

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة منتوري - قسنطينة -
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

تخصص : إدارة مالية

أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم - مع دراسة حالة -

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تحت إشراف الأستاذة :
اللكتورة فوزية غربي

إعداد الطالب:
عبد الكريم بوحادر

لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة قسنطينة	أستاذ محاضر	د. بعلوج بوالعيد
مقررا	جامعة قسنطينة	أستاذة محاضرة	د. غربي فوزية
عضوا	جامعة قسنطينة	أستاذة محاضرة	د. حوري زينب
عضوا	جامعة قسنطينة	أستاذ محاضر	د. لعراية مولود

السنة الجامعية: 2012/2011



﴿ يَرْفَعُ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ
أَتَوْا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ ﴾
سورة المجادلة الآية 11

يقول العماد الأصفهاني في بعض ما كتبه .. "إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتابا في لوجه إلا
قال في غده لو غير هذا لكان أحسن ، ولو زيد كذا لكان يسنحسن، ولو قدم هذا
لكان أفضل، ولو ترك هذا لكان أجمل، وهذا من أعظم العبر،
وهو دليل على اسئلاء النقص على جملة البشر...."

إهداء

أهدي هذا العمل المنواضع إلى:

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما؛

إلى إختي وأختي حفظهم الله؛

إلى كل الأهل والأقارب؛

إلى كل الأصدقاء؛

إلى كل من علمني ولو حرفاً؛

إلى كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلبي؛

إلى كل طالب علم؛

إلى من احسبه عند الله شهيد العلم، الصديق الوفي المرحوم

سفيان بوطالبي.... رحمه الله واسكنه فسيح جنانه.

شكر وتقدير

الحمد لله جدا طيبا مباركا كما يليق لجلال وجهه الكريم وعظيم سلطانه، يقول سبحانه وتعالى لأن شكرتم لأزيدنكم، وليس ذلك على الله بعزيز فالشكر والحمد لله على كل النعم التي لا تعد ولا تحصى.....؛

كما أتقدم بالشكر والامثان للأساتذة: الدكتور فوزية غربي على قبولها الإشراف على هذا البحث، وسهرها على تقديم النصائح والإرشادات اللازمة لإخراج هذا البحث في أحسن حلة.....؛

إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد، وخاصة الأساتذة عبد السلام حطاطاش، وسفيان دلفوف لتقدميهما المساعدة والنصح.....؛

أساتذة الشق النظري للسنة الأولى ماجستير، وعمال المكتبة بخامعة منثوري...؛
إلى كل من ساعدني ولو بكلمة طيبة.....؛

..... لهم جزيل الشكر وعظيم الامثان.

المقدمة العامة

تواجه المؤسسة العديد من القرارات الإستراتيجية التي تحدد قيمتها وذلك بما يتوافق والأهداف المرسومة، ولعل من أبرز هذه القرارات القرار التمويلي. ففي ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية فقد برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، والتي تعمل من خلالها على تلبية كل إحتياجاتها الإستثمارية والتشغيلية.

فجراء إستغلال المؤسسة لمختلف هذه المصادر التمويلية من أجل تلبية حاجاتها الإستثمارية، وفي إطار تحقيق الأهداف المرجوة من مختلف العناصر الفاعلة فيها من: ملاك؛ مسيرين؛ وعمال... الخ، والتي تتمثل أبرزها في تعظيم قيمة المؤسسة، فإنها تسعى إلى الحصول على المصادر التمويلية بأفضل الشروط وهذا في حدود العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله، من خلال بناء هيكل مالي مناسب يتكون من مزيج بين مختلف العناصر التمويلية المتاحة، بحيث يترتب على هذا المزيج أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة بغرض الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يحقق للمؤسسة أعلى قيمة لها.

فإختلاف المصادر التمويلية يضع المؤسسة بين مجموعة من المزايا والمخاطر، ومهما تنوعت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية وإقتراض. وقد تكون الميزة الأساسية للإقتراض إنخفاض التكلفة ولكن التوسع في إستعمال القروض قد ينعكس سلبا على قيمة المؤسسة، وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه ما يعمل على رفع تكلفة الأموال، ولذلك على المؤسسة العمل على الموازنة بين العائد والمخاطر، وقد تناولت العديد من الدراسات هذه القضية، إذ تناولت مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ويعد الرائد في هذه الدراسات ما تناوله كل من مدجلياني وميلر والتي تعد أساس الدراسات اللاحقة، كما ظهرت العديد من النظريات الحديثة التي حاولت تقديم تفسير أكثر إقناعا حول العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة كنظرية الإشارة والوكالة.

وتعد الأرباح المحتجزة من بين أهم المصادر التمويلية الداخلية المتاحة أمام المؤسسة، وذلك نظرا لسهولة إستعمالها في تمويل الحاجات الإستثمارية للمؤسسة كونها تنطوي ضمن حقوق الملكية ولا تتطلب معاملات معقدة ولا ضمانات، ولكنها محكومة بسياسة تفرض ضرورة تحديد معالمها وهذا من خلال المبادلة بين توزيع الأرباح وإحتجازها، وبالتالي فإن سياسة توزيعات الأرباح تؤثر في حجم الملكية في الهيكل المالي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة الداخلة في تركيبه، ما يتعداه إلى التأثير في تكلفة التمويل، كما يترتب عنها فرص نمو مهمة إذا إستغلت بطريقة مدروسة تستند على الأساس العلمي في عملية إعادة إستثمارها.

وتعد سياسة توزيعات الأرباح ذات أهمية بالغة وقرار من القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، وهذا كونها تهم كل من المستثمرين والمؤسسة، فالمؤسسة تكون في مواجهة رغبات مستثمريها من جهة وحاجاتها التمويلية من جهة أخرى، إذ يتوقع المستثمر عائدا مغريا جراء إستثمار أمواله في المؤسسة، والتي يتم إدارتها من قبل مسيرين على مستوى من الكفاءة وعلى دراية أفضل بحالة المؤسسة ومتطلباتها، وهذا من أجل تحقيق مبتغيات المستثمرين في ظل

تضارب مختلف المصالح للفاعلين فيها. أما المؤسسة فتعمل على الإستفادة من الأرباح المحققة وإستغلالها في تمويل مشاريعها والعمل على النمو ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية.

وأساس هذه السياسة إنما يرجع إلى الإختلاف بين رغبات المستثمرين والإدارة، فالمستثمر بطبيعته يسعى إلى تحقيق الأرباح والتي قد تكون من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة بشكل دوري، والتي تعكس بالنسبة له الأرباح الجارية المحققة من قبل المؤسسة، في حين هناك من يفضل الأرباح الرأسمالية والتي تكون نتيجة إحتجاز الأرباح وتأجيل هذه التوزيعات التي يتم إعادة إستثمارها من قبل المؤسسة، والتي تحمل أقل درجة خطورة من غيرها من مصادر التمويل، وقد حاولت العديد من النظريات تفسير تأثير سياسة التوزيعات في قيمة السهم بالتركيز على العوامل المؤثرة فيها، ومنها نظرية التزود من التوزيعات لـ *Baker et Wurgler* (2004م) التي إعتبرت أن حافز التزود بالتوزيعات من قبل المستثمر خير مفسر لقيمة أسهم المؤسسة.

1- طرح الإشكالية:

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية سياسة توزيعات الأرباح بالنسبة للمؤسسة والمستثمر على حد سواء، كونها تعكس أداء المؤسسة وتعمل على تلبية حاجة المستثمر من السيولة الناتجة عن أمواله المستثمرة في المؤسسة، يمكن صياغة الإشكالية الموالية:

ما هو الدور الذي تلعبه سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، في ظل الظروف التي تتسم بعدم الثبات وعدم التأكد؟

لمعالجة هذه الإشكالية والعمل على الإحاطة بالجوانب التي تشكل محاور هذا الموضوع عملنا على تحليلها إلى الأسئلة الفرعية التالية :

- ماذا يعنى بالهيكل المالي ؟ وما هي أهم البنود المكونة له، وأساس الإختيار بينها ؟
- كيف يمكن تفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؟
- ما المقصود بسياسة توزيعات الأرباح؟
- كيف تفسر مختلف تفضيلات المستثمرين لسياسة توزيعات الأرباح تحت تأثير مختلف الظروف المفروضة على رغباته؟

2- الفرضيات:

في ضوء العرض السابق ومن أجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية من أجل مناقشتها وإختبار صحتها، ويأتي ذكرها فيما يلي:

- يعتبر الهيكل المالي مزيج بين مصادر التمويل المختلفة، إذ يراعى فيها التكلفة والعائد المتوقع منها أو المطلوب؛
- تعمل المؤسسة على تعظيم قيمتها من خلال تكوين هيكل مالي أمثل، بحيث يترتب عنه أقل تكلفة للأموال؛
- سياسة التوزيعات هي النسب المقررة من الأرباح الموزعة على المستثمرين، والأرباح المحتجزة في المؤسسة؛
- تتدخل العديد من العوامل في تفسير سياسة توزيعات الأرباح وأثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمر إنما يسعى إلى تحقيق أعلى العوائد، وذلك في إطار ما يلي رغباته وحاجاته من السيولة، في ظل الظروف المحيطة به؛

3- أهمية الدراسة:

إن عمل المؤسسة في ظل محيط تؤثر وتتأثر به يفرض عليها ضرورة إستغلال كل الفرص المتاحة، فالمصادر التمويلية الداخلية منها والخارجية قد تخلق لدى المؤسسة أو تمنحها ميزة تمكنها من تعظيم قيمتها قدر المستطاع، وهذا في ظل تكلفة تمويل أقل ما يمكن وفي حدود نسبة خطر مقبولة، ما يحتم على المؤسسة ضرورة العمل على بناء هيكل مالي أمثل عن طريق المزج بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة.

ولكن في غالب الأحيان قد تفرض على مصادر التمويل الخارجية مجموعة من القيود تحول دون القدرة على إستغلالها، فلا يكون أمام المؤسسة إلا المصادر الداخلية والمتمثلة أساسا في الأرباح المحتجزة والتي تكون عموما خاضعة لسياسة توزيعات الأرباح، التي تعمل من خلالها المؤسسة على التصرف الأمثل في الأرباح المحققة وذلك بمحاولة إرضاء المستثمرين وتعظيم قيمتها في آن واحد.

4- أهداف البحث:

من خلال هذه الدراسة سيتم تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي، من أجل محاولة الرفع من كفاءة إستغلال الموارد المالية المتوفرة ومعرفة مدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تغيير تركيبته بإحلال مصدرا تمويليا مكان آخر أو الإعتماد على مصدر تمويلي بشكل كبير دون غيره، كما سيتم التركيز على الأرباح المحتجزة وسياسة توزيعات الأرباح وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم، وهذا عن طريق محاولة معرفة هل أن سياسة توزيع الأرباح مجرد توزيع لفائض الأرباح أم أن لها دور في التأثير على قيمة المؤسسة، وكذا إظهار أهمية التوزيعات بالنسبة لكل من المستثمر والمؤسسة.

5- أسباب اختيار الموضوع:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى إختيار الموضوع، ونذكر منها:

- تخصص الدراسة الجامعية في الإدارة المالية، وكذا الميل إلى مثل هذه المواضيع؛
- تنوع المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة خاصة في ظل التطور الكبير في المجال المالي، والرغبة في معرفة كيفية الإستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذه الفرص؛

- أهمية الأرباح الناتجة عن نشاط المؤسسة، مما يخلق العديد من التساؤلات حول كيفية التعامل معها إما بتوزيعها أو احتجازها، وبالتالي معرفة السياسة الملائمة من أجل تعظيم قيمة المؤسسة؛
- معرفة تكلفة الأرباح المحتجزة ومكانتها في الهيكل المالي، وبالتالي العمل على الإستغلال الأمثل لها؛
- معرفة أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، ومحاولة بناء قاعدة معرفية تعتمد عليها المؤسسة في الإعلان عن سياسة التوزيع الأنسب لها.

6- منهجية البحث:

تستدعي طبيعة الموضوع إستخدام العديد من المناهج البحثية، بحيث تفي بأغراض هذا الموضوع الذي يدخل ضمن الدراسات المالية، وللإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا إختبار صحة الفرضيات، فعند تناول الإطار النظري يكون المنهج المستعمل وصفيًا تحليليًا، لإبراز وشرح أهم مكونات الموضوع، منها المفاهيم الخاصة بالهيكل المالي وقيمة المؤسسة؛ وتوزيعات الأرباح؛ ومن خلال تحليل أبعاده، عن طريق النتائج المتوصل إليها.

ويتم في هذا الإطار إستخدام تقنية المسح المكتبي، عن طريق مجموعة المراجع؛ الكتب؛ المقالات والإنترنت، وهذا لأخذ نظرة متكاملة وشاملة عن الموضوع وللوقوف على ما تناولته هذه المصادر في هذا المجال.

كما يتم أيضا الإعتماد على منهج دراسة حالة فيما يخص الجانب التطبيقي، وهذا من أجل إسقاط الدراسة النظرية على الواقع العملي، وإبراز مدى إسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في الجانب النظري، إذ يتم إستعمال مختلف العلاقات والمعادلات والنسب لإحتساب وتقدير مختلف متغيرات الدراسة، وهذا بالإعتماد على البيانات التي تنشرها المؤسسات والبورصات، وكانت الإنترنت المصدر الأساسي لجمع البيانات والمعلومات المستغلة في الدراسة التطبيقية.

7- حدود الدراسة:

بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة، وبغية تحقيق أهداف البحث تم وضع حدود وأبعاد للبحث، والمتمثلة في التركيز على دراسة الهيكل المالي للمؤسسة بمختلف عناصره وأثره على قيمة المؤسسة، ومن ثم التركيز على سياسة توزيعات الأرباح ودورها في تحديد القيمة السوقية للسهم، كونها تفرز أبرز عنصر مكون للهيكل المالي وهو الأرباح المحتجزة، وقد تم إختيار مجموعة المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة، إضافة إلى عدد من المؤسسات الأجنبية والتي تم إختيارها بطريقة عشوائية، إذ إمتدت الدراسة على إحدى عشرة سنة الأخيرة وفقا لما توفر من البيانات.

8- خطة البحث:

من أجل معالجة الموضوع تم تناوله من خلال أربعة فصول وهذا بعد مقدمة عامة تعطي نظرة سريعة حول

موضوع البحث، فالفصول الثلاثة الأولى تكون نظرية (تخص الجانب النظري)، أما الفصل الرابع فيتناول الجانب التطبيقي وبعدها خاتمة تلخص ما تم التعرض له في الموضوع، ويمكن توضيح الخطة فيما يلي:

الفصل الأول: تم تناول الهيكل المالي، وذلك من خلال إبراز أهم مكوناته خاصة الطويلة الأجل منها لما لها من تأثير على المؤسسة، وقد تم معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث أساسية، إذ تناول المبحث الأول تصنيف للمصادر التمويلية المكونة للهيكل المالي للمؤسسة، والمتمثلة في أموال الملكية إضافة إلى التمويل عن طريق الإئتمان، كما تم تناول أنواعا أخرى من التمويل كالتقسيط والتأجير والتمويل قصير الأجل، في حين تم في المبحث الثاني التركيز على تكلفة التمويل باعتبارها أساسا للمفاضلة بين المصادر التمويلية للمؤسسة وهذا من خلال مقارنتها مع معدل العائد المتوقع، وكان المبحث الثالث لمعالجة أهم المحددات المتحركة في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة.

الفصل الثاني: يكون التركيز فيه على إبراز تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وذلك بتناول أهم النظريات التي عالجت الموضوع وأهم النتائج التي خرجت بها، وقد قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية، ففي المبحث الأول تم توضيح مفهوم قيمة المؤسسة وهذا بعد التطرق إلى المؤسسة وأهم مفاهيمها وخصائصها، ومن ثم إلى عملية تحديد قيمة المؤسسة وأهم آلياتها، كما تم ربط مفهوم تحديد قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة، أما في المبحث الثاني فقد تم معالجة أهم النظريات التي عالجت موضوع أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في حين ركز المبحث الثالث على النظريات المستجدة التي عالجت هذا الموضوع.

الفصل الثالث: تم من خلال معالجة هذا الفصل التطرق إلى تأثير سياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم، كما تم كذلك معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث أساسية ففي المبحث الأول تم التطرق فيه إلى أهم الجوانب النظرية لسياسة توزيعات الأرباح، وهذا من خلال إبراز مفهومها كما تم التطرق إلى قرار التوزيعات وأهم العوامل المؤثرة فيها وأهم خصائصها، في حين تم التطرق في المبحث الثاني إلى أثر سياسة التوزيعات في ظل فروض السوق الكامل من خلال إستعراض وتحليل أهم النظريات التي عالجت الموضوع وهذا في ظل ظروف التأكد التام وعدم التأكد، أما في المبحث الثالث فقد تم إسقاط فروض السوق الكامل وهذا بإستعراض أهم النظريات في هذا المجال مع تناول للنظريات الحديثة في هذا المجال.

الفصل الرابع: يمثل دراسة لأثر التوزيعات على قيمة السهم بتناول مجموعة مؤسسات يتم تداول أسهمها على مستوى البورصة، ومن ثم دراسة لأثر سياسة التوزيعات النقدية (توزيع - إحتجاز) الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وأهم تأثيرات الأرباح المحققة على هذه السياسة، وتم معالجة هذا الفصل في ثلاث مباحث حيث تم التعريف بمجال الدراسة، ثم منهجية الدراسة وفي الأخير تم تحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها.

الفصل الأول:

تكلفة ومصادر الهيكل المالي

تمهيد:

إن المؤسسة ومن خلال هدفها في المحافظة على تواجدها وإستمراريتها في عالم الأعمال، أضحي لا بد عليها مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات الإستراتيجية المتواجدة ضمن محيطها الداخلي والخارجي، ومن الملاحظ أن قضية الهيكل المالي قد إستأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية، لما لها من أهمية بالغة في التأثير على المؤسسة، فباعتبار أن بناء الهيكل المالي المناسب من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد وإختيار المصادر التمويلية الملائمة، إذ يتوجب عليها التوفيق بين قدراتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف المصادر التمويلية، وهذا في ظل القيود المفروضة.

ونظرا لأهمية عملية التمويل لإستمرار نشاط المؤسسة، ولما كانت التكلفة هي الوجه الأخر للعائد، كان من الضروري على المؤسسة أثناء قيامها ببناء هيكلها المالي الحصول على مختلف المصادر التمويلية بأفضل الشروط، مما يحقق أقل تكلفة ممكنة لهذا المزيح التمويلي، ومنه فإن قرار إختيار الهيكل المالي يكون محصلة التأثير في العائد والمخاطر.

فالمصادر التمويلية المتوفرة أمام المؤسسة تكون وفق شروط وقيود معينة، وتتمثل في التكلفة والمخاطر الناجمة عنها، إضافة إلى الهدف الأساسي منها وهو تحقيق أعلى عائد وذلك من خلال تكوين مزيح تمويلي أمثل يحقق أقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة، وهذا لتحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها. وسعيها منها لتحقيق ذلك عليها المفاضلة بين البدائل المختلفة عن طريق دراسة كل بديل دراسة وافية ومعقدة والإحاطة بمجمل جوانبه كالتكلفة، الخطر وأيضا العائد المتوقع منها.

وسيتم التطرق في هذا الفصل للهيكل المالي، وذلك بدراسة كل من مصادر وتكلفة التمويل، إذ سيتم التعرض لثلاث مباحث أساسية، وفق ما يلي:

- المبحث الأول: ماهية مصادر التمويل؛
- المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل؛
- المبحث الثالث: محددات الهيكل المالي.

المبحث الأول : ماهية مصادر التمويل

تدرج الخطة التمويلية ضمن الخطة العامة للمؤسسة، وباعتبار أن عملية إيجاد المصادر التمويلية الملائمة من أهم العوامل المحافظة على إستمرارية نشاطها، لذا فتعدد البدائل التمويلية المتاحة يحتم ضرورة إتخاذ قرار سليم يخدم مختلف الأطراف العاملة فيها ويسمح بخلق النتائج المرغوبة، ولهذا فإن عملية إختيار مصدر تمويلي معين يتم ضمن التوليفة عائد- مخاطرة حيث على أساسهما يتم المفاضلة فيما بينها، ومن أجل ذلك يترتب على المؤسسة¹:

أ. إختيار مستوى المخاطرة الذي يكون بالإمكان تحمله، وذلك لبلوغ مستوى المردودية المطلوبة؛

ب. تحديد مستوى المرونة المالية التي تسمح للمؤسسة بمواجهة تغيرات المحيط.

فالمؤسسة عليها إتباع منهج تمويلي معين مع ما يتناسب وقدراتها في مواجهة المخاطر، وكذا أخذها بعين الإعتبار للتغيرات الممكن حدوثها ضمن محيطها، لذا يمكن التمييز بين العديد من المصادر التمويلية، حيث يتم تقسيمها بطرق مختلفة حسب المفهوم المستعمل في ذلك، فهناك تقسيم على أساس المدة؛ و على أساس المصدر، وحسب هذا الأخير يمكن التمييز بين مصدر تمويل داخلي وخارجي، وكذا يمكن أن نجد مصدر تمويل مباشر(علاقة مباشرة: المؤسسة - المدخر)، أو تمويل غير مباشر(البنوك و المنظمات الأخرى تلعب دور الوسيط بين المؤسسة والمدخر)². كما يمكن تقسيمها على أساس ملكية الأموال، والتي ستعتمد من خلال هذا المبحث لتبيان أهم أنواع المصادر التمويلية.

