدي للضرائب على أرباح السهم، تمثل الضريبة الفعلية على ربح القيمة ونسبة الضريبة على أرباح المؤسسات.

المتغيرة TD تعكس تأثير الضرائب على الأشخاص وهي تتغير عكسيا مع نسبة الضريبة على عوائد الأشخاص، ففي حالة ما إذا كانت قيمة TD أكبر من الواحد فان قيمة الضريبة على أرباح السهم تكون لأقل من قيمة الضريبة على ربح القيمة، وبالتالي توقع أن المؤسسة ستدفع نسبة عالية من التوزيعات على شكل أرباح السهم. تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن كل المعاملات ذات دلالة إحصائية قوية وبإشارات توافق ما تنص عليه نظرية التفضيل الضريبي وكانت النتيجة المهمة هي أن المؤسسات تسعى لتعظيم عوائد مساهميها بعد الضرائب (تخفيض تكلفة الضرائب على المساهمين).

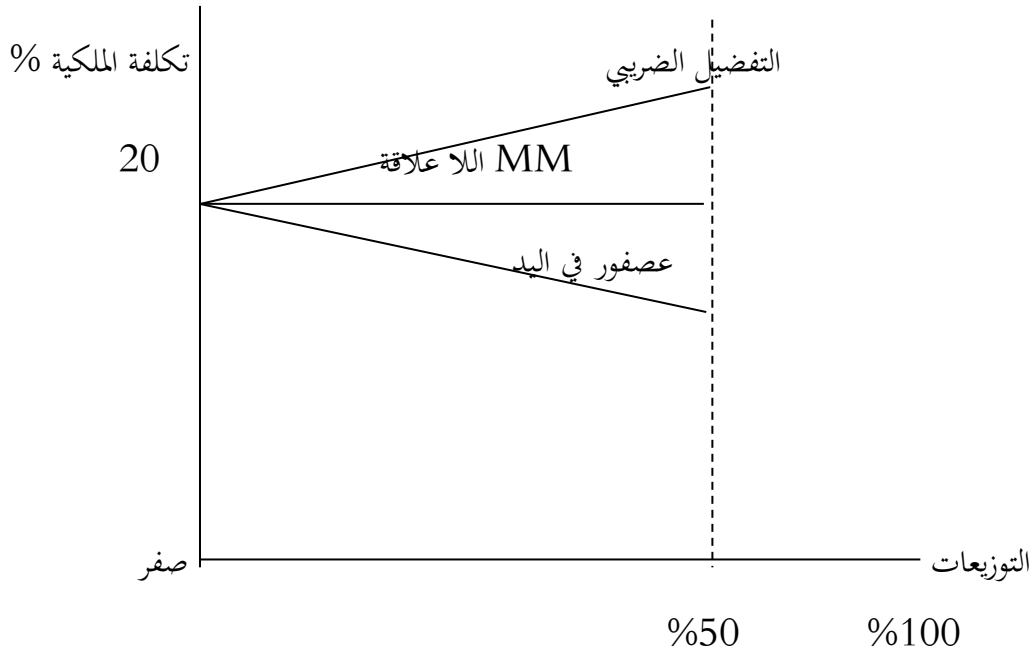
يمكن توضيح المواقف الثلاثة لنظريات سياسة التوزيع الثلاث بيانيا كالتالي:

الشكل رقم (4-2): افتراضات نظريات (MM) وعصفور في اليد والتفضيل الضريبي



المصدر: عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 396.

الشكل رقم (4-3): مواقف نظريات توزيع الأرباح



المصدر: عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص 396.

المطلب الثاني: قضايا أخرى تتعلق بسياسات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

هناك عدة نظريات أخرى تتعلق بسياسات توزيع الأرباح جاءت بعدة فرضيات وقضايا وعوامل أخرى التي تبين وتوضح علاقتها وتأثيرها على قيمة المؤسسة.

أولاً: فرضية المحتوى المعلوماتي (الإشارة)

يمكن أن تقدم سياسة توزيع الأرباح حلاً لمشكلة عدم التأكد التي يعاينها المستثمر¹ حيث يمكن لإدارة المؤسسة التأثير على سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة في حالة اتصافه بحالة من عدم الكفاءة التامة، وذلك من خلال إرسالها لرسائل أو إشارات معينة تؤدي إلى ترجمتها على أن المؤسسة تتمتع بأداء جيد مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأوراقها المتداولة.²

يعود الفضل في ظهور نظرية الإشارة لدراسة 1956 لينتر، والذي أثبت أن الارتفاع في التوزيعات يصاحبه ارتفاع منتظم في النتائج مع وجود بعض التأخير.

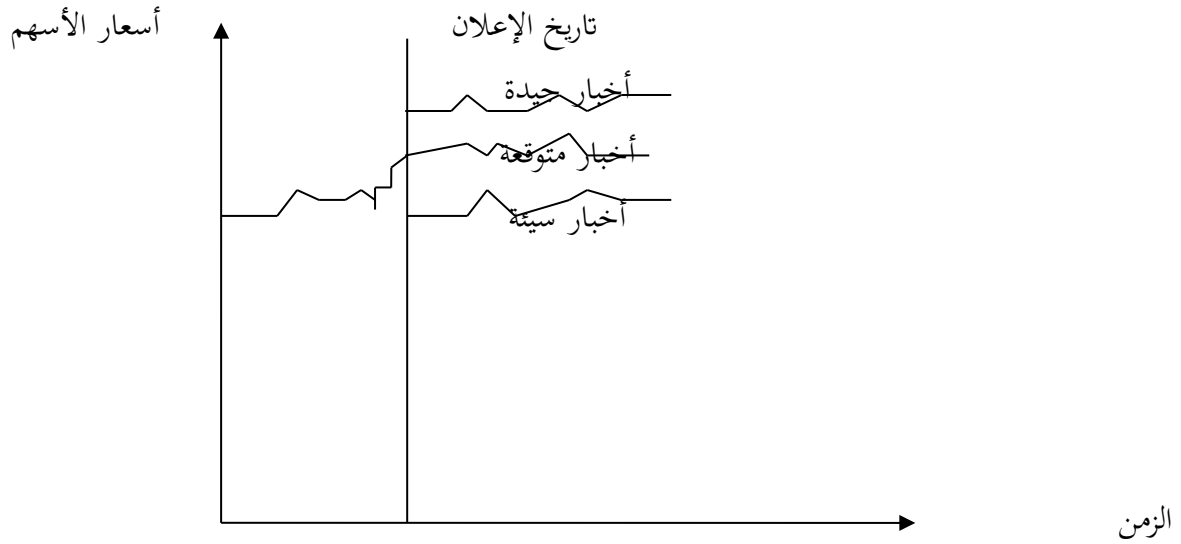
¹-سفيان خليل المناصير، القرارات المالية، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 49.

²-هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص 210.

أكد كل من MM في سنة 1961 أن التوزيعات تدل على المعلومات وتنتقل إلى سوق خاصة في ظل انعدام الكفاءة التامة لسوق المالي، ومن هذا المنطلق أصبحت التوزيعات تعطي إشارات مباشرة متعلقة بالنتائج المستقبلية للمؤسسة وذلك كما يلي:

-زيادة توزيعات دليل على نمو الأرباح في المستقبل، فإذا كانت هذه المعلومات غير متوقعة في السوق المالي، فإن الإعلان عنها سوف يؤدي ارتفاع الأسعار، وهذه النتيجة تشير إلى أن تغير السعر لا ينتج عن قيمة التوزيعات، وإنما المعلومات المترابطة بتطور النمو في نتائج المؤسسة، وهذا ما سنوضحه من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(4-4): أثر الإعلان عن توزيع الأرباح على قيمة السهم



Source : Bellalah Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de cout d'information, cahiers de recherche n 200009, université paris IX Dauphine, p08.

في ظل كفاءة الأسواق، فإن قرار الإعلان عن توزيعات الأرباح هو متوقع من طرف المساهمين، وفي الواقع فإنه كانت توزيعات الأرباح متوقعة، فإن الأسعار المستقبلية لا تستجيب لتاريخ الإعلان، ومع ذلك فإنه عندما تكون توزيعات المعلن عنها أعلى أو أقل من التوزيعات المتوقعة، يعيد المستثمرون النظر في توقعاتهم وترتفع أو تنخفض الأسعار نتيجة لذلك.

منه فإذا كان الإعلان عن التغير في سياسة توزيع الأرباح يؤثر على سوق ككل إذن كيف تؤثر هذه التغيرات على قيمة المؤسسة؟ بعبارة أخرى ما هي طبيعة المعلومات التي تنقل إلى السوق عقب تغيير سياسة توزيع الأرباح؟

- التفسير الأول: هو فرضية الإشارة لتدفقات النقدية، والتي اقترحها 1979 باتا شاريا، 1985 جون و وليامس، 1980 كلاي، 1985 ميلر وروك، هذا النماذج تظهر أن سياسة توزيع الأرباح، تعلم أو تخطر، تنبأ السوق بتدفقات النقدية الحاضرة والمستقبلية.

- التفسير الثاني: ويبنى على فرضية التدفق النقدي الحر ل 1986 جونسون وترى هذه الفرضية أن المسيرين الذي يملكون خزينة مهمة يترددون في الاستثمار بتكلفة أقل من تكلفة رأس المال، ويفضلون الاحتفاظ بالنقدية بدلا من توزيعها على المساهمين.

نفس السياق نجد أيضا تفسير 1989 لانج وليتز انبارجي حيث لاحظ أن فرضية التدفق النقدي الحر هي أفضل تفسير لهذه الإشارة لتطور أسعار البورصة إلى تغير سياسة توزيعات لأن الإعلان عن توزيع الأرباح يؤثر تأثيرا كبيرا على مسار الأسهم، عندما تؤثر توزيعات على مستوى التدفق النقدي المتاح للاستثمارات غير الربحية، هذه النتيجة تأتي من أن زيادة في التوزيعات تخفض من تحفيزات المسيرين إلى خفض الأرباح تزيد من سياسة الاستثمار.¹ بالتالي فان هذه النظرية تنص على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيع الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو النقصان ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستبدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.²

ثانيا: تكاليف الوكالة

في بداية إنشاء وتكوين الشركة تتفق أطراف عديدة مثل المساهمون (المالكون) والمقرضون وإدارة الشركة جميعا على إنشاء الشركة والسبب في ذلك التعاون والاتفاق هو المصالح المشتركة والمتوقعة من إنشاء الشركة، ولكن في المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن يحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، وأبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، ذلك أن المقرضين يرغبون دائما أن تحتفظ المنشأة بأكبر قدر من السيولة (النقدية والأوراق المالية القابلة للبيع والتسييل بسرعة) وذلك من أجل الشعور بالاطمئنان على الأموال التي قاموا بإقراضها وأن المنشأة (بسبب توفر السيولة) تستطيع الوفاء وتسديد التزاماتها المالية اتجاههم حتى لو كانت تمر بصعوبات مالية.

¹-Bellalah Mondher, op, cit, p p : 8-9.

²-محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

بالمقابل يرغب حملة الأسهم أن تقوم الشركة بتوظيف معظم الأموال التي لديها في مشروعات تحقق لها معدلات عائد عالية يكون لهم النصيب الأكبر فيها حتى لو خاطرت إدارة الشركة وخفضت نسبة السيولة لديها. وهنا يأتي دور الطرف الثالث وهم إدارة الشركة، والذين من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المالكين (المساهمين) أكثر من خدمة المقرضين، ولذلك وجدت دراسات عديدة أن الشركات حتى عندما تواجه صعوبات مالية لا تقوم بتخفيض الأرباح، بل تحافظ على مصالح المالكين (حملة الأسهم) وتستمر في دفع التوزيعات.¹ يتمتع المسكرون، بطبيعة الحال، بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، مما يمكنهم أن يستغلوا هذه المعلومات لتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين، في هذه الحالة يترتب على المساهمين تحمل تكاليف معينة لضمان تحقق أهدافهم، تسمى بتكاليف الوكالة.² عليه، فإن الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تكون مؤشرا إيجابيا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المجدية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة التوزيعات، وفي المقابل الزيادة في توزيعات الأرباح، قد تعني في الوقت نفسه حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية، يتضح مما سبق أن تأثير تكلفة الوكالة على سياسة توزيع الأرباح، يأتي من خلال تبني الإدارة سياسة توزيع للأرباح التي من شأنها تخفيض هذه التكلفة، وفقا لوضع السيولة ومصادر التمويل والمشاريع الاستثمارية المرحة المتاحة لها.

يرى العديد من المنظرين في علم المالية أن المدراء وفي حالة أن تكون لدى المنشأة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المالكين أو من يمثلهم حول الكيفية التي سينفقون بها تلك الفوائض النقدية، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة من خلال توزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين وبالتالي تخليص المنشأة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المدراء أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة، ولا تعنى المناقشة السابقة أنه الأفضل للمدراء هو توزيع الأرباح النقدية دائما، بل قد يكون من الملائم هو إعادة شراء الأسهم كبديل عن توزيع الأرباح النقدية لأنهما كما تبين سابقا في هذا الفصل يؤديان إلى نفس النتيجة.³

1-أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 384-385.

2-بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

3-أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص: 385.

لتخفيض تكاليف الوكالة و الصفقات يلجأ المسيريون إلى البحث عن النسبة المثلى من توزيعات أرباح السهم التي تسمح لهم بالوصول إلى هذا الهدف (ايستر بروك 1984، تم اختبار هذا النموذج من طرف روزوف 1982 باستعمال طريقة المربعات الصغرى، فانه كلما زادت نسبة امتلاك المسيرين للأسهم كلما انخفضت تكلفة الوكالة نتيجة انخفاض الضغوط على المسير، ومنه نقص الاعتماد على أرباح السهم لتخفيض هذه التكلفة، كما أن امتلاك المسير لأسهم المؤسسة يجعله يفضل الزيادة في أجرة بدل توزيع أرباح السهم، كانت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية بين قيمة التوزيعات والمتغيرات التالية:

(B-المخاطرة السوقية للمؤسسة، معدلي النمو، نسبة الأسهم التي يمتلكها المسيرين)،

- وعلاقة موجبة مع نسبة اللوغاريتم النيبييري لعدد المساهمين إلى اللوغاريتم النيبييري لرقم الأعمال، وبدلالة إحصائية،
- والعلاقة السلبية مع معدلي النمو هو أنه كلما زاد معدل النمو زادت احتياجات المؤسسة من السيولة، ومنه تخفيض قيمة التوزيعات لتلبية هذه الحاجيات، وكذلك فزيادة معدلي النمو يزيد من ثقة المساهمين بالمسيرين، ومنه المطالبة بنسبة عالية من أرباح السهم للضغط على المسيرين تصبح غير ضرورية.

ثالثا: نظرية تكاليف الصفقات

المؤسسة يمكنها أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح السهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها، وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الآخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح، فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة على سبيل المثال المسيريون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة عالية موجبة لاستثمار ما نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق حجز الأرباح حسب ميلر - ورووك 1985 الذين أثبتنا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة، نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم تستبق الاستثمارات وتبحث في التكاليف التي يمكن أن تتحملها المؤسسة نتيجة التمويل الخارجي في حالة ما إذا قامت المؤسسة بزيادة نسبة توزيع أرباح السهم، فتكاليف الصفقات تشمل

كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة، والنفقات القانونية كالضرائب وغيرها، وأبعد من ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي بمساهمين إلى وجود صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الحفاظ على ولائهم السابق، مثلاً دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض وتظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة، فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح، تقترح على المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتلجئ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية فالمؤسسات الأكثر لجوء إلى التمويل الخارجي تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة وحسب روزوف 1982 الرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملين اللذين يفسران لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي. العامل الآخر الذي يمكن أن يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، بطبيعة الحال المؤسسات الأقل حجماً يكون مساهميها غير راضيين على لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير، وضياع إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، و الذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة وهذا ما أكدته دراسة كل من رودينق و فامان وفرانش.¹

يشير ميلر ومد يغلياني إلى أنه في حالة كانت التوزيعات غير كافية لتلبية احتياجات المستثمر فانه يمكنه بيع جزء من الأسهم الذي يمتلكها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة وهو ما أطلقنا عليه بسياسة التوزيع التي يشكلها المستثمر بنفسه، غير أن هناك من الأسباب ما يدعو إلى الاعتقاد بأن فرصة المستثمر لتشكيل سياسة خاصة للتوزيع تعتبر ضئيلة وذلك لأسباب التالية:

السبب الأول: يتمثل في وجود تكلفة المعاملات التي سيدفعها المستثمر للسماسة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع أوراق مالية، وهنا يكون من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبه، وذلك بدلا من قيامه بنفسه بتشكيل هذه السياسة وذلك بسبب تكلفة المعاملات.

¹ - اسعد حميد العلي، نفس المرجع السابق، ص: 15-16.

أما السبب الثاني: فهو وجود حد أدنى لصفقات البيع أو شراء الأوراق المالية وهنا يجد المستثمر نفسه مضطرا لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجاته، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء.¹

رابعا: الأثر الزبائني

يقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى وتفضيلاهم فيما يتعلق بالاستثمار والاستهلاك.²

سبق وأن تم الإشارة بأن مجموعات مختلفة أو عملاء (زبائن) مختلفون يفضلون سياسة توزيع أرباح مختلفة فعلى سبيل المثال المتقاعدون وصناديق الاستثمار الجامعية يفضلون غالبا التوزيعات النقدية وبالتالي فإنهم يفضلون قيام الشركة بدفع أرباح نقدية مثل هؤلاء المستثمرون ومثلهم صناديق التقاعد يكونوا خاضعين لمستويات متدنية من الضريبة وبالتالي لا يكون لديهم اهتمامات ضريبية، من جهة أخرى بعض المستثمرين يقومون بإعادة استثمار ما يدفع لهم من توزيعات (بعد دفع الضريبة) ومن ثم تعود لهم كنسبة توزيع مستقبلية إذا قامت الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة الاستثمار فان المستثمرين من النوع الأول (الذين يفضلون العائد الجاري)، لن يستفيدوا وبالتالي فإنهم يحققون ربح رأسمالي في حين أنهم من زبائن أو عملاء الشركة الذين يرغبون بدخل جاري، وبالتالي وحيث أنهم يحتاجون إلى دخل جاري فهم يلجؤون في هذه الحالة إلى بيع جزء من الأسهم التي بحوزتهم، إن بيع هذا الجزء سيرتب عليهم دفع عمولات تنفيذ مقابل حصولهم على السيولة وحيث أن عمولات التنفيذ للكميات الصغيرة تكون عالية وبالتالي فان بيع كمية صغيرة سيكون غير مجدي، أيضا بعض مؤسسات الاستثمار يحظر عليها بيع الأسهم، من جهة أخرى إذا دفعت الشركة معظم أرباحها فان مستثمرين آخرين والذين لا يحتاجون إلى توزيعات أرباح نقدية سيكونون مضطرين إلى استلام تلك الأرباح ودفع الضريبة عليها وبالتالي الدخول في مشكلة وتكلفة إعادة استثمار ما تبقى من الدخل بعد الضريبة.³

اقترح MM بان الأثر الزبائني موجود، وإذا صح ذلك فانه سبب في فهم سبب تغير سعر السهم بعد الإعلان عن تغير في سياسة التوزيع.⁴

1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 370-371.

2- محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

3- محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

4- عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 459.

حيث يرى ميلر ومد يغلياني أن المؤسسة تحدد سياسة خاصة بها العملاء أو المستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة، تبعاً لاحتياجاتهم.¹

إن MM خلصا من هذا كله بأن المستثمرين الراغبين في الدخل الجاري للاستثمار سيشترون أسهم شركات تدفع توزيعات عالية والذين لا يرغبون بالدخل الجاري سيبحثون عن شركات تقوم باحتجاز الأرباح. إن انتقال المساهم من شركة إلى أخرى والتي تتناسب مع تفضيلات ورغبات هذا المستثمر يكون غير فعال وذلك بسبب عمولات الوسطاء واحتمال دفع ضرائب على الأرباح الرأسمالية بالإضافة إلى احتمالية نقص عدد المستثمرين الذين يرغبون في سياسة توزيع الأرباح للشركة.

لهذه الأسباب على الإدارة أن تتجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح لديها لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي انخفاض سعر السهم، إن مثل هذا الانخفاض يمكن أن يكون مؤقت ولكن قد يكون دائم وبالتالي على الشركة ألا تغير بشكل متكرر من سياسة توزيع الأرباح لديها إلا إذا كان هناك أسباب منطقية ووجيهة تتعلق بالتوقعات الحالية والمستقبلية لعوائد الشركة.²

¹-محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص 390.

²-محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 218.

خلاصة الفصل الرابع:

من خلال ما سبق نرى أن سياسة توزيع الأرباح هي النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث التوزيع للأرباح واحتجازها أو إبقاء تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم قيمة المؤسسة الحقيقية. كما لسياسة توزيع الأرباح أساسيات هامة كتاريخ التسجيل، مبلغ التوزيع، تاريخ التوزيع، وتاريخ الدفع، وتؤثر فيها عوامل أبرزها عائد الفرص المتاحة أمام المؤسسة، الاعتبارات التعاقدية، القيود القانونية، تكاليف المعاملات، ظروف السوق وغيرها، وتأخذ سياسة توزيع الأرباح أنواع فقد تكون ثابتة، منخفضة، متزايدة أو منتظمة، ثم يمكن أن تكون في شكل أسهم، توزيع أسهم، إعادة شراء أسهم.

بحيث جاءت عدة نظريات لتفسير علاقة سياسات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ومن أبرزها نظرية عدم ملائمة التوزيعات تتضمن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سهم المؤسسة أو على كلفة رأس المال، فان قيمتها تتحدد من خلال دخل المؤسسة المتولد من أصولها وليس من كيفية تقسيم ذلك الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة. نظرية العصفور في اليد جاء بها جون لنتر وميرون غوردن وتشير إلى وجود علاقة ما بين أداء المؤسسة وتوزيعات الأرباح حيث يعتقد المستثمرون أن الأرباح الحالية هي أقل خطورة من الأرباح المحتملة في المستقبل ولذلك فان المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح الحالية. تكاليف الوكالة يرى المدراء في حالة أن للمؤسسة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المالكين أو من يمثلهم حول الكيفية التي سينفقون بها تلك الفوائض النقدية، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة من خلال توزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين وبالتالي تخليص المؤسسة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المدراء أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة

نظرية الإشارة تنص على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيع الأرباح وسعر السهم سواءا بالزيادة أو النقصان ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستبدل منها عن مضمون هذه التوزيعات. نظرية أثر الزبائني بحيث أن MM خلاصا من هذا كله بأن المستثمرين الراغبين في الدخل الجاري للاستثمار سيشترون أسهم شركات تدفع توزيعات عالية والذين لا يرغبون بالدخل الجاري سيبحثون عن شركات تقوم باحتجاز الأرباح. لهذه الأسباب على الإدارة أن تتجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح لديها لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي انخفاض سعر السهم.

كما أن نظرية تكاليف الصفقات تقترح أن المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتلجئ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية فالمؤسسات الأكثر لجوء إلى التمويل الخارجي تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة.