المطلب الأول: التمويل عن طريق أموال الملكية

يعتبر التمويل عن طريق أموال الملكية إحدى الطرق الممكن إستخدامها من قبل المؤسسة من أجل تمويل مختلف أنشطتها. وعموما تتمثل في رؤوس الأموال التي تقبل تحمل مستويات عالية من الخطر الناتج عن إستخدامها، إذ تميزها تكلفتها الخاصة إضافة إلى دورها الأساسي في تكوين المؤسسات وفق النظام الليبرالي، وتتمثل أهم استعمالات هذه الأموال في الرفع من رأس المال أو تدعيمه³.

فأموال الملكية يمكن أن تكون ذات مصدر داخلي أو خارجي، وتعرف أموال الملكية خارجية المصدر على أنها⁴: كل مورد مقدم من طرف المساهمين مقابل حق الملكية والذي يدعى بالسهم. وتتمثل أهم مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية في: الأسهم العادية؛ الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، وسيتم التطرق إلى كل عنصر بنوع من التفصيل من خلال توضيح المفاهيم الأساسية لكل مصدر، مع إبراز أهم خصائصها فيما يلي.

¹ - Gerard CHARREAUX - FINANCE D'ENREPRISE- Edition Management Société- 1997- p 146.

² -Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN- FINANCE -VUIBERT . Paris- 3^{eme} Edition -2000 -p 255.

³ - Gerard CHARREAUX -op cit. - p 150.

⁴ - Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN- op cit. -p 256.

1- الأسهم العادية *Common Stock*

تعتبر الأسهم العادية من أهم وسائل تمويل المؤسسات في العصر الحديث، خاصة مع التطور الكبير في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال والذي إنعكس على أداء البورصات في مختلف أمصار العالم حيث يتم فيها تداول أسهم العديد من الشركات إضافة إلى باقي الأدوات المالية، ناهيك عن حجم الإستثمارات الكبير والذي يتطلب أموالاً طائلة قد تعجز البنوك عن توفيرها.

1-1 تعريف السهم العادي: هناك العديد من التعاريف التي تناولت هذا المفهوم :

- "هو عبارة عن ورقة مالية تثبت إمتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الإستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن إمتلاك هذه الورقة"¹.

- "تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل دائم، وهي أوراق مالية تحمل قيمة إسمية ولا تلتزم المؤسسة بتوزيع نسبة أرباح ثابتة، تصدرها الشركات لتحصل من خلالها على أموال ملكية، مما يمنح حق الملكية النهائية للشركة لحاملي الأسهم العادية، إلى جانب تحمل ما يتبعه من المخاطر وفقاً لنسبة المساهمة"².

- "تدعى أيضاً الأسهم العادية بسند الملكية (*Equity Securities*)، 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.

فأما مال المؤسسة يقسم إلى مجموعة حصص متساوية تدعى كل حصة بالسهم يتم من خلالها المتاجرة على الملكية، فالسهم العادي عبارة عن مستند ملكية يحمل قيمة إسمية وهي المسجلة على السند؛ قيمة دفترية وتمثل قيمة حقوق الملكية دون الأسهم الممتازة مقسوماً على عدد الأسهم العادية؛ وقيمة سوقية مثلة في سعر تداولها في سوق الأوراق المالية، فهي بذلك تمثل أوراق مالية طويلة الأجل ومصدر تمويل دائم للمؤسسة.

1-2 خصائص الأسهم العادية: من التعاريف السابقة للأسهم العادية، يمكن إستخلاص العديد من الخصائص التي تميز الأسهم العادية وندرجها فيما يلي:

- السهم العادي عبارة عن أداة مالية طويلة الأجل، يتم تداولها في بورصة القيم المنقولة؛
- له قيمة إسمية؛ دفترية؛ سوقية و تصفوية (يحصل السهم العادي على حصة من موجودات المؤسسة عند التصفية، وبعد سداد كل الإلتزامات، وحصول أصحاب الأسهم الممتازة على حصصهم)؛
- يتميز الدخل الذي يدره السهم العادي بعدم الإستقرار أي أنه غير ثابت، لإرتباطه بالنتائج المحققة من المؤسسة؛

¹ - لطرش الطاهر - تقنيات البنوك - ديوان المطبوعات الجامعية. بن عكنون الجزائر- ط 3 - 2004 - ص 82.

² - سمير محمد عبد العزيز - التمويل التأجيري - الإشعاع للنشر - مصر - 2000 - ص 22.

³ - Frank J.FABOZZI -THE HANDBOOK OF FINANCAIL INSTRUMENTS-John Wiley & Sons .Inc . New Jersey -2002- p 67.

- السهم العادي هو سند ملكية لجزء من رأس مال المؤسسة، وذلك في حدود القيمة الإسمية مما يعني أن حامل السهم العادي هو شريك في المؤسسة، مما يسمح له بالاستفادة من الأرباح وتحمل جزء من الخسارة تبعاً للنتيجة المحققة، وكذا المساهمة في تسيير المؤسسة¹؛
- خاصية المسؤولية المحدودة: أي أن حامل السهم العادي لا يسأل عن ديون المؤسسة، إلا في حدود حصته من رأسمالها².

1-3 الحقوق الممنوحة لحاملي الأسهم العادية: بما أن السهم يعبر عن إلتزام بين طرفين، ممثلان في المؤسسة المصدرة له من جهة والمستثمر من جهة أخرى، فإن حقوق المستثمر تعتبر كإلتزامات على المؤسسة، وتتمثل في:

1-3-1 الحقوق الجماعية: يشترك حملة الأسهم العادية لمؤسسة معينة في العديد من الحقوق، وذلك حسب النسبة التي يملكها كل مستثمر من الأسهم، وهي³:

- حق تعديل عقد تأسيس المؤسسة، وذلك عند موافقة الجهة الحكومية المخولة؛
- الحق في وضع وتعديل النظام الداخلي للمؤسسة؛
- حق إنتخاب مجلس الإدارة؛
- حق تغيير حجم الأسهم العادية المصرح بها؛
- حق تفويض إدارة المؤسسة في بيع الأصول الثابتة؛
- حق الموافقة على إندماج المؤسسة مع مؤسسات أخرى.

1-3-2 الحقوق الفردية الخاصة بكل مساهم: تمنح الأسهم العادية لحاملتها حقوقاً فردية، يمارسها المساهم دون التقييد بمجموع المساهمين الآخرين، وتتمثل في:

- حق المطالبة بالمتبقي في حالة التوزيعات أو التصفية: فحملة الأسهم العادية هم آخر الطوائف في إستيفاء حقوقهم، سواء من أرباح الشركة أو أصولها⁴، ففي حالة تصفية المؤسسة يكون لهم الحق في المطالبة بالمبالغ المتبقية من أصول المؤسسة وهذا عند دفع حقوق كل من الدائنين والدولة، أما في الحالة العادية فيكون لهم الحق في الحصول على الأرباح بعد الإعلان عن إجراء توزيعات.

- حق أولوية التملك: فحامل السهم العادي يكون له الحق في أولوية الإكتتاب في الأسهم العادية الجديدة المصدرة، وذلك لحماية القدرة الحالية للرقابة لدى المساهمين ومن أجل حماية المساهمين من إنخفاض قيمة الأسهم⁵.

¹ الطاهر لطرش - مرجع سبق ذكره - ص ص: 82-83.

² عاطف وليم أندراوس - التمويل والإدارة المالية للمؤسسات - دار الفكر الجامعي. الإسكندرية - ص 370.

³ سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 23.

⁴ عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 269.

⁵ - Louis C.GAPENSKI-AN INTRODUCTION TO ACCOUNTING AND FINANCIAL MANAGEMENT-3rd EDIION-AUPHA-HAP-2005 -p 362.

- الرقابة على المؤسسة: تتم الرقابة من خلال حق التصويت في الاجتماعات السنوية، وهذا من أجل إختيار وتجديد المدراء وأيضا إختيار ممثلي المساهمين في مجلس الإدارة، حيث يتمكن المساهمون من تتبع أداء الإدارة وإزاحتها إذا تقرر أنها غير كفؤة¹.

- الحق في التصويت: وفقا للطريقة المنصوص عليها بعقد تأسيس المؤسسة، فالمساهم يكون له صوت عن كل سهم يملكه، وهذا خلال الاجتماعات السنوية للجمعية العامة للمساهمين أو أي إجتماعات أخرى، ويمكن للمساهم أن يوكل حقه في التصويت إلى جهة أخرى لمدة معينة أو في مناسبات محددة عن طريق وثيقة التفويض (*Proxy*)، كما توجد أيضا طريقة التصويت المجتمع وهذا بأن يحصل مرشح على عدد مضاعف من الأصوات، من أجل السماح لأصحاب الأسهم القليلة من إختيار ممثلين لهم على مستوى مجلس الإدارة من أجل الرقابة².

ويتمتع حملة الأسهم العادية بالعديد من الحقوق الجماعية منها والفردية خاصة في مجال الإدارة والتسيير، إذ يكون لهم الحق في متابعة أداء الإدارة، وهذا من خلال الإطلاع على مختلف سجلات المؤسسة ودفاترها لفحصها وتدقيقها، كمقابل للإستخدام الدائم لأموال المساهمين وتعويضا عن الأخطار العالية التي يتعرضون إليها كعدم القدرة على طلب إسترداد أموالهم من المؤسسة.

1-4 أنواع الأسهم العادية: تختلف أنواع الأسهم العادية المصدرة من طرف المؤسسة حسب الهدف من إصدارها، فقد يصادف إصدار نوع معين من الأسهم العادية الحاجة الملحة والتي تبغي من وراءه المؤسسة تحقيق هدف معين، أما عن أنواع الأسهم العادية فهي:

- من ناحية الشكل يمكن تقسيم الأسهم العادية إلى إسمية والتي يكون فيها إسم حاملها مسجلا عليها، فعند بيعها يتم إدراج إسم المالك الجديد في سجلات المؤسسة بمجدول يدعى جدول التنازلات، أما النوع الثاني فهو الأسهم العادية أي لحاملها، ويتم تداولها بين المستثمرين دون تدوين إسم حاملها عليها، فالملكية هنا تنقل بمجرد الحيازة الفعلية للسهم³.

- وهناك تقسيم آخر على أساسه يتم تصنيف الأسهم إلى فئات، كالأتي: فئة 'أ'، فئة 'ب'، الخ. لذا تدعى الأسهم المصنفة (*Classified Stocks*)، فالمؤسسات الصغيرة والجديدة الراغبة في الحصول على الأموال من مصادر خارجية تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية المصنفة، فالأسهم العادية صنف 'أ' يكون لحاملها الحق في الحصول على الأرباح، لكن دون حق التصويت لمدة خمس سنوات، أما الأسهم العادية صنف 'ب'، فيكون لها حق التصويت لمدة خمس سنوات، وبالتالي يجوزها المنظمون ولكن في المقابل لا توزع عليهم الأرباح إلى غاية تعزيز القوة الإيرادية للمؤسسة، وتدعى أسهم صنف 'ب' بأسهم المؤسسين "*Founder's Stocks*"⁴. فحيازة المنظمين والمسيرين على أسهم صنف 'ب' تكون من أجل إحكام الرقابة على المؤسسة وخاصة في مراحلها الأولى (النمو)، كما تضمن لباقي

¹ - Ibid. - pp :361.362.

² - سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 26.

³ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 270.

⁴ - Louis C.GAPENSKI - op cit - pp: 362 - 363 .

المستثمرين عدم سحب الأموال من المؤسسة من قبل المسيرين فبذلك يمنح لهم عنصر الأمان، لكن الملاحظ أن أغلب المؤسسات لا تصنف أسهمها.

وهناك أنواع أخرى للأسهم العادية، منها: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية، فالأرباح التي تعني بها هذه الأسهم تخص التي تحققها هذه الأقسام الإنتاجية فقط، وأيضا الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة، فمن خلال هذا النوع يتم احتساب المساهمات المقدمة لشراء الأسهم وخصمها من الإيرادات قبل فرض الضريبة، كما يوجد نوع آخر من الأسهم العادية وتدعى الأسهم العادية المضمونة، فلحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، وذلك في حالة إنخفاض قيمة الأسهم المصدرة إلى حد معين خلال فترة محددة¹.

ومن خلال هذا العرض نجد أن الأسهم العادية بكل أنواعها وجدت لغاية واحدة وهي الحصول على التمويل اللازم، بما يتماشى وحاجة المؤسسة وكذا أهدافها وخططها المسطرة مع ضمان مصالح الأطراف الفاعلة فيها.

1-5 تقييم التمويل عن طريق الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية إحدى الوسائل المستعملة من قبل المؤسسة للحصول على التمويل اللازم لإستثماراتها، لكن أهميتها ودرجة إعتماها كأحد مصادر التمويل المستغلة تكتسبها من خلال ميزاتها وعيوبها، والتي تتمثل في:

1-5-1 ميزات إستعمال الأسهم العادية كمصدر تمويلي: من أهم الميزات التي تستفيد منها المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم ما يلي:

- لا تكون المؤسسة مجبرة على إجراء توزيعات الأرباح على المساهمين مما لا يحمل المؤسسة أي أعباء ثابتة، وبذلك تكون الخطورة المالية أقل منها لدى القروض؛ السندات والأسهم الممتازة؛

- لا ترتبط الأسهم العادية بتاريخ إستحقاق معين فهي مصدر تمويلي دائم للمؤسسة- مدى حياة المؤسسة- إذ لا يجوز لحاملها مطالبة المؤسسة المصدرة لهذه الأسهم بإسترداد أمواله، ولكن يمكنه نقل ملكيتها إلى الغير عن طريق السوق المالي؛

- تؤدي زيادة إصدار الأسهم العادية إلى إنخفاض نسبة الرفع المالي (أي إنخفاض نسبة القروض بالنسبة للأموال الخاصة)، مما يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

1-5-2 عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية: أما عن العيوب المترتبة عن إستعمال الأسهم العادية في التمويل فهي:

- تكون تكلفة التمويل بالأسهم العادية مرتفعة، وهذا راجع إلى إرتفاع العائد المطلوب من حملة الأسهم العادية، وأيضا لعدم خصم توزيعات الأرباح على الأسهم العادية من النتيجة قبل خضوعها للضريبة إذ لا تعتبر كتكاليف واجبة الخصم قبل الضريبة، مما لا يحقق أي وفورات ضريبية مقارنة بالمصادر الأخرى (القروض، السندات...)

¹ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - منشأة المعارف. الإسكندرية - 2003 - ص ص: 39 - 51.

- زيادة إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى دخول مساهمين جدد، مما يفقد المساهمين القدامى التحكم في الرقابة على المؤسسة من خلال التدخل في عملية تسييرها؛
- قد تكون تكاليف عملية إصدار وبيع الأسهم العادية مرتفعة مقارنة بعملية إصدار وبيع الأسهم الممتازة والسندات؛
- تؤدي زيادة الأسهم العادية أو نقص الديون عن ما هو مطبق في الهيكل المالي المثالي للمؤسسة إلى إرتفاع التكلفة المتوسطة للأموال عما يجب أن يكون عليه.
- ومع أن الأسهم العادية تمثل مصدرا تمويليا ذا أهمية بالغة والغالب في كثير الأحيان، إلا أن العيوب التي تتسم بها؛ حاجة المؤسسة؛ إضافة إلى أهدافها المسطرة كل هذه العوامل وأخرى أدت إلى ضرورة اعتماد مصادر تمويلية أخرى.

2- الأسهم الممتازة Preferred Stock

تعتبر الأسهم الممتازة إحدى الصيغ المهمة في تمويل المؤسسات منذ ظهورها في القرن 19م، وهذا نظرا للميزات التي تتحلى بها. ومع ما تحمله هذه الأسهم من خصائص جديدة، كانت بمثابة تشجيع للمستثمرين من أجل تفعيل استثمار أموالهم وفق هذه الصيغة.

2-1 مفهوم السهم الممتاز: مستند ملكية يثبت لحامله ملكية جزء من رأسمال المؤسسة، ويطلق عليها الأوراق المالية المهجنة (*Hybrid Securities*) وذلك لجمعها بين خصائص السندات والأسهم العادية. ولكونها من المصادر التمويلية الدائمة بالنسبة للمؤسسة فإنها في الغالب لا تملك تاريخ إستحقاق محدد، كما تكون لها أولوية الحصول على توزيعات الأرباح ولكن في المقابل لا يكون لها حق التصويت على العموم. وللسهم الممتاز قيمة إسمية؛ دفترية؛ وقيمة سوقية.

2-2 خصائص الأسهم الممتازة: إن لجوء المؤسسة في كثير من الأحيان إلى مثل هذا النوع من التمويل يعود إلى الخصائص والميزات التي يمكن أن تستفيد منها المؤسسة والمستثمر، ولأجل تشجيع المستثمر لإستثمار أمواله في المؤسسة خاصة في ظل أولوية حصوله على الأرباح وكذا العائد الثابت، وتمثل هذه الخصائص في:

- تشبه الأسهم العادية في كونها مستند ملكية لا تستحق في تاريخ محدد، وأيضا عدم المطالبة بتوزيعات الأرباح ما لم تقرر الإدارة ذلك، لكن في حالة التوزيع للأرباح أو خلال إجراءات التصفية فيأتي حملتها بعد أصحاب الديون، وقبل حاملي الأسهم العادية في الحصول على العوائد أو المطالبة بالمتبقي من أصول المؤسسة؛
- تكون الأسهم الممتازة مثل السندات قابلة للإستدعاء أو تحويلها إلى أسهم عادية، وذلك متى دعت الضرورة لذلك، إذ تستدعى الأسهم الممتازة من قبل مصدرها بإستعمال طريقتين¹:
- شراء الأسهم الممتازة مباشرة من السوق المفتوحة؛

¹-Frank J.FABOZZI & Pamela P.PETERSON-Financial Management & Analysis-John Wiley & Sons.Inc -2nd edition-2003-pp:575-576

• تبديلها و تحويلها إلى أوراق مالية أخرى (أسهم عادية مثلا).

– تعتبر مكلفة للمؤسسة مقارنة بالموارد التمويلية الأخرى، وذلك لأنه لا يتم خصم التوزيعات من النتيجة الخاضعة للضريبة؛

– **حق التصويت:** لا يكون لحملة الأسهم الممتازة في الغالب حق التصويت، لكن في حالات عجز الإدارة عن دفع توزيعات الأرباح لفترة محددة، يصبح لهم الحق في التصويت وذلك لإختيار عدد محدد من أعضاء مجلس الإدارة¹.

– الأسهم الممتازة تراكمية، ما يعني أنه في حالة عدم دفع توزيعات الأرباح لدورة معينة يؤدي إلى تراكمها، وبذلك يتوجب دفعها كاملة في الدورة المقبلة، وذلك قبل دفع التوزيعات لحاملي الأسهم العادية²؛

– **خاصية المشاركة؛** فمن خلال هذا النوع من الأسهم الممتازة يتم المشاركة في الأرباح الموزعة مع الأسهم العادية³.

2-3 أنواع الأسهم الممتازة: نظرا لتعدد الإحتياجات المالية للمؤسسة، وأيضا إختلاف رغبات المستثمرين وإتجاهاتهم (الخطر، العائد)، هذه العوامل وأخرى أدت إلى تنوع الأسهم الممتازة، ومنها⁴:

– **الأسهم الممتازة ذات النسبة الثابتة:** فيكون العائد المحصل عليه ثابت حيث يمثل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم.

– الأسهم الممتازة التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على سندات الخزينة، فكل ثلاثة أشهر يتم تعديل معدل عائد كل سهم، وذلك نسبة إلى التغيرات الحاصلة على هذه السندات.

– وتوجد أنواعا أخرى من الأسهم الممتازة ممثلة في الأسهم الممتازة التراكمية؛ غير التراكمية؛ المشاركة والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

إلى جانب ما تحققه الأسهم الممتازة من ميزات مختلفة بالنسبة لكل من المؤسسة والمستثمر، كتجنب التدخل في إدارة المؤسسة من طرف المستثمرين الجدد من خلال حق التصويت وغيرها من الحقوق الأخرى التي يتمتع بها أصحاب الأسهم العادية، وأيضا المرونة النسبية التي تتمتع بها بخلاف السندات لعدم إستحقاقها في تاريخ محدد، إضافة لكونها لا تتطلب تخصيص أموال لتسديدها كإلتزامات المختلفة، إلا أنه ما يعاب عليها إرتفاع تكلفتها، وهذا نظرا إلى المخاطر المرتفعة التي يتعرض لها المستثمر، مما يؤدي إلى طلب معدل عائد أعلى من السندات، إضافة إلى كون توزيعات الأرباح غير قابلة للخصم قبل فرض الضريبة.

3- التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة Retained Earnings

تعتبر الأرباح المحتجزة من بين أهم المصادر التمويلية التي تدرج ضمن أموال الملكية، فأهميتها بالغة وهذا راجع إلى العديد من الخصائص التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها. فالأرباح المحتجزة هي عبارة عن: "جزء من حقوق الملكية،

1- Ibid - p 577.

2- ibid - p 574.

3- سمير محمد عبد العزيز – التأجير التمويلي – مرجع سبق ذكره – ص 52.

4 - Frank J.FABOZZI - the handbook of financial instruments - op.cit - pp: 285.289

الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المربحة ممثلاً في الجزء المتبقي من أرباح السنة، وذلك بعد تخصيص الإحتياطات المختلفة، والتوزيعات المقررة¹، فالأرباح المحتجزة لا تكون إلا عن طريق تحقيق المؤسسة لأرباح من خلال ممارسة نشاطها، والقرارات المتخذة إزاء هذه الأرباح هو ما يدعى بسياسة توزيعات الأرباح، حيث تحدد نسبة الأرباح التي يتم توزيعها على الملاك، والجزء الذي يتم إحتجازه في المؤسسة.

فالأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً تمويلاً داخلياً (ذاتياً)، وتكون ناتجة عن تراكم الأرباح غير الموزعة على ملاك المؤسسة، وذلك لغرض إعادة إستثمارها وإستعمالها في تمويل الإستثمارات الجديدة للمؤسسة، أو توزيعها على المساهمين في حالات عدم تحقيق المؤسسة أرباح، ويتم إستعمالها لمواجهة الإحتياجات المالية طويلة الأجل، فالأرباح المحتجزة تعمل على تقوية القوة الإقتراضية للمؤسسة، وهذا من خلال رفع نسبة أموال الملكية إلى الأموال المقترضة.

وعموماً تستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها مما ينعكس على قيمتها، لكن في المقابل تكون أنظار المساهمين موجهة نحو توزيعات الأرباح، ففي هذه الحالة تكون لسياسة توزيع الأرباح أهمية بالغة، وهذا راجع إلى الدور الذي تلعبه في التوفيق بين قيمة المؤسسة ورغبات الملاك، الذين قد يفضلون التوزيعات الحالية، على الأرباح المستقبلية والتي تكون نتيجة النمو الذي يحدث في الأسهم، عند إستخدام الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو والتوسع المستقبلي للمؤسسة، إذ تعتبر تكلفتها أقل نسبياً من تكلفة الأسهم العادية.

فالمؤسسة ومن خلال تطبيق سياسة توزيع الأرباح، عليها مراعاة العديد من الجوانب منها الخاصة بالمؤسسة أو الملاك، وتتمثل فيما يلي²:

- السلامة من الناحية المالية ومدى توفر السيولة لمدفوعات الأرباح؛ خدمة القروض وسداد أقساطها؛ تمويل توسع المؤسسة وإحتياجات نموها؛ وضمان إستقرار 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.

3-1 مميزات الأرباح المحتجزة: تتميز الأرباح المحتجزة بالعديد من المزايا والعيوب، يمكن إيجازها على النحو الآتي³:

ففيما يخص المزايا فتمثل في:

- الكلفة المنخفضة نسبياً، والتي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار تلك العوائد في فرص إستثمارية أخرى؛
- السهولة في الحصول عليها وإستعمالها وذلك لأن الإجراء يكون داخلياً، مما يعني لا تكاليف ولا معاملات؛
- يتم إستعمال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى أي ضمانات أو رهن لأصول المؤسسة، مع الحيلولة دون تدخل أي طرف خارجي.

¹ - سمير محمد عبد العزيز - إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات- الإشعاع - مصر- 1997- ص 134.

² - سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 58.

³ - محمد يونس خان وهشام صالح غرايبي - الإدارة المالية - مركز الكتب الأردني - 1995- ص 203.

أما عن العيوب فهي:

- 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 إنتظار عدة سنوات حتى تكثر الأرباح المحتجزة، الأمر الذي يفرض عليها التوجه إلى مصادر أخرى.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل

بعد التعرض لمختلف مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية، وكذا مميزات كل مصدر مع العيوب الناتجة عن استعمال كل بند من هذه البنود، هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات، وخاصة في ظل محدودية أموال الملكية وعدم قدرتها على تغطية كل الإستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، وتتأتى من مصادر خارجية وتتمثل في الإستدانة، ويمكن أن نميز فيها: ديون طويلة الأجل، ومتوسطة الأجل، وقصيرة الأجل. فبالنسبة للطويلة الأجل يمكن أن تصنف ضمنها كل من السندات والقروض الطويلة الأجل.

1- السندات *The Bonds*

يمكن للمؤسسة إقتراض الأموال وذلك عن طريق إصدار أوراق مالية تدعى بالسندات، فهي تصنف ضمن الإلتزامات طويلة الأجل، ومن خلالها تلتزم المؤسسة بدفع القيمة الإسمية للسند عند الإستحقاق بالإضافة إلى العائد، ويمكن تعريف السند كما يلي:

1-1 تعريف السند:

" يمثل السند صكاً قابل للتداول، إذ يعتبر حامله دائناً في مواجهة المنشأة المصدرة وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنوياً أو كل نصف سنة، دون النظر للدخل الذي تحققه الشركة أو المنشأة وذلك إلى جانب إعادة سداد أصل السند عند تاريخ الإستحقاق"¹.

ومنه يمكن القول أنه يمثل سند مديونية، يتم إصداره من طرف المؤسسة لتغطية حاجاتها من الأموال، وذلك عن طريق تعبئة أموال المدخرين، ويتم تداول هذه الأوراق على مستوى سوق الأوراق المالية. وتكون المؤسسة ملزمة بدفع فوائد دورية لحاملي السندات والتي في الغالب تكون ثابتة، ويحدد على السند المبلغ الإجمالي إضافة إلى القيمة الإسمية، المدة وسعر الفائدة². وتمثل أهم إلتزامات طرفي العقد (المؤسسة وحامل السند) في³:

- حق حامل السند في فائدة دورية (كبون)؛
- إلتزام الطرفين بتاريخ إستحقاق الفوائد، تاريخ إستحقاق السند؛

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 380.

² - Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN- op cit. -p 295.

³ - نور الدين خبابة- الإدارة المالية - دار النهضة العربية - ط 1 - 1997 - ص ص : 498 - 499.

– تحديد القيمة الدفترية للسند؛

– تحديد الضمانات إن وجدت، وأولوية حملة السندات في المطالبة بحقوقهم.

وعلى عكس هذه الحقوق التي تكون لحاملي السندات، فإنه¹:

– ليس لهم الحق في حضور الجمعيات العامة؛

– ليس لهم الحق في التصويت داخل الجمعيات العامة؛

– ليس لهم الحق في إدارة المؤسسة؛

– الفوائد تكون في الغالب ثابتة مما يجعلها عرضة لمخاطر التضخم (الإرتفاع).

1-2 أهم خصائص السندات: تتميز السندات بالعديد من الخصائص أهمها:

– السند هو عبارة عن دين، تكون له قيمة إسمية ويعطي لحامله الحق في تلقي فائدة ثابتة (تمثل نسبة من القيمة

الإسمية للسند) بشكل دوري (سنوي، سداسي..) إلى غاية الإستحقاق حيث يتحصل حامله على القيمة الإسمية، وتتراوح مدته من 2 سنة إلى 30 سنة².

– **سعر الفائدة** أو العائد المتوقع من السندات يكون في الغالب ثابتا، يمثل نسبة من القيمة الإسمية للسند، كما قد

يكون أيضا متغير أو عائم...الخ.

– **خاصية الإستبدال (Convertibility)**، وتعطي هذه الخاصية المستثمر حق إستبدال السندات إلى أوراق مالية

أخرى، والتي عادة تتمثل في الأسهم العادية³، إعتقادا على نسبة تحويل معينة.

– **خاصية إستدعاء السندات (Call Mechanism)**، وهو حق المؤسسة في إعادة شراء السندات المصدرة من

طرفها، مقابل إلزام المؤسسة بتعويض حاملها لتنازلهم عنها قبل حلول تاريخ الإستحقاق⁴، ويحدث ذلك خاصة في الفترات التي تنسم بإنخفاض في سعر الفائدة، مما يمكن الشركة من إعادة إصدار أوراق مالية أخرى بسعر فائدة أقل من سابقها.

– **خيارات الشراء المضمون (Warrants)**، تعتبر من المحفزات التي تربطها الشركة بالسند عند إصداره، إذ

تعطي الحق لأصحاب السندات المشاركة في حقوق الملكية، ولكن ليس عن طريق إستبدال السندات إنما يكون لحاملها الإمتياز في الحصول على الأسهم عند إصدار أسهم جديدة من قبل المؤسسة.

1-3 أنواع السندات: إن مع التطور الكبير الحاصل في المجال الإقتصادي والمالي، وضرورة توفير التمويل اللازم

للمؤسسات، دفعت إلى إبتكار أنواع مختلفة من السندات، وهذا من أجل تسهيل عمليات تسويقها، وبالتالي توفير الأموال اللازمة وأيضا ضمان مصالح الإدارة عن طريق عدم التدخل في إدارة المؤسسة، ومن هذه السندات:

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 381.

² - CHRISTOPHER AGAR - CAPITAL INVESTMENT & FINANCING : A Practical Guide to Financial Evaluation - p 61.

³ - frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON - Financial Management & Analysis - op cit.- p 506.

⁴ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره - ص 27.

– **السندات القابلة للاستدعاء**، ففي الغالب يتم سداد أصلها عند حلول تاريخ الإستحقاق، إلا أن في هذا النوع قد ترغب المؤسسة المصدرة لها في إستعجال إستحقاقها فتقوم بإعادة شرائها، وبالمقابل تقوم بدفع علاوة لحاملها مقابل تنازلهم عنها.

– **السندات القابلة للتحويل**، ففي هذه السندات يكون لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى (أسهم عادية)، وتكون الأولوية لمساهمي المؤسسة في الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل وهذا عند قرار المؤسسة رفع رأسمالها¹.

– أما من ناحية مخاطر السداد فيمكن أن نميز بين السندات المضمونة والسندات غير المضمونة²:

• **السندات المضمونة**: وهي التي تكون مغطاة برهن على أصول معينة والتي عادة تكون عقارات، مما يعطي الحق لحاملها في إسترداد أموالهم في حالة عجز المؤسسة عن الإيفاء بمسئولياتهم وذلك من خلال الأصل محل الضمان، مما يعني ضرورة أن يكون للأصل المرهون قيمة أكبر من قيمة الإصدار، ليكون هامش أمان لقدرته على تغطية الإصدار.

• **السندات غير المضمونة**: وتكون عبارة عن دين غير مرتبط بأي أصل وإنما بطبيعة أصول المؤسسة، وقوة مركزها الائتماني.

– إضافة إلى هذه الأنواع هناك سندات ذات معدل الفائدة العائم إذ لا يحدد سعر فائدة إسمي على السند، وإنما تكون مرتبطة بمعدل الفائدة السائد في السوق النقدي.

– **السندات ذات صفر كبون**، وهي السندات التي لا تدفع لها فوائد إلى غاية الإستحقاق، فهي تباع بخصم على القيمة الإسمية، ويحقق المستثمر الفائدة من خلال الفرق بين السعر الذي يدفعه لشراؤه السند والقيمة الإسمية لها أو قيمة البيع³.

– **سندات الدخل**: ففي هذه السندات لا يتم دفع فوائد للمستثمرين إلا إذا حققت المؤسسة نتائج تسمح بذلك (أرباح)، وهناك صيغة أخرى لهذه السندات قد تسمح لحاملها بالحصول على فوائد سنة لم تتحقق فيها أي أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة⁴.

1-4 تقييم التمويل عن طريق السندات: إن المؤسسة ومن خلال إستعمالها للسندات كمصدر تمويلي، تكون قد عملت على الحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة من خلال الإستفادة من مزايا الرفع المالي، فالفوائد المترتبة عن السندات تكون قابلة للخصم قبل الضريبة على عكس العوائد للأسهم العادية والممتازة، وبذلك تكون المؤسسة قد تحصلت على وفر ضريبي مما يزيد من ربحية المؤسسة، إلى جانب هذه الميزة نجد كذلك أنه بإمكان المساهمين مواصلة تسيير المؤسسة بضمان عدم تدخل أطراف جديدة قد لا توافق آراءهم حول سياسة المؤسسة المساهمين القدامى، مما قد يؤدي إلى صراعات قد تعصف بالمؤسسة.

1 - Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN - op cit. -p 312 .

2- سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص ص: 68 - 69.

3 - Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN - op cit. -p 317.

4 - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 384.

ولكن في مواجهة هذه المزايا نجد أن المؤسسة قد تكون عرضة لأخطار جسيمة جراء إختيار هذا المصدر التمويلي، وهذا راجع إلى ضرورة دفع الفوائد المترتبة عن الأموال المستغلة في آجالها المحددة، دون الأخذ في عين الإعتبار للنتيجة المحققة من طرف المؤسسة، مما قد يعرضها إلى مخاطر الإفلاس ومن ثم التصفية.

2- القروض المباشرة طويلة الأجل *Long Term Loans*

على غرار السندات ومن قبيل الإستدانة، يمكن للمؤسسة اللجوء إلى مختلف المؤسسات المالية والبنوك، قصد الحصول على القروض من أجل تمويل إستثماراتها، ويمكن القول أن هذه المؤسسات المالية تلعب دور الوسيط بين مدخري الأموال (أصحاب الفائض) ومستخدميها (أصحاب العجز).

فالقروض طويلة الأجل تعتبر أحد أهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة في القيام بإستثماراتها الطويلة الأجل، وتتمثل أهم المؤسسات المالية المانحة للقروض طويلة الأجل في البنوك التجارية، بنوك الإدخار وشركات التأمين.

ويمكن تعريف القروض طويلة الأجل على أنها عقد يتم بين المؤسسات المالية التي تتوفر على الأموال، والتي تعتبر في هذه الحالة مانحة للقرض، والمؤسسات التي تعاني من عجز في تمويل إستثماراتها والتي تعتبر كطالبة لهذه القروض، وفق بنود وشروط يتم تحديدها في العقد من خلال التفاوض بين الطرفين، حيث تضمن العملية إنتقال الأموال من المقرض إلى المقترض. ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبلغ المقترض عند تاريخ الإستحقاق¹.

فالقرض كونه عقد فإنه بالضرورة يخضع لمجموعة من الشروط والضوابط يتم الإتفاق عليها من قبل الطرفين، ويتعلق الأمر بالجوانب الآتية²:

- قيمة القرض؛ معدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه؛
- الرهونات المرتبطة بالقرض؛
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- أوجه الإستخدام التي يخصص لها القرض.

والهدف الأساسي للإتفاق على هذه الشروط والضوابط هو ضمان الحفاظ على حقوق الطرفين، وتمثل عملية سداد القرض أحد أهم هذه البنود، وذلك بتحديد كيفية سداده أو إستهلاكه، إما عن طريق أقساط متساوية في آجال محددة، أو بدفعة واحدة عند تاريخ الإستحقاق المتفق عليه، أما الفوائد فيتم سدادها بشكل دوري.

2-1 خصائص القروض طوية الأجل: تتميز القروض طويلة الأجل بالعديد من الخصائص من أهمها³:

- مدة القرض تتراوح بين 7 سنوات و 20 سنة؛

¹ -juliette PILVERDIER- LATREYTE - FINANCE D'ENTREPRISE- 7^{eme} Edition- Economica .Paris- 1999- p 334.

² - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 387.

³ - الطاهر لطرش - مرجع سبق ذكره - ص ص: 75 - 76.

- توجه لتمويل أنواع خاصة من الإستثمارات (العقارات، الأراضي، المباني)؛
- تفرض طبيعة القروض الممنوحة (المبالغ الضخمة والمدة الطويلة) تبنيه من قبل مؤسسات متخصصة (تقوم بتعبئة الأموال اللازمة بإعتماد على مصادر إيدارية طويلة الأجل، قد لا تقوى البنوك التجارية على جمعها)؛
- المخاطر العالية المصاحبة لهذا النوع من التمويل وهذا نظرا لطبيعة هذه القروض، مما يدفع بالمؤسسات المقرضة إلى طلب ضمانات للتخفيف من حدة المخاطر؛
- يتم تسديد القروض إما عن طريق دفعات سنوية ثابتة أو أقساط قرض ثابتة، أو عن طريق دفعة واحدة وذلك وفق تواريخ متفق عليها، وكذا من خلال تكوين مبالغ لسداد المستحقات لدى مؤسسات مالية أخرى¹.

تعتبر القروض طويلة الأجل مصدر تمويلي خارجي، ومن أهم مميزاته السرعة والمرونة وذلك لكونه يتم وفق مفاوضات مباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط، مما يسرع عملية حصول المؤسسة على التمويل، إضافة إلى السهولة والبساطة النسبية لإجراءاتها، كما يمكن تغيير الشروط المتفق عليها بشكل مباشر في حالة حدوث طارئ يستدعي ذلك، لكن في المقابل تتميز بارتفاع المخاطر المصاحبة لها شأنها في ذلك شأن السندات، إضافة إلى إعتماها على مدى توفر مدخرات كافية، زيادة على ذلك الضمانات المهمة التي تطلبها المؤسسات المقرضة.

3- القروض متوسطة الأجل

بالإضافة إلى القروض طويلة الأجل يمكن إدراج نوع آخر من القروض يتميز بأجله المتوسط، ويكون عادة موجهة لشراء الآلات؛ المعدات؛ وسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة²، فالبنوك والمصارف في الغالب تلعب الدور الكبير في تلبية إحتياجات المؤسسة من هذا المصدر التمويلي، وهذا وفق بنود يتم الإتفاق عليها من الطرفين، وتتمثل أهم جوانب هذا الإتفاق فيما يلي³:

- شروط إستخدام القرض، فالبنوك تعرض شروط تتعلق بكيفية إستخدام هذه الأموال بحيث لا يتم إستخدامها في غير الغرض الذي تم الإتفاق عليه، مما يعطي البنك ضمانا بإسترجاع أمواله؛
- شروط تحديد سقف المديونية للشركة، مما يعني الحفاظ على الملاءة المالية للشركة والقدرة على تسديد القروض؛
- قيود على تصرفات المؤسسة بالموجودات؛
- قيود على توزيع الأرباح على المساهمين.

فمن خلال هذه الشروط يعمل البنك على ضمان إسترداد أمواله، نظرا لخطر تجميد أمواله إضافة إلى المخاطر الأخرى، والمتعلقة عموما بعدم السداد، لذا فهذه القروض عادة ما تكون مصحوبة بضمانات، وتكون مدتها بين سنتين و7 سنوات.

¹ - juliette PILVERDIER- LATREYTE- op cit -pp 337-334.

² - الطاهر لطرش - مرجع سبق ذكره - ص 74.
³ - نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص 481.

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من القروض المتوسطة الأجل، فهناك القروض¹: القابلة للتعبئة؛ وتعني قدرة البنك على إعادة خصم القرض لدى مؤسسة مالية أخرى والحصول على السيولة دون إنتظار حلول تاريخ الإستحقاق، على عكس القروض غير القابلة للتعبئة؛ والتي لا تتوفر على خاصية إعادة الخصم للقرض، مما يستدعي ضرورة إنتظار حلول تاريخ الإستحقاق للحصول على الأموال، كما يمكن أيضا تقسيمها إلى²: قروض المدة والتي غالبا تستحق بعد أكثر من سنة إلى أقل من 7 سنوات، فهي مربوطة غالبا بشرط معين وتمنح عادة من قبل بنك متخصص (بنك التنمية الفلاحية، بنك التنمية الريفية..)، إلى جانب قروض المدة نجد نوع آخر وهي قروض التجهيزات والتي في الغالب تمثل ضمان للقروض أي الحصول على قروض تجهيزات متوسط الأجل بضمان التجهيزات التي يتم شراؤها، فالبنك يقوم بحجز عليها في حالة التخلف عن الدفع.

المطلب الثالث : مصادر أخرى للتمويل

إلى جانب المصادر التمويلية السابقة الذكر، هناك أنواعا أخرى ذات أهمية بالنسبة للمؤسسة يمكن إيجازها فيما يلي:

1- التمويل قصير الأجل *Short Term Financing*

تعتبر القروض قصيرة الأجل ذات أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة، وهذا راجع إلى دورها الفعال في سد الحاجات الجارية للإستغلال والتي عادة تكون لأقل من سنة، ويمكن تعريفها كما يلي: تمثل الخصوم المتداولة مصدر تمويل قصير الأجل للمؤسسة، ويكون إستخدامها لتمويل إحتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة، ومنه فإن هدف القروض القصيرة الأجل يتمثل في تمويل الحاجات المؤقتة المرتبطة بالإستغلال الجاري للمؤسسة³.

إذن فالتمويل قصير الأجل عبارة عن إستخدام المؤسسة لأموال الغير، وذلك لتغطية النفقات الجارية لدورة الاستغلال والتي عادة تكون أقل من سنة، ويمكن تقسيم التمويل قصير الأجل إلى:

1. مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث طبيعتها؛
2. مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث شكلها.

1-1 مصادر التمويل من حيث طبيعتها : يمكن إدراج تحت هذا البند كلا من :

1-1-1 الإئتمان التجاري: هو عبارة عن قرض قصير الأجل، ويبرز من خلال التسهيلات المقدمة من الموردين للمؤسسة في سداد قيمة المشتريات تحت شروط محددة وتمثل بذلك المشتريات الآجلة، ويكون من الضروري على الإدارة الإستفادة منه إذ يكون مرفوقا بفترة محددة في الغالب، ومصحوبا بخصومات تجارية تمنح عند السداد في مدة معينة، ففي ظل غياب الخصم التجاري يكون الإئتمان التجاري دون تكلفة تذكر، ولكن إذا وجدت الخصومات فإن تكلفته تصبح مرتفعة جدا في حال لم تحسن المؤسسة إستخدامه بعدم الإيفاء بالتزاماتها في المواعيد المحددة.

¹- الطاهر لطرش - مرجع سبق ذكره- ص 75.

²- نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص ص: 482 - 485.

³- juliette PILVERDIER- LATREYTE- op cit. -p 349

1-1-2 الإئتمان المصرفي: وهو من أهم أنواع التمويل قصير الأجل، إذ يمثل كافة القروض القصيرة الأجل التي تتحصل عليها المؤسسة من مختلف المؤسسات المالية بضمان أو بغير ضمان، وعموماً يحدد سقف معين لا يمكن أن تتعداه، مع الأخذ بعين الاعتبار لمجموعة من العوامل التي يجب مراعاتها مثل المركز المالي للمؤسسة وقدرتها الاقتراضية، دون نسيان الإحتياجات التمويلية للمؤسسة من خلال دراسة تدفقاتها النقدية المتوقعة، ويمكن تمييز نوعين من الإئتمان المصرفي هما¹:

- الإئتمان المحدود، أو الاعتمادات المفتوحة وفيها يكون الإئتمان قابل للتجديد لسنة إضافية، وذلك بعد موافقة الطرفين، شريطة أن يتم سداد ما تم إستخدامه من القرض.
- الإئتمان المتجدد: إذ يلتزم فيها البنك بتقديم قروض قصيرة الأجل على حدها الأقصى، فالبنك هنا مطالب بتقديم القرص المتفق عليه في أي وقت تطلبه المؤسسة.

1-2-1 مصادر التمويل قصيرة الأجل من حيث شكلها: ويمكن أن نجد فيها:

1-2-1-1 مصادر التمويل من غير ضمانات: وهي كل أنواع الإئتمان التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها من دون تقديم أي ضمانات للجهة المانحة للإئتمان، وذلك في حدود سقف معين لا يسمح بتجاوزه، وعادة توضع بعض الشروط لدى منح مثل هذه القروض أهمها²:

- أن يحتفظ العميل بنسبة من القرض (من 10% - 20%) في شكل ودیعة تحت الطلب؛
- الإئفاق على تحديد السقف الإئتماني، أي الحد الأقصى الذي يمنحه البنك للعميل خلال فترة معينة؛
- أن يقوم المقترض بسداد القروض مرة كل سنة على الأقل؛
- إشرط سياسة مالية معينة على المؤسسة من طرف البنك وذلك طوال فترة القرض (الحفاظ على مستوى سيولة معين، عدم التوسع في الإقتراض..).

1-2-2-1 مصادر التمويل قصيرة الأجل المضمونة: وفي هذا النوع يكون الحصول على المصدر التمويلي قصير الأجل بتقديم ضمانات معينة، خاصة في حالة المؤسسات التي تتميز بضعف في مركزها المالي وأيضاً إرتفاع نسبة الإقتراض فيها، وهذه الضمانات تطلب لأجل مواجهة المخاطر المختلفة التي يمكن أن تواجه البنك، وعادة يكون القرض أقل من قيمة الضمان، حتى يمكن مواجهة إحتمال الإنخفاض في قيمة الضمان.

1-2-3-1 المستحقات: وتدرج ضمن المصادر التمويلية قصيرة الأجل، فهي تمثل أرصدة الحسابات الدائنة المستحقة وغير المدفوعة، ويمكن إعتبارها كمصدر تمويلي عديم التكلفة ومن أمثلتها الأجور المستحقة؛ الضرائب المستحقة والتأمينات المستحقة.

¹ - سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 61.

² - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص: 394 - 395.

2- التمويل التأجيري *Leasing*

في كثير من الأحيان تجد المؤسسة نفسها تتحمل أعباء كثيرة عند الاعتماد على طرق التمويل الكلاسيكية، وهذا في ظل محدودية قدرتها التمويلية، مما يفرض ضرورة البحث عن مصدر تمويلي يكون أكثر نجاعة في تحمل الأعباء وأخف وطأة على المؤسسة، ومن هنا ظهرت فكرة التمويل التأجيري التي تعتبر حديثة نسبياً، ومع أنها تحتفظ في طياتها بمفهوم القرض، إلا أنها فرضت منطلقاً جديداً في طبيعة العلاقة التمويلية الرابطة بين الأطراف الفاعلة فيها من خلال خصائصها التي سيتم التطرق إليها فيما يلي.

2-1 تعريف التمويل التأجيري: تعددت التعاريف التي تطرقت لموضوع التمويل التأجيري كل حسب الزاوية التي ينظر من خلالها لهذا المفهوم، ومن هذه التعاريف:

- "هو عقد يسمح بموجبها المؤجر للمستأجر بإستعمال معدات أو تجهيزات خاصة، مقابل إلتزام هذا الأخير بدفعات إستئجار متتالية خلال مدة العقد"¹.

- "هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية، أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك بوضع آلات؛ معدات أو أي أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها وتسمى ثمن الإيجار"².

- ويعرفه محمد سمير عبد العزيز: "هو أسلوب من أساليب التمويل، يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يستلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل إستخدام وتشغيل هذا الأصل"³.

ومنه فالتمويل التأجيري هو مصدر من مصادر التمويل يكون على شكل عقد يربط بين طرفين المؤجر والمستأجر، حيث يلتزم المؤجر بمنح حق الإنتفاع بأصل تعود ملكيته إليه، إلى المستأجر وهذا مقابل دفع أقساط دورية للإيجار ولمدة محددة ومتفق عليها، مع إمكانية تنازل المؤجر على الأصل لصالح المستأجر في نهاية عقد الإيجار.

ومن خلال التعاريف السابقة نجد أنه لقيام عملية التمويل التأجيري لا بد من توفر ثلاثة أطراف، وهي: المؤجر (صاحب الأصل)؛ المستأجر (المستخدم للأصل) والأصل. وتتوجه العديد من المؤسسات إلى هذا النوع من التمويل، وهذا من أجل الإستفادة من الخصائص والمزايا الناتجة عن إستعمال هذا المنهج التمويلي.

2-2 خصائص التمويل التأجيري: يعتبر التمويل التأجيري أحد أهم الطرق التمويلية الحديثة، فهو يتميز بالعديد من الخصائص نوجزها فيما يلي:

- تكون المؤسسة المستأجرة غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للإستثمار مرة واحدة، وإنما تقوم بدفع أقساط تسمى بـ ثمن الإيجار؛

¹ - ماهر كينج شكري ومروان عوض- المالية الدولية - دار الحامد للشر والتوزيع. عمان. الأردن- ط1 - 2004- ص 150.

² - الطاهر لطرش - مرجع سبق ذكره- ص 76.

³ - سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 80.

- تكون ملكية الأصل خلال فترة الإستئجار للمؤسسة المؤجرة، أما المؤسسة المستأجرة فلها حق الإنتفاع فقط، فمساهمة المؤسسة المؤجرة تكون قانونية ومالية، أما المستأجرة فتكون مساهمتها إدارية وإقتصادية؛
- تكون المؤسسة المستأجرة في نهاية العقد أمام ثلاث خيارات، وهي طلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتم الإتفاق عليها مجدداً؛ أو شراء الأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد؛ أو تمتنع عن تجديد العقد وشراء الأصل؛
- تنشأ عادة علاقة بين ثلاث أطراف عن طريق التمويل التأجيري وهم: المؤسسة المؤجرة، المؤسسة المستأجرة والمؤسسة الموردة لهذا الأصل، فالمؤسسة المستأجرة تقوم بإختيار الأصل لدى المؤسسة الموردة، تقوم المؤسسة المؤجرة بشراء الأصل من المؤسسة الموردة بناء على طلب المؤسسة المستأجرة التي تقوم بإستئجاره من المؤسسة المؤجرة.

ولعل العديد من المؤسسات تتجه إلى إستعمال هذه الطريقة التمويلية نظرا لميزاتها، ولكن قد تكون هناك أسباب أخرى تدفع بها إلى إنتهاج مثل هذا النمط التمويلي، ومن أهمها¹:

- تجد المؤسسة أنه من الأفضل لها إستئجار بعض الأصول لفترات قصيرة بدلا من شرائها؛
- تكون الأجهزة الدقيقة والمتطورة والتي تخضع لتطور تكنولوجي مستمر، من الأفضل للمؤسسة إستئجارها مع حق إلغاء العقد خلال مدة حياته؛
- يمكن أن تؤثر عمليات الإستئجار على الدخل الدفترية للمؤسسة، حيث يمكن أن تظهر ميزانية المؤسسة وكشف إيراداتها في وضع أفضل وذلك عن طريق زيادة الدخل وتقليل قيمة الأصول أو الإئتين معا، حيث نجد أن دفعات الإيجار تعتبر مصروفا، بينما يعتبر الأصل في هذه الحالة تمويلا خارجي. وعادة تكون الدفعات في السنوات الأولى أقل من الإهلاك (حالة الشراء)؛ والفوائد (القروض)، مما يرفع الدخل في السنوات الأولى؛
- تجنب القيود المفروضة على الإنفاق الرأسمالي وغيرها من القروض.

2-3 أنواع التمويل التأجيري: يتنوع التمويل التأجيري بتنوع البنود المدرجة في العقد، خاصة ما يتعلق بمدته وطبيعته إضافة إلى مصيره في نهاية المدة، إذ لا يؤخذ في الحسبان نوع الأصل المستأجر، مما يحدد نوع أو شكل الإئتمان المعتمد حسب أهداف المؤسسة من عملية الإستئجار، وتتمثل أهم أنواع التمويل التأجيري في:

2-3-1 البيع ثم الاستئجار *Sale and Lease Back* :

وفقا لهذا النوع من التمويل التأجيري تقوم المؤسسة ببيع أصل من أصولها، حيث تكون في هذه الحالة المؤسسة راغبة في الحصول على تمويل، ثم تعقد في نفس الوقت مع مشتري الأصل إتفاقا يقضي بإستئجارها هذا الأصل لمدة معينة، وعادة تقوم المؤسسة ببيع هذه الأصول سواء لبنوك تجارية؛ شركات تأمين أو شركات متخصصة في عمليات

¹- ماهر كينج شكري ومروان عوض- مرجع سبق ذكره - ص ص: 152-155.

التأجير، وتتلقى المؤسسة قيمة أصولها المباعة في حين تبقى الأصل لإستخدامه وذلك مقابل دفع أقساط الإيجار، وفق الشروط المتفق عليها مع حق الاحتفاظ به في نهاية المدة.

2-3-2 الاستئجار التشغيلي *Operating Lease* :

ويسمى أيضا إستئجار الخدمات، وذلك لما يوفره للمؤسسة من خدمة التمويل والصيانة، فوفقا لهذا النمط يلتزم المؤجر بصيانة وخدمة الأصول المؤجرة، مع إضافة هذه الكلفة إلى قسط الإيجار الواجب سداذه من قبل المستأجر، كما أنه لا يشترط إستهلاك قيمة الأصول أو تغطيتها كليا، مما يعني أن فترة العقد تكون أقل من العمر الإقتصادي للأصل المستأجر، فالمؤجر يسترد قيمة الأصل المؤجر من الإيرادات الدورية الناتجة عن التأجير المتكرر للأصل¹، كما يتضمن العقد غالبا شرط إلغاء العقد من المستأجر قبل إنقضاء المدة المحددة في العقد، وقد يكون ذلك بسبب²:

- التقادم التكنولوجي في الأصل بفعل التطور التكنولوجي؛
- إنتهاء حاجة المستهلك للأصل.

2-3-3 التأجير التمويلي *Financing Lease* :

وفي هذا الأسلوب يكون إختلاف كلي عن الإستئجار التشغيلي، حيث لا توفر خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاء العقد كما أن قيمة الأصل لا بد أن تغطي بالكامل³. ويتم التأجير التمويلي وفق الخطوات الآتية:

- تقوم المؤسسة بإختيار الأصل التي تكون بحاجة إلى إستخدامه، وذلك من خلال مجموعة من المعايير والشروط التي يجب أن تتوفر في الأصل، ثم تعمد إلى التفاوض بشأنها إضافة إلى السعر، والتسليم مع منتجي الأصل؛
 - فيما بعد تقوم المؤسسة بالتفاوض مع طرف آخر، ممثلا في المؤسسة المؤجرة (بنك، شركة تأمين..)، والتي تقوم بدورها بشراء الأصل، وهذا بعد الإتفاق مع المؤسسة المستأجرة؛
 - إستئجار الأصل من المؤسسة المؤجرة والإلتزام بدفع أقساط الإيجار، مما يعني الدخول في تنفيذ عقد الإستئجار.
- تستفيد المؤسسة من جراء الإعتماد على التمويل التأجيري من عديد المزايا التي سبق التطرق إليها فيما سبق، وخاصة عدم وجود عراقيل كالتالي تترتب عن الإقتراض، إلا أن هذا المصدر التمويلي لا يخلو من العيوب، والتي نذكر منها⁴:

- عدم إستفادة المؤسسة من قيمة الخردة للأصل المستأجر؛
- إرتفاع التكلفة، إذ عادة ما تكون تكلفة الفائدة المترتبة عن الإستئجار أعلى من المترتبة عن الإقتراض؛
- لا تسمح عملية الإستئجار بإدخال تحسينات على الأصول المستأجرة؛
- عدم صلاحية الأصول المستأجرة، وما يترتب عنها من دفع أقساط الإستئجار دون الإستفادة من هذه الأصول.

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 389.

² - سمير محمد عبد العزيز - التأجير التمويلي - مرجع سبق ذكره - ص 75.

³ - نفس المرجع

⁴ - نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص 494.

3 - محددات الإختيار بين المصادر التمويلية

أثناء قيام المؤسسة بعملية تمويل إستثماراتها تأخذ في الحسبان للعديد من العوامل، فنفس الأصل يتم تمويله بطرق مختلفة من طرف مجموعة من المؤسسات أو المؤسسة الواحدة في ظل الظروف المختلفة، فلهذه العوامل تأثير مهم على إختيار مصدر تمويله دون آخر، وتتمثل أهم هذه العوامل في:

3-1 خصائص مصادر التمويل: تعتبر الخصائص التي تميز المصادر التمويلية عن بعضها البعض من أهم العوامل المؤثرة على قرار الإختيار بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وأهم هذه الخصائص هي¹:

- **مدة الاستحقاق:** وتعني المدة التي يتم فيها إستغلال المصدر التمويلي، فكل من طبيعة ونوع المصدر يحددان مدة إستحقاقه، فكما تم الإشارة إليه فيما سبق كل مصدر وله مدة إستحقاق، فأموال الملكية تعتبر مصدرا تمويليا دائما وعموما لا تملك تاريخ إستحقاق محدد وتكون مرتبطة إلى درجة كبيرة بمدة حياة المؤسسة، فالمستثمر يسترد أمواله إما عن طريق بيع حصته أو في حال التصفية، كما يمكن إستدعاء الأسهم الممتازة وتسديد قيمتها حسب ما ينص عليه عقد الإصدار، وهذا الاستدعاء قد يكون لتوفر مصدر أقل تكلفة، أو للتخلص من القيود على إدارة المؤسسة. أما بالنسبة للقروض فبصفة عامة ترتبط بتاريخ إستحقاق محدد، وذلك حسب نوع القرض وحاجة المؤسسة من الأموال، وينبغي سدادها عند حلول تاريخ إستحقاقها.

- **الحقوق المالية:** تتجسد من خلال أولوية الوفاء بالإلتزامات، فالدائنون يتمتعون بأولوية الحصول على مستحقاتهم في موعد الإستحقاق، الأمر الذي قد يؤدي إلى تصفية المؤسسة في حال عجزها عن تسديد إلتزاماتها، ويأتي بعد الدائنين الملاك أصحاب الأسهم الممتازة ثم بعدهم الملاك من أصحاب الأسهم العادية في الحصول على مستحقاتهم، فعلى عكس الدائنين الذين يحصلون على مستحقاتهم دون العودة إلى النتيجة المحققة من طرف المؤسسة، فالملاك مرتبطين بما تحققه المؤسسة وسياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبلها.

- **الضمانات المطلوبة:** حيث يتم التمييز بين نوعين من القروض، غير المضمونة والتي يسمح من خلالها للمؤسسة بإستخدام المصدر التمويلي دون تقديم ضمان معين وفق الشروط المتفق عليها، أما المضمونة فتشترط فيها الجهة المقدمة للأموال تقديم ضمانات خاصة في القروض طويلة الأجل.

- **التدخل في إدارة المؤسسة:** تكون الإدارة من نصيب حاملي الأسهم العادية، وذلك من خلال الحقوق التي يستفيدون منها، ورغم أن الدائنين ليس لديهم حق الإدارة، إلا أنه وعن طريق الشروط التي يفرضونها على المؤسسة تؤدي إلى خلق بعض القيود على نشاط الإدارة، ومن المعروف أيضا أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يملكون في الغالب حق التصويت مما لا يعطيهم الحق في التدخل في إدارة المؤسسة.

3-2 قيود التمويل: تتعدد القيود المفروضة على العملية التمويلية للمؤسسة والتي تحد من الخيارات المتاحة، مما يجدد المعالم الأولية للمنهج التمويلي الواجب إتباعه من طرف المؤسسة، ويمكن إيجاد نوعين من القيود هي²:

¹ - سمير محمد عبد العزيز - إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات- مرجع سبق ذكره- ص ص 136- 143.
² - jean BARREAU & jaqueline DELAHAYE - DECF MANUEL & APPLICATION GESTION FINANCIERE - 10^{ème}Edition- DUNOD .Paris -2001-pp :379-381.

3-2-1 القيود الكلاسيكية: وتمثل هذه القيود في:

- قاعدة التوازن المالي الأدنى، ويعني أن تمويل الإستخدامات الثابتة يجب أن يتم من خلال المصادر المالية الدائمة، مما يحدد الاختيار بين التمويل الدائم و القروض قصيرة الأجل؛
- قاعدة الحد الأقصى للإقتراض، حيث يجب أن لا تكون القروض أعلى من الأموال الخاصة، وذلك من أجل الحفاظ على القدرة الإقتراضية للمؤسسة؛
- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي، حيث يجب أن تمويل المؤسسة جزء معتبرا من إستثماراتها اعتمادا على أموال ذاتية.

3-2-2 قيود أخرى:

- الشكل القانوني للمؤسسة: فبعض المؤسسات تكون خاضعة لشكلها القانوني في تمويل إستثماراتها على سبيل المثال: المؤسسات العمومية؛
- حجم المؤسسة وطبيعة الإستثمارات القائمة إضافة إلى التدفقات النقدية المتوقعة منها؛
- حالة السوق المالي.

ولكن الإعتقاد على القيود فقط قد يجد من إستغلال بعض المصادر التمويلية، لذا سنوضح بعض الأسس التي يتم إعتقادها في الفصل بين مختلف المصادر التمويلية فيما يأتي.

3-3 أسس إختيار المصادر التمويلية: تراعي المؤسسة في إختيار مصادرها التمويلية بعض المعايير والمؤشرات الأساسية التي تؤثر عليها من خلال النتائج التي تحققها من جراء إستخدامها لهذه الأموال، وتمثل أهم هذه الأسس في¹:

- المردودية المالية: فالعديد من المؤسسات تضع الهدف الأساسي لها هو تعظيم ربحية السهم، وهذا راجع إلى تعظيم المردودية المالية، والتي يمكن توضيحها بالعلاقة التالية:

$$T_f = RN/CP$$

• حيث: T_f : المردودية المالية ؛ RN : النتيجة الصافية ؛ CP : الأموال الخاصة.

- التكلفة: وتستعمل خاصة للفصل بين مصدرين تمويلين من نفس الطبيعة، وسيتم التطرق بالتفصيل هذا المفهوم في الجزء الموالي من هذا الفصل.

- الإرتفاع المتوقع للتدفقات النقدية للمؤسسة: مما قد يؤثر على قدرة التمويل الذاتي والإستدانة.

ففي ظل عرض مختلف المصادر التمويلية التي قد تتاح أمام المؤسسة، مع تحديد أهم الميزات والخصائص لكل نوع منها إضافة إلى أهم العوامل المساعدة في إختيار مصدر معين، والتي قد تكون من أهمها التكلفة المترتبة عنها، فكيف يتم تحديد تكلفة هذه الأموال؟

¹ - ibid. -pp:387-381 .

المبحث الثاني : تكلفة مصادر التمويل *Cost of Capital*

بعد التطرق إلى أهم عوامل إختيار التمويل للمؤسسة، نجد أنها لا تتوقف عند العائد المتوقع منها فقط، ولكن هناك عنصر ذو أهمية بالغة كونه يمثل الوجه الأخر للعائد ألا وهو التكلفة، وتعتبر التكلفة العنصر الفاصل بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وسيتم التركيز على التمويل الدائم (طويل الأجل)، وهذا راجع لإعتباره العنصر الأساسي في تمويل الإستثمارات طويلة الأجل للمؤسسة، إضافة إلى إعتباره حلقة الوصل بين القرارات الإستثمارية طويلة الأجل وثروة الملاك.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

تلجأ المؤسسة في تمويل إستثماراتها إلى أحد المصادر السابقة الذكر أو مزيج منها، وهذه المصادر بالضرورة تحمل المؤسسة تكلفة لقاء إستخدامها، ولقد تعددت التعاريف الخاصة بالتكلفة التمويلية، ويمكن أن تعرف كما يلي:

1- تعريف تكلفة التمويل: تعرف تكلفة التمويل على أنها:

- "معدل العائد الأدنى من رأسمال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل ومحاولة تعظيمها"¹.
- كما يعرفها الدكتور عبد الستار مصطفى الصياح وآخرون²: "هي الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، وذلك عن طريق جمع كلفة كل مصدر وترجيحها بما يتناسب مع حصة هذا المصدر من إجمالي رأس المال، وعادة تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشروعات الإستثمارية".
- وتعرف أيضا: "هي عبارة عن المتوسط المرجح لمختلف تكاليف مصادر التمويل التي قامت المؤسسة بإستخدامها"³.

وبالتالي فإن الإقبال على قرار إستثماري أو رفضه لا يتوقف فقط على العائد المتوقع منه، بل يعتمد أيضا على التكلفة المقدرة للأموال المستثمرة، وبالتالي فأهمية تقدير تكلفة الأموال ترجع إلى أنها عبارة عن الحد الأدنى للعائد المقبول على الإستثمار، وبالتالي فإن الإستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال يكون من الأفضل للمؤسسة رفضه لأنه قد يؤدي إلى تأثير سلبي على المؤسسة، وبالتالي ثروة الملاك عن طريق إنخفاض القيمة السوقية للأسهم.

وينظر البعض إلى تكلفة التمويل على أنها سعر الخصم على التدفقات النقدية للمشروع الإستثماري، ولكي تعتمد المؤسسة على تكلفة التمويل في المفاضلة بين الخيارات التمويلية المتاحة أمام المؤسسة يجب الأخذ بعين الإعتبار لمجموعة من العوامل التي تسمح بإتخاذ أفضل قرار، منها المخاطر المتعلقة بكل مصدر تمويلي؛ خصائصها ومميزاتها التي يمكن

¹ - نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص 506.