الفصل الخامس

تمهيد:

من خلال الدراسة النظرية التي تم التطرق إلى مختلف القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية كونها المتغير المستقل المتمثلة في قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، مع دراسة مختلف العوامل التي تؤثر أو تتأثر بها، بالإضافة إلى طرق وكيفية صنع مثل هذه القرارات مع اتخاذ أفضلها بناء على البدائل المتاحة لتحقيق هدف المؤسسة المنشود وهو تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة وهذا كونه المتغير التابع، ولتحقيق هذا الهدف بناء على القرارات المالية المتخذة على مستوى المؤسسة، تم الاعتماد على دراسة حالة لمؤسسة جزائرية سياحية تشتغل على مستوى إقليم البلد وهي مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)، بالاعتماد على القوائم المالية لهذه المؤسسة المنشورة في موقعها وموقع بورصة الجزائر.

لمعرفة ذلك تم الاعتماد على قياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وقياس القيمة السوقية المضافة MVA لتوضيح وتفسير مدى الزيادة في ثروة الملاك وخلق القيمة للمؤسسة كمرحلة أولى، أما في المرحلة الثانية تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لتفسير القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة السوقية للسهم الواحد وذلك من خلال توضيح مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018).

على هذا الأساس عمدنا على تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وهي كما يلي:

المبحث الأول: تقديم طريقة وإجراءات الدراسة؛

المبحث الثاني: تفسير مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال فترة (2014-2018)؛

المبحث الثالث: تفسير تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018).

المبحث الأول: تقديم طريقة وإجراءات الدراسة

يتم في هذا المبحث تقديم طريقة وإجراءات الدراسة وذلك من خلال التعريف بمؤسسة محل الدراسة والهدف من الدراسة، مع شرح لمختلف متغيرات المعتمدة من متغيرات المستقلة والتابعة مع توضيح المراحل التي تم التطرق إليها في الدراسة، مع ذكر أسلوب جمع البيانات بالإضافة إلى توضيح المنهج المتبع،

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسة محل الدراسة وهدف الدراسة

في هذا المطلب يتم التعريف بالمؤسسة محل الدراسة وبالإضافة الى الهدف من الدراسة التطبيقية بحيث نستهلها كما يلي:

أولاً: تعريف مؤسسة فندق الأوراسي:¹ تم افتتاح مؤسسة "التسيير الفندقي الأوراسي" المصنفة من المؤسسات ذات الخمسة (05) نجوم بتاريخ 02 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة NATOURSO 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.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشأت مؤسسة التسيير الفندقي EGH المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983، وعدل الفندق في 12 فيفري 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".

في عام 1995، وضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه، لكن وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصخصة الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي جوان 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي.

¹- www.sgbv.dz/ar/page=details société&id soc=26 (consulté le 20/08/2020 a :17 :00)

في 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة 'التسيير الفندقي الأوراسي' في جدول التسعيرة الرسمية، وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري.

ثانيا: هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة استقراء وتحليل وتوضيح مدى تفسير القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) كهدف رئيسي يمكن تقسيمه إلى مجموعة من الأهداف الفرعية وهي:

- تحديد أهم القرارات المالية (قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح) المعبر عنها على التوالي بالعائد على رأس المال المستثمر **ROIC** والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال **WACC** التي يمكن أن تساهم في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي أي الزيادة في ثروة الملاك.

- تفسير تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي بالقيمة الاقتصادية المضافة **EVA** والقيمة السوقية المضافة **MVA** الموجبة خلال فترة الدراسة التي تبين مدى الزيادة في ثروة الملاك وخلق القيمة للمؤسسة.

- تفسير القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي بالقيمة السوقية للسهم الواحد وذلك من خلال توضيح مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018).

سعيًا لتحقيق هذه الأهداف قام الباحث بصياغة مجموعة من الفروض التي يمكن اختبارها من خلال استخدام أساليب النسب المالية وأدوات الإحصاء التي تتلائم وبيانات الدراسة وهي:

- العائد على رأس المال المستثمر (**ROIC**) والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في اتخاذ القرارات المالية تساهم في توجيه قرارات المؤسسة التي تؤدي إلى خلق ثروة للملاك أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** والقيمة السوقية المضافة **MVA** تعبر عن القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- توجد علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي.

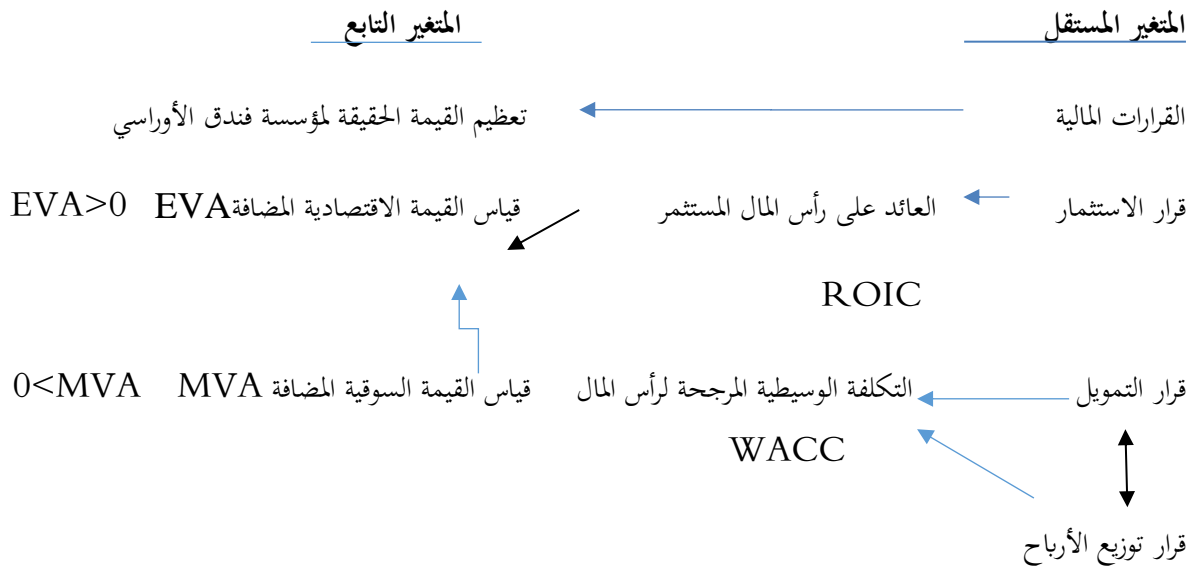
المطلب الثاني: إجراءات الدراسة

يتم تقسيم هذا المطلب بدراسة ما يلي:

أولاً: متغيرات الدراسة

لدراسة مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)، ثم تقسيم هذه الدراسة إلى مرحلتين أساسيتين: المرحلة الأولى تفسر مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، في هذه المرحلة يتم تقسيم متغيرات الدراسة حسب الشكل التالي:

الشكل (5-1): تمثيل طبيعة متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على متغيرات الدراسة

1- المتغيرات المستقلة:

- قرار الاستثمار: يتم التعبير عنه بالعائد على رأس المال المستثمر ROIC والذي يمكن الحصول عليه من خلال العلاقة التالية:

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

IC: رأس المال المستثمر

$$ROIC = NOPAT / IC$$

- قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح: يتم التعبير عنه من خلال التكلفة الوسيطة المرجحة WACC والذي يمكن حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Kd * W Debt$$

حيث أن:

Ke: معدل كلفة الأسهم للشركات.

WEquity: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.

Kd: معدل كلفة الديون في الشركات (متوسط سعر الائتمان والخصم بالبنك المركزي).

WDebt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

2- المتغير التابع:

تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي يتم التعبير عنه بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة

السوقية المضافة AMV بحيث:

- إذا كانت $EVA > 0$: يمكن القول أن المؤسسة ناجحة وهناك زيادة في ثروة الملاك بمعنى تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي وبالتالي المكاسب أكبر من أصل الاستثمار.

- إذا كانت $EVA < 0$: يعني أن هناك تآكل في ثروة الملاك بمعنى تآكل في القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- إذا كانت $MVA > 0$: تشير إلى الزيادة في قيمة رأس المال المودع لدى المؤسسة وبذلك خلق قيمة لحملة الأسهم أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- إذا كانت $0 > MVA$: يعني أن هناك تبيد الثروة وانخفاض في القيمة الحقيقية للمؤسسة وبذلك تبيد قيمة حملة الأسهم.

المرحلة الثانية: تفسير تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي

خلال فترة (2014-2018)

في هذه المرحلة تم الاعتماد على دراسة قياسية باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لتفسير مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد بمثابة متغير مستقل على القيمة السوقية للسهم الواحد كمتغير تابع لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)، ويتم تحديد النموذج التالي للدراسة:

$$Y_i = \beta_i + B X_i + A$$

بحيث يتم تقدير معاملات النموذج باستخدام المربعات الصغرى (OLS)، ولدراسة صلاحية النموذج نتبع:

- دراسة القوة التفسيرية بمعامل التحديد R^2 والقوة الارتباطية بمعامل الارتباط (r).
- اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F بحيث فيشر المحسوبة أكبر من فيشر الجدولة.
- اختبار معنوية معاملات الانحدار باستخدام ستودنت، ستودنت المحسوبة أكبر من ستودنت الجدولة.

ثانيا: أساليب جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة في جمع البيانات اللازمة لإعداد الدراسة على مصادر البيانات القانونية والمتمثلة بشكل أساسي في القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي على مدار فترة الدراسة (2014-2018) من خلال: الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة الجزائر www.sgbv.dz الموقع الإلكتروني لمؤسسة فندق الأوراسي www.el.aurassi.com، بالإضافة إلى الاستفادة من تقارير ومنشورات البنك المركزي الجزائري bank.WWW-of-dz.algeria لتحديد سعر الفائدة المعمول به في الجزائر وأيضا الاعتماد على الأبحاث والدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث بشكل مباشر وغير مباشر ومما سبق نلخص معلومات القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي المعتمدة في هذه الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-1): بيانات القوائم المالية المعتمدة في الدراسة لمؤسسة فندق الأوراسي للفترة (2014-

الوحدة: دج

(2018

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
7091573719.44	6831082298.48	6880441864.85	7165743102.15	7849165028.42	الأصول غير جارية
2691973598.09	3101988546.98	3150597444.02	3525011435.36	3452405548.03	أصول متداولة
9783547318.53	9933070845.44	10031039308.87	10690754537.51	11301570576.45	مجموع الأصول
672402811.14	1142734084.49	1211099148.99	1562937268.99	1692355191.25	خزينة الأصول
800070902.69	840260275.90	612612637.80	815897029.12	996134717.67	نتيجة عملياتية
122167250.12	88116723.34	115720668.40	84705259.71	28880621.59	أعباء مالية
577653717.13	683250704.22	737045735.90	773029547.62	749501811.73	مخصصات
					الاهتلاكات
					والمؤونات
682970291.74	629046215.79	414680506.98	619242271.92	773289993.59	نتيجة صافية
4892346.22	5898878.05	3984095.24	2223090.55	3233314.49	تثبيتات معنوية
50311698.64	49307166.81	48012545.96	46953724.76	45943500.82	إطفاء تثبيتات معنوية
12455096.10	14018090.97	13412495.54	12057890.13	25635542.12	توظيفات مالية
5257857972.40	5019345709.35	473746551.74	4668135158.11	4028516422.40	الأموال الخاصة
3373155221.97	3738489404.98	4015323472.06	4919710108.52	5842681106.87	خصوم غير جارية
4239829550.96	4629320950.16	4977545491.36	5443712804	5815321338.38	قروض، ديون مالية
1152534121.16	1175235731.11	1278369285.07	1102909270.88	1430403047.18	خصوم جارية
0	0	166010.12	16363958.30	16230964.48	خزينة خصوم
9783547315.53	9933070845.44	10031039308.87	10690754537.51	11301570576.45	مجموع خصوم
21905526.55	21905526.55	21905526.55	21905526.55	21905526.55	ضرائب مختلفة
375122174.43	365452652.04	361903397.71	356728904.85	310103863.30	مؤونات منتوجات
(1263702029.97)	1278189723.77)	(1346031443.56)	(902637127.75)	(304679621.36)	حساب وسيط
334776223.37	319363103.87	326800369.99	150479328.65	134208229.19	موردون
78314020.12	172898029.87	116759999.89	172241697.59	139261372.87	ضرائب
739443877.67	682974597.37	834642905.07	763824286.34	1140702480.64	ديون أخرى
117164797.64-	77456325.84-	108231947.94-	50667590.90-	16538454.75-	نتيجة مالية

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع مؤسسة فندق الأوراسي، www.el.aurassi.com

ثالثا: المنهج المتبع:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج الاستقرائي التاريخي للجانب النظري للدراسة وذلك من خلال دراسة الأبحاث والدراسات السابقة والكتب وكل ما يتعلق بمحاور الدراسة المتاحة. والمنهج التحليلي الاستنباطي للجانب التطبيقي للدراسة وذلك لاستنباط الحقائق ودراسة الواقع من خلال مراجعة البيانات المالية لمؤسسة فندق الأوراسي واستخدام بعض البيانات المالية لقياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة بالاعتماد على العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة ورأس المال المستثمر كما

الفصل الخامس:مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي

تم الاعتماد على الأسلوب القياسي وهو نموذج الانحدار الخطي البسيط لتفسير تأثيرات القيمة الاقتصادية المضافة للسهم على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة (2014-2018)، بدراسة القوة التفسيرية والقوة الارتباطية بين متغيرات الدراسة :

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إحصائية فيشر F.
- اختبار معنوية المعلمات باستخدام ستودنت.

المبحث الثاني: تفسير مدى مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي المعبر عنها بالقيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة خلال فترة (2014-2018)

للوصول إلى مدى مساهمة القرارات المالية في تفسير تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي يتم قياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ومدى إيجابيتها عندئذ نقول أن هناك خلق وتعظيم للقيمة والعكس يبين مدى تآكل لقيمة المؤسسة

المطلب الأول: خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة

قبل حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA يجب إتباع الخطوات التالية:

أولاً: حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC لمؤسسة فندق الأوراسي: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC تعرف بأنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثماري، وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في المجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة.

يتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Ki * W Debt$$

حيث أن:

Ke: معدل كلفة الأسهم للشركات.

WEquity: الوزن النسبي للأسهم في هيكل التمويل.

Ki: معدل كلفة الديون في الشركات بعد الضرائب (متوسط سعر الائتمان والخصم بالبنك المركزي).

WDebt: الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

1- حساب تكلفة الأموال الخاصة Ke لمؤسسة فندق الأوراسي:

لحساب تكلفة الأموال الخاصة يتم الاعتماد على علاقة مردودية الأموال الخاصة التالية:

$$تكلفة الأموال الخاصة Ke = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة$$

هذا لمزج تكلفة الأسهم وكذلك تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذه العلاقة بحيث يتم الاعتماد على هذه

العلاقة بدلا من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لصعوبة تقدير عائد السوق لأن بورصة الجزائر قليلة النشاط (التداول) مما لا يسمح بتقدير العائد على السوق.

يتم حساب Ke حسب الجدول التالي:

الجدول (5-2): تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة الأوراسي خلال فترة (2014-2018) الوحدة: دج

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
النتيجة الصافية	773289993.59	619242271.92	414680506.98	629046215.79	682970291.74
الأموال الخاصة	3255226428.89	4048892886.19	4322666044.76	4390299493.56	4574887680.66
Ke	0.2375	0.1529	0.0959	0.1432	0.1492

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال (2014-2018)

من خلال الجدول (5-1) يلاحظ أن Ke عائد الأموال الخاصة تراوحت بين أعلى قيمة (23.75%) في سنة 2014 وأدنى قيمة (9.59%) في سنة 2016، وعند مقارنة ما تحقق من عوائد في كل سنة مع متوسط العوائد المحققة خلال فترة البحث والبالغ (15.57%) نجد أن سنة 2014 فقط من حقق نسبة تفوق نسبة متوسط العوائد.

2- حساب تكلفة الديون المالية بعد الضرائب Ki :

- تعني بالديون المالية الديون الطويلة الأجل التي تعتمد المؤسسة عليها في تشكيل الهيكل المالي.
- تحدد تكلفة الديون المالية Ki بعد الضرائب انطلاقا من أسعار الفائدة السائدة في السوق، وبالاعتماد على نشرات البنك المركزي ثم تحديد أسعار العائد ويتم حساب Ki بالعلاقة التالية:

$$K_i = (1-T) K_d$$

Kd = سعر الفائدة

T = معدل الضريبة

الجدول (5-3): تكلفة الديون المالية بعد الضرائب (Ki) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
K _D	%8	%8.5	%7.5	%7.75	%7.75
(1-T)	%81	%81	%81	%81	%81
K _i	%6.48	%6.885	%6.075	%6.277	%6.277

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نشرات البنك المركزي، bank.WWW-of .Algerie - dz

- من خلال معطيات الجدول (5-2) و (5-3) التي تبين عائد الأموال الخاصة k_m وتكلفة الديون المالية k_i يتم حساب التكلفة الوسيطة المرجحة لهيكل رأس المال حسب العلاقة التالية:

$$WACC = Ke * W Equity + Ki * W Debt$$

ملخصة في الجدول التالي:

الجدول (4-5): التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

البيان	2018	2017	2016	2015	2014
%Ke	14.92	14.32	9.59	15.29	23.75
Equity(1)	4574887680.66	4390299493.56	4322666044.76	4048892886.19	3255226428.81
Debt(2)	4239829550.96	4629320950.16	4977545491.36	5443712804	5815321338.38
(2)+(1)	8814717231.62	9019620443.72	9300211536.12	9492605690.19	9070547767.61
W Debt	48.09	51.32	53.52	57.34	64.11
W Equity	51.9	48.67	46.47	42.65	35.88
%ki	6.277	6.277	6.075	6.885	6.48
WACC%	10.75	10.18	7.7	10.46	12.67

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي والجدول (2-5) و(3-5)

من خلال الجدول (4-5) نلاحظ ما يلي:

- أن المؤسسة فندق الأوراسي تعتمد بشكل كبير على الديون المالية خاصة في سنة 2014 التي كانت الأعلى قيمة، بحيث تنخفض في كل سنة حتى وصلت إلى أدنى قيمة في سنة 2018، وهذا ما يفسره الوزن النسبي للديون في هيكل التمويل حيث كانت أعلى نسبة في سنة 2014 التي كانت 64.11% من هيكل رأس المال، وفي كل سنة تنخفض حتى وصلت إلى أدنى نسبة في سنة 2018 ب 48.09%، الذي يفسر أيضا أن الأموال الخاصة لمؤسسة فندق الأوراسي سواء الأسهم أو الأرباح المحتجزة أقل من الديون المالية والتي يفسره الوزن النسبي لحقوق الملكية في هيكل التمويل حيث كانت أدنى نسبة في سنة 2014 ب 35.88% بحيث في كل سنة تتزايد هذه النسبة إلى أعلى نسبة كانت في سنة 2018 ب 51.9% وهذا راجع إلى أولا الانخفاض المستمر للديون مع ارتفاع في كل سنة في الأموال الخاصة.

- عائد الأموال الخاصة ke كانت أعلى نسبة له في سنة 2014 ب 23.75% وأدنى نسبة في سنة 2016 ب 9.59% وفي السنوات 2015، 2017 و2018 تقريبا مستقرة نسبيا على التوالي: 15.29%، 14.32%، 14.92%.

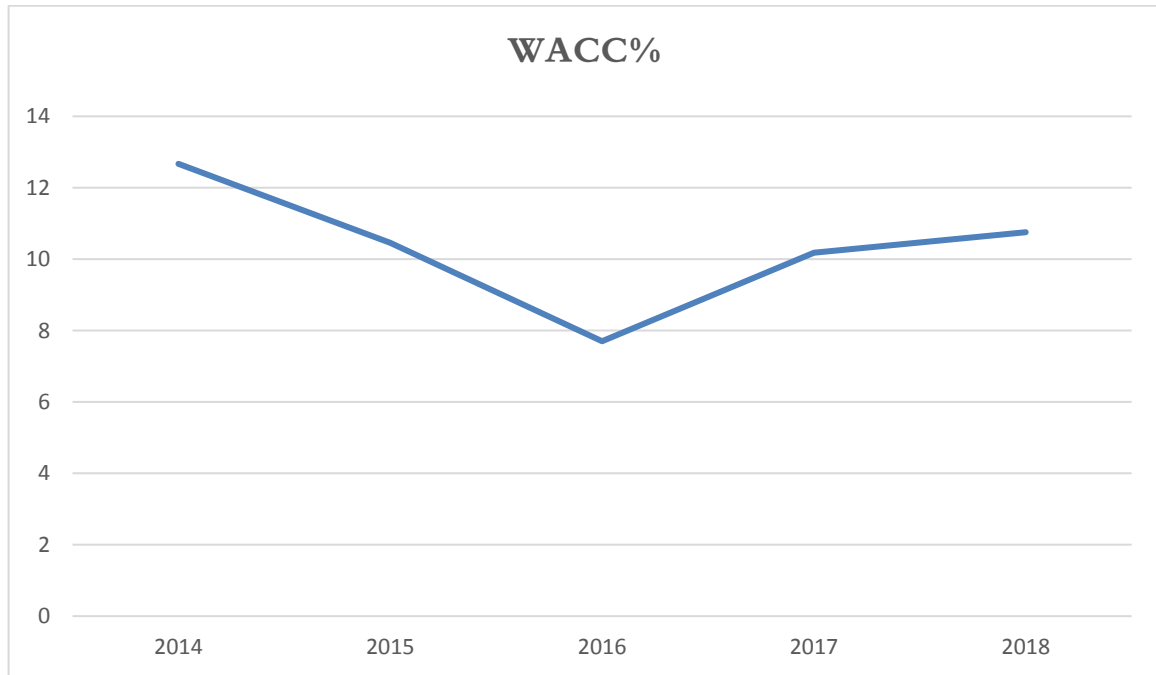
الفصل الخامس:مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي

- بخصوص معدل الفائدة بعد الضريبة، تقريبا مستقرة خلال سنوات الدراسة بحيث كانت أعلى معدل في سنة 2015 بـ 6.885% وأدنى معدل في سنة 2016 بـ 6.075%.

- فيما يخص التكلفة الوسيطة المرجحة لهيكل رأس المال خلال فترة الدراسة كانت أعلى تكلفة بنسبة 12.67% في سنة 2014 وأدنى تكلفة في سنة 2016 بـ 7.7% وهذا راجع إلى انخفاض تكلفة الأموال الخاصة التي كانت بـ 9.59%، أما سنوات 2015، 2017، 2018، تقريبا مستقرة وبنسب على التوالي: 10.46%، 10.18%، 10.75%.

من خلال الجدول (4-5) يمكن التمثيل البياني لتطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة فندق الأوراسي في الشكل التالي:

الشكل (2-5): تطور التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال (WACC) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (4-5)

من خلال الشكل (2-5): نلاحظ أن أعلى تكلفة وسيطة مرجحة لمؤسسة فندق الأوراسي كانت في سنة 2014 بـ 12.67%، بحيث في سنوات 2015 و 2016 انخفضت على التوالي إلى 10.46% و 7.7% وهي أدنى تكلفة وسيطة مرجحة خلال فترة الدراسة، أما في سنوات 2017 و 2018، فارتفعت التكلفة الوسيطة إلى

الفصل الخامس:مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي

10.18% و 10.75% على التوالي، ومنه يتبين أن متوسط التكلفة الوسيطة المرجحة لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) يقدر ب 10.35% وعند مقارنتها بما تحقق مع نتائج كل سنة نجد أن سنوات 2015، 2014 و 2018 حققت قيم تفوق المتوسط.

ثانيا: حساب العائد على رأس المال المستثمر (ROIC):

لحساب العائد على رأس المال المستثمر ROIC يجب حساب أولا صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

NOPAT ورأس المال المستثمر IC.

1- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة لمؤسسة فندق الأوراسي: في هذه الحالة يتم الاعتماد على

العلاقة التالية لايجاد قيمة صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب

NOPAT: النتيجة الصافية للأنشطة العادية + الأعباء المالية

يتم تلخيص النتائج من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-5): صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-

الوحدة: دج

(2018)

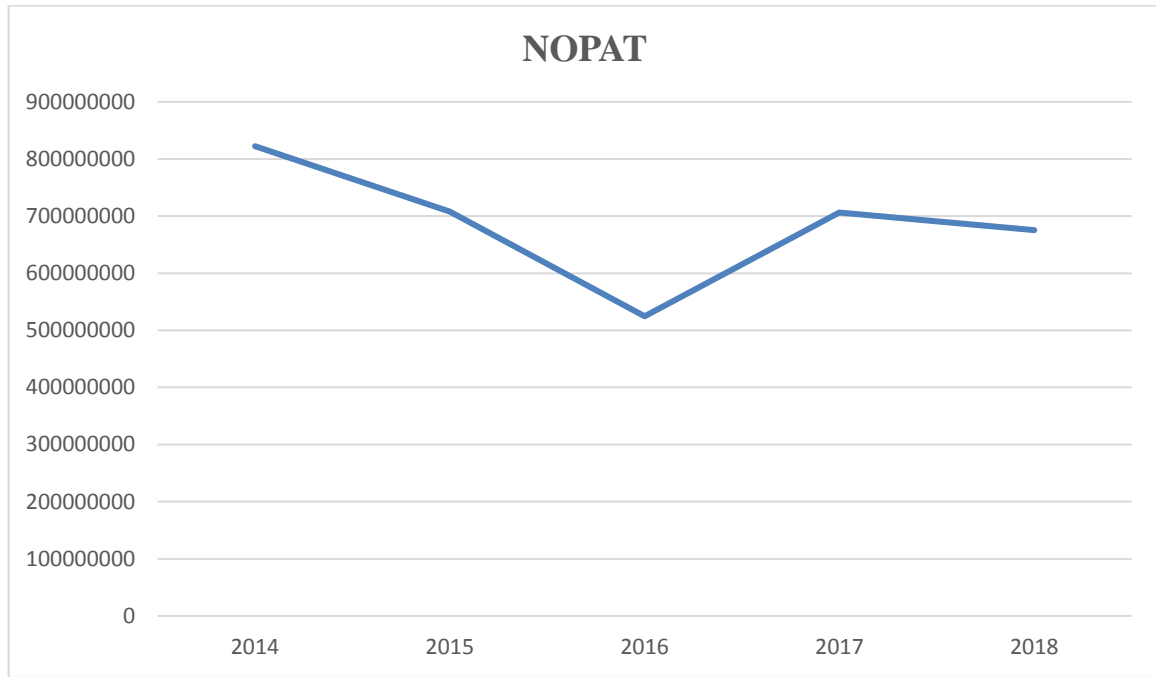
البيان	2014	2015	2016	2017	2018
النتيجة العادية قبل الضرائب	979596262.9	769229438.2	504380689.8	762803950.2	682906105
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	793472972.9	623075844.9	408548358.7	617871199.7	553153945
الأعباء المالية	28880611.59	84708259.71	115720668.4	88116723.34	122167280.1
صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT	822353584.5	707781104.6	524269027.1	705987923	675321195.2

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي. www.el.aurassi.com

من خلال الجدول (5-5) يلاحظ أن متوسط صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT تراوحت بين أعلى قيمة في سنة 2014 ب 822353584.55 دج، وبين أدنى قيمة لها سنة 2016 وبلغت 524269027.18 دج، وعند مقارنة ما تحقق من نتائج على مستوى كل سنة مع متوسط صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT خلال فترة الدراسة والبالغ 687142566.93 دج، نجد أن سنوات 2014، 2017، 2018 حققت قيمة تفوق قيمة هذا المتوسط.

من خلال الجدول (5-5) يمكن التمثيل البياني لتطور صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT لمؤسسة فندق الأوراسي من خلال الشكل التالي:

الشكل (5-3): تطور صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2018-2014):



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-5).

من خلال الشكل (5-3): نلاحظ أن أعلى قيمة لصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT لمؤسسة فندق الأوراسي كانت في سنة 2014 بـ 8223535845.55 دج بحيث في سنوات 2015 و 2016 انخفض NOPAT على التوالي 7077811046.66 دج و 5246290271.18 دج وهي أدنى قيمة له خلال فترة الدراسة، أما في سنة 2017 ارتفع إلى 7059879230.05 دج، وفي السنة الأخيرة تراجع NOPAT إلى قيمة 6753211952.21 دج، ومنه تبين أن متوسط صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT خلال فترة الدراسة بلغ 687142566.93 دج، بحيث نجد أن سنوات 2014، 2015، 2017 حققت قيم تفوق هذا المتوسط.

2- حساب رأس المال المستثمر IC:

يتم حساب رأس المال المستثمر بالعلاقة التالية:¹

رأس المال المستثمر IC = الاستثمارات العينية + الاحتياج في رأس المال العامل BFR

الاحتياج في رأس المال العامل BFR = (الأصول الجارية - خزينة الخصوم) * (الخصوم الجارية - خزينة الخصوم)

يتم حساب وتوضيح نتائج رأس المال العامل BFR من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-6): الاحتياج في رأس المال المستثمر BFR لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

الوحدة: دج

(2018)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
أصول جارية - خزينة الأصول	1760050357	1962074166.3	1939498295	1959254462.49	2019570786.95
خصوم جارية - خزينة الخصوم	1414172082	1086545312.5	1278203274.9	1175235731.11	1152534121.16
الاحتياج في رأس المال	345878274	875528853.7	661295020	784018731.38	867036665.79

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي. www.el.aurassi.com

من خلال الجدول (5-6) نلاحظ أن متوسط احتياج رأس المال العامل (BFR) تراوحت بين أعلى قيمة في سنة 2015 ب(875528853.79 دج) وبأدنى قيمة لها سنة 2014 وبلغت (345878274.5 دج)، وعند مقارنة احتياجات كل سنة مع متوسط احتياج رأس المال العامل خلال فترة الدراسة والبالغ ب(706751509.108 دج)، نجد أن سنوات 2015، 2017، 2018 حققت قيم تفوق قيمة هذا المتوسط.

من خلال قيم احتياجات رأس المال العامل (BFR) خلال فترة الدراسة يمكن تحليله بالعودة إلى:

- قيم المخزونات وقيم الحقوق أكبر من الخصوم الجارية بمعنى:
- قيم المخزونات سواء مواد أولية أو بضائع أو منتجات مخزنة كبيرة لم يتم استغلالها كما يجب لعدم وجود طريقة سليمة في تسيير المخزونات، لذا يجب على المؤسسة تشخيص الوضعية لإيجاد طريقة سليمة في موازنة دخول وخروج المخزونات أي المشتريات واستغلال المخزون.

¹- زيدي بشير، مرجع سبق ذكره، ص 195.

الفصل الخامس:مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي

- قيم الحقوق كبيرة وتتكون من الزبائن والحقوق الأخرى، بمعنى أن المؤسسة ليس لها طريقة سليمة في تحصيل حقوقها أي الموازنة بين التحصيلات والمدفوعات للموردين، وبالتالي على المؤسسة مراعاة مدة دوران تحصيلات الزبائن والحقوق ومدة دوران الموردين لكي تكون المؤسسة في وضعية يسر مالي.

- وفي الحالة الأخرى نجد أن قيم المخزونات وقيم الحقوق تغطي الخصوم الجارية مطروحة منها خزينة الخصوم وبالتالي يمكن للمؤسسة الزيادة في الخصوم الجارية وتوظيفها في أصول قصيرة الأجل لتعود على المؤسسة بالأرباح في المدى القصير، بما أنها يمكن تسديدها بقيم الحقوق عندما يحين وقت تحصيلها.

- في هذه الحالة نجد أن جزء من الأصول الجارية ممولة بالأموال الدائمة وهذا معيب على المؤسسة لعدم تخصيص واستغلال المورد الأمثل في التوظيف الأمثل، وفي الأخير يمكن للمؤسسة الأخذ بعين الاعتبار هذه الحالات لتشخيص وضعيتها في المدى القصير لتعزيز طرق تسييرها بالطرق السليمة والمناسبة لخلق نوع من التوازن المالي.

أما رأس المال المستثمر يتم حسابه من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-7): رأس المال المستثمر (IC) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

الوحدة: دج.

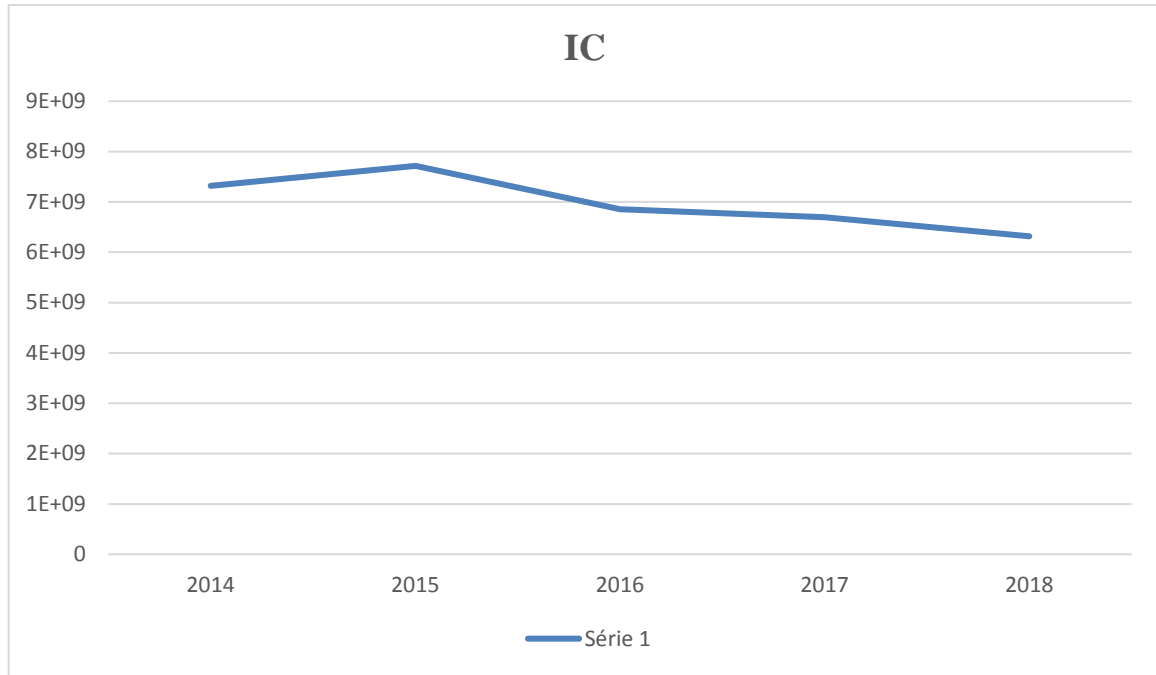
البيان	2014	2015	2016	2017	2018
احتياج رأس المال العامل	345878247.5	875528853.7	661295020	784018731.3	867036665.7
الاستثمارات العينية	6969686383	6839714380.3	6191707436	5914411985.9	5449391529.1
رأس المال المستثمر IC	7315564657.5	7715243234.1	6853002456	6698430717.2	6316428194.9

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسة فندق الأوراسي.

من خلال الجدول (5-7) يلاحظ أن رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة تتراوح بين أعلى قيمة في سنة 2015 الذي بلغ (7715243234.16 دج) وأدنى قيمة في سنة 2018 ب(6316428194.96 دج)، وعند مقارنة ما تحقق من نتائج على مستوى كل سنة مع متوسط رأس المال المستثمر خلال فترة الدراسة (2014-2018) والبالغ (6979733852.028 دج) نجد أن سنوات 2014-2015 حققت قيمة تفوق قيمة المتوسط.

- من خلال الجدول (5-7) يمكن التمثيل البياني لتطور رأس المال المستثمر IC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) موضحة في الشكل التالي:

الشكل (4-5): تطور رأس المال المستثمر IC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-7)

- من خلال الشكل (4-5) نلاحظ أن أعلى قيمة لرأس المال المستثمر IC في سنة 2015 البالغ 7715243234.16 دج، بارتفاع عن سنة 2014 المقدر ب 399678576.65 دج، أما في سنة 2016 انخفض IC إلى 6853002456.24 دج بفارق عن سنة 2017 المقدر ب 862240777.92 دج، بحيث استمر انخفاض رأس المال المستثمر خلال سنوات 2017 و 2018 على التوالي إلى: 6698430717.27 دج، 6316428194.96 دج.

بعد حساب رأس المال المستثمر IC وصافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT يمكن حساب العائد على رأس المال المستثمر بالعلاقة التالية:

$$ROIC = NOPAT / IC$$

يتم تلخيص النتائج حسب الجدول التالي:

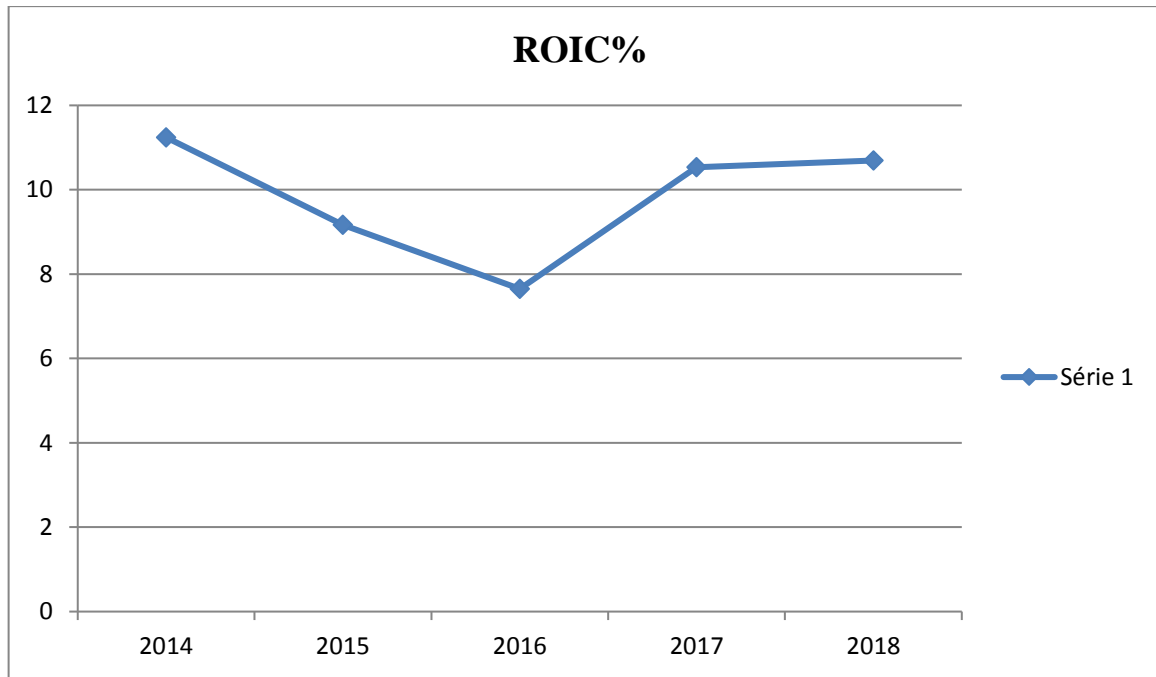
الجدول (5-8):العائد على رأس المال المستثمر ROIC لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018).
(2018).

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT	822353584.5	707781104.66	524269027.18	705987923.05	675321195.21
رأس المال المستثمر IC دج	7315564657.5	7715243234.16	6853002456.24	6698430717.27	6316428194.96
العائد على رأس المال المستثمر %ROIC	11.24	9.17	7.65	10.53	10.69

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-5) و (5-7)

- من خلال الجدول (5-8) يلاحظ أن متوسط العائد على رأس المال المستثمر ROIC يتراوح بين أعلى قيمة في 2014 بلغت 11.24% وأدنى نسبة في سنة 2016 ب 7.65%، وعند مقارنة ما تحقق من نتائج على مستوى كل سنة مع متوسط العائد على رأس المال المستثمر ROIC خلال فترة الدراسة (2014-2018) والبالغ 9.85% نجد سنوات 2014-2017-2018 حققت نسب تفوق قيمة المتوسط.
من خلال الجدول (5-8) يمكن التمثيل البياني لتطور العائد على رأس المال ROIC لمؤسسة فندق الأوراسي كما يلي:

الشكل (5-5): تطور العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)
(2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-8)

- من خلال الشكل (5-2): نلاحظ أن العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي كان في سنة 2014 بنسبة 11.24% وهي أعلى نسبة للعائد خلال فترة الدراسة، بحيث انخفض في السنة الموالية إلى 9.17% وهذا راجع إلى انخفاض صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT ب(114572479.89 دج) وارتفاع رأس المال المستثمر IC ب 399678576.65 دج في سنة 2015 كما هو موضح في الجدول (5-7)، في سنة 2016 وأصل العائد على الاستثمار ROIC في الانخفاض إلى 7.65% ويعود ذلك إلى الانخفاض الكبير في صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT بقيمة 183512077.48 دج مع انخفاض رأس المال المستثمر ب 862240777.92 دج عن سنة 2015، أما في سنة 2017 نلاحظ ارتفاع العائد على رأس المال المستثمر ROIC إلى 10.53% وذلك يعود إلى ارتفاع صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT بقيمة 181718895.87 دج مع انخفاض رأس المال المستثمر IC ب 154571738.81 دج عن سنة 2016، أما في سنة 2018 ارتفع العائد على رأس المال المستثمر ب 0.16% بسبب انخفاض في رأس المال المستثمر بقيمة 382002522.31 دج، مع انخفاض طفيف صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT ب 30666727.84 دج عن سنة 2017.

من خلال ما سبق نلاحظ أن رأس المال المستثمر في انخفاض مستمر خصوصا بداية من سنة 2016 إلى 2018 أما صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة نلاحظ تذبذب بالانخفاض والارتفاع خلال فترة الدراسة. المطلب الثاني: قياس وتفسير القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي خلال الفترة (2014-2018)

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA تعتمد على العلاقة التالية:

$$EVA = (ROIC - WACC) * IC$$

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

ROIC: العائد على رأس المال المستثمر ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$ROIC = NOPAT / IC$$

NOPAT: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة

IC: رأس المال المستثمر.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال

- إذا كانت $EVA > 0$: ففي هذه الحالة يمكن القول أن المؤسسة ناجحة وهناك زيادة في ثروة الملاك أي تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة فندق الأوراسي وبالتالي المكاسب أكبر من أجل الاستثمار.

- أما إذا كانت $EVA = 0$: يعني أن مؤسسة فندق الأوراسي قد أنتجت ما استثمر من الأموال أي لا توجد أي قيمة مضافة منتجة.

- أما إذا كانت $EVA < 0$: يعني أن هناك تآكل في ثروة الملاك بمعنى تآكل في القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- من خلال النتائج المتحصل عليها في المطلب الأول لمختلف العناصر المساعدة لحساب القيمة الاقتصادية المضافة بإتباع الخطوات اللازمة، وفق ذلك يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة السابقة يتم تلخيص النتائج حسب الجدول التالي:

الجدول (5-9): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)
(2018)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
العائد على رأس المال المستثمر CIOR%	11.24	9.17	7.65	10.53	10.69
التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال WACC %	12.67	10.46	7.7	10.18	10.75
رأس المال المستثمر CI دج	7315564657.5	7715243234.16	6853002456.24	669430717.27	6316428194.96
EVA دج	-104612574.6	-99526437.72	-3426501.22	-23444507.51	-3789856.91

المصدر: من إعداد الباحث وبالاعتماد على الجدول (5-4)، (5-7)، (5-8).

- من خلال الجدول (5-9)، نلاحظ ما يلي:

العائد على رأس المال المستثمر خلال فترة الدراسة أقل من التكلفة الوسيطة المرجحة ما عدا سنة 2017 بفارق ضئيل بين العائد والتكلفة المقدرة ب 0.35%.

في سنة 2014 كان الفارق بين العائد ROIC والتكلفة WACC سالبة ب: (-1.43%)، أما سنة 2015 فكان الفارق سالب ب (-1.29%) بانخفاض ضئيل عن سنة 2014. بحيث في سنة 2016 فكان الفارق بين ROIC و WACC سالب ب (-0.05%) في انخفاض عن السنة السابقة.

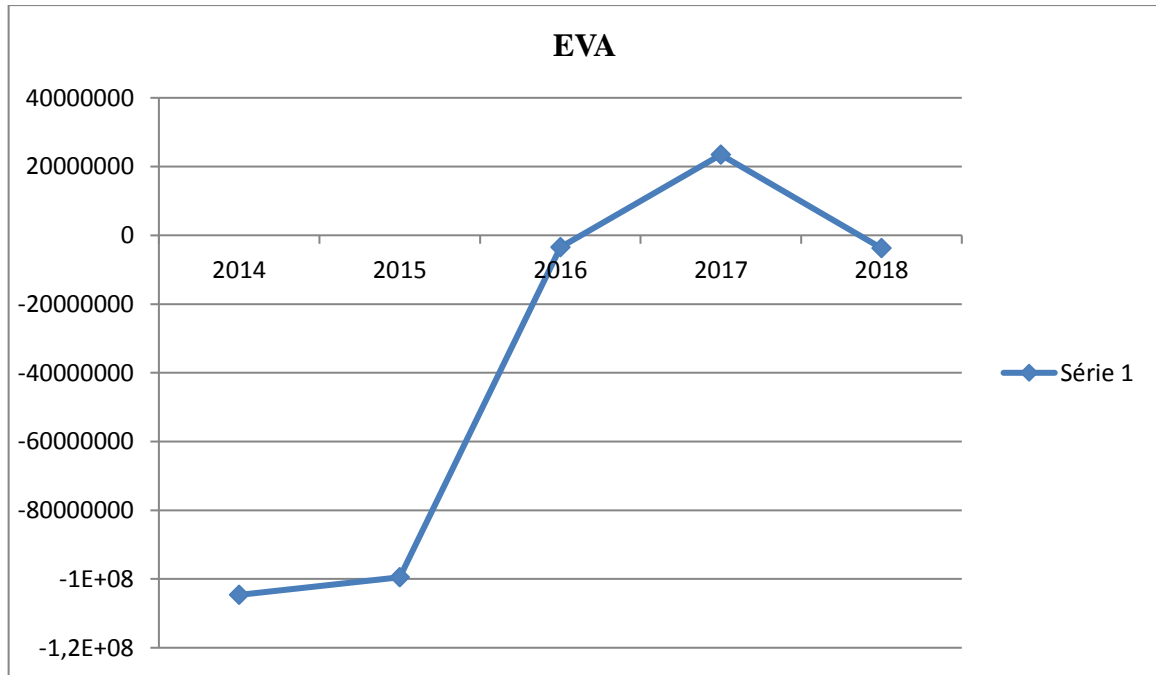
كما كان في سنة 2017 الفارق موجب ب (0.35%) وهي السنة الوحيدة الذي كان فيه الفارق موجب، وفي السنة الأخيرة 2018 عاد الفارق بين العائد والتكلفة إلى السلبية بمقدار (-0.06%).