² - عبد الستار مصطفى الصياح وسعود جايد مشكور العامري-الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية- دار وائل للنشر الأردن- ط1- 2003- ص 221.

³ - jean BARREAU & jaqueline DELAHAYE – op cit. -p 168.

الإستفادة منها ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة، لذا فدراسة تكلفة الأموال وتقديرها دورا أساسيا في تكوين هيكل مالي أمثل.

2- مفاهيم مختلفة حول تكلفة التمويل

تعنى المؤسسة بدراسة تكلفة التمويل لتتمكن من المفاضلة بين مختلف المشاريع الإستثمارية، ولكي تحقق هذا المبتغى يجب التمييز بين عدد من المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا العنصر، وهي¹:

1-2 التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية *Future and Historical Cost*:

أثناء قيام المؤسسة بعملية إتخاذ القرار الإستثماري فإن التكاليف التي تؤخذ بعين الإعتبار بطبيعة الحال هي التكاليف المستقبلية، أي تكاليف رأس المال الذي تعتمزم المؤسسة تكوينه، وليس التكلفة السابقة التي تم الحصول بها على التمويل في الماضي، وذلك بهدف تخفيضها إلى أدنى حد ممكن، ولكن تلعب التكلفة التاريخية دورا مهما في بناء التنبؤات المستقبلية للتكلفة وأيضا في تقييم الأداء الفعلي.

2-2 التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة *Specific and Combined Cost*:

كما عرض في المبحث السابق تكون المؤسسة أمام عدة مصادر تمويلية: الأسهم العادية؛ الأسهم الممتازة والسندات...، فإذا تم أخذ كل عنصر على حدى فتكلفته هنا تعتبر عن تكلفة نوعية (محددة)، وبالتالي فإن القرار يعتمد على العائد المتوقع منه مقارنة مع تكلفة المصدر التمويلي المستعمل، لكن هذه الطريقة فيها مغالطة ونوع من التضليل، فالإعتماد على مصدر يؤدي إلى حدوث إختلالات على مستوى هيكل تمويل المؤسسة مما يعرض المؤسسة للخطر، إضافة إلى أن المؤسسة تعمل على تحقيق التوازن بين مختلف المصادر التمويلية في الأجل الطويل، بحيث تؤدي إلى تدنية التكلفة إلى أقصى حد ممكن، وهنا يظهر مفهوم التكلفة المشتركة للأموال وهذا من خلال ترجيحها بأوزان.

2-3 التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية *Average and Marginal Cost*:

التكلفة المتوسطة تمثل المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من رأس المال الذي يتم توظيفه، وتكون غاية المؤسسة تدنيته إلى أدنى حد ممكن وهذا عن طريق بناء هيكل مالي سليم، ويظل ثابتا على العموم إلى أن تستنفذ المؤسسة كل الأموال الداخلية، ومن ثم يبدأ بالتغير في حال الحصول على كميات متزايدة من المصادر الخارجية، أما التكلفة الحدية فهي عبارة عن التكلفة المتوسطة للأموال الإضافية التي يتم الحصول عليها، ومن هنا فإن أهميتها تعود لدورها الكبير في أغراض الموازنة الرأسمالية وكذا القرارات المالية، فالمؤسسة لن تقبل أي مصدر تمويلي جديد تكون فيه الكلفة الحدية لها أقل من معدل العائد الداخلي، ما يعني ضرورة أن تكون صافي القيمة الحالية موجبة، وذلك عند إستخدام سعر خصم ممثل في هذه الحالة بتكلفة الأموال الحدية.

¹ - سمير محمد عبد العزيز - إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات- مرجع سبق ذكره - ص ص:166-169.

2-4 التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية *Explicit and Implicit Cost* :

يمكن تعريف التكاليف الظاهرة بأنها معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الإستثماري، وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجية، وتتمثل هذه التدفقات النقدية الخارجية في مدفوعات الفوائد؛ نصيب الأسهم من الأرباح...، أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة، والتي تنشأ من تعدد الخيارات لإستخدام الأموال الإضافية، ومنه فالتكلفة الضمنية هي معدل العائد الخاص بأفضل فرصة إستثمارية.

3- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

بما أن المؤسسة قد تستعمل في تمويل إستثماراتها مزيجاً من الأموال وهو ما يعرف بالهيكل المالي، ولكن التركيز يكون على المكونات الطويلة الأجل بإعتبار أن المصادر القصيرة الأجل تكون مؤقتة، فتكلفة هذه الأموال تخضع للعديد من المتغيرات التي تؤثر عليها، وتختلف هذه المتغيرات تبعاً إلى وجهة النظر التي يتم على أساسه دراستها، منها مدى قدرة المؤسسة على التحكم فيها بإعتبارها تسعى إلى تحقيق العديد من الأهداف، والتي من بينها تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة الملاك، ولذلك يتم تقسيمها كما يلي:

3-1 المؤثرات التي لا تتحكم فيها المؤسسة: تؤدي هذه العوامل إلى التأثير على تكلفة الأموال مع عدم قدرة المؤسسة على التدخل فيها، وإنما تعمل على التخفيف من حدتها وأثارها السلبية، والعمل على إستغلالها بأحسن طريقة ممكنة لتحقيق أهدافها وهذا في الحالة الإيجابية، وتتمثل أهم هذه العوامل في¹:

- **أسعار الفائدة:** وهي عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض؛ سندات)، وتتبع على العموم أسعار الفائدة السائدة في الإقتصاد الوطني، حيث يؤدي إرتفاعها إلى إرتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء إرتفاع أسعار الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضاً على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.

- **معدلات الضرائب:** وتحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة بالضرورة على التدخل فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال واضحاً لكونها تؤخذ في الإعتبار عند إحتساب تكلفة القروض، وكذلك في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات ضرائب منخفضة على مصدر تمويلي معين فمثال ذلك تحديد ضرائب منخفضة على الأرباح الرأسمالية عن المعدل المقرر على الربح الدوري، تؤدي حتماً إلى تخفيض تكلفة الأسهم العادية وبالتالي تعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية على حساب المصادر الأخرى.

3-2 العوامل الخاضعة لسيطرة المؤسسة: وفيها تتمكن المؤسسة في الغالب من تعديلها والتحكم فيها وفق أهدافها وقدراتها، وهي²:

¹ - عاطف وليم اندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 425.

² - المرجع السابق - ص ص: 426 - 427 .

– **سياسة التوزيعات:** من خلال هذه السياسة تعمل المؤسسة على توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين أما الباقي فيتم الاحتفاظ به لدى المؤسسة، ويمثل الرصيد المتراكم من الأرباح غير الموزعة على المساهمين الأرباح المحتجزة، ويؤدي تدني نسبة هذه الأخيرة لدى المؤسسة إلى عجزها عن تمويل إستثماراتها ذاتيا مما يفرض عليها اللجوء إلى مصادر أخرى، هذا الأمر يؤدي إلى إرتفاع تكلفة التمويل على عكس الحالة التي تكون فيها الأرباح المحتجزة متوفرة لدى المؤسسة في حدود النسب الواردة في الهيكل المالي المثالي للمؤسسة، ما يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل بشكل كبير، وهذا يكون دون المغالاة في إحتجاز الأرباح والذي قد يؤثر بالسلب على المؤسسة.

– **السياسة الإستثمارية للمؤسسة:** عادة تكون معدلات العائد المطلوب على الأسهم العادية؛ الممتازة والسندات هي العناصر المستخدمة في تقدير تكلفة الأموال في البداية، وبالتالي هذه المعدلات تعكس درجة الخطر المرتبطة بالأصول المالية للمؤسسة، لذا يمكن إفتراض أن المؤسسة تمول أصول مماثلة لأصولها ولها نفس درجة المخاطر عن طريق الأموال الإضافية، ولكن إن حدثت وغيرت المؤسسة من سياستها الإستثمارية وإتجهت للإستثمار في أصول مغايرة لأصولها، فهذا ينعكس على العائد المطلوب حسب درجة الخطر المصاحبة للأصول الجديدة، وبالتالي تكلفة التمويل تتغير وفقا للتغير الحاصل في معدلات العائد المطلوبة.

– **توجهات المؤسسة بشأن هيكل رأس المال¹:** فالمؤسسات عادة تخطط لهيكل مالي أمثل، ونظرا لإختلاف تكلفة تمويل كل عنصر حسب درجة الخطر، فعند قرار المؤسسة القاضي بإحداث تغيير في هيكلها المالي فهذا بالضرورة يحدث تغييرا على مستوى التكلفة أيضا.

المطلب الثاني : تقدير تكلفة التمويل

تعتبر أول خطوة لقياس التكلفة الإجمالية المتوسطة للتمويل هي قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، فهي خطوة هامة للمؤسسة وذلك من خلال معرفة تكلفة المصدر ومقارنتها بتكلفة المصادر الأخرى، إضافة إلى إستعمالها في حساب التكلفة الإجمالية للتمويل، وسيتم التركيز على تقدير تكلفة المصادر التمويلية طويلة الأجل، وذلك كونها تستخدم في تمويل الأصول الثابتة.

1 – تقدير تكلفة القروض طويلة الأجل *The Cost of Long-Term Debt*

تعتبر تكلفة الديون عن معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين، وتتميز عملية حساب هذه التكلفة بالسهولة النسبية²، إذ تتكون عموما الديون من القروض المصرفية طويلة الأجل إضافة إلى السندات، وتمثل التكلفة معدل الفائدة المتفق عليها بين المقرض والمقترض.

ويتم حساب تكلفة التمويل عن طريق الديون قبل الضرائب وفقا للعلاقة الآتية³:

¹ - منير إبراهيم هندي – الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات – مرجع سبق ذكره – ص 74.

² - محمد يونس خان وهشام صالح غرابيه – مرجع سبق ذكره – ص 164.

³ -Norbert GUEDJ – FINANCE D'ENTREPRISE les règles du jeu- édition d'Organization Paris- 2^{eme} Edition- 2001- p 374.

$$r_d = C/D$$

- حيث: r_d : تكلفة التمويل بالديون قبل الضريبة أو معدل الفائدة؛
- C : تمثل الفوائد المدفوعة؛
- D : قيمة الدين.

لكن هذه التكلفة في الواقع إنما تعبر عن تكلفة ظاهرية فقط، فباعتبار أن المؤسسة تستفيد من ميزة مهمة جراء إستخدامها للديون والمتمثلة في الوفر الضريبي، كون الفوائد المدفوعة على الديون قابلة للخصم قبل الخضوع للضريبة، وبالتالي فمن الضروري أخذها بعين الإعتبار عند حساب تكلفة الديون، وتصبح التكلفة الحقيقية للديون بعد الضريبة كالآتي¹:

$$K_d = r_d (1 - T_x)$$

- حيث: K_d : تكلفة الدين بعد الضريبة؛
- T_x : معدل الضريبة.

فمن خلال تأثير الضرائب تكون المؤسسة قد تمكنت من تخفيض تكلفة التمويل، وذلك بالإستفادة من ميزة الوفر الضريبي، فالديون تعتبر مصدرا تمويليا أقل تكلفة من غيرها من المصادر كما سيتجلى لاحقا، ويمكن توضيح أثر الوفر الضريبي على تكلفة الدين من خلال المثال الآتي: على إفتراض أن مؤسسة قامت بإقتراض مبلغ مالي مقداره 100000 دج، مقابل دفع فوائد سنوية مقدرة بـ 10000 دج، فيكون تكلفة الدين قبل الضريبة عبارة عن $i = 100000/10000 = 10\%$.

- لكن باعتبار أن معدل الضريبة هو $T_x = 40\%$

- تصبح تكلفة الدين هي: $K_d = 10\% (1 - 40\%) = 6\%$ أي $K_d = 6\%$.

فالمقرضون يتوقعون عائد مقدر بـ 10% على أموالهم، بينما تبلغ تكلفة الدين بالنسبة للمؤسسة 6%، وبالتالي تحصل على وفر ضريبي مقدر بـ $10\% - 6\% = 4\%$ (أو $0.1 \times 0.4 = 4\%$).

والعلاقات السابقة إنما تمثل في واقع الأمر حساب تكلفة الديون المستمرة (*Perpetual Debt*)، والتي تمثل دينا طويل الأجل يبقى على المؤسسة بشكل دائم، ولا يسدد خلال الحياة الإنتاجية². ومن أمثلتها السندات الدائمة والقروض طويلة الأجل المتجددة، فهي بذلك تمثل سعر الفائدة الفعلي للدين أو السند الدائم، ويمكن أن تتضمن هذه التكلفة العديد من الحالات وذلك بحسب قيمة الدين المستعملة في تقدير التكلفة، فباعتبار الدين عبارة عن سند يمكن مصادفة الحالات التالية: فالسند يمكن أن يكون إما بسعر إسمي؛ بسعر مخصوص؛ أو بسعر إضافي وهو عبارة عن السعر

¹ - Michel ALBOUY- DECISIONS FINANCIERES ET CREATION DE VALEUR - Economica Paris- 2000- p 311.

² - محمد يونس خان وهشام صالح غرايبه - مرجع سبق ذكره - ص 164.

الإسمي مضافا إليه نفقات الإصدار، ففي المثال السابق وباعتبار معدل الخصم 10%، وفي حالة ثانية عند وجود سعر يضاف إلى قيمة السند 10%، تكون التكلفة في الحالات المذكورة كما يلي:

الجدول (1-1): تكلفة الدين وفق الحالات المختلفة

الحالة	تكلفة السند قبل الضرائب	تكلفة السند بعد الضرائب
1) بسعر إسمي	$10\% = 100000/10000$	$10\% (1-40\%) = 6\%$
2) بسعر مخصوم	$11.11\% = 90000/10000$	$11.11\% (1-40\%) = 6.6\%$
3) بسعر إضافي	$9.09\% = 110000/10000$	$9.09\% (1-40\%) = 5.45\%$

المصدر: من إعداد الباحث

هذا بالنسبة للدين الدائم، أما بالنسبة للديون المستردة (*Redeemable Debt*) والتي تمثل إلزاما على المؤسسة يجب تسديده خلال فترة زمنية محددة، فالفارق بين الطريقة السابقة والمتمثلة في الديون المستمرة والديون المستردة يتمثل في أنه في الديون المستردة على المؤسسة الأخذ في الحسبان دفع مبلغ الدين الأصلي الذي إستدانته، ويتم دفع هذا المبلغ إما عن طريق دفعة واحدة عند إستحقاق الدين، أو عن طريق أقساط متساوية دورية.

فعند إحتساب تكلفة التمويل في هذه الحالة ولنأخذ على سبيل المثال السندات فإنه يتوجب على أن تحقق المساواة الآتية¹:

$$\text{القيمة الحالية للسند} = \text{القيمة الحالية للفوائد المدفوعة} + \text{القيمة الحالية لقيمة الإستحقاق}$$

كما يمكن التعبير عنها بالعلاقة الآتية:

$$Va = \sum_{t=1}^n \frac{c}{(1+r_d)^t} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

- حيث: Va : تمثل القيمة الحالية للسند؛
- M : قيمة الدين عند الإستحقاق؛
- N : مدة الدين،
- t : السنة.

أي يجب أن تتحقق المساواة بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة. ومنه تكون التكلفة المحصل عليها تعبر عن معدل العائد الذي يساوي بين كل من التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والتي تمثل تكلفة الديون المستردة أو التي تستحق بعد فترة زمنية معلومة، ويمكن من خلال المعادلة السابقة الحصول على تكلفة التمويل قبل الضريبة، وللحصول على تكلفة التمويل بعد الضريبة فإنه ينبغي خصم الوفر الضريبي الذي تتحصل عليه المؤسسة، وبالتالي يمكن إيجاد التكلفة بعد الضريبة بإستعمال العلاقة السابقة وهي:

¹ - frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON – Financial Management & Analysis – op cit- p312.

$$K_d = r_d (1 - T_x)$$

ولكن يمكن حساب تكلفة الدين دون اللجوء إلى التعقيد الموجود في المعادلة السابقة، وذلك بإستعمال علاقة أكثر تبسيطا، وهي¹:

$$r_d = \left[c + \left(\frac{M-P^*}{N} \right) \right] / \left(\frac{M+P^*}{2} \right)$$

• حيث: P^* : سعر بيع السند الصافي.

$$K_d = r_d (1 - T_x)$$

ومن خلال العلاقة السابقة يمكن إيجاد تكلفة الدين بعد الضريبة أي:

مما يعني أن العلاقة السابقة تصبح بالشكل الموالي:

$$K_d = (1 - T_x) \left[c + \left(\frac{M-P^*}{N} \right) \right] / \left(\frac{M+P^*}{2} \right)$$

وما قيل في حالة الديون المستمرة عند كل من القيم الإسمية؛ بسعر الخصم والسعر الإضافي يسري على الديون المستردة، مما يعني أن التكلفة تحسب على أساس الحالات السابقة، فباعتبار أن تكاليف الإصدار تمثل 5% من القيمة الإسمية للسند، وتستحق هذه السندات بعد 10 سنوات، وبالتالي تكون التكلفة كما يلي:

الجدول (1-2): تكلفة الدين المسترد في ظل الحالات المختلفة لقيمه.

الحالة	تكلفة السند قبل الضرائب	تكلفة السند بعد الضرائب
(1) بسعر إسمي	$\frac{10000 + \left(\frac{100000 - 95000}{10} \right)}{\left(\frac{100000 + 95000}{2} \right)} = 10.76\%$	$10.76\% (1 - 40\%) = 6.46\%$
(2) بسعر مخصوم	$\frac{10000 + \left(\frac{10000}{10} \right)}{\left(\frac{100000 + 95000}{2} \right)} = 11.28\%$	$11.28\% (1 - 40\%) = 6.77\%$
(3) بسعر إضافي	$\frac{10000 - \left(\frac{10000}{10} \right)}{\left(\frac{100000 + 95000}{2} \right)} = 9.23\%$	$9.23\% (1 - 40\%) = 5.54\%$

المصدر: من إعداد الباحث

2- تكلفة الأسهم الممتازة *Cost of Preferred Stock*

تمثل الأسهم الممتازة إحدى الوسائل المستعملة في تمويل إستثماراتها طويلة الأجل، وتتميز بجمعها بين صفات السندات والأسهم العادية لذا تدعى بالأوراق المالية المهجنة، ومن أهم الصفات التي تتشابه فيها والسندات العائد الثابت المترتبة عنها، وهو عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم الممتاز، والذي يمثل تكلفة التمويل الخاصة بها، والتي تعبر عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين، ويصرف هذا العائد للمستثمرين عن طريق توزيعات الأرباح التي تقررها الإدارة.

¹ - محمد يونس خان وهشام صالح غرايبييه - مرجع سبق ذكره - ص 167.
* سعر بيع السندات الصافي = القيمة الاسمية للسند - النفقات

فبذلك تكون تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن صافي التوزيعات على الأسهم الممتازة إلى قيمة الأسهم، وتكون قيمة السهم عبارة عن التدفقات الداخلة التي تحصلها المؤسسة، وبالتالي يمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة الموالية¹:

$$r_p = \frac{D_p}{P_p}$$

- حيث: r_p : معدل العائد؛
- D_p : الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة؛
- P_p : قيمة الأسهم.

لكن من الضروري الإشارة إلى أن العائد المطلوب من المستثمرين لا يمثل التكلفة الفعلية للأسهم الممتازة التي تتحملها المؤسسة، وهذا راجع إلى وجود تكاليف الإصدار (*Floating Cost*)، والتي تمثل الفارق بين القيمة الإسمية للأسهم وما تم تحصيله حقيقة جراء بيع هذه الأسهم، إلى جانب ذلك فمن المعروف أن توزيعات الأرباح لا يتم خصمها من الأرباح قبل خضوعها للضريبة، مما يزيد في تكلفة التمويل لهذا المصدر على عكس الفوائد المترتبة عن الديون، لذا تصبح تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة عند الأخذ بالإعتبار لتكاليف الإصدار تعطى بالعلاقة الآتية²:

$$r_p = \frac{D_p}{P_p(1-f)}$$

- حيث تمثل f نفقات الإصدار.

ويتضح من خلال العلاقة السابقة أن هناك تشابه بين احتساب كل من تكلفة التمويل عن طريق الديون والأسهم الممتازة، إلا أن هناك اختلاف جوهريا ويتمثل في³: أن تكلفة الديون يتم حسابها بعد الضريبة، أما تكلفة الأسهم الممتازة فيتم حسابها قبل الضريبة، وذلك لإختلاف معاملة كل من الفوائد التي تخصم من الإيرادات الخاضعة للضريبة على عكس التوزيعات التي لا تعامل على هذا المنوال.

لذا فالعلاقة السابقة إنما تمثل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة بعد الضريبة، وبعد إقتطاع تكاليف الإصدار، ومنه يمكن إستنتاج تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة وبعد إقتطاع النفقات كما يلي⁴:

$$r_p^* = \frac{r_p}{(1-T_x)}$$

- حيث: r_p^* : تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة.

ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة نظرا لأن إستعمال الأسهم الممتازة يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على حقوق الملكية وهذا بسبب الأعباء الضريبية، فإذا إعتبرنا أن مؤسسة قامت بإصدار أسهم ممتازة قصد تمويل

¹- نور الدين خبابية- مرجع سبق ذكره - ص 520.

²- دريد كامل آل شبيب - مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة - دار الميسرة الأردن- ط 1- 2007- ص 321.

³- محمد يونس خان وهشام صالح غرابيه - مرجع سبق ذكره - ص 172.

⁴- نور الدين خبابية- مرجع سبق ذكره - ص 524.

مشروع استثماري، بقيمة إسمية لكل سهم ممتاز مقدرة بـ2000دج، في حين كانت مصاريف الإصدار تمثل 5%؛ والربح الموزع 10% من القيمة الإسمية للسهم، الضرائب على أرباح الشركات 40%، فتكون:

$$r_p = \frac{2000 \times 10\%}{2000(1-5\%)} = 10.52\% \quad \text{- تكلفة الأسهم الممتازة:}$$

$$r_p^* = \frac{10.52\%}{(1-40\%)} = 17.53\% \quad \text{- تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة:}$$

فالمؤسسة عيها أن تعتمد على تكلفة 17.53% بالنسبة للأسهم الممتازة كعائد أدني يجب تحقيقه، وهذا للحفاظ على معدل العائد على حقوق الملكية بالنسبة للمساهمين العاديين.

أما في حالات تكون فيها شروط الإصدار ويتم من خلالها تحديد مدة زمنية للأسهم الممتازة، فيتم حساب تكلفتها بنفس طريقة احتساب تكلفة الديون، مع ضرورة التأكيد على أنه يتم إحتسابها قبل الضرائب وذلك على عكس الديون، ويتم ذلك من خلال إستعمال العلاقة التالية¹:

$$r_p^* = \left[D_p + \left(\frac{P_p - P^*}{N} \right) \right] / \left(\frac{P_p + P^*}{2} \right)$$

• حيث: P^* : تمثل سعر بيع السهم الممتاز.

فمن خلال المثال السابق تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة، بإعتبار أن المدة 10 سنوات، هي:

$$r_p^* = \left[200 + \left(\frac{2000-1900}{10} \right) \right] / \left(\frac{2000+1900}{2} \right) = 10.76\%$$

3- تكلفة الأسهم العادية Common Stock Cost

تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل للمؤسسة، وهذا راجع إلى عديد المزايا التي تمنحها لكل من المؤسسة والمستثمر على حد سواء بخلاف المصادر الأخرى، فالمؤسسة بإعتمادها على الأسهم العادية تكون في منأى عن المخاطر المالية خاصة المترتبة عن عدم القدرة على الإيفاء و السداد للديون، لكن في المقابل تتحمل تكلفة مرتفعة جراء إستعمال أموال المستثمرين في سد إحتياجاتها المالية، فالمستثمر يتوقع الحصول على عائد مرضي ممثلا في توزيعات الأرباح إضافة إلى تعظيم القيمة السوقية لأسهمه، وكل هذا مقابل إستعمال أمواله من طرف المؤسسة، وهو ما يعبر عن تكلفة الأسهم العادية.

فتكلفة الأسهم العادية تمثل تكلفة الفرصة البديلة للمستثمر، فالعائد المطلوب من المستثمر يجب أن يساوي أو يفوق العائد الناتج من استثمار هذه الأموال في مشاريع أخرى، على أن تكون بنفس الدرجة من المخاطر، وبالتالي يمكن أن تعرف تكلفة التمويل بالأسهم العادية بأها²: "معدل الخصم المستخدم لخصم التوزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية، وذلك لتحديد قيمة السهم". فهي بذلك إنما تمثل العائد الأدنى الذي يطلبه حملة الأسهم العادية،

¹- المرجع السابق - ص 525.

²- المرجع السابق - ص 526.

ولمعرفة قيمة هذا المعدل يجب معرفة قيمة السهم ومن ثم إستنتاج معدل العائد المطلوب، ولتحديد قيمة السهم يمكن الإعتماد على نموذج جوردن الموضح فيما يلي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_e)} + \frac{D_2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r_e)^n}$$

- حيث: D_1, D_2, \dots, D_n : توزيعات الأرباح لكل سنة؛
- r_e : معدل الخصم؛
- P_0 : سعر السهم في السوق؛
- n : المدة.

ونظرا لأن السهم العادي له عدة قيم كما سلف ذكره (إسمية؛ سوقية؛ دفترية؛ تصفوية)، فإن ذلك حتما سيؤدي إلى التأثير على تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية الجديدة، ويمكن إرجاع سبب ذلك إلى مجموعة من العناصر أهمها²:

- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الإستثمار الرأسمالي المقترح؛
- سعر الإصدار للسهم الواحد؛
- السعر السوقي للسهم؛
- الأرباح المتوقعة لكل سهم؛
- الزيادة في الأرباح المتوقع الحصول عليها بعد تنفيذ الإستثمار الذي تم تمويله عن طريق الأسهم العادية؛
- كلفة الإصدار والعمولات، وأيضا عدد الأسهم المصدرة.

ونظرا لأن كلفة الأسهم العادية تعتمد على التنبؤ فإن تقديراتها لا تتصف بالدقة الكاملة، ولحساب تكلفة التمويل للأسهم العادية يتم إستعمال إحدى الطرق الآتية:

3-1 طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية *The Dividend Valuation Model*:

من أهم الطرق التي تستعمل في قياس العوائد التي يتحصل عليها المستثمر هي التوزيعات السنوية للأرباح، ومن خلال هذه الأرباح التي تعبر عن معدل العائد الأدنى المطلوب من قبل المستثمر مقابل السماح للمؤسسة بإستغلال أمواله، يتم قياس تكلفة الأسهم العادية بإستعمال طريقة الأرباح الموزعة التي تقوم على مبدأ أن سعر السهم هو عبارة عن القيمة الحالية لكل التوزيعات المستقبلية التي يحصل عليها كما سبق الإشارة إليه بعلاقة جوردن، ويمكن إبراز تكلفة التمويل بالأسهم العادية بطريقة بسيطة من خلال توزيعات الأرباح كما يلي:

$$r_e = \frac{D}{P_0}$$

¹- نفس المرجع السابق.

²- دريد كامل آل شبيب - مرجع سبق ذكره - ص 316.

• D : توزيعات الأرباح على الأسهم العادية.

• P_0 : سعر السوقي للسهم.

• r_e : معدل العائد المطلوب.

فتكلفة السهم العادي ممثلة في قيمة التوزيعات أو العوائد التي يحصل عليها المستثمر مقابل كل سهم، ولكن في الغالب لا تكون التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية ثابتة، وتكون توقعات المستثمر يارتفاع العائد أو التوزيعات المحصل عليها مستقبلا، وإذا أخذنا نموذج جوردن السابق الذي يعتبر أن القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة الحالية لتوزيعات المستقبلية وإعتبار أن التوزيعات تنمو بشكل مستقر، تصبح القيمة السوقية للسهم¹:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots \dots \dots \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_e)^\infty}$$

• حيث تمثل g : معدل النمو، وباستخراج التوزيعات الأولية D_0 كعامل مشترك، تصبح المعادلة:

$$P_0 = D_0 \left[\frac{(1+g)^1}{(1+r_e)} + \frac{(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots \dots \dots \frac{(1+g)^\infty}{(1+r_e)^\infty} \right]$$

ومنه يمكن كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$P_0 = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r_e)^t}$$

وباعتبار أن المجموع يساوي إلى $(1+g)/(r_e - g)$ ، تصبح المعادلة كما يلي:

$$P_0 = D_0 [(1+g)/(r_e - g)]$$

ومع ملاحظة أن: $D_0(1+g)^1 = D_1$ ، ومنه فإن سعر السهم السوقي هو: $P_0 = \frac{D_1}{(r_e - g)}$

وبالتالي تصبح تكلفة السهم العادي هي:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

فتكلفة السهم العادي هو عبارة عن النسبة بين توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم مضافا إليها معدل النمو، لكن في واقع الأمر هناك بعض المصاريف التي لا يمكن إغفالها ويتعلق الأمر بتكاليف الإصدار والبيع، فالعلاقة السابقة لا تمثل التكلفة الحقيقية للأسهم العادية، إذ يتعين خصم هذه المصروفات من سعر السهم السوقي، كون المؤسسة لا تحصل على القيمة السوقية للسهم إنما على قيمة أقل منها، فإذا إعتبرنا أن المصروفات تمثل نسبة من قيمة السهم، تصبح العلاقة الممثلة لتكلفة التمويل بالأسهم العادية على النحو الموالي:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

• حيث أن: f : تمثل نفقات الإصدار؛ البيع؛ التوزيع والضخ.

¹ -frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON - Financial Management & Analysis - op cit.- p 322.

فتكلفة الأسهم العادية هي عبارة عن قسمة الأرباح الموزعة لكل سهم عادي على القيمة الصافية للسهم، وهذا يخصم كل المصاريف اللاحقة لعملية إصدار الأسهم العادية وبيعها من القيمة السوقية للسهم، مضافا إليها معدل النمو في الأرباح المتوقعة لكل سهم.

2-3 طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم :

ومن خلال هذه الطريقة يتم قياس تكلفة رأس المال وهذا بدلالة عائدات الأسهم العادية، اعتمادا على قياس "نسبة الأرباح إلى سعر السهم"، ويمكن حسابها بالطريقة الآتية¹:

$$r_e = \frac{V}{P_0(1-f)}$$

• حيث : V : الأرباح الحالية للسهم العادي الواحد.

ويتم حساب الربح المحقق لكل سهم وذلك بقسمة الربح الإجمالي إلى عدد الأسهم العادية، ولكن هذه الطريقة تعتبر بشكل عام غير دقيقة، وذلك لأنها لا تعكس التوقعات الحقيقية لحملة الأسهم، ومنه فطريقة الأرباح الموزعة تعتبر أفضل من طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم، مع أنها تواجه بعض الانتقادات كعدم الجزم بنمو معدل التوزيعات، وكذا إجراء التوزيعات.

4 - تكلفة الأرباح المحتجزة *Cost of Retained Earning*

تمثل الأرباح المحتجزة المبالغ المالية من الأرباح التي تم إحتجازها على مستوى المؤسسة ولم يتم توزيعها على الملاك، وهذا لغاية إعادة استثمارها إذن فهي من مصادر التمويل الداخلية، إضافة إلى قابلية إستعمالها من طرف المؤسسة في تمويل مشاريعها في أي وقت دعت الضرورة لذلك فهي تتميز أيضا بالسهولة في إجراءاتها مقارنة بالسندات والأسهم، إذ لا تتطلب إجراءات أو تكاليف كبيرة.

لكن الإشكالية في التمويل بالأرباح المحتجزة التي يمكن أن تصادفها المؤسسة هي في كيفية تقدير تكلفتها، فالبعض يعتبرها أموال مجانية أي لا تكلفة لها، لكن في واقع الأمر فإن بإحتجاز الأرباح التي تقررها المؤسسة تكون قد فوتت فرصا استثمارية على الملاك، وهذه الفرص قد تدر عليهم بعوائد، لذا يمكن إعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة، إذ تمثل قيمة العائد المفقود نتيجة لقرار المؤسسة بإنتهاج سياسة توزيع أرباح معينة يترتب عنها إحتجاز نسبة محددة من الأرباح، وتواجه المؤسسة بدليلين لعملية إحتجاز الأرباح وهما²:

- توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين، والذين يلجأون إلى استثمار هذه العوائد بأنفسهم خارج المؤسسة؛
- استثمار المؤسسة للعوائد في إستثمارات خارجية مقابل الحصول على نتائج أفضل.

¹ - دريد كامل آل شبيب - مرجع سبق ذكره - ص 319.

² - عبد الستار مصطفى الصياح ومسعود جايد مشكور العامري- مرجع سبق ذكره- ص 229.

وتتميز عملية تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بالصعوبة، وهذا كونها تكلفة غير مباشرة ونظرا لعدم وجود تكاليف ونفقات خاصة بالإصدار والتوزيع كما في الأسهم، ويتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بإستعمال عدة طرق منها:

4-1 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)* :

ولتحديد تكلفة الأرباح المحتجزة وفق هذا النموذج، يجب إتباع الخطوات التالية¹:

- تحديد معدل العائد الخالي من الخطر (r_f) وهذا يتخذ سعر الفائدة على السندات الحكومية أو أذونات الخزينة أساسا لمعدل العائد الخالي من الخطر، بإعتبار الخطر المرتبطة بهذه الأصول منخفض جدا؛
- تقدير قيمة معامل (β) لسهم المؤسسة، وتكون قيمة هذا المعامل كمؤشر للمخاطر المصاحبة للسهم؛
- تقدير معدل العائد المتوقع على مستوى السوق (r_m) أو معدل العائد المتوسط على الأسهم في السوق؛
- وأخيرا تعويض المتغيرات السابقة في معادلة النموذج وهذا لتقدير معدل العائد المطلوب على سعر السهم للمؤسسة، كما يلي:

$$r_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

فنموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعطي تقديرات دقيقة لمعدل العائد المطلوب على السهم، وبالتالي تكلفة الأموال المرتبطة بالأرباح المحتجزة، إلا أن هذا الأسلوب يعرف نوعا من الصعوبة في تطبيقه وهذا راجع لصعوبة تقدير معامل (β) ، وأيضا صعوبة تقدير علاوة الخطر على مستوى السوق، إضافة إلى كيفية إختيار أساس تحديد معامل العائد الخالي من الخطر.

4-2 منهج معدل العائد على السندات مضافا إليه علاوة الخطر *The Debt Cost plus Premium Approach* :

يكون المستثمر في الأسهم العادية أكثر عرضة للمخاطر منه عن أصحاب السندات، لذا يكون العائد المطلوب من قبلهم يتناسب مع درجة المخاطر، وبالضرورة يكون هذا العائد أعلى من العائد المطلوب من أصحاب السندات، ففي هذه الطريقة يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق تحديد معدل العائد على الأسهم العادية، ويكون هذا من خلال تحديد علاوة خطر تتراوح نسبتها بين 3% - 5%²، تضاف إلى معدل الفائدة الذي تدفعه المؤسسة على قروضها طويلة الأجل أو على سنداها، ونوضح ذلك بالعلاقة الآتية³:

$$r_e = r_d + \text{Risk premium}$$

فمن البديهي أن تتحمل المؤسسة التي تتمتع بمستوى خطر مرتفع تكلفة مرتفعة على أسهمها، فوائد مرتفعة وبالتالي تكلفة مرتفعة على ديونها وكذا علاوة خطر مرتفعة مما يؤثر على تكلفة الأرباح المحتجزة وعلى العكس من ذلك

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص: 413 - 414.

² - Davide E.VANCE- FINANCIAL ANALYSIS & DECISION MAKING tools and techniques to solve financial problems and make effective business decisions- Mc Graw-Hill- 2003- p147.

³ - Louis C.GAPENSKI- op cit -p 408.

المؤسسات ذات الخطر المنخفض. فالاعتماد على هذا المنهج في تحديد التكلفة يخضع لإعتبارات تقديرية وإعتبارات الحكم الشخصي، مما يحول دون أن تكون التقديرات بالدقة اللازمة.

4-3 أسلوب التوزيعات *(DVM) The Dividend Valuation Model* :

تكون الغاية من احتجاز الأرباح هو إعادة استثمارها وتحقيق عائد يكون مرضي للمستثمر بحيث يكون أعلى من العائد على الفرص البديلة، ومن خلال نموذج التدفقات النقدية المخصومة الذي سبق الإشارة إليه، يتم إيجاد تكلفة الأرباح المحتجزة .

- فرض ثبات الأرباح الموزعة: فمن خلال إفتراض ثبات الأرباح الموزعة، فإنه يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة بإستعمال العلاقة الموالية¹:

$$r_e = \frac{D}{P_0}$$

ويمكن ملاحظة أنها تمثل تكلفة الأسهم العادية في حالة ثبات توزيعات الأرباح.

- فرض نمو الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة: وفي هذه الحالة يمكن التمييز بين حالتين وهما:

• **حالة عدم وجود ضرائب:** ويتم تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة حساب تكلفة الأسهم العادية، بالعلاقة:

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

• **في حالة وجود ضرائب وعمولات:** تقدر تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي²:

$$r_e = \left(\frac{D}{P} + g \right) (1 - T_x)(1 - t)$$

- حيث t تمثل نسبة عمولات.

ولكن من الملاحظ أن هذا الأسلوب يمكن أن يواجه بعض الصعوبات، خاصة فيما يتعلق بتحديد قيمة التوزيعات المتوقعة، وأيضا تحديد معدل النمو المتوقع لهذه التوزيعات سنويا.

فالأرباح المحتجزة تتميز بالصعوبة البالغة في تحديد تكلفتها، على عكس الديون والأسهم الممتازة اللذان يتصفان بالسهولة النسبية في تقدير تكلفتها وذلك لكونها ترتيبات تعاقدية يتم الإتفاق مسبقا بشأنها، ويمكن كذلك القول أن الأرباح المحتجزة تخص حاملو الأسهم العادية، لذا فتكلفتها تعد تكلفة ضمنية تساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية، وذلك لأنها تعتبر جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع، والبديل المتاح أمام المؤسسة غير احتجازها هو دفع توزيعات نقدية للمساهمين.

¹- نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص 529.

²- عبد الستار مصطفى الصياح ومسعود جايد مشكور العامري- مرجع سبق ذكره - ص 530.

ولكن لا تكون تكلفة الأرباح المحتجزة مساوية تماما لتكلفة التمويل بالأسهم العادية وإنما أقل منها على العموم، وهذا راجع إلى¹:

- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل بينما الأرباح المحتجزة فلا تخضع لهذه الضريبة؛
- عملية إعادة استثمار العوائد التي يتحصل عليها المساهمين بأنفسهم تخضع لعمولة الوسطاء، وهذا عن طريق دفع عمولة للوسطاء لشراء أوراق مالية، لكن تمويل المؤسسة عن طريق الأرباح المحتجزة لا تخسر عمولة الوسطاء.

المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (*Weighted Average Cost of Capital (WACC)*)

بعد التطرق في المطلب السابق إلى كيفية تقدير تكلفة الأموال كل على حدى، نتناول في هذا المطلب التكلفة المتوسطة المرجحة لمجمل الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل استثماراتها، حيث لا يمكن أن تعتمد المؤسسة على مصدر واحد، فهذا الأمر يعرضها لمخاطر حمة علاوة على حرمانها من بعض المزايا الناتجة عن مصادر تمويلية أخرى.

1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها

تختلف الأموال التي تستعملها المؤسسة من حيث حجمها؛ تكلفتها؛ ومصدرها..، لذا يمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أنها²: " المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط مكونات الهيكل المالي وفقا لأوزانها النسبية قياسا لحجم الهيكل ذاته"، لذا فكل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الحصة أو الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال، فالمؤسسة تعتمد بالضرورة على العديد من المصادر التمويلية طويلة الأجل قصد تمويل استثماراتها بإعتماد أحجام ونسب مختلفة من هذه المصادر، لذا يتم حساب تكلفة الخليط التمويلي كل حسب وزنه في هيكل رأسمال المؤسسة، ويمكن أن تستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة لغرضين أساسيين هما³:

– أولهما هو تقييم أداء المؤسسة، وذلك عن طريق المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة ومعدل المردودية لفترات زمنية سابقة؛

– أما الثاني فيتمثل في وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة، وهذا عن طريق التركيز على الحصول على مختلف مصادر التمويل بأدنى تكلفة ممكنة.

ولكن لإستعمال الأوزان في تحديد تكلفة التمويل فإنها تعتمد على عاملين هما: مدى الإستقرار في هيكل رأس المال الفعلي وعلاقة القيم السوقية بالنتائج، وتستعمل عموما العلاقة الموالية في تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال⁴:

¹ - دريد كامل آل شبيب - مرجع سبق ذكره - ص 323.

² - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 420.

³ - Davide E.VANCE— op cit.- p152.

⁴ - ibid.- pp: 153 -152.

$$WACC = (w_f 0\%) + [w_d k_d] + [w_p k_p + w_{pn} k_{pn}] + [w_s k_s + w_e k_e]$$

ت. الأسهم العادية ، ت. الأسهم الممتازة ، ت. الديون ، الأموال المجانية

- حيث: w_p, w_d, w_f : تمثل الأوزان النسبية لكل مصدر؛
- k_d, k_p, k_e : تمثل تكلفة كل مصدر،
- $w_s k_s, w_{pn} k_{pn}$: تكلفة التمويل والوزن النسبي للإصدار الجديد من الأسهم الممتازة والعادية.

2- مداخل حساب التكلفة المتوسطة المرجحة

عند اعتماد الترجيح يتم الاعتماد على أحد المداخل الآتية في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة:

2-1 مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية *Historical Weight*:

الفرض الأساسي لهذا المدخل هو أن مكونات الهيكل المالي الحالي تعتبر أمثلية ومستقرة، لذا يترتب عنه ضرورة المحافظة على الحصة النسبية الحالية المكونة لكل عنصر من عناصر هيكل رأسمال المؤسسة، مما يعني أن حصول المؤسسة على تمويل إضافي يجب أن يكون من نفس العناصر المكونة لهيكل رأس المال وبنفس النسب، فالمؤسسة وأثناء اعتمادها على هذا المدخل في ترجيح تكلفة أموالها تصادف خيارين لطريقة تقييم مصادر التمويل وذلك إما عن طريق القيمة الدفترية أو السوقية، وفيما يلي شرح لكل من الطريقتين:

أ- تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية (*Book Value*):

أثناء الاعتماد على القيمة الدفترية المرجحة لتقدير تكلفة الأموال فهذا يعني إيجاد الحصة النسبية لكل عنصر من مصادر التمويل كل حسب القيمة المسجل بها في سجلات المؤسسة، والملاحظ هنا ميزة السكون التي تغطي على هذا المدخل، ويتم حساب تكلفة الأموال في هذه الحالة عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، وذلك كما يلي:

$$wacc = w_1 k_1 + w_2 k_2 + \dots + w_n k_n \text{ أي } wacc = \sum_{i=1}^n w_n k_n$$

ب- كلفة الأموال على أساس القيمة السوقية (*Market Value*):

يتم وفق هذا المدخل الاعتماد على القيمة السوقية (الجارية) لمختلف العناصر المكونة لهيكل رأسمال المؤسسة، وذلك عن طريق تحديد أوزان وحصص كل عنصر، وتعتبر عملية تقدير أوزان العناصر التمويلية على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من القيمة الدفترية وذلك لكونها أكثر تجسدا للواقع، ويقصد القيمة بالسوقية للعناصر التمويلية قيمة كل مصدر في السوق حيث تتعرض هذه العناصر إلى تقلبات في قيمتها السوقية.