فيما يخص القيمة الاقتصادية المضافة EVA نلاحظ أنها خلال فترة الدراسة تقريبا سالبة ما عدا سنة 2017 فكانت قيمة موجبة بمقدار 23444507.51 دج.

كما نلاحظ أن متوسط القيمة الاقتصادية المضافة EVA سالبا تتراوح بين أعلى قيمة في سنة 2017 بمقدار 23444507.51 دج، وأدنى قيمة في سنة 2014 ب (-104612574.6) دج

بما أن القيمة الاقتصادية المضافة $EVA < 0$ خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018، يعني أن المؤسسة لم تحقق أي تعظيم في القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي ولا أي تعظيم في ثروة الملاك بالعكس أن ثروة الملاك وقيمة المؤسسة الحقيقية هي في تناقص ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة ومحددة على التوالي (-104612574.6 دج)، (-99526437.72 دج)، (-3426501.22 دج)، (-3789856.91 دج). أما في سنة 2017 فحققت مؤسسة فندق الأوراسي قيمة اقتصادية موجبة $EVA > 0$ بمقدار 23444507.51 دج بمعنى أن المؤسسة ناجحة وهناك زيادة في ثروة الملاك أي تعظيم في القيمة الحقيقية للمؤسسة وبالتالي المكاسب أكبر من أجل الاستثمار. من خلال الجدول (5-9) يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمؤسسة فندق الأوراسي موضح في الشكل التالي:

الشكل (5-6): تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-9).

من خلال الشكل (5-6) نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة لسنة 2014 هي أدنى قيمة سالبة بمقدار (-104612574.6 دج)، وفي سنة 2015 انخفضت القيمة بمقدار (-5086136.88 دج) عن سنة 2014، أما

سنة 2016 كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة ب (-3426501.22دج) بانخفاض كبير عن سنة 2015 بمقدار (96099936.5دج) بحيث في سنة 2017 فكانت في أعلى قيمة لها بمقدار 23444507.51دج بارتفاع عن سنة 2016 بمقدار (26871008.73دج)، وفي السنة الأخيرة سنة 2018 فكانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة أي عادت هذه القيمة إلى السلبية بانخفاض مقدار ب (27234364.42دج)

المطلب الثالث: قياس وتفسير القيمة السوقية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي

تمثل القيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الدفترية لها خلال فترة زمنية معينة بحيث أن القيمة السوقية للمؤسسة هي حاصل ضرب عدد أسهم المؤسسة في سعر السهم السوقية، أما القيمة الدفترية تساوي القيمة الدفترية الإجمالية للأسهم المسجلة في القوائم المالية. وهناك طريقتين لاحتساب القيمة السوقية المضافة كالتالي:¹

الطريقة الأولى: القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحق الملكية - القيمة الدفترية لحق الملكية

الطريقة الثانية: وتحسب هذه الطريقة من خلال علاقتها مع القيمة الاقتصادية المضافة إذ تمثل:

القيمة السوقية المضافة = القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة.

وبزيادة القيمة الاقتصادية المضافة فإن المؤسسة سوف تزيد القيمة السوقية المضافة

وبما أن في هذه الدراسة قمنا بحساب القيمة الاقتصادية المضافة لذا سنعمد على الطريقة الثانية لحساب القيمة السوقية المضافة بالأخذ بالقيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة مع التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{T=1}^n EVA / (1 + WACC)^T$$

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

WACC: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال.

MVA: القيمة السوقية المضافة.

¹-Kim, Johan, J ,Ahn, Jae- Hyeon and Yun, J, K , Economic value added (EVA) as a proxy for Market value added (MVA) and Accounting Earnings, Empirical Evidence from the business cycle, Journal of Accounting and Finance Research American Ncaclemy (13) 2004, P53.

الفصل الخامس:مساهمة القرارات المالية في تعظيم قيمة مؤسسة فندق الأوراسي

- إذا كانت $MVA > 0$: تشير إلى الزيادة في قيمة رأس المال المودع لدى مؤسسة فندق الأوراسي وبذلك خلق قيمة لحملة الأسهم أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة الأوراسي.
- إذا كانت $MVA < 0$ يعني أن مؤسسة فندق الأوراسي أدت إلى تبديد ثروتها والنقص في القيمة الحقيقية للمؤسسة وبذلك تبديد قيمة حملة الأسهم.
- مما سبق يتم حساب القيمة السوقية المضافة MVA حسب الجدول التالي:

الجدول (5-10): القيمة السوقية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة الاقتصادية المضافة EVA	104612574.6-	99526437.72-	3426501.22-	23444507.51	3789856.91-
$(WACC+1)^T$	1.1267	1.2201	1.2492	1.4737	1.6661
القيمة السوقية المضافة MVA دج	92848650.57-	81569609.31-	2742860.88-	15908529.66	2274595.3-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-9)

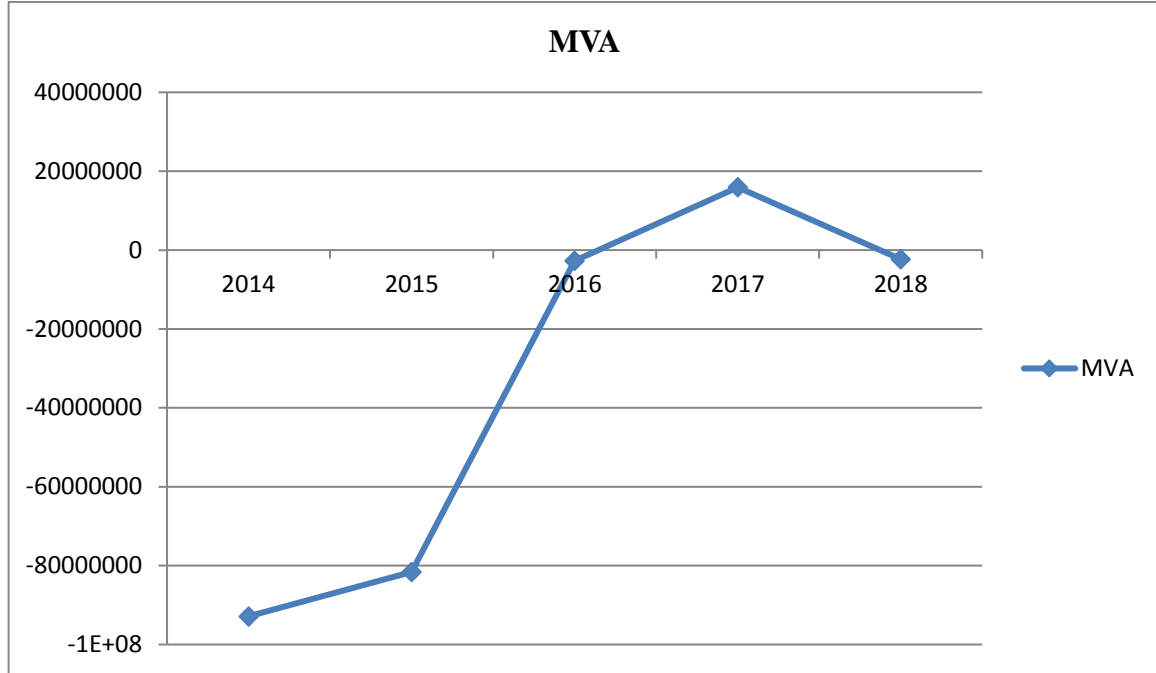
من خلال الجدول (5-10) نلاحظ:

- بما أن القيمة السوقية المضافة لمؤسسة فندق الأوراسي تعتمد في حسابها على القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة خلال فترة الدراسة (2014-2018)، بما أن القيمة المضافة الاقتصادية EVA تقريبا سالبة ماعدا سنة 2017 لذا تظهر القيمة السوقية المضافة للمؤسسة سالبة ماعدا سنة 2017.
- كما أن متوسط القيمة السوقية المضافة MVA سالبة تتراوح بين أعلى قيمة في سنة 2017 بمقدار 15908529.66 دج وأدنى قيمة في سنة 2014 ب (92848650.57 دج-).
- بما أن القيمة السوقية المضافة $MVA < 0$: خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018، يعني أن مؤسسة فندق الأوراسي أدت إلى تبديد ثروتها والنقص في القيمة الحقيقية لها وبالتالي تبديد قيمة حملة الأسهم ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة محددة على التوالي (-92848650.57 دج)، (-81569609.3 دج)، (-2742860.88 دج)، (-2274595.3 دج).
- أما في سنة 2017 فحققت مؤسسة فندق الأوراسي قيمة سوقية موجبة $MVA > 0$ بمقدار (15908529.66 دج) بمعنى أنها حققت الزيادة في رأس مالها مع خلق قيمة لحملة الأسهم وخلق قيمة حقيقية للمؤسسة.

من خلال الجدول (5-10) يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة السوقية المضافة MVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (5-7): تطور القيمة السوقية المضافة MVA لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-

2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-10).

- من خلال الشكل (5-7) نلاحظ أن القيمة السوقية المضافة لسنة 2014 هي أدنى قيمة محصلة سالبة بمقدار (-92,848,650.57 دج)، وفي سنة 2015 انخفضت القيمة بمقدار (-112,790,412.27 دج) عن سنة 2014، أما سنة 2016 كانت القيمة السوقية المضافة MVA سالبة ب (-27,428,602.28 دج) بانخفاض كبير عن سنة 2015 بمقدار (-78,826,748.42 دج).

- أما سنة 2017 فكانت أعلى قيمة سوقية مضافة لمؤسسة فندق الأوراسي المحققة خلال فترة الدراسة ب (159,085,296.66 دج) بارتفاع عن سنة 2016 بمقدار (186,513,905.54 دج)، وفي السنة الأخيرة سنة 2018 فكانت القيمة السوقية المضافة سالبة بانخفاض مقدر ب (181,831,249.96 دج).

المبحث الثالث: تفسير تأثير القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد على القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)

خلال هذا المبحث نقوم بربط العلاقة ومدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة لهم على القيمة السوقية له خلال فترة الدراسة وذلك بالاعتماد واستخدام الانحدار الخطي البسيط وباعتبار القيمة الاقتصادية المضافة لهم متغير مستقل X_i والقيمة السوقية لهم متغير تابع Y_i ، بتقدير معادلة الانحدار ودراسة مدى صلاحية النموذج بقياس القوة التفسيرية والقوة الارتباطية للنموذج مع اختبار المعنوية الكلية له.

المطلب الأول: تفسير طريقة الدراسة

للتوصل إلى نتائج الدراسة سوف يتم إتباع الخطوات التالية:

أولاً: استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط لربط و نمذجة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم: بحيث أن القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد X_i والقيمة السوقية للسهم الواحد Y_i ويرمز له ب Y_i خلال فترة الدراسة (2014-2018) ويتم تحديد النموذج التالي:¹

$$Y_i = A + B X_i + \epsilon_i$$

حيث:

Y_i : القيمة السوقية لسهم مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة وهو متغير تابع.

X_i : القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة وهو متغير مستقل.

A : عدد ثابت بحيث أن عندما يكون المتغير المستقل معدوماً، فالمتغير التابع يكون مساوياً للعدد الثابت A .

ϵ_i : الخطأ في تفسير Y_i يمكن كتابته كما يلي

$$\epsilon_i = Y_i - A - B X_i$$

- لتقدير النموذج نستعمل طريقة المربعات الصغرى OLS ويصبح النموذج كما يلي:²

$$\widehat{Y}_i = \widehat{A} + \widehat{B} X_i + \widehat{\epsilon}_i$$

$(\sum \epsilon_i)E = 0$: الأمل الرياضي للخطأ يساوي صفر

¹- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، 2011، ص 11.

²- جليط طاهر، محاضرات في الاقتصاد القياسي 1، جامعة جيجل، 2016/2017، ص ص: 61-63.

تجانس تباين الأخطاء.

$$\sigma^2 = \text{Var}(\varepsilon_i)$$

$$\sum_{i=1}^n (\varepsilon_i - \bar{\varepsilon}) = 0$$

$$\rightarrow \sum_{i=1}^n \varepsilon_i = 0$$

- عدم وجود ارتباط بين المتغير المستقل والمتغير العشوائي

- التوزيع الاحتمالي للمتغير العشوائي هو التوزيع الطبيعي

علما أن \hat{A} و \hat{B} هي مقدرات لكل من A و B على التوالي

$$E(\hat{A}) = A$$

- الأمل الرياضي ل \hat{A} هو

$$E(\hat{B}) = B$$

- الأمل الرياضي ل \hat{B} هو B

$$B = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}$$

$$\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2$$

$$\hat{A} = \bar{Y} - \hat{B}\bar{X}$$

$$\text{Var}(\hat{A}) = \left\{ \sum_{i=1}^n X_i^2 \mid n \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \right\} \sigma^2 \varepsilon_i$$

$$\text{Var}(\hat{B}) = \left\{ \sigma^2 \varepsilon_i \mid \sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2 \right\}$$

$$\text{Var}(\hat{\varepsilon}_i)^2 = \sum_{i=1}^n \frac{(Y_i - \hat{Y}_i)^2}{n-2}$$

بناء على البيانات المالية المتحصل عليها من موقع بورصة الجزائر www.dz.sgbv ومعطيات الجدول

(8-5) تم التوصل إلى مايلي:

- القيمة السوقية للسهم الواحد y_i لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) تم الاعتماد على

متوسط القيمة السوقية الإجمالية لكل سنة مقسومة على عدد الأسهم بمعنى:

$$\text{القيمة السوقية للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية الإجمالية للسنة}}{\text{عدد أسهم المؤسسة}}$$

- القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد X_i لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) تم تقسيم

القيمة الاقتصادية المضافة EVA لكل سنة على عدد أسهم المؤسسة:

$$= \text{القيمة الاقتصادية المضافة EVA} / \text{عدد أسهم المؤسسة}$$

تم تلخيص معطيات الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول (5-11): القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق

الأوراسي خلال فترة (2014-2018) الوحدة: دج

البيان	2014	2015	2016	2017	2018
القيمة الاقتصادية المضافة للسهم X_i	17.43-	15.42-	0.57-	3.9	0.63-
القيمة السوقية للسهم y_i	420.74	451.96	469.94	521.76	504.43

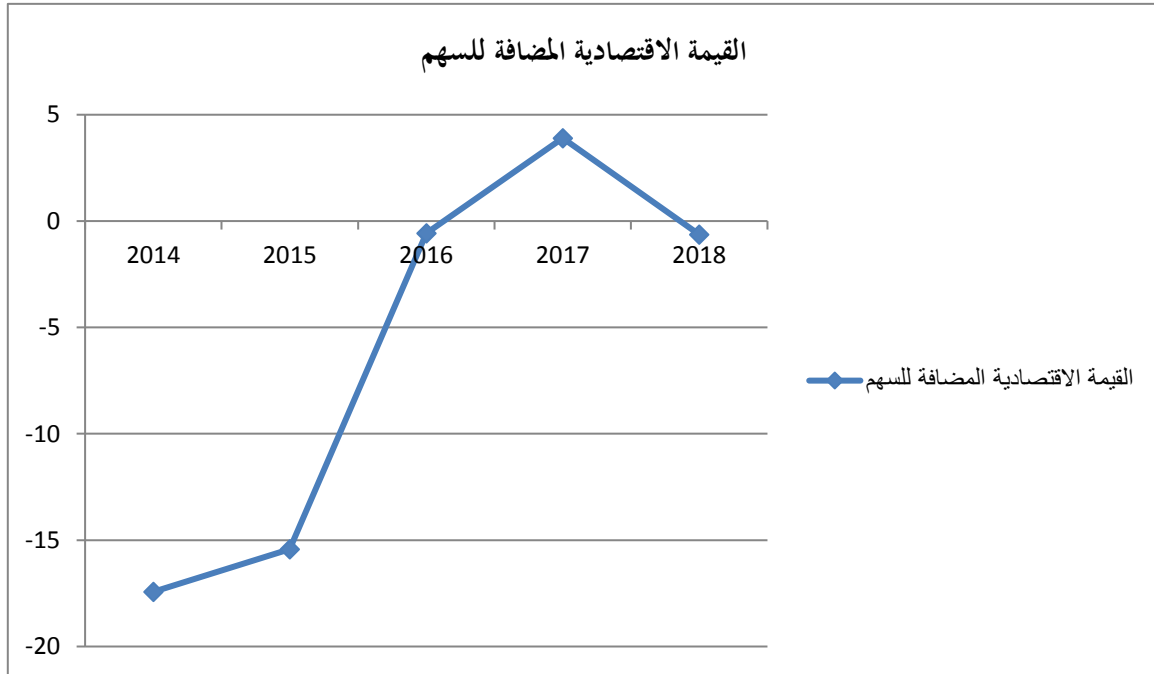
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع بورصة الجزائر WWW.dz.SgbV والجدول (5-9)

من خلال الجدول (5-11) يمكن التمثيل البياني لتطور للقيمة الاقتصادية للسهم الواحد لمؤسسة فندق

الأوراسي خلال فترة (2014-2018) حسب الشكل التالي:

الشكل (5-8): تطور القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة

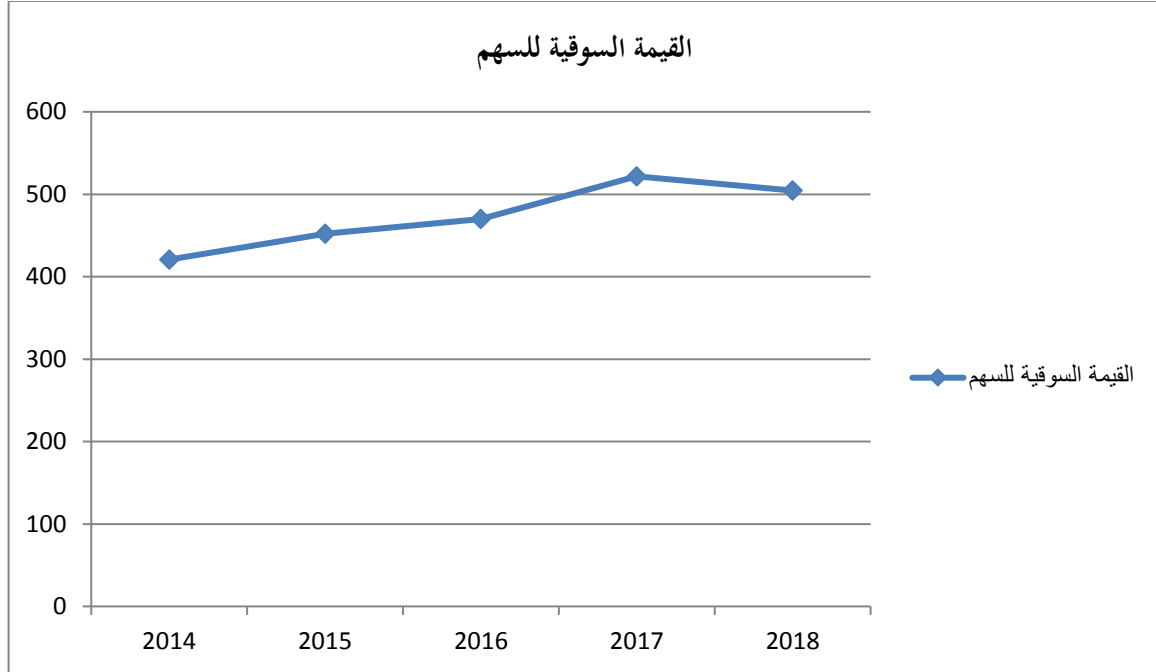
(2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-11)

- من خلال الجدول (5-10) يمكن التمثيل البياني لتطور القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) حسب الشكل التالي:

الشكل (5-9): تطور القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-11)

من خلال الشكل (5-9) نلاحظ أن:

- القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة في ارتفاع مستمر من سنة 2014 إلى 2017 بحيث بلغت أعلى قيمة للسهم في سنة 2017 الذي بلغ 521.76 دج، بحيث انخفضت قيمة السهم في سنة 2018 إلى 504.43 دج وبلغ الانخفاض ب 17.33 دج.

- أن متوسط القيمة السوقية للسهم الواحد تراوحت بين أعلى قيمة لها في سنة 2017 ب (521.76 دج) وأدنى قيمة له في سنة 2014 ب (420.74 دج)، وعند مقارنة القيمة السوقية للسهم الواحد كل سنة مع متوسطها خلال فترة الدراسة والبالغ (473.76 دج) نجد أن سنوات 2017 و2018 حققت قيم تفوق قيمة هذا المتوسط.

ثانيا: تقدير معاملات نموذج معادلة الانحدار الخطي البسيط:

يتم تقدير معاملات نموذج معادلة الانحدار الخطي البسيط

$$\widehat{Y}_i = \widehat{A} + \widehat{B} X_i + \widehat{e}$$

من خلال إتباع الخطوات التالية باستخدام المربعات الصغرى OLS الملخصة في الجدول التالي:

الجدول (5-12): المعطيات المساعدة لتقدير معاملات نموذج الانحدار الخطي البسيط:

$(\hat{Y}_i - \bar{Y})^2$	$(y_i - \bar{Y})^2$	$(y_i - \hat{Y}_i)^2$	\hat{Y}_i	$(X_i - \bar{X})^2$	$\bar{X} - X_i$	$\bar{Y} - Y_i$	$\bar{X} - X_i$	y_i	X_i
1876.968	2811.12	94.012	430.436	129.96	604.428	53.02-	11.4-	420.74	17.43-
1273.49	475.24	192.82	438.074	88.172	204.702	21.8-	9.39-	451.96	15.42-
430.313	14.592	603.39	494.504	29.811	20.857-	3.82-	5.46	469.94	0.57-
1423.552	2304	105.472	511.49	98.604	476.64	48	9.93	521.76	3.9
441	940.648	93.508	494.76	29.16	165.618	30.67	5.4	504.43	0.63-
5445.323	6545.6	1089.202		375.707	1430.531	-	-	2368.83	30.15-

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (5-11)

- المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم الواحد Y_i لمؤسسة فندق الأوراسي هو 473.76 دج

$$2368.83 / 5 = \frac{\sum Y_i}{n} = \bar{Y}$$

$$473.76 = \bar{Y}$$

- المتوسط الحسابي لقيمة المضافة الاقتصادية للسهم الواحد X_i لمؤسسة فندق الأوراسي هو

$$603 = \bar{X}$$

- لحساب قيمة المعلمة \hat{B} نتبع القانون التالي:

$$\hat{B} = \frac{\sum_{i=1}^5 (X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y})}{\sum_{i=1}^5 (X_i - \bar{X})^2}$$

$$= 1430.531 / 375.707$$

$$3.8 = \hat{B}$$

- لحساب قيمة المعلمة \hat{A} نتبع ما يلي:

$$\hat{A} = \bar{Y} - \hat{B}\bar{X}$$

$$= 473.76 - 3.8(6.03)$$

$$496.67 = \hat{A}$$

- حسب قيم معاملات نموذج معادلة الانحدار البسيط باستخدام المربعات الصغرى OLS يصبح النموذج كما

يلي:

$$\hat{Y}_i = 496.67 + 3.8X_i$$

- من خلال معلمات النموذج تبين أن كل تغير في القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يتبعها تغير في القيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي ب 3.8 دج.

- أما المعلمة المستقلة $\hat{A}=496.67$ معناه أنه عند عدم حدوث أي تغير للقيمة الاقتصادية المضافة للسهم فان القيمة السوقية للسهم فندق الأوراسي يصبح في حدود 496.67 دج.

المطلب الثاني: دراسة صلاحية النموذج

لدراسة صلاحية النموذج يجب إتباع الخطوات التالية:

أولاً: قياس القوة التفسيرية والقوة الارتباطية للنموذج:

- لقياس القوة التفسيرية يتم حساب معامل التحديد الذي يقيس ويشرح نسبة الانحرافات الكلية أو التغيرات التي تحدث في المتغير التابع Y_i وهي القيمة السوقية للسهم الواحد، والمشروحة بواسطة تغيرات المتغير المستقل X_i وهو القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي، فهي نسبة تأثير المتغير المستقل عن المتغير التابع ويمكن حساب R^2 معامل التحديد كالتالي:¹

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

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

- القوة الارتباطية: يتم حساب معامل الارتباط r ويمكن حسابه من خلال معامل التحديد:

$$\sqrt{R^2} = r$$

- إذا كانت إشارة معامل الارتباط سالبة $r < 0$: توجد علاقة عكسية بين المتغيرين بمعنى زيادة أحد المتغيرين يصاحبه انخفاض في المتغير الثاني والعكس.

- إذا كانت إشارة معامل الارتباط موجبة $r > 0$: توجد علاقة طردية بين المتغيرين بمعنى أن زيادة أحد المتغيرين يصاحبه زيادة في المتغير الثاني والعكس.

- أما قوة العلاقة يمكن الحكم عليها من حيث درجة قربها أو بعدها عن $(1 \mp)$.

- حساب معامل التحديد R^2 :

$$1 - \left[\frac{\sum(Y_i - \hat{Y}_i)^2}{\sum(Y_i - \bar{Y})^2} \right] = R^2$$

¹محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

$$=1 - (1089.202/6545.6)$$

$$0.83 = R^2$$

من خلال معامل التحديد نلاحظ أن المتغير المستقل X_i وهي القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح نسبة 83% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة (2014-2018)، أما الباقي 17% تفسره عوامل أخرى مدرجة في هذه الدراسة.

- حساب معامل الارتباط r :

$$\sqrt{R^2} = r = \sqrt{0.44} = 0.91$$

من خلال معامل الارتباط $r = 0.91$: يعني وجود علاقة قوة بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد خلال فترة (2014-2018).

ثانياً: اختبار المعنوية الكلية لنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الكلية لنموذج الانحدار الخطي البسيط من خلال تشكيل جدول التباين، وهو تحليل مجموع المربعات الصغرى SST إلى مجموع مربعات البواقي SSC ومجموع مربعات الانحدار SSR الغرض من هذا التحليل لاختبار معنوية مجموع مربعات الانحدار وهذا أيضا يدخل في اختبار معنوية المعامل A وB، ويمثل هذا التحليل في الجدول تحليل التباين.

الجدول (5-13): جدول تحليل التباين وحساب إحصائية فيشر

مصدر التغير	التغير	درجة الحرية	المتوسط التربيعي
الانحدار	$\sum(\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 = SSR$ $RSS = 5445.323$	1	5445.323
البواقي	$SSE = \sum(Y_i - \hat{Y}_i)^2$ $= 1089.202SSE$	3	363.067
المجموع	$\sum(Y_i - \bar{Y})^2 = SST$ $SST = 6545.6$	4	$F_C = \frac{SSR}{\frac{SSE}{n-k}}$ $\frac{5445.323}{\frac{363.067}{3}} =$ $F_C = 14.99$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (5-12)

من خلال اختبار F فيشر لجودة النموذج ثم الوصول إلى أن فيشر المحسوبة $cF = 14.99$ أكبر من فيشر الجدولة $T_F(5,1,3) = 10.13$

بدرجة حرية للسط 1 ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5%، أن النموذج معنوي في مجمله وبالتالي نقول أن النموذج مفلح ويصلح وذو جودة لتفسير التغيرات التي تحدث للمتغير التابع للقيمة السوقية للسهم الواحد جراء التغيرات التي تحدث في القيمة الاقتصادية للسهم الواحد للمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة (2014-2018)

ثالثاً: اختبار معنوية المعلمات المقدرة:

لاختبار معنوية المعلمات المقدرة بالنسبة لنموذج الانحدار البسيط نستعمل اختبار ستودنت ويمكن توضيح خطوات تطبيق هذا الاختبار لدراسة معنوية المعلمات المقدرة كما يلي:

الخطوة الأولى: وضع الفرضية الصفرية والفرضية البديلة، حيث أن الفرضية الصفرية H_0 تقول أنها غير معنوية، و

الفرضية البديلة H_1 تقول أن معلمة الانحدار لها معنوية إحصائية \hat{B}

يمكن التعبير عن ذلك كما يلي:

- اختبار معنوية B:

$$H_0 : B=0$$

$$H_1 : 0 \neq B$$

$$3.87 = \frac{3.8}{\sqrt{\frac{1089.202}{3}}} = \frac{\hat{B}-B}{\sqrt{r(\hat{B})}} \frac{B}{\sqrt{\frac{(Y_i-Y)^2}{\sum(X_i-\bar{X})^2}}} = T_{cal}$$

$$3.182 = T_{Tab(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}}$$

نلاحظ أن قيمة ستودنت المحسوبة $T_{cal} = 3.87$ أكبر من القيمة الجدولة

عند درجة حرية 3 ومستوى معنوية 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية $T_{(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}} = 3.182$

أي أن B معنوي.

- اختبار معنوية A:

$$H_0 : B= 0$$

$$H_1: \neq B \ 0$$

$$\frac{496.67}{\sqrt{\frac{1089.202}{5} + (36.36)(0.96)}} = \frac{\hat{A}}{\sqrt{\frac{(Y_i - \hat{Y})^2}{n-2} + \bar{X}^2 * r(\hat{B})}} = T_{cal}$$

$$T_{cal} = 47.94$$

$$47.94 = T_{cal} > 3.182 = T_{Tab(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}}$$

نلاحظ أن قيمة ستودنت المحسوبة $T_{cal} = 47.94$ أكبر من القيمة الجدولة

عند درجة حرية 3 ومستوى معنوية 5% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية $3.182 = T_{Tab(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}}$ البديلة أي أن A لها معنوية إحصائية.

- من خلال ما سبق، وبالاعتماد على نتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط من خلال معادلة

$$\hat{Y}_i = 496.67 + 3.8X_i$$

بين المتغير المستقل القيمة الاقتصادية للسهم الواحد والقيمة السوقية للسهم الواحد لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة 2014-2016. خلصت الدراسة إلى ما يلي:

- دراسة القوة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 تبين أن المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح ما يقارب 83% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد.

- دراسة القوة الارتباطية من خلال معامل الارتباط تبين بوجود علاقة قوية جدا بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم.

- اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر F لجودة النموذج ثم التوصل إلى أن فيشر المحسوبة أكبر من فيشر الجدولة $F_{Tab}(5,1,3) = F_c > 10.33 = 14.99$

بدرجة حرية 1 للسط ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5% أي أن النموذج بمجمله معنوي وبالتالي النموذج يصلح ويفسر وذو جودة عالية لتفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع جراء تغيرات في المتغير المستقل.

- اختبار معنوية معاملات نموذج الانحدار (A, B) ثم استخدام اختبار ستودنت وتم التوصل إلى أن المعلمات ذو معنوية بعد مقارنة:

$$(T_{cal}) \text{ و } (T_{Tab(5-2)}^{\frac{\alpha}{2}}) \text{ ستودنت المحسوبة أكبر من ستودنت الجدولة عند درجة حرية 3}$$

ومستوى معنوية 5% وبالتالي نقول أن النموذج معنوي يمكن أن يستعمل للتنبؤ.

خلاصة الفصل الخامس:

تطرقنا في هذا الفصل إلى دور القرارات المالية في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018)، وهذا بالاعتماد كمرحلة أولى على العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في اتخاذ القرارات المالية، وقياس القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة الموجبة كتفسير لتحقيق وخلق للقيمة للمؤسسة فندق الأوراسي، أما في المرحلة الثانية تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لتفسير مدى تأثير القيمة الاقتصادية المضافة لسهم الواحد على القيمة السوقية له.

بذلك نكون قد توصلنا إلى تأكيد الفرضيات المساعدة الخاصة بالجانب التطبيقي والمتمثلة فيما يلي:

- العائد على رأس المال المستثمر (ROIC) والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في اتخاذ القرارات المالية تساهم في توجيه قرارات المؤسسة التي تؤدي إلى خلق ثروة للملاك أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA تعبر عن القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- توجد علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي.

هذا بناءً على النتائج التالية:

- أن العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة أقل من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ما عدا سنة 2017 بفارق صغير بين العائد والتكلفة المقدرة بـ 0.35%، بالتالي يمكن القول أن المؤسسة لم تحقق عائد أعلى من العائد الأدنى وهي التكلفة إلا في سنة واحدة، مما يوضح عدم تحقيق الربح الحقيقي (قيمة) للمؤسسة، مما يستدعي على المؤسسة فندق الأوراسي الأخذ بعين الاعتبار العائد والتكلفة كأساس في اتخاذ القرارات المالية تساهم في توجيه وتوضيح وتفسير قرارات المؤسسة التي تؤدي إلى خلق ثروة للملاك (تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة)؛

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA تبين أنها خلال فترة الدراسة سالبة ما عدا سنة 2017 فكانت قيمة موجبة، بمعنى أن المؤسسة في هذه السنة ناجحة وهناك زيادة في ثروة الملاك أي تعظيم في القيمة الحقيقية للمؤسسة وبالتالي المكاسب أكبر من أجل الاستثمار. أما خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018 القيمة الاقتصادية المضافة سالبة $EVA < 0$ ، يعني أن المؤسسة لم تحقق أي تعظيم في القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي ولا أي تعظيم في ثروة الملاك بالعكس أن ثروة الملاك وقيمة المؤسسة الحقيقية هي في تآكل ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة؛

- أن القيمة السوقية المضافة سالبة $MVA < 0$ خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018، يعني أن مؤسسة فندق الأوراسي أدت إلى تبديد ثروتها والنقص في القيمة الحقيقية لها وبالتالي تبديد قيمة حملة الأسهم ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة، أما في سنة 2017 فحققت مؤسسة فندق الأوراسي قيمة سوقية موجبة $MVA > 0$ بمعنى أنها حققت الزيادة في رأس مالها مع خلق قيمة لحملة الأسهم وخلق قيمة حقيقية للمؤسسة؛
- أن القوة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 تبين أن المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح ما يقارب 83% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد.
- أن القوة الارتباطية من خلال معامل الارتباط تبين بوجود علاقة قوية جدا بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم.
- أن هناك علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي، وذلك باختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر F ثم التوصل إلى أن فيشر المحسوبة أكبر من فيشر الجدولة بدرجة حرية 1 للبسط ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي النموذج يصلح ويفسر وذو جودة عالية لتفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع جراء تغيرات في المتغير المستقل.

خاتمة

خاتمة

النتائج:

- المؤسسة الاقتصادية هي موطن اتخاذ القرارات اليومية حسب الغاية والهدف من إنشائها، والدور الذي تلعبه في محيطها الداخلي والخارجي، بحيث تصطدم بعدة عراقيل في تحقيق أهدافها مما يستدعي فهم المشكلة ومحاولة حلها، باتخاذ قرار مناسب لها. كما تعتبر القرارات المالية من أبرز وأهم القرارات المؤثرة على المؤسسة باعتبارها تهدف عموماً إلى تعظيم ثروة الملاك وتعظيم قيمتها الحقيقية، بحيث تشمل عدة قرارات كالاختيار بين استثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح والاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي،
- فقرار التمويل يضمن للمؤسسة الاستمرارية والنجاح، وذلك لتعلقه باحتياجات المؤسسة المالية للعملية التشغيلية والاستثمارية، وهذا متوقف على كيفية توفير الأموال، وتسعى المؤسسة دائماً لإيجاد الآليات والطرق المناسبة للحصول على الأموال اللازمة باختيار المصدر المناسب وفي الوقت المناسب والتكلفة المناسبة، وهي من العناصر المهمة والفاصلة في عملية اتخاذ القرارات التمويلية وأي تقصير في هذا المجال يحمل المؤسسة تكاليف مرتفعة مما يجلب المؤسسة تعاني من هذه الأعباء الإضافية مستقبلاً،
 - كما أن قرار الاستثمار يؤثر مباشرة في قيمة المؤسسة على المدى الطويل والقصير، واتخاذ هذا القرار يتوجب دراسة معمقة له والأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل تساعد في اختيار أحسن القرارات التي تعود بأكبر العوائد للمؤسسة وفي الوقت المناسب بأقل التكاليف الممكنة،
 - كما يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية المنسوبة إلى مجلس الإدارة أيضاً نظراً لأهميتها الكبيرة، سواء للمساهمين الحاليين أو الراغبين في المساهمة، وأيضاً هو قرار ذو حدين بحيث يعتبر قرار تمويلي من جهة وقرار استثماري من جهة أخرى، لذلك اتخاذ مثل هذه القرارات يستوجب دراسة معمقة لعدة مجالات واتجاهات مما يتلاءم مع كل الأطراف، ومهما تكن سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة، فإنها يجب أن تركز على تحقيق هدفين أساسيين، الهدف الأول هو توفير كميات كافية من الأموال (من المصادر الداخلية)، والهدف الثاني هو تعظيم ثروة حملة الأسهم،
 - بحيث أظهرت دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة (2014-2018) أن القرارات المالية لها دور هام في تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي، وذلك بناء على العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في توجيه اتخاذ القرارات المالية مما يساهم فيخلق ثروة للملاك أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.

- كما أن القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تعبران عن القيمة الحقيقية لمؤسسة مما يفسر مدى خلق قيمة للمساهمين وتبين أيضا الأداء الحقيقي والفعلي للإدارة الحالية خلال فترة زمنية معينة، وكما تم تأكيد وجود علاقة تأثير بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية له للمؤسسة.

نتائج اختبار الفرضيات: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية وبالاعتماد على النتائج المتوصل إليها تم اختبار الفرضيات المحددة سابقا كما يلي:

- **اختبار الفرضية الأولى:** تنص هذه الفرضية على ما يلي: تتم عميلة اتخاذ قرارات المؤسسة بناء على الفرص الموجودة في السوق والتهديدات، بالإضافة إلى النقاط القوة والضعف. هي **فرضية صحيحة** انطلاقا من عرضنا للفصل الأول ومن خلال النتائج المتوصل إليها المبينة كما يلي:

- أن المؤسسة الاقتصادية تمثل وبشكل عام منظمة اقتصادية اجتماعية ذات استقلالية نسبية. لها علاقة مع البيئة الخارجية سواء أكانت جزئية أو كلية تؤثر وتتأثر بها لكونها تعد مصدر هاما من الموارد الاقتصادية، حتى يتسنى لها التعرف على الفرص الموجودة في السوق والتهديدات التي يمكن أن تعرقل السير الحسن للمؤسسة وكذلك تقييم البيئة الداخلية من أجل التعرف على نقاط القوة والضعف، لأن استغلال الفرص ومواجهة التهديدات مرتبط بقدرات وكفاءات المؤسسة الداخلية بنسبة كبيرة، وفيها تتخذ القرارات البشرية والمادية والمالية لإنشاء قيم مضافة،

- عملية اتخاذ القرارات هي أساس عمل المؤسسة، والتي يمكن من خلالها انجاز كل أنشطتها، وتحديد مستقبلها، ولا يمكن أداء أي وظيفة بالمؤسسة (كالإنتاج والتسويق والتمويل والموارد البشرية) أو أداء وظيفة إدارية (كالتخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة) ما لم يصدر بصدد قرار يحدد من يقوم بها، متى وأين ومع من وبأي تكلفة وغير ذلك.

- قيمة المؤسسة تتمثل في ذلك الثمن أو المبلغ أو السعر الذي يمكن أن يحدد أو يقيس، أو الذي يمكن أن يكون يعادل إمكانيات المؤسسة خلال كل فترة زمنية معينة حسب الظروف المتواترة للمؤسسة، وبذلك يمكن أن تأخذ عدة أشكال من القيم حسب العوامل المؤثرة فيها، كما يمكن تحديد وقياس قيمة المؤسسة بعدة طرق، لكن لكل طريقة لها ميزات معينة، نجد من أهم هذه الطرق القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة التي تحدد قيمة المؤسسة الحقيقية وتقيس فعليا أداء الإدارة خلال فترة زمنية معينة.

- **اختبار الفرضية الثانية:** تنص هذه الفرضية على ما يلي: يتم تحديد أفضل المصادر من خلال دراسة التكلفة والعائد الذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها. وهي **فرضية صحيحة**، انطلاقا من عرضنا للفصل الثاني ومن خلال النتائج المتوصل إليها المبينة كما يلي:

- يعتبر اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة من بين الوظائف الأساسية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل، كما يهدف إلى توفير وتديير الأموال من مختلف المصادر، وفق شروط مناسبة ومقبولة حسب إمكانية ووضع المؤسسة، بما يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية،
- تركز النظرية الحديثة للتمويل على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين مصادر المتاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد، بحيث تكمن التكلفة في معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها،
- أن تكلفة رأس المال هي التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، ويتم حسابها بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من المصادر بشكل منفرد لكي تتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة المرجحة للمصادر، وتتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما البعض الآخر يخرج عن سيطرتها، إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها وأثارها السلبية.
- اختيار الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة معقدة، وتحتاج إلى دراسة عميقة بالأمر المتعلقة بهذه العملية، بحيث مجمل النظريات باختلاف توجيهها والأسس التي أقاموا عليها التحليل قد اتفقوا على وجود هيكل تمويلي يمكن للمؤسسة من تحسين قيمتها، ومن الملاحظ أيضا أن مجمل هذه النظريات كانت تعطي أهمية بالغة للقروض، باعتبارها أفضل المصادر التمويلية المساهمة في رفع قيمة المؤسسة، إذ ما استغلت في حدود المقبولة التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.
- **اختبار الفرضية الثالثة:** تنص هذه الفرضية على ما يلي: تظهر قيمة المؤسسة في قيمة استثماراتها. وهي **فرضية صحيحة** انطلاقا من عرضنا للفصل الثالث ومن خلال النتائج المتوصل إليها المبينة كما يلي:
- أن الاستثمار هو العامل الأساسي في نمو الأموال وزيادتها حسب توقعات كل مؤسسة وأهدافها المسطرة، وحسب إمكانياتها المالية المتوفرة ومجال نشاطها التي يمكن أن تتأثر بعدة عوامل حسب مجال تخصصها.
- أن القرار الاستثماري يعالج كيفية توظيف الأموال المتاحة للمؤسسة، وذلك باختيار البديل الملائم من بين البدائل المتاحة، حسب العوائد والأهداف المطلوبة منه في التوقيت المناسب، بعد تحمل مخاطر مرتبطة به خلال فترة زمنية معينة،
- على المؤسسة مراعاة ظروف المحيطة بالمشاريع، فقيمة المشروع الاستثماري تتأثر بتغير الظروف الاقتصادية التي ينشط فيها، ومن المعروف إن القيمة الاقتصادية للمشروع الاستثماري تشتق من التدفقات النقدية المتولدة عنه،

- يتم اختيار المشاريع الاستثمارية التي تحقق أفضل استخدام للموارد التمويلية المتاحة في إطار الأهداف المسطرة، لذا يجب أولاً تقييم كل مشروع تقييماً مطلقاً على حدة لمعرفة القيمة المتولدة الصافية المتوقعة لكل مشروع لقبول أفضلها، واستبعاد المشاريع الاستثمارية الأقل قيمة منها،
- أن القرار الاستثماري دائماً ما يرتبط بالقرار التمويلي، لذا ما يجعل علاقة الترابط بينهما كبيرة، ومما يلزم المؤسسة مراعاة علاقة التأثير والتأثر بينهما، والتي يمكن تساهم في تعظيم قيمة المؤسسة،
- وبالرجوع إلى الأبحاث المتعلقة بدراسة تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة فإنها تؤكد على وجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من ميلر ومود غلياني أن:
- قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها،
- كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض له هذا العائد، بعبارة أخرى مهما كان الميزج الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة تعبر عن القيمة السوقية لاستثماراتها، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل.
- اختبار الفرضية الرابعة: تنص هذه الفرضية على ما يلي: تتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية. هي فرضية صحيحة انطلاقاً من عرضنا للفصل الرابع ومن خلال النتائج المتوصل إليها المبينة كما يلي:
- أن سياسة توزيع الأرباح هي النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث التوزيع للأرباح واحتجازها أو إبقاء تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم قيمة المؤسسة الحقيقية
- جاءت عدة نظريات لتفسير علاقة سياسات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة ومن أبرزها نظرية ما يلي:
- نظرية عدم ملائمة التوزيعات ترى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على سهم المؤسسة أو على كلفة رأس المال، فإن قيمتها تتحدد من خلال دخل المؤسسة المتولد من أصولها وليس من كيفية تقسيم ذلك الدخل بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة.
- نظرية العصفور في اليد جاء بها جون لنتر وميرون غوردن وتشير إلى وجود علاقة ما بين أداء المؤسسة وتوزيعات الأرباح حيث يعتقد المستثمرون أن الأرباح الحالية هي أقل خطورة من الأرباح المحتملة في المستقبل ولذلك فإن المستثمرين يفضلون الحصول على الأرباح الحالية.

- نظرية تكاليف الوكالة يرى المدراء في حالة أن للمؤسسة فوائض نقدية كبيرة يتعرضون إلى رقابة صارمة من قبل المالكين أو من يمثلهم حول الكيفية التي سينفقون بها تلك الفوائض النقدية، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات والإحساس بأنهم تحت الرقابة المستمرة من خلال توزيع تلك الفوائض النقدية على شكل أرباح نقدية للمساهمين وبالتالي تخليص المؤسسة من تحمل تكاليف الرقابة على تصرفات وقرارات المدراء أو ما يطلق عليها تكاليف الوكالة

- نظرية الإشارة تنص على أن اهتمام المستثمرين بتقييم التغيرات في توزيع الأرباح وسعر السهم سواء بالزيادة أو النقصان ليس بالضرورة ترجمة لتفضيل هؤلاء المستثمرين لتوزيعات الأرباح على احتجازها، بل تغير سعر السهم إنما هو نتيجة لانعكاس المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح، حيث يستبدل منها عن مضمون هذه التوزيعات.