2-2 مدخل الأوزان المستهدفة (Target Weights) :

إن من أهم الإنتقادات الموجهة للمدخل السابق (الفعلي)، هو إفتراض ثبات مكونات هيكل رأسمال المؤسسة من حيث النسب والعناصر، إذ في كثير من الأحيان يكون على المؤسسة تغيير المصادر التمويلية من جانب المكونات أو النسب مما قد يؤدي إلى عدم إستقرارها من حيث التكلفة، وجاء هذا المدخل لتخطي هذا الإنتقاد فوفق هذا المدخل تقوم المؤسسة بوضع هيكل رأسمال مستهدف تسعى قدر المستطاع لتحقيقه، وبالتالي تعتمد المؤسسة على أوزان نسبية محددة لكل عنصر تمويلي.

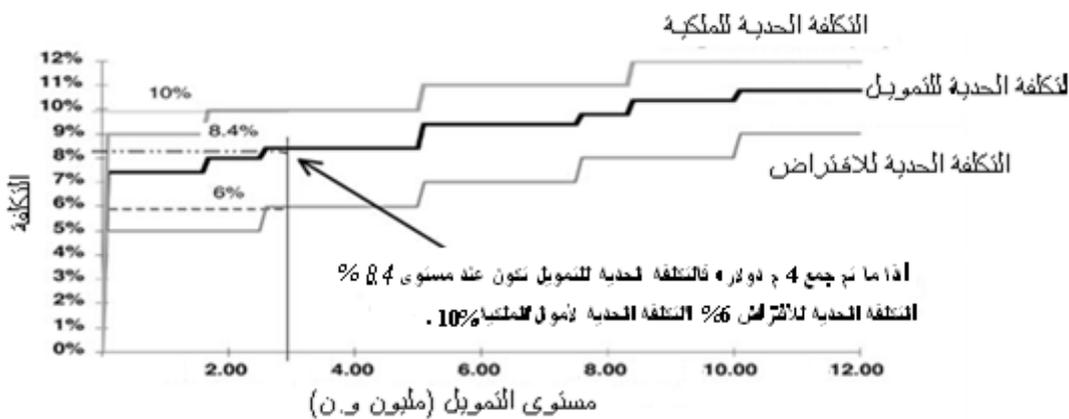
وأهم مميزات التكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة ثباتها إلا إذا تغير هيكل رأسمال المستهدف، ولكن هذا قد يشكل خطراً على المؤسسة وخاصة عند إستعمال هذه التكلفة في تقييم المقترحات الإستثمارية، ومقارنتها مع معدل العائد المتوقع على الإستثمار في ظل إرتفاع التكلفة الفعلية للأموال¹.

2-3 المدخل الحدي للترجيح (MCC) Marginal Cost of Capital :

التكلفة الحدية هي عبارة عن تكلفة الوحدة الإضافية من الأموال، ومنه فالأوزان الحدية تمثل النسبة المثوية للمصادر التمويلية المختلفة التي ترغب المؤسسة في إضافتها إلى رأسمالها، وعلى العموم تستعمل هذه الطريقة عند زيادة رأس المال، وفي ظل هذا الإقتراح فإن تكلفة التمويل ستختلف من إقتراح إلى آخر إذا ما إختلفت المصادر التمويلية المستخدمة أو أوزان هذه المصادر، فالتكلفة الحدية سواء للديون أو أموال الملكية تتغير، مما يعني تغير التكلفة الحدية للأموال، وهذا التغير هو ما يدعى بنقطة الانكسار (break-point)، وعند هذه النقطة تبدأ تكلفة الأموال في الإرتفاع وهذا نتيجة إعتداد المؤسسة على تمويل خارجي (أموال ملكية خارجية)، بتكلفة أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة².

ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني الموالي:

الشكل (1-1): التكلفة الحدية مختلف مستويات رأس المال



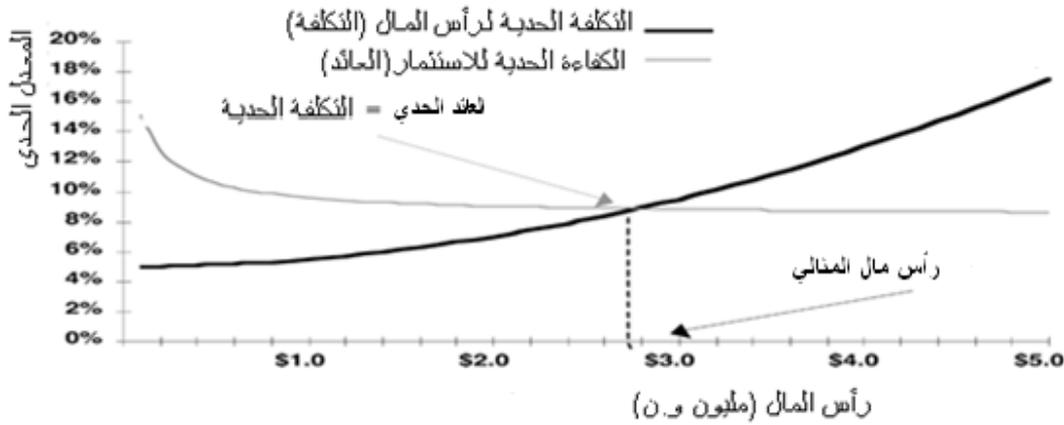
Source : frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON–Financial Management & Analysis–op cit. – p331.

¹ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص ص: 89-90.

² - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص: 424.

حيث نلاحظ من الشكل أن التكلفة الحدية للديون أقل ما يكون مقارنة بأموال الملكية، وباعتبار أن المدخل الحدي يستند إلى قيم حقيقية لعناصر هيكل رأس المال المختار، فهو بذلك يعطي تكلفة رأس المال بطريقة أكثر دقة للتقييم والمفاضلة بين المشروعات مما يسمح باختيار الأفضل، وهذا ما يؤدي بالضرورة إلى تعظيم ثروة الملاك، ويتم ذلك من خلال الإستثمار في المشروع إلى غاية تساوي التكلفة الحدية للتمويل مع الإيراد الحدي، فعلى المؤسسة جمع الأموال وإستثمارها إذا كانت الزيادة في التكلفة الحدية للتمويل تساوي الزيادة في الإيراد الحدي، وهذا ما يمكن توضيحه بالاعتماد على الرسم البياني الموالي:

الشكل (1-2): مستويات الاستثمار والتكلفة الحدية



Source : frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON–Financial Management & Analysis–op cit– p334.

فالشكل يفترض أنه بإمكان المؤسسة إستغلال الأموال المتاحة وهذا إلى أن تتساوى التكلفة الحدية للتمويل مع الإيراد الحدي، فمادام العائد يطغى على التكلفة فلا ضير لأن ذلك سيكون له نتائج إيجابية على المؤسسة إذ سينعكس على العائد الإيجابي الذي ستحققه المؤسسة، أما في الحالة العكسية فمن الأفضل للمؤسسة الامتناع عن استخدام هذه المصادر التمويلية.

ويعود أساسا إختلاف التكلفة الحدية إلى عاملين¹: إختلاف هيكل رأس المال المستخدم، وإختلاف تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال.

¹- نور الدين خبابة- مرجع سبق ذكره - ص 543 .

المبحث الثالث: محددات الهيكل المالي

تعتبر عملية التعرف على مصادر التمويل المختلفة مهمة بالنسبة للمؤسسة لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد، فنظرا للتداخل بين مختلف القرارات التمويلية والإستثمارية، يترتب على المؤسسة أن تحاول بقدر المستطاع أن تحصل على مختلف المصادر التمويلية لتمويل إستثماراتها بأفضل شروط ممكنة، وهذا محاولة منها بناء الهيكل المالي الأنسب لها بما يتماشى وأهدافها المسطرة وقدراتها، لذا يعتبر الهيكل المالي أحد التحديات التي تواجه المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

1- تعريف الهيكل المالي

- يعرف الهيكل المالي بأنه¹: " ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة".
- كما يمكن تعريفه: "على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية"².

إذن فالهيكل المالي هو عبارة عن الخليط من الأموال التي تستعملها المؤسسة في تمويل مختلف إستثماراتها، والتي تتمثل في جميع أشكال وأنواع التمويل من أموال ملكية إلى الديون القصيرة والطويلة الأجل، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن إستخدام هذه الأموال، فكما سبق الإشارة إلى أن تكلفة الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الإستثمارية، فالمؤسسة تسعى للوصول إلى هيكل مالي مثالي والذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها.

ويرى كلا من الأستاذين الحناوي وفريد مصطفى أنه يجب التفرقة بين مفهومين أساسيين، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال (*Capital Structure*)، فأما المفهوم الأول والمتمثل في الهيكل المالي فيقصد به المصادر التمويلية المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها المختلفة، أما هيكل رأس المال فيقصد به التمويل الدائم للمؤسسة³، وهذا الأخير يتكون عادة من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تمثل التمويل الدائم للمؤسسة والمكونة أساسا من أموال الملكية إضافة إلى الديون طويلة الأجل، وذلك مع إستبعاد لكل شكل من أشكال الديون القصيرة الأجل، لذا يمكن القول أن هيكل رأس المال إنما هو جزء من الهيكل المالي.

2- محددات الهيكل المالي

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل مالي معين العديد من العوامل التي تحدد معالم هذا الهيكل، وأهم البنود الداخلة في تركيبه وفق تصور محدد للمؤسسة لهذا الهيكل، إذ تؤدي هذه العوامل إلى التأثير على الهيكل المالي

¹ عبد العزيز النجار- أساسيات الإدارة المالية- المكتب العربي الحديث. الإسكندرية - 2007 - ص 393.

² عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 401.

³ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- الدار الجامعية مصر- 2005- ص 302.

وتغيره هو الآخر، لذا على المؤسسة أن تراعي الحذر في عملية تخطيط الهيكل المالي، مما يتوجب ضرورة إعادة النظر فيه كلما إحتاجت المؤسسة إلى تمويل إضافي، وذلك من خلال الموازنة بين الخطر والعائد، ومن أهم هذه المحددات¹:

- **مخاطر النشاط:** وتشير إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة وإستخدام القروض، حيث كلما إرتفعت مخاطر النشاط وجب تخفيض نسبة التمويل بالديون.

- **المخاطر المالية:** وترتبط بمدى قدرة المؤسسة على سداد إلتزاماتها، فإرتفاع المخاطر المالية بالضرورة يؤدي إلى تدنية الإعتماد على التمويل بالديون.

- **الموقف الضريبي للمؤسسة:** حيث يكون أحد أهم الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمول بالقروض، مما يسمح لها بالحصول على وفر ضريبي، الأمر الذي يخفف من العبء الضريبي على المؤسسة، ولكن قد يحدث وأن تحصل المؤسسة على إعفاء ضريبي وذلك من جراء الإهتلاك المعجل، أو ترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات، وهذا يؤدي إلى فقدان الإقتراض كمصدر للتمويل لإحدى مزاياه الأساسية.

- **الرفع التشغيلي:** فالمؤسسة بإمكانها إستخدام الرفع المالي (الإقتراض) في حال إنخفاض درجة الرفع التشغيلي، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بإرتفاع في الرفع التشغيلي، وهذا راجع إلى إنخفاض درجة مخاطر النشاط.

- **معدل النمو:** فالمؤسسات التي تتميز بسرعة نموها تعتمد على التمويل بإستخدام القروض بشكل كبير، كما أن إرتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الإعتماد على الإقتراض، لكن في المقابل قد تواجه هذه المؤسسات مخاطر أكبر جراء إعتمادها على القروض مما يقلل درجة إستعمالها لهذا المصدر.

- **أحوال وظروف سوق رأس المال:** يؤدي إرتفاع أسعار الفائدة وإنخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات إلى تراجع المؤسسة عن اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على إحتياجاتها التمويلية.

إضافة إلى عوامل أخرى أهمها²:

- **هيكل الأصول:** إذ يؤثر هيكل الأصول على المصادر التمويلية، حيث تعمل المؤسسة على تمويل الإستثمارات طويلة الأجل عن طريق الأموال الدائمة، وأما عندما تكون أغلب أصولها قصيرة الأجل فإنها تعتمد على المصادر القصيرة الأجل.

- **إتجاهات رجال الإدارة:** وذلك عن طريق تأثيرهم المباشر على إختيار وسائل التمويل، وهذا يرتبط بأمرين هما: التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة؛ أما الأمر الثاني فهو درجة الخطر.

- **إتجاهات المقرضين:** فأراء المقرضين لطالما كانت تلعب دورا هاما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، فالمقرض غالبا ما يرفض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقتراض، وذلك لأجل حفظ مصالحه والمتمثلة في ضمان إسترداد أمواله.

كما يمكن أن نجد أيضا³:

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص : 402 - 406.

² - عبد العزيز النجار- مرجع سبق ذكره - ص ص : 414 - 415.

³ - سمير محمد عبد العزيز- التمويل وإصلاح ظل الهياكل المالية- مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع . مصر- 1997- ص ص : 323 - 326.

- المرونة: من خلال قدرة المؤسسة على تكيف هيكلها المالي مع الإحتياجات التي تنشأ في ظل الظروف المتغيرة.
- نمو وإستقرار المبيعات: حيث يمكن للمؤسسة التي تتمتع بنمو وإستقرار في المبيعات من إستخدام درجة عالية من الرفع المالي، وذلك لأنها لن تواجه صعوبات في الوفاء بالتزاماتها.
- حجم المؤسسة: فحجم المؤسسة يؤثر بدرجة كبيرة على قدرتها في الحصول على الأموال من المصادر المختلفة، وذلك لتوفر ضمانات يمكن أن تغطي هذه المصادر في حال العجز عن السداد.

3- تكوين هيكل مالي مناسب للمؤسسة

تعمل المؤسسة على تكوين هيكل مالي يسمح لها بتعظيم عوائدها، وهذا من خلال محاولتها تقليص تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى ممكن، وذلك في إطار قدرتها على مواجهة المخاطر الناتجة عن إستغلال هذه الأموال، من أجل تعظيم كل من ثروة الملاك وقيمة المؤسسة، لذا فالهياكل المالية تختلف من قطاع إلى آخر ومن مؤسسة لأخرى.

3-1 تباين الهياكل المالية بين المؤسسات:

من خلال ما تم عرضه من محددات للهيكل المالي يتبين أنه بإختلاف المؤسسات تختلف هياكلها المالية وهذا بسبب إعتادها على أنواع مختلفة من مصادر التمويل أو من خلال تأثير المحددات السالفة الذكر.

فحسب (*frank J.FABOZZI & Pamela P.PETERSON*)¹، فإن الصناعات التي تنتمي إلى نفس القطاع قد تتشابه إلى حد ما في مكونات هيكل رأسمالها، حيث يكون ميل مؤسسات معينة إلى إستعمال القروض أكثر من أخرى التي تعتمد على أموال الملكية، فمثلا تكون مؤسسات الكومبيوتر والأدوية أقل إعتادا على القروض وتوجه في تمويل إستثماراتها إلى الأسهم العادية، وهذا راجع بدرجة كبيرة إلى درجة المخاطر المرتفعة التي تتميز هذه الصناعات والتي تتصف بالدورية، كما تخضع لإتجاهات البحث العلمي ما يفرض عليها إلتزامات إنتاجية ضخمة، على العكس من ذلك شركات الطيران والمنافع العمومية والتي تعتمد بشكل أكبر نسبيا على الإقتراض وذلك لأن أصولها تمثل ضمان جيد لتلك القروض ومن ناحية أخرى تتصف مبيعاتها بالإستقرار النسبي مما يجعلها قادرة على دفع خدمة الديون، فالمؤسسة هنا تكون مطالبة بالمتابعة المستمرة لديونها، وذلك عن طريق إستعمال النسب المختلفة من أجل التعرف على درجة أمان الدين وأيضا من جهة أخرى الصعوبات الحالية التي تواجه المؤسسة، وهذا بإستعمال نسبة تغطية الفوائد وخدمة الديون، والتي تعتمد على ثلاث عوامل أساسية²:

- نسبة الإقتراض؛
- معدل الفائدة على القروض؛
- معدل ربحية المؤسسة.

¹ - frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON – Financial Management & Analysis – op cit.- pp:587-583.

² - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص ص : 407 - 408.

فالهياكل المالية تختلف من مؤسسة إلى أخرى وذلك باختلاف نوع الصناعة أو حتى على مستوى نفس الصناعة، لتدخل مجموعة من العوامل في تحديده، فكل مؤسسة تبحث عن هيكل مالي مناسب لها، لكن ما هي العوامل الواجب توفرها في الهيكل المالي المناسب للمؤسسة؟

3-2 بناء أنسب هيكل مالي :

تعمل المؤسسة على تحقيق أفضل هيكل مالي، هذا الأخير الذي يكون له دور فاعل في تعظيم قيمتها، وأيضا عدم الإضرار بمصالح الملاك، ولتحقيق هذا الهيكل المالي يجب أن يتم التخطيط السليم له، مع مراعاة كافة العوامل المحددة له والأطراف الفاعلة في المؤسسة، فأهم السمات المميزة لهذا الهيكل المالي هي¹:

1. القدرة على الوفاء بالدين: فالمؤسسة عليها مراعاة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند اعتمادها على الإقتراض، مع تجنب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛
2. المرونة: وهو إتصاف الهيكل المالي بالقابلية للتغير وتعديل المصادر التمويلية وهذا تبعا للتغيرات الناتجة عن الحاجة إلى الأموال أو في تكلفتها،
3. الربحية: تحقيق من خلال الهيكل المالي المعتمد أعلى العوائد الممكنة مع تدنية تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن؛
4. الرقابة: وذلك عن طريق تقليل المخاطر الممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

المطلب الثاني: تحليل الرفع

تعتمد المؤسسة بشكل كبير في إختيار هيكل رأسمالها على كل من الرفع المالي والتشغيلي وذلك لإرتباطهما الوثيق بمفهومى العائد والمخاطر، فالمؤسسة عند حصولها على أموال بتكلفة منخفضة بالمخاطر التي تتعرض لها من جراء إستغلال هذه الأموال أكبر وبدءا سيتم التطرق لمفهوم الرافعة.

1- مفهوم الرافعة *Leverage*

إن مصطلح الرفع أو الرافعة يملك العديد من المعاني وذلك حسب إستخدامها، فمن الناحية اللغوية تعني تأثير أو فاعلية؛ أما من الناحية الفيزيائية فتعني رفع الأوزان الثقيلة بإستعمال قوة صغيرة، وتعني التأثير الكبير لكلمة أو فعل شخص صاحب المكانة على باقي الأفراد². ولكن الرفع في المؤسسة بصفة عامة يكون نتيجة إعتتماد المؤسسة على أدوات إنتاج ومصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة ما ينتج عنها كل من الرفع التشغيلي والمالي والكلبي، وعموما يكون للرفع تأثيرين متضادين³: فمن جهة يساهم في زيادة عائد حملة الأسهم العادية، وفي المقابل يؤدي إلى زيادة المخاطر التي يتعرضون لها، وهو ما يعني أن الزيادة في العائد تؤدي إلى إرتفاع في القيمة السوقية للسهم ولكن أيضا الإرتفاع في المخاطر يؤدي إلى إنخفاض في القيمة السوقية، وهنا يكون حملة الأسهم العادية في مواجهة العلاقة بين العائد

¹ - سمير محمد عبد العزيز - إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات- مرجع سبق ذكره - ص 216.

² - مفلح محمد عقل- مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي- المجتمع العربي للشر. الأردن- ط1 - 2006- ص 393.

³ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص 109.

والمخاطر حيث تصحب الزيادة في العائد زيادة في المخاطر، وهو ما يعني أن زيادة الرافعة يؤدي إلى إرتفاع كل من العائد والخطر، وكذلك الإنخفاض يؤدي إلى إنخفاض في العائد والمخاطرة، وبالتالي فمقدار ودرجة الرافعة في هيكل رأسمال المؤسسة والذي يتكون من مزيج من أموال الملكية والديون طويلة الأجل، يكون له تأثير ذا أهمية على قيمة المؤسسة وهذا عن طريق العائد والمخاطر.

2- الرفع التشغيلي *Operating Leverage*

2-1 مفهوم الرفع التشغيلي: تعتبر التكاليف الثابتة التشغيلية للمؤسسة أساس وجود الرافعة التشغيلية والتي تكون أساسا ناتجة عن أساليب الإنتاج المنتهجة من طرف المؤسسة، ويعبر مفهوم الرفع التشغيلي عن مدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات، لذا يمكن تعريفها على أنها¹: الإستخدام المتاح للتكلفة التشغيلية الثابتة من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات في الربح التشغيلي.

وهذا يعني أنه قد يؤدي تغير صغير في المبيعات إلى تغير كبير في الربح، ولكن قبل ذلك يجب التطرق إلى مفهوم ذو علاقة قوية بالرفع التشغيلي ممثلا في مخاطر الأعمال.