- نظرية أثر الزبائني بحيث أن MM خلاصا من هذا كله بأن المستثمرين الراغبين في الدخل الجاري للاستثمار سيشترون أسهم شركات تدفع توزيعات عالية والذين لا يرغبون بالدخل الجاري سيبحثون عن شركات تقوم باحتجاز الأرباح. لهذه الأسباب على الإدارة أن تتجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح لديها لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي انخفاض سعر السهم.

- نظرية تكاليف الصفقات تقترح أن المؤسسة باستطاعتها الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها وتلجئ إلى توزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية فالمؤسسات الأكثر لجوء إلى التمويل الخارجي تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة.

- **الفرضية الخامسة:** تنص هذه الفرضية على ما يلي: توجد علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي. هي فرضية صحيحة انطلاقا من عرضنا للفصل الرابع ومن خلال النتائج المتوصل إليها المبينة كما يلي:

- أن العائد على رأس المال المستثمر لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة الدراسة أقل من التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ما عدا سنة 2017 بفارق صغير بين العائد والتكلفة المقدرة ب 0.35%، بالتالي يمكن القول أن المؤسسة لم تحقق عائد أعلى من العائد الأدنى وهي التكلفة إلا في سنة واحدة، مما يوضح عدم تحقيق الربح الحقيقي (قيمة) للمؤسسة، مما يستدعي على المؤسسة فندق الأوراسي الأخذ بعين الاعتبار العائد والتكلفة كأساس في اتخاذ القرارات المالية تساهم في توجيه وتوضيح وتفسير قرارات المؤسسة التي تؤدي إلى خلق ثروة للملاك (تعظيم القيمة الحقيقية للمؤسسة)؛

- القيمة الاقتصادية المضافة EVA تبين أنها خلال فترة الدراسة سالبة ما عدا سنة 2017 فكانت قيمة موجبة، بمعنى أن المؤسسة في هذه السنة ناجحة وهناك زيادة في ثروة الملاك أي تعظيم في القيمة الحقيقية للمؤسسة بالتالي المكاسب أكبر من أصل الاستثمار. أما خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018 القيمة الاقتصادية المضافة سالبة $EVA < 0$ ، يعني أن المؤسسة لم تحقق أي تعظيم في القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي ولا أي تعظيم في ثروة الملاك بالعكس أن ثروة الملاك وقيمة المؤسسة الحقيقية هي في تآكل ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة؛

- أن القيمة السوقية المضافة سالبة $MVA < 0$ خلال سنوات 2014، 2015، 2016، 2018، يعني أن مؤسسة فندق الأوراسي أدت إلى تبيد ثروتها والنقص في القيمة الحقيقية لها وبالتالي تبيد قيمة حملة الأسهم ولكن بمقدار متفاوت في كل سنة، أما في سنة 2017 فحققت مؤسسة فندق الأوراسي قيمة سوقية موجبة $MVA > 0$ بمعنى أنها حققت الزيادة في رأس مالها مع خلق قيمة لحملة الأسهم وخلق قيمة حقيقية للمؤسسة؛

- أن القوة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 تبين أن المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم الواحد يفسر ويشرح ما يقارب 83% من التغير في القيمة السوقية للسهم الواحد.

- أن القوة الارتباطية من خلال معامل الارتباط تبين بوجود علاقة قوية جدا بين المتغير التابع القيمة السوقية للسهم الواحد والمتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة للسهم.

- أن هناك علاقة تأثير معنوية بين القيمة الاقتصادية المضافة للسهم والقيمة السوقية للسهم لمؤسسة فندق الأوراسي، وذلك باختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال اختبار فيشر F ثم التوصل إلى أن فيشر المحسوبة أكبر من فيشر الجدولة بدرجة حرية 1 للسط ودرجة حرية المقام 3 عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي النموذج يصلح ويفسر وذو جودة عالية لتفسير التغيرات التي تحدث في المتغير التابع جراء تغيرات في المتغير المستقل.

التوصيات والاقتراحات: في ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة يمكن تقديم المقترحات والتوصيات التالية:

- على المؤسسة الاقتصادية الاهتمام بقرار التمويل وذلك باختيار الهيكل التمويلي الأمثل، مع الاستغلال الأمثل له بمراعاة التكلفة والعائد، وذلك من خلال كلفة رأس المال للمؤسسة بالاعتماد على التكلفة المرجحة لمصادر المتاحة، إذ تكمن التكلفة في معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر، والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها؛

- على المؤسسة الاقتصادية الاهتمام أكثر بقرار الاستثمار، وذلك لوجود تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، من خلال دراسة معمقة لمختلف الاقتراحات الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، باختيار أحسن المشاريع التي تعود على المؤسسة بأكبر العوائد وأقل التكاليف وفي الوقت المناسب، مع دراسة لمختلف الظروف المحيطة بها بتحمل جزء من المخاطر الممكن التنبؤ بها؛
- التوفيق بين القرار الاستثماري والتمويلي للمؤسسة أي بالملائمة بين الأموال التي تحصل عليها المؤسسة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل.
- على المؤسسة الاقتصادية الأخذ بعين الاعتبار قرار توزيع الأرباح كقرار مؤثر على قيمة المؤسسة، من خلال موازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها ثقة المساهمين الحاليين والمستقبليين بالإدارة، وقد يكون عامل مهم في تعظيم قيمة المؤسسة الحقيقية،
- على الإدارة تجنب تغيير سياسة توزيع الأرباح لديها لأن التغيير المستمر سوف يؤدي إلى قيام المستثمرين الحاليين ببيع أسهمهم وبالتالي انخفاض سعر السهم،
- باستطاعتها المؤسسة اللجوء والاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها في حالة وجود فرص متاحة ذو عوائد مرتفعة لتعويض وتبرير عدم توزيع الأرباح، وتلجئ إلى توزيعها في حالة عدم وجود فرص استثمارية ملائمة؛
- الأخذ بعين الاعتبار العائد على رأس المال المستثمر والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال كأساس في اتخاذ القرارات المالية حيث تساهم في توجيه قرارات المؤسسة إلى اتخاذ قرارات مناسبة التي تؤدي إلى خلق ثروة للملاك أي تعظيم القيمة الحقيقية لمؤسسة فندق الأوراسي.
- تقييم وقياس قيمة المؤسسة بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة EVA والقيمة السوقية المضافة MVA التي تحدد قيمة المؤسسة الحقيقية وتقيس فعليا أداء الإدارة خلال فترة زمنية معينة.
- الأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية المضافة كأداة لقياس قيمة المؤسسة الخارجي ومعياري لتعظيم حقوق الملكية.
- الأخذ بعين الاعتبار علاقة التأثير والتأثر بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA التي تبين القيمة المحققة خلال العملية التشغيلية وقيمة الأسهم التي تبين القيمة السوقية لها.
- أفاق الدراسة: من خلال هذه الدراسة والبحث في جوانب القرارات المالية ودورها في تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية اتضح لنا مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون موضوع دراسة مستقبلية للمهتمين بهذا المجال وهي كما يلي:
- تشخيص وتحليل العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة الاقتصادية

- البحث في مجال التخطيط المالي ودوره في توجيه القرارات المالية المناسبة لتحقيق الأهداف المحددة للمؤسسة
- البحث في العلاقة بين الاستراتيجية المالية والقرارات المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة
- البحث في مجال التدقيق المالي ومدى تحسين نوعية القرارات المالية الذي يساهم في تعظيم قيمة المؤسسة

فهرس المراجع

فهرس المراجع

I- الكتب:

- 1- أحمد بن محمد علي الفيومي، قاموس المصباح المنير، مكتبة لبنان، بيروت، 1987.
- 2- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 3- أحمد سعد عبد اللطيف، التأجير التمويلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 4- أحمد طرطار، الترشيد الاقتصادي للطاقات الإنتاجية في المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001.
- 5- أحمد عبد الرحمن أحمد، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، دار المريخ للنشر، الرياض، 1994.
- 6- أحمد عبد الرحمن، مدخل إلى إدارة الأعمال الدولية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2006.
- 7- أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية: مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية، مصر، 2008.
- 8- أحمد ماهر، اتخاذ القرار بين العلم والابتكار، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008/2007.
- 9- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 10- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل، الأردن، 2010.
- 11- الداوي الشيخ، اقتصاد المؤسسة، مركز الطباعة لجامعة الجزائر، 1998.
- 12- الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 13- الصيرفي محمد، إدارة وتحليل الهيكل، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 14- النعيمي، عدنان تايه، الساقي، سعدون مهديين سلام، أسامة عزمي، وموسى، شقيري نوري، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 15- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 16- أمين السيد أحمد لطفي، تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 17- أنس عبد الباسط عباس، إدارة الأعمال وفق منظور معاصر، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011.
- 18- أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتمويل المالي، دار البداية، عمان، 2007.
- 19- إبراهيم متولي إبراهيم حسن المغربي، دور حوافز الاستثمار في تعجيل النمو الاقتصادي (من منظور الاقتصاد الإسلامي والأنظمة الاقتصادية المعاصرة)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 20- إسماعيل عرباجي، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998.

- 21- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006.
- 22- جليل كاظم مدلول العارضي، الإدارة المالية المتقدمة، مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 23- جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006.
- 24- جهاد فراس الطيلوني، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 25- حامد العربي الحضيري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
- 26- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد جودة الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 27- حسين أحمد الطراونة، محمد ياسين موسى، اتخاذ القرارات التنظيمية في منظمات الأعمال، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
- 28- حسين بلعجور، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2013.
- 29- حسين حريم، إدارة المنظمات: منظور كلي، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- 30- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 31- حمدي أبو النور السيد عويسي، نظم المعلومات ودورها في صنع القرار الإداري، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011.
- 32- حمزة الشخي، إبراهيم الحزاوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 33- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الأوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 34- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 35- حنفي زكي عيد، دراسة الجدوى للمشروعات الاستثمارية، القاهرة، مطبعة دار البيان، 1978.
- 37- خالد أحمد فرحاني المشهداني، مبادئ إدارة الأعمال بمنظور منهجي متقدم، دار الأيام للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن، 2015.
- 38- خالد أمين عبد الله، العمليات المصرفية الإسلامية الطرق الحاسوبية الحديثة، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- 39- خموش زكي المسماس مروان، الرقابة والتخطيط في المشروعات، مديرية الكتب والمطبوعات، 1981.
- 40- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.

- 41- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، عمان، الأردن، 2009.
- 42- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 43- رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 44- رضا إسماعيل البسيوني، إدارة الأعمال، الطبعة الأولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2009.
- 45- زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، سكيكدة، 2011.
- 46- زكريا الدوري، نجم العزاوي، بلال خلف السكارنة، شفيق شاکر العملة، محمد عبد القادر، مبادئ إدارة الأعمال: وظائف وعمليات منظمات الاعمال، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 47- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار (المالي، الحقيقي)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- 48- سعاد نائف برونوطي، الإدارة: أساسيات إدارة الأعمال، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 49- سعيد عبد العزيز عثمان، دراسات جدوى المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 50- سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، 2010.
- 51- سليم بطرش جلدة، أساليب اتخاذ القرارات الإدارية الفعالة، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 52- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006.
- 53- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- 54- شقيري نوري موسى، وسيم محمد الحداد، صالح طاهر الزرقان، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2016.
- 55- صلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد رحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي واستراتيجي معاصر)، دار وائل للنشر، الأردن، 2000.
- 56- طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- 57- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، مصر، 2008.

- 58- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2011.
- 59- طارق مصطفى الشهاوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية، مدخل اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013.
- 60- طاهر مرسي عطية، منى محمد إبراهيم البطل، الإدارة المالية والاستثمار، الطبعة الثانية، الجمع والطباعة مكتب أمير للكمبيوتر، 2005.
- 61- طاهر مروان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 62- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 63- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 64- عاطف وليد اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 65- عبد الحلیم كراجه، علي ربايعه، ياسر السكران، موسى مطر، توفيق بد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 66- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009.
- 67- عبد السلام أبو قحف، اقتصاديات الأعمال، المكتب العربي الحديث، 1993.
- 68- عبد السلام أبو قحف، أساسيات التنظيم والإدارة، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 69- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.
- 70- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات) دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003،
- 71- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 72- عبد الله إبراهيم الفقي، نظم المعلومات المحاسبية ودعم اتخاذ القرار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 73- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 74- عبيد علي، احمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- 75- عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النشر، الأردن، 2007.
- 76- عدنان تايه النعيمي، وارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

- 77-عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2014.
- 78-علي الشرقاوي، العملية الإدارية وظائف المدربين، الطبعة الأولى، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 79-علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء، عمان، الأردن، 2008.
- 80-علي عباس، أساسيات علم الإدارة، الطبعة التاسعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015.
- 81-عمر صخري، مبادئ الاقتصاد الجزئي الوحدوي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1986.
- 82-عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 83-عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- 84-غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.
- 85-فارس ناصيف ألتسييري، غسان سالم الغالب، مبادئ المالية (1)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 86-فايز الزغبي، محمد إبراهيم عبدات، أساسيات الإدارة الحديثة، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 87-فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 88-فتحي أحمد ذياب عواد، إدارة الأعمال الحديثة (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- 89-فريد فهمي زيارة، المبادئ والأصول للإدارة والأعمال، الطبعة الخامسة، الطباعة مطبعة الشعب، عمان، 2006.
- 90-قاسم ناجي حمدي، أسس إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات مدخل نظري وتطبيقي 2، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 91-قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2012.
- 92-كاسر ناصر منصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، 2006.
- 93-كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، الطبعة الأولى، دار المناهج، عمان، 2002.
- 94-كامل المغربي، أساسيات في الإدارة، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، 1995.
- 95-مؤيد عبد الحسين الفضل، نظريات اتخاذ القرار: منهج كمي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.

- 96- مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 97- مؤيد فضيل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، الطبعة الأولى، دار الوراق، الأردن 2009.
- مبارك لسلس، التسيير المالي، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2012. - 98
- 99- محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011.
- 100- محمد أحمد عوض، الإدارة الإستراتيجية، الأصول والأسس العلمية، الدار الجامعية بالإسكندرية، مصر، 2001.
- 101- محمد أكرم العدوني، العمل المؤسسي، الطبعة الأولى، دار بن حزم، لبنان، 2002.
- 102- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 103- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، 2011.
- 104- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 105- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 106- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية- التحليل المالي للمشروعات الجديدة-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2003.
- 107- محمد صالح الحناوي ونihal فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 108- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 109- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2010.
- 110- محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية، في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 111- محمد عبد الفتاح ياغي، اتخاذ القرارات التنظيمية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 112- محمد علي العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 113- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2011.

- 114-محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- 115-محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 116-محمد موسى أحمد علي، إدارة المؤسسات والأسواق المالية من منظور الإدارة المالية العالمية، الطبعة الأولى، مكتب الوفاء القانونية للنشر، الإسكندرية، 2015.
- 117-محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص.29
- 118-محمد يونس خان، هشام صالح غرايبة، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، 1995.
- 119-محمود حسين الوادي وآخرون، دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010.
- 120-مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الطبعة الثانية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2010.
- 121-معراج هوارى، التمويل التاجيري المفاهيم والأسس، دار كنور للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص.113.
- 122-مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجمع العربي، عمان، الأردن، 2006.
- 123-منال طلعت محمود، أساسيات في علم الإدارة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.
- 124-منى عطية خزام خليل، إدارة المؤسسات الاجتماعية في بيئة متغيرة، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث للنشر، الإسكندرية، 2013.
- 125-منعم زمزير الموسوي، اتخاذ القرارات الإدارية: مدخل كمي، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 126-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998،
- 127-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، 2005.
- 128-منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الإسكندرية، مصر، المكتب العربي الحديث، 1999.
- 129-منير نوري، التسيير العملي والاتصالات الإدارية: المفاهيم والتطبيقات، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2015.
- 130-موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في الصناعة السياحية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 131-ناصر داداي عدون، الرياضيات المالية، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1995.
- 132-ناصر داداي عدون، اقتصاد مؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998.

133-نعيم إبراهيم الظاهرة، الإدارة الحديثة: نظريات ومفاهيم، الطبعة الأولى، عالم كتب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.

نعيم نمر داود، دراسة الجدوى الاقتصادية، دار البلدية، عمان، 2011-134.

135-نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.

136-هوشيام معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.

137-يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، الطبعة الأولى، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.

II - المذكرات والرسائل الجامعية:

1- بكارى بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر-دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الابار(ENSP)، أطروحة دكتوراه علوم في علوم التسيير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2010.

2- بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة-دراسة حالة مؤسستي صيدال الأوراسي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة تلمسان، الجزائر، 2015-2016.

3- بوشوشة محمد، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016.

4- حملة عز الدين، الهندسة المالية ودورها في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة مع التطرق لنماذج بعض الدول الإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير، تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، السنة الجامعية 2018/2019.

5- خمري أعمار، السندات التجارية في منظور المشرع والتاجر الجزائري، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم، تخصص: قانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012/2013.

6- درحمون هلال، المحاسبة التحليلية نظام معلومات للتسيير والمساعدة على اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

7- سليمة نشنش، الأنظمة المحاسبية ودورها في تنشيط الأسواق المالية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص: إدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، السنة الجامعية 2014/2015.

- 8- شدرى معمر سعاد، التقارير المالية للمراجع وآثارها على اتخاذ القرارات في ظل الأزمات المالية العالمية: حالة تقرير المراجع حول سونلغاز، أطروحة دكتوراه في مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بومرداس، 2014-2015.
- 9- عبد الكريم خيرى، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.
- 10- عبد المجيد تيماموي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.
- 11- غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014/2015.
- 12- مسيكة بوفامة، ز بعداش، نماذج تقييم المشاريع الاستثمارية بين النظرية والتطبيق وانعكاساتها على الاقتصاديات النامية، أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2001.
- 13- نور الدين نجيب، شروط التسيير المالي في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية لتطبيق المعايير الدولية للإبلاغ المالي، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير تخصص: مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، السنة الدراسية 2017/ 2018.
- 14- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة الدكتوراه في علوم التسيير، أطروحة غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

- المجلات: III

- 1- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013.
- 2- بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، 2019.
- 3- بوهالي محمد، لعبي عمر، إثر القرارات المالية على نمو المؤسسة، دراسة حالة مؤسسة مطاحن الاغواط للفترة 2012-2017، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 01، 2019.
- 4- حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثامن، العدد 22، جامعة بغداد، 2013.

- 5- دلفوف سفيان، القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، الجزائر، 2018.
- 6- رامي ابو وادي، و نهيل سقف الحيط. القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للابحاث (العلوم الانسانية)، 30(12)، (2016).
- 7- رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي ما بين 2011-2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، عدد 02، 2016.
- 8- زيبيدي بشير. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة-دراسة حالة مجمع صيدال(2012-2015). مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، الجزائر 03(10)، (2017).
- 9- سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة "بحث تطبيقي في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 50، 2018.
- 10- سندي مروان سلطان الحياي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 0، العراق، 2015.
- 11- طاهر محس منصور الغالي، مداخل صناعة القرار الاستراتيجي وعلاقتها بالأداء: دراسة تطبيقية في منظمات عراقية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد(29)، المجلد الثامن، 2012.
- 12- عادلة ناصح حاتم، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد السابع والعشرين، المجلد العشر، 2014.
- 13- عبد الرؤوف على عبد الله جريد، أشرف صلاح، دراسة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة على أسعار شركات مؤشر المدرج في البورصة المصرية EGX30، الأكاديمية العربية للعلوم والتكنولوجيا والنقل البحري، جامعة الدول العربية، المجلد العاشر، العدد الثالث، الجزء الأول، 2019.
- 14- عبد المجيد تيمواوي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المركز الجامعي، غرداية، الجزائر، العدد 13، 2011.
- 15- عبد الوهاب دادان، الجدل حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد، 2009-2010، جامعة ورقلة.
- 16- عمر مفتاح الساعدي، مدى تطبيق ونجاح التأجير التمويلي في المصارف الليبية (دراسة على مصرف التنمية)، العلوم الاقتصادية، العدد 38، المجلد 10، 2015.

- 17- لا لوش غنية، توظيف أدوات تكنولوجيا المعلومات في بيئة المؤسسة، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة المالية، المجلد 06، العدد 03، 2017.
- 18- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الاوراسي، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010.
- 19- مفيد الطاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 02، 2011.
- 20- معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير مجددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات، دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، جامعة سطيف1، الجزائر، 2016.
- 21- مليكة زغيب وسفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، العدد 12، 2012.
- 22- نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري 1999-2014، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، 2017.
- 23- هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر، 2008.
- 24- هباش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، 2018.
- 25- هواري سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد 5، جامعة ورقلة، 2007.
- 26- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.

IV - الملتقيات والمؤتمرات:

- 1- أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم-دراسة حالة عملية، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر (مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات-أفاق وتحديات) كلية الشريعة والقانون، جامعة الامارات العربية المتحدة، الامارات، 2006.
- 2- عبد الباقي روابح، خالد طالبي، القرض التجاري كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حالة الجزائر، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة، واقع وأفاق، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، يومي 13-14 نوفمبر 2012.

3- مليكة زغيب، الياس بوجمعة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-2009/04/15.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

1- اللغة الفرنسية:

I- Les livres :

1-Amar Douhane, Jean Michel Rochi, Jacques Sigwalt, vadémécum de la bourse et des marches financières, Arnand franal, canada, 2eme édition, 2002.

2-Aswath Damodaran, Pratique de la finance d'entreprise, théorie et pratique, .2eme Edition, De Boeck, Bruxelles, 2006

3- Arnand Thanvaron, Annar'ch Guyvarch, 4^eEdition, Vanver Imprimé Vert Supfoncher Normande Toto, France, 2010.

4-Aswath Damodaran, Finance d'entreprise : Théorie Et Pratique, 01, Edition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010.

5-Auriacj. M, all BTS, Economie de l'entreprise, édition Tectiniplus, Paris, 1995.

6-Bagneris Jean – Charles, Givry Philippe, Teulié Jacques & Topsacalian Patrick, Introduction à la finance d'entreprise, Edition Vuibert ,2 éme édition, paris, 2010.

7- Benjamin c, Weinstein o, les nouvelles théories de l'entreprise, librairie générale française, paris, 1995.

8-Brien j, Marion G, le système d'informatique de gestion, de Boeck université, Bruxelles, 1997.

9-Brilman Jean, Maire Claude, Manuel d'évaluation des entreprises, les éditions d'organisation, Paris, 1990.

10- C. Bussentault et M. Prete, Economie et gestion de l'entreprise, Vuibert, 1955.

11- Chantal Bousseault-Martine Pretet, Economie et gestion de L'entreprise, 3^{eme} edition librairie veuibert, paris 2002

12- Chardon J.L, Separi, Organisation et gestion de l'entreprise, édition Dunod, paris, 1998.

13- Charles Henri d'Arcimoles, Jean Yves Saulquin, Finance appliquée, , Librairie Vuibert, Paris, 1995

14- Dijon Toussaint j. p, Brong G, Duclaude, l'entreprise horticole : approche globale et environnement, Educagri, 2^{eme} edition, 2004.

15-Guedj Norbert Finance d'entreprise : les règles de jeu, Edition d'organisation Paris, 2000.

- 16- Jaque Bravard, L'évaluation des entreprises, Donod, Paris, 1969.
- 17-Jaque Tueille ,Patrique Topsacalian : Finance, 3^{eme} Edition, Vuibert, Paris,2000.
- 18 - Jean Barreau, Jacqueline Delahaye, DECF, Manuel : Application Gestion Financière, 10^{ieme} édition, Dunod, Paris, 2001.
- 19- Jean Louis Amelon, L'essentiel à connaitre en gestion financière, 3^{eme} édition maxima, Paris, 2000.
- 20-Jean Mnançais, Dhenin Brigitte Mairnie, d'initiation à l'économie d'entreprise, Edition Bréal, Paris, 1998.
- 21-J. M. AURIAC et les autres, Economie d'entreprise, Costeilla, Paris, 1995
- 22- Joseph Antoine, Jean –Paul Cornil, lexique thématique de la comptabilité : dictionnaire spécialisé explicatif,7^e édition, de Boeck, Bruxelles, 2002.
- 23- Lasary, comptabilité analytique, Imprimerie Es-Salem, Alger, 2001.
- 24- Lasary. Economie de l'entreprise collection c'est facile, 2001.
- 25- M, Darbelet, économie d'entreprise, édition Foucher, Paris, 1996.
- 26- Mandu Cyrille, procédures de choix d'investissement : principes et application, édition de Boeck université, Bruxelles, 2009.
- 27-Michel Albouy, Décisions Financières et création de valeur, Economica Paris, 2^{eme} édition, 2003.
- 28-Norbert Guedj, Finance d'entreprise : les règles du jeu, édition d'organisation, paris, 2^{eme} édition, 2001.
- 29-Pierre comso, Farouk hemeci, gestion financière de l'entreprise, 9^{eme} édition, Dunod, paris, 1999.
- 30- Philippe Narassiguin, Monnaie : Banques et banques centrales dans la zone 'euro De Boeck, Bruxelles, 2004.
- 31-Patrick Piget, 'Décision d'investissement Incertitude et information' Ed Economica, Paris, 2011.
- 32- R.Brenemann et S.Separi , Economie d'entreprise , Edition Donod, Paris , 2001.
- 33-Raffegau Jean, Fernand Dubois, l'évaluation financière de l'entreprise, 1^{iere} édition, Presse universitaires de France, Paris.
- 34-Robert Coffin, 'Principes de finance Moderne, 6^{ieme} édition' Paris, 2012.
- 35- Tony Alberto, Pascale Cobemale, 'Comprendre l'entreprise, théorie Gestion relations sociales, 5^{eme} édition' éditeur Armond colin 2010.
- 36-Tchemeni Emmanuel, l'évaluation des entreprises, édition Economica, Paris,
- 37-Vizzavona Patrice, 'Pratique de gestion, Evaluation des entreprises, Edition Berti Alger, 1991.

II-Les articles :

1-Bellalah Mondher, Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence de cout d'information, cahiers de rechercher n 200009, université paris IX Dauphine.

III-Les Sites :

- 1-www.bank-of-algeria.dz.
- 2-www.el.aurassi.com
- 3- www.sgbv.dz
- 4-spécialties.bayt.com /spécialités
- 5-spu.edu.sy/downloads/files/

2-اللغة الإنجليزية:

I-Books:

- 1-Cohen , J.B. & Robbins, Harper and Row. M, the financial Manager, ,N.Y,1996.
- 2- F.Brigham, C.Ehrhardt, Financial management: Theory and Practices, 13emeEdition, South-Western Cengage Learning, USA, 2011.
- 3- Frank J. Fabozzi, the Handbook of Financial Instruments- John Wiley, Sons, Inc, New Jersey, 2002.
- 4- Gerhard Schroeck, Risk Management And Value Creation In Financial Institution, John Wiley & sons, New Jersey, USA ,2002.
- 5-Hollenbeck, Noe and Wright, Gerharty, Human Resource Management: Gaining a Competitive Advantage, 5th ed, Mc Grawhill, NY, 2006
- 6- Jiambalov, J. *Managerial Accounting* (éd. 3). Jhon Wiley, New York, 2007.
- 7-Jordan « Fundamentals of Corporate Finance » 6th Edition, Mc Graw-Hihh / Irwin, New York, USA, 2003.
- 8- Kreitner, Robert: Management, Houghton Mifflin companym Boston, 1995.
- 9- Lindeman Tuomas: "The correlation between dividend policy measures and share price", Degree Thesis International Business, 2016
- 10- Patter Moles and Others ,John Wiley ,Finance Corporate European Edition Sons Great Britain., 2011.
- 11- Ralph, Stair, Reynolds, George W: Principles of Information Systems: A Managerial Approach, 5th.Australia, 2002.
- 12-Ross, Stephan A: Randolph W. Waster Filed; Jeffery F and Jeffe, corporate finance,7th ed, McGraw-Hill/ Irwin, 2005.
- 13-Schermerhorn , John R, John Wiley , Introduction to Management & Sons, Hoboken, New Jersey, 2010.
- 14-Stevenson W. J, Production Operation Management, Mc Graw Hill, Inc, New York, 1999.

II - Academic notes and letters:

1-Al -Shawawreh The impact of Dividend policy on share price volatility, Empirical Evidence from Jordanian stock Market, Finance and Banking Department, Faculty of Business Administration, Mutah University, 2014.

2-Manos Ronny, capital structure and Dividend policy, evidence from emerging markets, a thesis of doctor of philosophy, department of accounting and finance, university of Birmingham August 2001.

III-Journals:

1-Kim John J& Ahn, Jae-Hyeom and Yun, J. k, Economic value added (Eva) as a proxy for market value added (Mva) and accounting earning, empirical evidence from the business cycle, Journal of accounting and finance research American Ncaclmy, 2004.

2- Latifa, Azeez, Relationship between Dividend Payout and Firms Performance: Evaluation of Dividend Policy of Oando PLC, International Journal of Contemporary Applied Science, 2015

3- Lee S.Redding, Firm Size and Dividend Payouts-Journal of Financial Intermediation 6,1997

4-Milton Harris, artur raviv, the theory of capital structure, the journal of finance, vol 46,no1,mars 1991,p305

5-R castainias, Bankruptcy risk and optimal structure, journal of finance, vol 05, Dec 1983, P1617

6-Stephen A. Ross, the economic theory of agency: the principal's Problem, American economic association, vol63, no 2, May 1973, pp: 134-139.

فهرس الملاحق

فهرس الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): ميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2014/12/31

ETATS FINANCIERS ARRETES AU 31 DECEMBRE 2014

اوراسي
Chaîne El Aurassi

HÔTEL EL AURASSI BILAN ACTIF ARRÊTÉ AU 31/12/2014

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations Incorporelles		49 176 815,31	45 943 500,82	3 233 314,49	3 627 969,12
Immobilisations corporelles		10 407 609 005,83	3 437 922 622,82	6 969 686 383,01	8 198 509 441,76
Terrains		543 672 000,00		543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 322 805 163,27	1 653 979 744,07	3 668 825 419,20	4 686 694 413,44
Autres immobilisations corporelles		4 541 131 842,56	1 783 942 878,75	2 757 188 963,81	2 968 143 028,32
Immobilisations en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations en cours		722 059 350,13		722 059 350,13	719 628 394,46
Equipements neufs en stocks		50 795 480,89		50 795 480,89	61 873 537,88
Immobilisations financières		188 937 742,12	163 302 200,00	25 635 542,12	21 483 477,34
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	1 802 200,00	20 822 800,00	18 130 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courant		166 312 742,12	161 500 000,00	4 812 742,12	3 353 077,34
Impôts différés actif		77 754 957,78		77 754 957,78	55 340 857,37
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		11 496 333 352,06	3 647 168 323,64	7 849 165 028,42	9 060 463 877,93
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		692 747 953,88	32 583 508,96	660 164 444,92	457 855 207,64
Créances & emplois assimilés		1 198 584 113,49	98 698 201,63	1 099 885 911,86	971 743 335,29
Clients		561 193 944,51	98 698 201,63	462 495 742,88	355 185 427,29
Autres débiteurs		491 485 310,28		491 485 310,28	431 791 772,20
Impôts et assimilés		145 904 858,70		145 904 858,70	184 766 135,80
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 698 960 000,82	6 604 809,57	1 692 355 191,25	832 805 624,92
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 698 960 000,82	6 604 809,57	1 692 355 191,25	832 805 624,92
TOTAL ACTIFS COURANTS		3 590 292 068,19	137 886 520,16	3 452 405 548,03	2 262 404 167,85
TOTAL GENERAL ACTIF		15 086 625 420,25	3 785 054 843,80	11 301 570 576,45	11 322 867 845,78

25

Retour au sommaire



ETATS FINANCIERS ARRETES AU 31 DECEMBRE 2014

HÔTEL EL AURASSI BILAN PASSIF ARRÊTÉ AU 31/12/2014

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 229 414 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		773 289 993,48	364 491 091,34
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-474 188 426,65	-352 711 625,15
Part de la société consolidante (1)		4 028 516 422,29	3 866 759 323,65
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		4 028 516 422,29	3 866 759 323,65
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 815 321 338,38	6 212 743 971,57
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		310 103 863,30	236 871 859,41
Compte de liaison		-304 679 621,36	-247 464 716,16
TOTAL II		5 842 651 106,87	6 224 056 641,37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		134 208 229,19	96 578 538,47
impôts		139 261 372,98	43 306 514,80
Autres dettes		1 140 702 480,64	1 075 936 307,99
Tresorerie passif		16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III		1 430 403 047,29	1 232 051 880,76
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		11 301 570 576,45	11 322 867 845,78

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Retour au sommaire

الملحق رقم (2): حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2014/12/31

ETATS FINANCIERS ARRETES AU 31 DECEMBRE 2014

اوراسي
Chaîne El Aurassi

HÔTEL EL AURASSI COMPTE DE RÉSULTATS ARRÊTÉ AU 31/12/2014

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 995 047 710,68	2 069 054 019,23
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 995 047 710,68	2 069 054 019,23
Achats consommés		-454 422 324,83	-346 511 550,45
Services extérieurs et autres consommations		-120 082 467,26	-135 849 806,39
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-574 504 792,09	-482 361 356,84
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)		2 420 542 918,59	1 586 692 662,39
Charges de personnel		-586 155 207,66	-402 708 431,25
Impôts et taxes et versements assimilés		-75 230 987,26	-53 763 416,44
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 759 156 723,67	1 130 220 814,70
Autres produits opérationnels		26 979 309,36	34 742 830,47
Autres charges opérationnelles		-80 785 109,82	-106 921 815,47
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-749 501 811,73	-654 874 054,99
Reprise sur pertes de valeur et provisions		40 285 606,19	57 049 657,06
V - RESULTAT OPERATIONNEL		996 134 717,67	460 217 431,77
Produits financiers		12 342 156,84	160 409 823,37
Charges financières		-28 880 611,59	-215 515 822,02
VI - RESULTAT FINANCIER		-16 538 454,75	-55 105 998,65
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		979 596 262,92	405 111 433,12
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-86 694 817,89	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-119 611 451,44	-40 620 341,78
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 074 654 783,07	2 321 256 330,13
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 301 364 789,48	-1 956 765 238,79
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		773 289 993,59	364 491 091,34
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		773 289 993,59	364 491 091,34

27

Retour au som

الملحق رقم (3): الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2015/12/31

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		49 176 815,31	46 953 724,76	2 223 090,55	3 233 314,49
Immobilisations corporelles		11 054 625 587,30	4 214 911 206,93	6 839 714 380,37	6 969 686 383,01
Terrains		543 672 000,00		543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 763 451 434,79	1 929 764 399,07	3 833 687 035,72	3 668 825 419,20
Autres immobilisations corporelles		4 747 502 152,51	2 285 146 807,86	2 462 355 344,65	2 757 188 963,81
Immobilisations en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations en cours		160 201 147,57		160 201 147,57	722 059 350,13
Equipements neufs en stocks		62 036 536,23		62 036 536,23	50 795 480,89
Immobilisations financières		179 360 890,13	167 303 000,00	12 057 890,13	25 635 542,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	14 303 000,00	8 322 000,00	20 822 800,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courants		156 735 890,13	153 000 000,00	3 735 890,13	4 812 742,12
Impôts différés actif		89 510 057,30		89 510 057,30	77 754 957,78
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		11 594 911 033,84	4 429 167 931,69	7 165 743 102,15	7 849 165 028,42
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		791 191 066,39	32 583 508,96	758 607 557,43	660 164 444,92
Créances & emplois assimilés		1 301 126 206,18	97 659 597,24	1 203 466 608,94	1 099 885 911,86
Clients		558 476 824,25	97 659 597,24	460 817 227,01	462 495 742,88
Autres débiteurs		522 954 202,90		522 954 202,90	491 485 310,28
Impôts et assimilés		219 695 179,03		219 695 179,03	145 904 858,70
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 569 194 464,70	6 257 195,71	1 562 937 268,99	1 692 355 191,25
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 569 194 464,70	6 257 195,71	1 562 937 268,99	1 692 355 191,25
TOTAL ACTIF COURANT		3 661 511 737,27	136 500 301,91	3 525 011 435,36	3 452 405 548,03
TOTAL GÉNÉRAL ACTIF		15 256 422 771,11	4 565 668 233,60	10 690 754 537,51	11 301 570 576,45

HOTEL EL-AURASSI BILAN PASSIF ARRETE AU 31-12-2015

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées ⁽¹⁾)		2 163 602 621,01	2 229 414 857,46
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence ⁽¹⁾			
Résultat net - Résultat net part du groupe ⁽¹⁾		619 242 271,92	773 289 993,59
Autres capitaux propres - Report à nouveau		385 290 265,18	-474 188 428,65
Part de la société consolidante ⁽¹⁾		4 668 135 158,11	4 028 516 422,40
Parts de minoritaires ⁽¹⁾			
TOTAL I		4 668 135 158,11	4 028 516 422,40
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 443 712 804,87	5 815 321 338,38
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		356 728 904,85	310 103 863,30
Compte de liaison		-902 637 127,75	-304 679 621,36
TOTAL II		4 919 710 108,52	5 842 651 106,87
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		150 479 328,65	134 208 229,19
Impôts		172 241 697,59	139 261 372,87
Autres dettes		763 824 286,34	1 140 702 480,64
Trésorerie passif		16 363 958,30	16 230 964,48
TOTAL III		1 102 909 270,88	1 430 403 047,18
TOTAL PASSIF (I + II + III)		10 690 754 537,51	11 301 570 576,45

État Financier consolidés

الملحق رقم (4): حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2015/12/31

HÔTEL EL-AURASSI COMPTE DE RÉSULTATS ARRÊTÉ AU 31-12-2015			
INTITULÉ	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 779 959 958,20	2 995 047 710,68
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 779 959 958,20	2 995 047 710,68
Achats consommés		-442 162 635,63	-454 422 324,83
Services extérieurs et autres consommations		-113 831 010,86	-120 082 467,26
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-555 993 646,49	-574 504 792,09
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)		2 223 966 311,71	2 420 542 918,59
Charges de personnel		-558 283 640,86	-586 155 207,66
Impôts et taxes et versements assimilés		-77 614 154,57	-75 230 987,26
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 588 068 516,28	1 759 156 723,67
Autres produits opérationnels		21 265 361,92	26 979 309,36
Autres charges opérationnelles		-73 248 648,92	-80 785 109,82
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-773 029 547,62	-749 501 811,73
Reprise sur pertes de valeur et provisions		52 841 347,46	40 285 606,19
V - RÉSULTAT OPERATIONNEL		815 897 029,12	996 134 717,67
Produits financiers		34 037 668,81	12 342 156,84
Charges financières		-84 705 259,71	-28 880 611,59
VI - RÉSULTAT FINANCIER		-50 667 590,90	-16 538 454,75
VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (V + VI)		765 229 438,22	979 596 262,92
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-129 461 073,60	-86 694 817,89
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-16 526 092,70	-119 611 451,44
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		2 888 104 336,39	3 074 654 783,07
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		-2 268 862 064,47	-2 301 364 789,48
VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES		619 242 271,92	773 289 993,59
Éléments extraordinaires (Produits) ⁽¹⁾			
Éléments extraordinaires (Charges) ⁽¹⁾			
IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE		619 242 271,92	773 289 993,59

الملحق رقم (5): الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الاوراسي في 2016/12/31

HOTEL EL-AURASSI BILAN ACTIF ARRÊTÉ AU 31-12-2016					
ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeurs	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		-	-	-	-
Immobilisations incorporelles		51 996 641,20	48 012 545,96	3 984 095,24	2 223 090,55
Immobilisations corporelles		11 070 084 730,73	4 878 377 294,57	6 191 707 436,16	6 839 714 380,37
Terrains		543 672 000,00	-	543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 761 221 385,09	2 143 608 852,79	3 617 612 532,30	3 833 687 035,72
Autres immobilisations corporelles		4 765 191 345,64	2 734 768 441,78	2 030 422 903,86	2 462 355 344,65
Immobilisations en concession		-	-	-	-
Immobilisations encours		516 812 990,61	5 649 790,08	511 163 200,53	160 201 147,57
Équipements neufs en stocks		63 812 013,61	-	63 812 013,61	62 036 536,23
Immobilisations financières		180 467 695,54	167 055 200,00	13 412 495,54	12 057 890,13
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 055 200,00	8 569 800,00	8 322 000,00
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 842 695,54	153 000 000,00	4 842 695,54	3 735 890,13
Impôts différés actif		96 362 623,77	-	96 362 623,77	89 510 057,30
TOTAL ACTIF NON COURANT		11 979 536 695,46	5 099 094 830,61	6 880 441 864,85	7 165 743 102,15
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		776 948 125,31	26 937 843,43	750 010 281,88	758 607 557,43
Créances et emplois assimilés		1 303 653 527,26	114 165 514,11	1 189 488 013,15	1 203 466 608,94
Clients		511 943 956,10	114 165 514,11	397 778 441,99	460 817 227,01
Autres débiteurs		548 478 882,63	-	548 478 882,63	522 954 202,90
Impôts et assimilés		243 230 688,53	-	243 230 688,53	219 695 179,03
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	-
Disponibilités et assimilés		1 217 356 344,70	6 257 195,71	1 211 099 148,99	1 562 937 268,99
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		1 217 356 344,70	6 257 195,71	1 211 099 148,99	1 562 937 268,99
TOTAL ACTIF COURANT		3 297 957 997,27	147 360 553,25	3 150 597 444,02	3 525 011 435,36
TOTAL GENERAL ACTIF		15 277 494 692,73	5 246 455 383,86	10 031 039 308,87	10 690 754 537,51



HÔTEL EL-AURASSI BILAN PASSIF ARRÊTÉ AU 31-12-2016

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 413 602 621,01	2 163 602 621,01
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		414 650 506,98	619 242 271,92
Autres capitaux propres - Report à nouveau		409 093 423,75	385 290 265,18
Part de la société consolidante (1)		4 737 346 551,74	4 668 135 158,11
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I		4 737 346 551,74	4 668 135 158,11
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 977 545 491,36	5 443 712 804,87
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		-	-
Provisions et produits constatés d'avance		361 903 897,71	356 728 904,85
Compte de liaison		-1 346 031 443,56	-902 637 127,75
TOTAL II		4 015 323 472,06	4 919 710 108,52
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		326 800 369,99	150 479 328,65
Impôts		116 759 999,89	172 241 697,59
Autres dettes		834 642 905,07	763 824 286,34
Trésorerie passif		166 010,12	16 363 958,30
TOTAL III		1 278 369 285,07	1 102 909 270,88
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		10 031 039 308,87	10 690 754 537,51

⁽¹⁾ à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

الملحق رقم (6): حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2016/12/31

HÔTEL EL-AURASSI COMPTE RÉSULTATS ARRÊTÉ AU 31-12-2016			
Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 564 611 904,11	2 779 959 958,20
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 564 611 904,11	2 779 959 958,20
Achats consommés		-430 760 903,34	-442 162 635,63
Services extérieurs et autres consommations		-126 913 800,67	-113 831 010,86
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-557 674 704,01	-555 993 646,49
III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)		2 006 937 200,10	2 223 966 311,71
Charges de personnel		-551 265 562,83	-558 283 640,86
Impôts et taxes et versements assimilés		-72 567 715,11	-77 614 154,57
IV-Excédent brut d'exploitation		1 383 103 922,16	1 588 068 516,28
Autres produits opérationnels		22 779 030,81	21 265 361,92
Autres charges opérationnelles		-92 171 166,86	-73 248 648,92
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-737 045 735,90	-773 029 547,62
Reprise sur pertes de valeur et provisions		35 946 587,59	52 841 347,46
V-Résultat opérationnel		612 612 637,80	815 897 029,12
Produits financiers		7 488 720,46	34 037 668,81
Charges financières		-115 720 668,40	-84 705 259,71
VI-Résultat financier		-108 231 947,94	-50 667 590,90
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		504 380 689,86	765 229 438,22
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-94 331 138,51	-129 461 073,60
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		4 600 955,63	-16 526 092,70
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 630 826 242,97	2 888 104 336,39
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 216 175 735,99	-2 268 862 064,47
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		414 650 506,98	619 242 271,92
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire		414 650 506,98	619 242 271,92
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		414 650 506,98	619 242 271,92

الملحق رقم (7): الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الأوراسي في 2017/12/31

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissement, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		55 204 044,86	49 307 166,81	5 896 878,05	3 984 095,24
Immobilisations corporelles		11 384 861 444,53	5 470 449 458,56	5 914 411 985,97	6 191 707 436,16
Terrains		543 672 000,00		543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 853 211 408,17	2 339 305 818,72	3 513 905 589,45	3 617 612 532,30
Autres immobilisations corporelles		4 987 978 036,36	3 131 143 639,84	1 856 834 396,52	2 030 422 903,86
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		792 388 162,71		792 388 162,71	511 163 200,53
Equipements neufs en stocks					63 812 013,61
Immobilisations financières		181 537 290,97	167 519 200,00	14 018 090,97	13 412 495,54
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 519 200,00	8 105 800,00	8 569 800,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		158 912 290,97	153 000 000,00	5 912 290,97	4 842 695,54
Impôts différés actif		104 367 180,78		104 367 180,78	96 362 623,77
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 518 358 123,85	5 687 275 825,37	6 831 082 298,48	6 880 441 864,85
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		759 716 644,25	18 718 297,30	740 998 346,95	750 010 281,88
Créances et emplois assimilés		1 339 578 020,41	121 321 904,89	1 218 256 115,52	1 189 488 013,15
Clients		556 409 850,35	121 321 904,89	435 087 945,46	397 778 441,99
Autres débiteurs		589 325 642,93		589 325 642,93	548 478 882,63
Impôts et assimilés		193 842 527,13		193 842 527,13	243 230 688,53
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés		1 148 991 280,20	6 257 195,71	1 142 734 084,49	1 211 099 148,99
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		1 148 991 280,20	6 257 195,71	1 142 734 084,49	1 211 099 148,99
TOTAL ACTIF COURANT		3 248 285 944,86	146 297 397,90	3 101 988 546,96	3 150 597 444,02
TOTAL GENERAL ACTIF		15 766 644 068,71	5 833 573 223,27	9 933 070 845,44	10 031 039 308,87

BILAN PASSIF HOTEL EL AURASSI

Du 01-01-2017 Au 31-12-2017

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 488 602 621,01	2 413 602 621,01
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		629 046 215,79	414 650 506,98
Autres capitaux propres - Report à nouveau		401 696 872,55	409 093 423,75
Part de la société consolidante (1)		5 019 345 709,35	4 737 346 551,74
Parts de minoritaires (1)			
26 TOTAL I		5 019 345 709,35	4 737 346 551,74
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 629 320 950,16	4 977 545 491,36
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		365 452 652,04	361 903 897,71
Compte de liaison		-1 278 189 723,77	-1 346 031 443,56
TOTAL II		3 738 489 404,98	4 015 323 472,06
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		319 363 103,87	326 800 369,99
Impôts		172 898 029,87	116 759 999,89
Autres dettes		682 974 597,37	834 642 905,07
Trésorerie passif			166 010,12
TOTAL III		1 175 235 731,11	1 278 369 285,07
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		9 933 070 845,44	10 031 039 308,87

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

الملحق رقم (8): حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2017/12/31

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 706 057 579,06	2 564 611 904,11
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 706 057 579,06	2 564 611 904,11
Achats consommés		-453 103 167,28	-430 760 903,34
Services extérieurs et autres consommations		-121 398 975,67	-126 913 800,67
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-574 502 142,95	-557 674 704,01
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		2 131 555 436,11	2 006 937 200,10
Charges de personnel		-576 031 202,90	-551 265 562,83
Impôts et taxes et versements assimilés		-72 047 991,06	-72 567 715,11
IV-Excédent brut d'exploitation		1 483 476 242,15	1 383 103 922,16
Autres produits opérationnels		63 203 980,60	22 779 030,81
Autres charges opérationnelles		-70 938 350,17	-92 171 166,86
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-683 250 704,22	-737 045 735,90
Reprise sur pertes de valeur et provisions		47 769 107,54	35 946 587,59
V-Résultat opérationnel		840 260 275,90	612 612 637,80
Produits financiers		10 660 397,70	7 488 720,46
Charges financières		-88 116 723,34	-115 720 668,40
VI-Résultat financier		-77 456 325,64	-108 231 947,94
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		762 803 950,26	504 380 689,86
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-138 870 700,69	-94 331 138,51
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		5 112 966,22	4 600 955,63
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 827 691 064,90	2 630 826 242,97
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 198 644 849,11	-2 216 175 735,99
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		629 046 215,79	414 650 506,98
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		629 046 215,79	414 650 506,98

الملحق رقم (9): الميزانية الختامية لمؤسسة فندق الأوراسي في 2018/12/31

ACTIF	Note	N		Net	N-1 Net
		Montants Bruts	Amortissement, provisions et pertes de valeurs		
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles		55 204 044,86	50 311 698,64	4 892 346,22	5 896 878,05
Immobilisations corporelles		11 382 777 797,64	5 933 386 268,47	5 449 391 529,17	5 914 411 985,97
Terrains		543 672 000,00		543 672 000,00	543 672 000,00
Bâtiments		5 923 179 473,38	2 547 133 774,31	3 376 045 699,07	3 513 905 589,45
Autres immobilisations corporelles		4 915 926 324,26	3 386 252 494,16	1 529 673 830,10	1 856 834 396,52
Immobilisations en concession					
Immobilisations encours		1 514 677 478,14		1 514 677 478,14	792 388 162,71
Equipements neufs en stocks					
Immobilisations financières		173 653 305,01	161 198 208,91	12 455 096,10	14 018 090,97
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	15 276 300,00	7 348 700,00	8 105 800,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		151 028 305,01	145 921 908,91	5 106 396,10	5 912 290,97
Impôts différés actif		110 157 269,81		110 157 269,81	104 367 180,78
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 236 469 895,46	6 144 896 176,02	7 091 573 719,44	6 831 082 298,48
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		761 218 143,55	11 741 215,58	749 476 927,97	740 998 346,95
Créances et emplois assimilés		1 373 984 222,10	103 890 365,12	1 270 093 856,98	1 218 256 115,52
Clients		504 071 429,58	103 890 365,12	400 181 064,46	435 087 945,46
Autres débiteurs		625 133 502,93		625 133 502,93	589 325 642,93
Impôts et assimilés		244 779 289,59		244 779 289,59	193 842 527,13
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés		677 964 779,13	5 561 967,99	672 402 811,14	1 142 734 084,49
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		677 964 779,13	5 561 967,99	672 402 811,14	1 142 734 084,49
TOTAL ACTIF COURANT		2 813 167 144,78	121 193 548,69	2 691 973 596,09	3 101 988 546,96
		16 049 637 040,24	6 266 089 724,71	9 783 547 315,53	9 933 070 845,44

BILAN PASSIF HOTEL EL AURASSI

Du 01-01-2018 Au 31-12-2018

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 688 602 621,01	2 488 602 621,01
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		682 970 291,74	629 046 215,79
Autres capitaux propres - Report à nouveau		386 285 059,65	401 696 672,55
Part de la société consolidante (1)		5 257 857 972,40	5 019 345 709,35
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		5 257 857 972,40	5 019 345 709,35
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 239 829 550,96	4 629 320 950,16
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance		375 122 174,43	365 452 652,04
Compte de liaison		-1 263 702 029,97	-1 278 189 723,77
TOTAL II		3 373 155 221,97	3 738 489 404,98
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		334 776 223,37	319 363 103,87
Impôts		78 314 020,12	172 898 029,87
Autres dettes		739 443 877,67	682 974 597,37
Trésorerie passif			
TOTAL III		1 152 534 121,16	1 175 235 731,11
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		9 783 547 315,53	9 933 070 845,44

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

الملحق رقم (10): حسابات النتائج لمؤسسة فندق الاوراسي في 2018/12/31

CHAÎNE EL-AURASSI 20
ETATS FINANCIERS 18


Chaîne El Aurassi

COMPTE DE RESULTAT HOTEL EL AURASSI

Du 01-01-2018 Au 31-12-2018

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		2 573 639 342,37	2 706 057 579,06
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		2 573 639 342,37	2 706 057 579,06
Achats consommés		-454 283 727,21	-453 103 167,28
Services extérieurs et autres consommations		-120 412 045,75	-121 398 975,67
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-574 695 772,96	-574 502 142,95
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 998 943 569,41	2 131 555 436,11
Charges de personnel		-582 065 201,03	-596 472 184,15
Impôts et taxes et versements assimilés		-74 484 673,63	-72 047 991,06
IV-Excédent brut d'exploitation		1 362 393 694,75	1 463 035 260,90
Autres produits opérationnels		35 572 468,43	63 203 980,60
Autres charges opérationnelles		-81 478 600,47	-70 938 350,17
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-577 653 717,13	-662 809 722,97
Reprise sur pertes de valeur et provisions		61 237 057,11	47 769 107,54
V-Résultat opérationnel		800 070 902,69	840 260 275,90
Produits financiers		5 002 452,48	10 660 397,70
Charges financières		-122 167 250,12	-88 116 723,34
VI-Résultat financier		-117 164 797,64	-77 456 325,64
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		682 906 105,05	762 803 950,26
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			-138 870 700,69
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		64 186,69	5 112 966,22
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		2 675 451 320,39	2 827 691 064,90
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-1 992 481 028,65	-2 198 644 849,11
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		682 970 291,74	629 046 215,79
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		682 970 291,74	629 046 215,79

الملحق رقم (11): القيمة السوقية لمؤسسة فندق الأوراسي خلال فترة 2014-2018 بالدينار الجزائري

Date séance	Capitalisation				
2014-01-02	2340000000	2014-03-17	2520000000	2014-05-28	2520000000
2014-01-06	2340000000	2014-03-19	2520000000	2014-06-02	2520000000
2014-01-22	2340000000	2014-03-24	2520000000	2014-06-04	2520000000
2014-01-08	2340000000	2014-03-26	2520000000	2014-06-09	2520000000
2014-01-20	2340000000	2014-03-31	2520000000	2014-06-11	2520000000
2014-01-13	2340000000	2014-04-02	2520000000	2014-06-16	2520000000
2014-01-16	2340000000	2014-04-07	2520000000	2014-06-18	2520000000
2014-01-27	2370000000	2014-04-09	2520000000	2014-06-23	2520000000
2014-01-29	2370000000	2014-04-14	2520000000	2014-06-25	2520000000
2014-02-03	2370000000	2014-04-16	2520000000	2014-06-30	2520000000
2014-02-05	2370000000	2014-04-21	2520000000	2014-07-02	2520000000
2014-02-10	2370000000	2014-04-23	2520000000	2014-07-07	2520000000
2014-02-12	2370000000	2014-04-28	2520000000	2014-07-09	2520000000
2014-02-17	2370000000	2014-04-30	2520000000	2014-07-14	2520000000
2014-02-19	2370000000	2014-05-05	2520000000	2014-07-16	2400000000
2014-02-24	2400000000	2014-05-07	2520000000	2014-07-21	2400000000
2014-02-26	2400000000	2014-05-12	2520000000	2014-07-23	2400000000
2014-03-03	2520000000	2014-05-14	2520000000	2014-07-30	2400000000
2014-03-05	2520000000	2014-05-19	2520000000	2014-08-04	2400000000
2014-03-10	2520000000	2014-05-21	2520000000	2014-08-06	2520000000
2014-08-13	2520000000	2014-10-27	2520000000		
2014-08-18	2550000000	2014-10-29	2520000000		
2014-08-20	2550000000	2014-11-04	2640000000		
2014-08-25	2550000000	2014-11-06	2640000000		
2014-08-27	2550000000	2014-11-10	2640000000		
2014-09-01	2550000000	2014-11-12	2640000000		
2014-09-03	2550000000	2014-11-17	2640000000		
2014-09-08	2550000000	2014-11-19	2640000000		
2014-09-10	2550000000	2014-11-24	2640000000		
2014-09-15	2700000000	2014-11-26	2640000000		
2014-09-17	2700000000	2014-12-01	2640000000		
2014-09-22	2700000000	2014-12-03	2640000000		
2014-09-24	2700000000	2014-12-08	2640000000		
2014-09-29	2700000000	2014-12-10	2640000000		
2014-10-01	2700000000	2014-12-15	2640000000		
2014-10-06	2700000000	2014-12-17	2640000000		
2014-10-08	2700000000	2014-12-22	2640000000		
2014-10-13	2520000000	2014-12-24	2640000000		
2014-10-15	2520000000	2014-12-29	2640000000		
2014-10-20	2520000000	2014-12-31	2640000000		

2015-01-05	2640000000	2015-03-25	2640000000	2015-06-15	2640000000
2015-01-07	2640000000	2015-03-30	2640000000	2015-06-17	2640000000
2015-01-12	2640000000	2015-04-01	2640000000	2015-06-22	2640000000
2015-01-14	2640000000	2015-04-06	2640000000	2015-06-24	2640000000
2015-01-19	2640000000	2015-04-08	2640000000	2015-06-29	2640000000
2015-01-21	2640000000	2015-04-13	2640000000	2015-07-01	2640000000
2015-01-26	2640000000	2015-04-15	2640000000	2015-07-06	2640000000
2015-01-28	2640000000	2015-04-20	2640000000	2015-07-08	2640000000
2015-02-02	2640000000	2015-04-22	2640000000	2015-07-13	2640000000
2015-02-04	2640000000	2015-04-27	2640000000	2015-07-15	2460000000
2015-02-09	2640000000	2015-04-29	2640000000	2015-07-20	2460000000
2015-02-11	2640000000	2015-05-04	2640000000	2015-07-22	2460000000
2015-02-16	2640000000	2015-05-06	2640000000	2015-07-27	2460000000
2015-02-18	2640000000	2015-05-11	2640000000	2015-07-29	2640000000
2015-02-23	2640000000	2015-05-13	2640000000	2015-08-03	2640000000
2015-02-25	2640000000	2015-05-18	2640000000	2015-08-05	2640000000
2015-03-02	2640000000	2015-05-20	2670000000	2015-08-10	2640000000
2015-03-04	2640000000	2015-05-27	2670000000	2015-08-12	2640000000
2015-03-09	2580000000	2015-05-25	2670000000	2015-08-17	2640000000
2015-03-11	2580000000	2015-06-01	2670000000	2015-08-19	2640000000
2015-03-16	2580000000	2015-06-03	2640000000	2015-08-26	2640000000
2015-03-18	2580000000	2015-06-08	2640000000	2015-08-24	2640000000
2015-09-02	2880000000	2015-11-23	2880000000		
2015-09-07	2880000000	2015-11-25	2880000000		
2015-09-09	2880000000	2015-11-30	2880000000		
2015-09-14	2880000000	2015-12-02	2880000000		
2015-09-16	2880000000	2015-12-07	2880000000		
2015-09-21	2880000000	2015-12-09	2880000000		
2015-09-23	2880000000	2015-12-14	2880000000		
2015-09-28	2880000000	2015-12-16	2880000000		
2015-09-30	2880000000	2015-12-21	2880000000		
2015-10-05	2880000000	2015-12-23	2880000000		
2015-10-07	2880000000	2015-12-28	2880000000		
2015-10-12	2880000000	2015-12-30	2880000000		
2015-10-14	2880000000	2016-01-04	2880000000		
2015-10-19	2880000000	2016-01-06	2880000000		
2015-10-21	2880000000	2016-01-11	2880000000		
2015-10-26	2880000000	2015-11-11	2880000000		
2015-10-28	2880000000	2015-11-16	2880000000		
2015-11-02	2880000000				
2015-11-04	2880000000				
2015-11-09	2880000000				

قائمة الملاحق.....

2016-03-23	2880000000	2016-03-28	2880000000	2016-06-15	2880000000
2016-06-13	2880000000	2016-03-30	2880000000	2016-06-20	2880000000
2016-01-13	2880000000	2016-04-04	2910000000	2016-06-22	2910000000
2016-01-18	2880000000	2016-04-06	2910000000	2016-06-27	2910000000
2016-01-20	2880000000	2016-04-11	2910000000	2016-06-29	2910000000
2016-01-25	2880000000	2016-04-13	2910000000	2016-07-04	2670000000
2016-01-27	2880000000	2016-04-18	2910000000	2016-07-11	2670000000
2016-02-01	2880000000	2016-04-20	2910000000	2016-07-13	2670000000
2016-02-03	2880000000	2016-04-25	2880000000	2016-07-18	2670000000
2016-02-08	2880000000	2016-04-27	2880000000	2016-07-20	2670000000
2016-02-10	2880000000	2016-05-02	2880000000	2016-07-25	2670000000
2016-02-15	2880000000	2016-05-04	2880000000	2016-07-27	2670000000
2016-02-17	2880000000	2016-05-09	2880000000	2016-08-01	2670000000
2016-02-22	2880000000	2016-05-11	2880000000	2016-08-03	2670000000
2016-02-24	2880000000	2016-05-16	2880000000	2016-08-10	2670000000
2016-02-29	2880000000	2016-05-18	2880000000	2016-08-08	2670000000
2016-03-02	2880000000	2016-05-23	2880000000	2016-08-15	2670000000
2016-03-07	2880000000	2016-05-25	2880000000	2016-08-17	2670000000
2016-03-09	2880000000	2016-05-30	2880000000	2016-08-22	2670000000
2016-03-14	2880000000	2016-06-01	2880000000	2016-08-24	2670000000
2016-03-16	2880000000	2016-06-06	2880000000	2016-08-29	2670000000
2016-09-05	2670000000	2016-11-28	2820000000		
2016-09-07	2670000000	2016-11-30	2820000000		
2016-09-14	2670000000	2016-12-05	2820000000		
2016-09-19	2670000000	2016-12-07	2820000000		
2016-09-21	2670000000	2016-12-13	2820000000		
2016-09-26	2670000000	2016-12-15	2970000000		
2016-09-28	2760000000	2016-12-19	2970000000		
2016-10-04	2760000000	2016-12-21	2970000000		
2016-10-06	2760000000	2016-12-26	2970000000		
2016-10-10	2760000000	2016-12-28	2970000000		
2016-10-13	2760000000	2016-11-21	2820000000		
2016-10-17	2760000000				
2016-10-19	2760000000				
2016-10-24	2760000000				
2016-10-26	2760000000				
2016-10-31	2820000000				
2016-11-03	2820000000				
2016-11-07	2820000000				
2016-11-09	2820000000				
2016-11-14	2820000000				
2016-11-16	2820000000				

قائمة الملاحق

2017-01-02	2970000000	2017-03-22	3120000000	2017-06-14	3300000000
2017-01-04	2970000000	2017-03-27	3120000000	2017-06-19	3300000000
2017-01-09	2970000000	2017-03-29	3120000000	2017-06-21	3300000000
2017-01-11	2970000000	2017-04-03	3120000000	2017-06-27	3300000000
2017-01-16	2970000000	2017-04-05	3120000000	2017-06-29	3300000000
2017-01-18	2970000000	2017-04-10	3270000000	2017-07-03	3120000000
2017-01-23	2970000000	2017-04-12	3270000000	2017-07-06	3120000000
2017-01-25	2970000000	2017-04-17	3270000000	2017-07-10	3120000000
2017-01-30	2970000000	2017-04-19	3270000000	2017-07-12	3120000000
2017-02-01	2970000000	2017-04-24	3270000000	2017-07-17	3120000000
2017-02-06	2970000000	2017-04-26	3270000000	2017-07-19	3120000000
2017-02-08	2970000000	2017-05-02	3270000000	2017-07-24	3120000000
2017-02-13	3120000000	2017-05-08	3270000000	2017-07-26	3120000000
2017-02-15	3120000000	2017-05-10	3270000000	2017-07-31	3120000000
2017-02-20	3120000000	2017-05-15	3270000000	2017-08-02	3120000000
2017-02-22	3120000000	2017-05-17	3270000000	2017-08-07	3120000000
2017-02-27	3120000000	2017-05-22	3270000000	2017-08-09	3120000000
2017-03-01	3120000000	2017-05-24	3270000000	2017-08-14	3120000000
2017-03-06	3120000000	2017-05-29	3270000000	2017-08-16	3120000000
2017-03-08	3120000000	2017-05-31	3300000000	2017-08-21	3120000000
2017-03-13	3120000000	2017-06-05	3300000000	2017-08-23	3120000000
2017-03-15	3120000000	2017-06-07	3300000000	2017-08-28	3120000000
2017-09-04	3120000000	2017-11-22	3090000000		
2017-09-06	3120000000	2017-11-27	3090000000		
2017-09-11	3120000000	2017-11-29	3090000000		
2017-09-13	3120000000	2017-12-04	3090000000		
2017-09-18	3120000000	2017-12-06	3090000000		
2017-09-20	3120000000	2017-12-11	3090000000		
2017-09-25	3090000000	2017-12-13	3090000000		
2017-09-27	3090000000	2017-12-18	3090000000		
2017-10-02	3090000000	2017-12-20	3090000000		
2017-10-04	3090000000	2017-12-25	3090000000		
2017-10-09	3090000000	2017-12-27	2970000000		
2017-10-11	3090000000				
2017-10-16	3090000000				
2017-10-18	3090000000				
2017-10-23	3090000000				
2017-10-25	3090000000				
2017-10-30	3090000000				
2017-11-02	3090000000				
2017-11-06	3090000000				
2017-11-08	3090000000				
2017-11-13	3090000000				
2017-11-15	3090000000				

2018-01-02	2970000000	2018-03-21	3000000000	2018-06-11	3000000000
2018-01-04	2970000000	2018-03-26	3000000000	2018-06-13	3000000000
2018-01-08	2970000000	2018-03-28	3000000000	2018-06-18	3000000000
2018-01-10	2970000000	2018-04-02	3000000000	2018-06-20	3000000000
2018-01-15	2970000000	2018-04-04	3000000000	2018-06-25	3000000000
2018-01-17	2970000000	2018-04-09	3000000000	2018-06-27	3000000000
2018-01-22	2970000000	2018-04-11	3000000000	2018-07-02	2760000000
2018-01-24	2970000000	2018-04-16	3000000000	2018-07-04	2760000000
2018-01-29	2970000000	2018-04-18	3000000000	2018-07-09	2760000000
2018-01-31	2970000000	2018-04-23	3000000000	2018-07-11	2760000000
2018-02-05	2970000000	2018-04-25	3000000000	2018-07-16	2760000000
2018-02-07	2970000000	2018-04-30	3000000000	2018-07-18	2760000000
2018-02-12	2970000000	2018-05-03	3000000000	2018-07-23	3030000000
2018-02-14	2970000000	2018-05-07	3000000000	2018-07-25	3030000000
2018-02-19	2970000000	2018-05-09	3000000000	2018-07-30	3030000000
2018-02-21	2970000000	2018-05-14	3000000000	2018-08-01	3030000000
2018-02-26	2970000000	2018-05-16	3000000000	2018-08-06	3030000000
2018-02-28	2970000000	2018-05-21	3000000000	2018-08-08	3030000000
2018-03-05	2970000000	2018-05-23	3000000000	2018-08-13	3030000000
2018-03-07	2940000000	2018-05-28	3000000000	2018-08-15	3030000000
2018-03-12	3000000000	2018-05-30	3000000000	2018-08-20	3030000000
2018-03-14	3000000000	2018-06-04	3000000000	2018-08-27	3030000000
2018-09-03	3060000000	2018-11-06	3120000000		
2018-09-05	3060000000	2018-11-08	3120000000		
2018-09-10	3090000000	2018-11-11	3120000000		
2018-09-13	3120000000	2018-11-13	3120000000		
2018-09-17	3120000000	2018-11-15	3150000000		
2018-09-19	3120000000	2018-11-18	3150000000		
2018-09-24	3120000000	2018-11-21	3150000000		
2018-09-26	3120000000	2018-11-22	3150000000		
2018-09-30	3120000000	2018-11-25	3150000000		
2018-10-02	3120000000	2018-11-27	3150000000		
2018-10-04	3120000000	2018-11-29	3150000000		
2018-10-07	3120000000	2018-12-02	3150000000		
2018-10-09	3120000000	2018-12-04	3150000000		
2018-10-11	3120000000	2018-12-06	3150000000		
2018-10-14	3120000000	2018-12-09	3150000000		
2018-10-16	3120000000	2018-12-11	3150000000		
2018-10-18	3120000000	2018-12-12	3150000000		
2018-10-21	3120000000	2018-12-16	3150000000		
2018-10-23	3120000000	2018-12-18	3150000000		
2018-10-25	3120000000	2018-12-20	3150000000		
2018-10-28	3120000000	2018-12-23	3150000000		