2-2 مخاطر الأعمال: تعتبر مخاطر الأعمال من أهم العوامل التي تعمل على تحديد تركيبة هيكل رأس المال، وتتميز باختلافها من مؤسسة إلى أخرى سواء على مستوى نفس القطاع أو في قطاعات مختلفة، بل وعلى مستوى المؤسسة نفسها عبر الزمن، ويمكن أن تعرف على أنها²: "دالة لعدم التأكد الذي يكمن في التوقعات المتعلقة بالعوائد المستقبلية للمؤسسة والتي يتوقع أن تنجم عن إستثمارها لرأس المال في الأصول المختلفة"، فهي بذلك عبارة عن ربح العمليات التي تتميز بعدم الإستقرار وهذا حسب الظروف التي تكتنف نشاط المؤسسة، ويمكن تمثيلها بالصيغة الموالية³:

$$ROIC = NOPAT / Capital$$

- حيث: *ROIC*: العائد المستقبلي على إستثمار المؤسسة؛
- *NOPAT*: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة؛
- *Capital*: رأس المال.

ويمكن القول إن مخاطر الأعمال هي درجة المخاطرة الكامنة في أسهم المؤسسة فيما إذا لم يتم إستخدام التمويل المقترض من قبلها⁴.

وهناك العديد من العوامل المؤثرة عليها وتتمثل في⁵:

¹ - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد النعيمي- الإدارة المالية المتقدمة- اليازوري. الأردن- 2009 - ص 413.
² - المرجع السابق- ص 407.
³ - نفس المرجع السابق.
⁴ - المرجع السابق - ص 406.
⁵ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص ص: 118- 119.
 * الربح التشغيلي: ويعنى به الربح قبل الفائدة والضريبة.

- التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة، فهذا التقلب يؤدي إلى إرتفاع مخاطر الأعمال وقد يرجع هذا التقلب إلى المنافسة؛ المنتجات البديلة والحالة أو الوضع الإقتصادي؛
- التغير في أسعار بيع المنتجات، فالتغير يؤدي إلى إرتفاع مخاطر الأعمال؛
- التغير في أسعار المدخلات، فكلما كانت المؤسسة في حالة عدم التأكد من تكلفة مدخلاتها كانت أكثر عرضة لمخاطر الأعمال؛
- مرونة الطلب على منتجات المؤسسة؛
- نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية.

إن العوامل السابقة الذكر تتحدد وفق نشاط المؤسسة أو المجال الذي تمارس فيه نشاطها من جهة، ومن جهة أخرى ظروف المحيط الذي تتواجد ضمنه المؤسسة، ووفق إستراتيجياتها المختلفة تعمل على التحكم في هذه العوامل إلى أقصى حد ممكن، وهذا لأجل الحد من هذه المخاطر.

2-3 قياس درجة الرفع التشغيلي (DOL : Degree of Operating Leverage) :

يمكن قياس الرفع التشغيلي وذلك عن طريق قسمة التغير النسبي في أرباح التشغيل على التغير النسبي في حجم المبيعات حيث يمكن الحصول على درجة الرفع التشغيلي (DOL) بإستعمال العلاقة¹:

$$Dol = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta Q\%}$$

• حيث : $\Delta EBIT\%$: نسبة التغير في الربح التشغيلي ؛ $\Delta Q\%$: نسبة التغير في المبيعات.

وهذا يعني أن كل تغير في المبيعات يقابله تغير في الأرباح بعدد مرات الرفع التشغيلي، ويمكن صياغة المعادلة السابقة على نحو آخر، وذلك عند مستوى معين من المبيعات كما يلي²:

$$Dol = \frac{Q(P-V_c)}{Q(P-V_c)-F_c}$$

- حيث: Q : عدد الوحدات المباعة ؛ و P : سعر بيع الوحدة
- V_c : التكلفة المتغيرة للوحدة ؛ و F_c : التكاليف الثابتة.

ومن المعادلة السابقة يمكن ملاحظة أن درجة الرفع التشغيلي تمثل نسبة العائد قبل التكاليف الثابتة إلى العائد بعد كل من التكاليف الثابتة والمتغيرة.

فالرفع التشغيلي كما سبق ذكره يبقى موجودا طالما كانت هناك تكاليف ثابتة تشغيلية، ولكن إبتداء من نقطة التعادل يصاحب كل إرتفاع في حجم المبيعات إنخفاض في الرفع التشغيلي.

¹ - مفلح محمد عقل- مرجع سبق ذكره - ص 396.

² - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره - ص 417.

أما بالنسبة للتكاليف الثابتة فإن التغير الذي يحدث على مستواها يؤثر على الرفع التشغيلي، وذلك في ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، وبالتالي أي زيادة في التكاليف الثابتة تؤدي إلى إرتفاع في درجة الرفع التشغيلي، مما يعني التغير في صافي ربح العمليات الناتج عن التغير في المبيعات.

3- الرفع المالي *Financial Leverage*

3-1 مفهوم الرفع المالي: إلى جانب التطرق للرافعة التشغيلية، والتي تنشأ بفعل الأعباء الثابتة التي تتحملها المؤسسة من جراء النشاط الإنتاجي هناك الرفع المالي، وتعمل كما هو الحال في الرفع التشغيلي على تحسين الربح في ظل ثبات تكاليف بعض النفقات والمتمثل هنا في القروض، فهي بذلك تعكس مدى إستفادة المؤسسة من المديونية، وذلك من خلال إستغلال العلاقة بين تكلفة المديونية ومردودية الأصول، وهذا لأنه يمكن أن يعرف الرفع المالي على أنه مجموع القروض إلى مجموع الأصول، وهذا في حال إعتداد المؤسسة على الإقتراض كأحد مصادر تمويل إستثماراتها والذي ينتج عنه تكاليف ثابتة، ويعرفه هندي على أنه¹: "التغير في صافي الربح بعد الضريبة من جراء تغيير معين في صافي ربح العمليات، وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة والمتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة".

3-2 المخاطر المالية: تنشأ المخاطر المالية في المؤسسة نتيجة إعتدادها على التمويل بمصادر ذات تكلفة ثابتة والمتمثلة في القروض والتي تكون تكاليفها الثابتة عبارة عن الفوائد المدفوعة، إضافة إلى توزيعات الأسهم الممتازة والتي تعتبر من التكاليف المالية الثابتة، وبالتالي فالمؤسسة التي تعتمد في تمويل إحتياجاتها على أموالها الخاصة لا تتعرض عادة إلى المخاطر المالية.

فإذا كان خطر الأعمال ينشأ عن قرارات الإستثمار في الأصول، فإن منشأ الأخطار المالية يكون نتيجة لقرارات تمويلية وذلك حالما يدخل في تركيبة رأس مال المؤسسة القرض، فإستخدام هذا المصدر يؤدي إلى حدوث تقلبات في عائد المساهمين من خلال التذبذبات على مستوى صافي الربح بعد الضريبة، فوجود هذه التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة في العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر من نسبة الزيادة في صافي الربح بعد الضريبة، ولكن في حال الإنخفاض في صافي ربح العمليات فهذا يؤدي إلى إنخفاض العائد المتاح للملاك، وبالتالي قد يؤثر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها مما يجبرها إلى مخاطر الإفلاس.

وبالتالي فالمخاطر المالية هي عبارة عن الخطر الإضافي الذي يتحمله حملة الأسهم العادية في ظل إعتداد المؤسسة على القروض إلى جانب أموال الملكية في تمويل إستثماراتها، ويتم قياسه بالتغير في الأرباح.

3-3 قياس الرفع المالي [درجة الرفع المالي: *Degree of Financial Leverage (DFL)*]: بإعتبار الرفع

المالي هو عبارة عن محاولة تعظيم حصة السهم نتيجة التغيرات الحاصلة في الأرباح التشغيلية وذلك عن طريق إستعمال

¹- منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص ص : 130- 131.

القروض، ويمكن قياس درجة الرفع المالي عند تغير معين في صافي ربح العمليات، كما يلي¹:

$$Dfl = \frac{\Delta EPS\%}{\Delta EBIT\%}$$

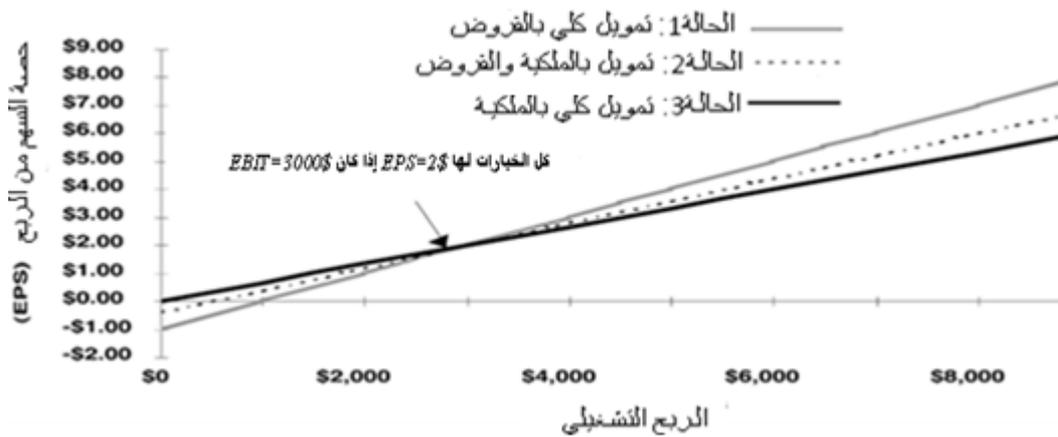
• حيث: Dfl : درجة الرفع المالي - مرة - ؛ $\Delta EPS\%$: نسبة التغير في العائد على السهم.

كما يمكن إستعمال العلاقة التالية في حساب درجة الرفع المالي، وذلك عند مستوى معين من صافي ربح العمليات²:

$$Dfl = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta EBIT\% - i - (D_p / (1 - T_x))}$$

فحصة السهم من الربح $\langle EPS \rangle$ يتم إحتسابها بقسمة الأرباح الصافية بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم العادية المصدرة والمباعة، فسبق وأن ذكرنا أن التغير النسبي في حصة الأرباح لكل سهم نتيجة التغير في الأرباح التشغيلية يجب أن يكون أكبر من التغير النسبي في الربح التشغيلي، وهنا يكمن مفهوم الرفع المالي مما يعني أن درجة الرفع المالي تكون أكبر من الواحد الصحيح، ويمكن معرفة أثار الرفع المالي على حصة السهم من الربح عند تركيبات تمويلية مختلفة، وذلك من أجل إختيار أفضل تركيبة ممثلة في هيكل رأس المال بحيث تعظم عوائد الملاك إضافة إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك في حدود قدراتها التمويلية، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل (1-3): العلاقة بين الربح التشغيلي $(EBIT)$ ، حصة السهم من الربح (EPS) في ظل معدلات رفع مختلفة



المصدر: سمير محمد عبد العزيز - التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية - مرجع سبق ذكره - ص 282.

من الشكل يتضح أن الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة في حصة السهم العادي من الربح، وذلك بزيادة الربح التشغيلي للمؤسسة حيث تحقق أعلى العوائد في ظل الإعتماد بشكل كبير على الإقتراض.

3-4 الآثار المترتبة عن إستعمال الرفع المالي: تتمثل أهم الآثار للرفع المالي في³:

- تعظيم الأرباح والخسائر للمساهمين، وذلك حسب الوضع الاقتصادي؛

¹ - عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره - ص 421.

² - المرجع السابق - ص 422.

³ - مفلح محمد عقل- مرجع سبق ذكره - ص ص : 411 - 412.

- زيادة الخطر المالي للمؤسسة، وهذا بسبب أعباء خدمة الدين المترتبة جراء استخدام القروض؛
- يقوم الهيكل المالي على إقتراحات التبادل بين العائد والخطر، حيث إرتفاع نسبة المديونية تعني عائدا متوقعا أكبر وخطرا أكبر أيضا، والإختيار بين نسب المديونية الملائمة يقوم على علاقة التفضيل ما بين العائد والخطر.

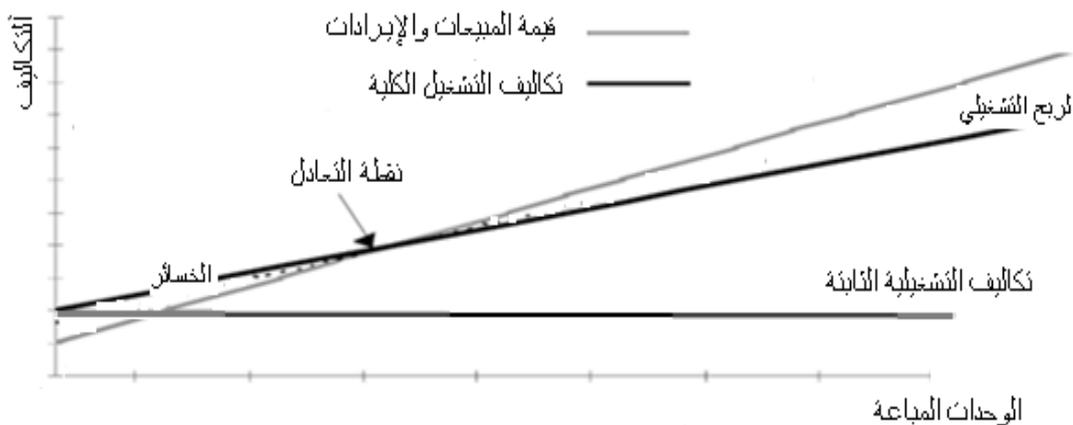
المطلب الثالث: إختيار هيكل رأس المال

يلعب الرفع دورا فعالا في اختيار هيكل رأس المال المناسب للمؤسسة، وهذا وفقا لقراراتها، وأيضاً لتفصيلاتها والأهداف المسطرة.

1- تحليل التعادل Breakeven Analysis

يرتبط مفهوم الرفع التشغيلي أو المالي أو حتى الكلي بمفهوم آخر ذو علاقة بهذه المفاهيم وهو تحليل التعادل، فتحليل التعادل يقوم على ضرورة التفرقة بين أنواع التكاليف سواء الثابتة منها أو المتغيرة، إذ تمتاز التكاليف الثابتة بشباتها مع تغير حجم الإنتاج، على عكس التكاليف المتغيرة التي تتغير وفق حجم الإنتاج إما بالزيادة أو النقصان. فتحليل التعادل أو تحليل التكاليف؛ حجم المبيعات والربح يهدف إلى تحديد حجم الإنتاج الذي لا تحقق عنده المؤسسة لا ربح ولا خسارة¹، إضافة إلى تقدير الربح عند كل مستوى ممكن للمبيعات، وهذا يحدث عند نقطة التعادل، ونقطة التعادل هنا لا تمثل التشغيلية أو المالية، إنما نقطة التعادل الكلية والتي تحدد عندها حجم المبيعات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، وكذا التكاليف المتغيرة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل (1-4): تحديد نقطة التعادل



المصدر: منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص 114.

فمن الشكل يتبين أن عند نقطة التعادل تكون الأرباح التشغيلية مساوية تماما للتكاليف التشغيلية الكلية والتي لا تحقق عندها المؤسسة لا ربح ولا خسارة، ولكن قبل نقطة التعادل تتحمل المؤسسة خسائر وهذا كون التكاليف أكبر

¹ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص 110.

من الأرباح المحققة على عكس القيم التي تكون بعد نقطة التعادل والتي تكون منطقة أمان بالنسبة للمؤسسة، إذ تحقق فيها المؤسسة عوائد تغطي كافة التكاليف.

ويمكن حساب نقطة التعادل رياضياً بإستعمال العلاقة التالية¹:

$$Q \times P = F_c + Q \times V_c \Rightarrow Q = F_c / (P - V_c)$$

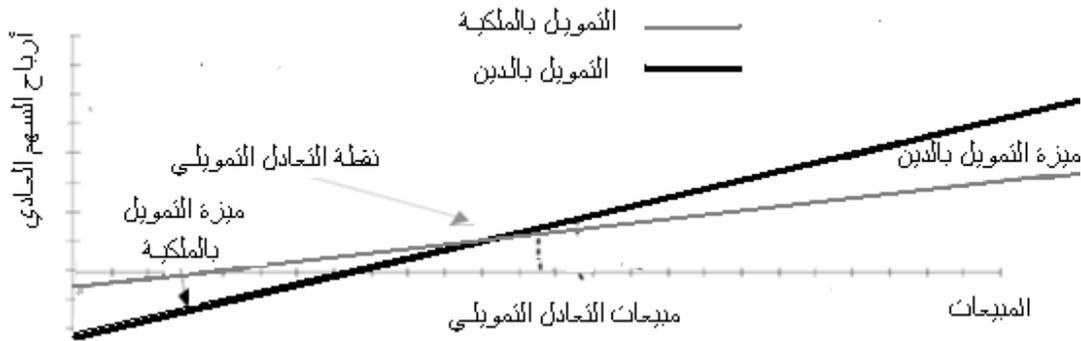
كما يمكن إستعمال تحليل التعادل من أجل إختيار المصادر التمويلية الملائمة للمؤسسة، وهذا بناء على الأرباح المحققة والتي تتمثل في حصة السهم من الربح، أما في ظل التمويل بالأسهم العادية أو عن طريق الإعتماد على الديون فنقطة التعادل هنا تعكس حجم المبيعات التي تؤدي إلى نفس العائد على الأسهم دون الأخذ بعين الإعتبار لطريقة التمويل، ويمكن تحديد نقطة التعادل بالعلاقة الموالية²:

$$EPS_D = \frac{[S - (F_c + V_c \times Q + I)](1 - T_x)}{N} = \frac{[S - (F_c + V_c \times Q + I)](1 - T_x)}{N} = ESP_E$$

• حيث: EPS_D : العائد على السهم عند إستعمال الأسهم؛ ESP_E : العائد على السهم عند إستعمال الدين؛ N تمثل عدد الأسهم القائمة.

ويمكن توضيحها من خلال الشكل البياني المبين أدناه كما يلي:

الشكل (5-1): نقطة التعادل



Source : Richared A.BREALEY et all - *FUNDAMENTALS CORPORATE FINANCE - 3rd Edition - Mc Graw -Hill -2001- p 563.*

من خلال الشكل يمكن القول أنه في ظل مبيعات أقل من مبيعات التعادل فإنه من الأفضل للمؤسسة الإعتماد على التمويل بأموال الملكية، وذلك كونها تحقق أرباحاً أعلى من الأرباح المحققة من جراء الإعتماد على القروض، أما في ظل مستوى مبيعات يفوق مبيعات التعادل فحصة السهم من الأرباح والتي تتحقق من جراء الإعتماد على الديون في التمويل تكون أعلى منها إذا تم التمويل بأموال الملكية، فمصلحة المؤسسة تقتضي الإعتماد على التمويل بالديون.

¹- المرجع السابق- ص 111.

²- مفلح محمد عقل- مرجع سبق ذكره - ص 410.

ومن خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن نقطة التعادل تتغير في ظل تغير مجموعة من العوامل، فإذا ربطناها مع التكلفة الثابتة والمتغيرة فإن إرتفاعهما معا أو إرتفاع أحدهما يؤدي بالضرورة إلى إرتفاع نقطة التعادل، وهذا راجع إلى زيادة حجم المبيعات الواجب بيعها للتمكن من تغطية الزيادة في التكاليف، ومنه فنقطة التعادل في علاقة طردية مع كل من التكاليف الثابتة والمتغيرة والكلية، وعلى العكس من ذلك نجد سعر بيع الوحدة والذي يارتفاعه يؤدي إلى إنخفاض نقطة التعادل وهذا نتيجة لزيادة الإيرادات، مما يعني بيع حجم أقل يمكن من تغطية التكاليف، فتكون نقطة التعادل على علاقة عكسية مع سعر بيع الوحدة.

2- الرفع الكلي (المضاعف) :

إن زيادة مبيعات المؤسسة في ظل وجود رفع تشغيلي بالضرورة تؤدي إلى زيادة الدخل الصافي قبل الفائدة والضريبة حسب ما هو معروف، ولكن هذه الزيادة في الدخل قبل الفائدة والضريبة وفي وجود رفع مالي تؤدي بالضرورة إلى زيادة أكبر في حصة السهم من الربح، ولهذا فالمؤسسة تعتمد على هذا المزيج من الرفع التشغيلي والمالي من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على حصة السهم من الربح وهو ما يدعى بالرفع الكلي، ويمكن تعريفه¹: استخدام التكاليف الثابتة المالية منها والتشغيلية، وهذا من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على ربحية السهم العادي.

2-1 قياس الرفع الكلي: يمكن قياس الرفع الكلي عن طريق قياس تأثير التكلفة الثابتة في ربحية السهم العادي، وذلك بإستعمال العلاقة الموالية²:

$$Dtl = \frac{\Delta EPS\%}{\Delta S\%}$$

• حيث: Dtl : درجة الرفع الكلي ؛ $\Delta S\%$: التغير النسبي في المبيعات.

أما في حالة الإعتقاد على مستوى معين من المبيعات، فيمكن إستعمال العلاقة الآتية³:

$$Dtl = \frac{Q(P-V_c)}{Q(P-V_c)-F_c-I^*}$$

ومنه فإن الرفع الكلي من خلال المعادلتين السابقتين يظهر مدى قوة تأثير التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية على ربحية السهم، حيث يعتبر من بين أهم المزايا التي يقدمها الرفع الكلي إضافة إلى توضيح العلاقات المختلفة بين كل من الرفع التشغيلي والمالي.

2-2 العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي والكلي: يؤدي إعتقاد المؤسسة على درجة عالية من الرفع التشغيلي إلى أن نقطة التعادل ستكون عند حجم مبيعات مرتفع، مما قد يؤثر على الأرباح قبل الفائدة والضريبة، بينما يكون تأثير الرفع المالي على السهم بفعل التغير في المبيعات، وهذا ما يؤدي إلى إطلاق على كل من الرفع المالي والتشغيلي⁴: رفع

¹ - عدنلن تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره - ص 423.

² - المرجع السابق- ص 424.

³ - عبد العزيز النجار- مرجع سبق ذكره - ص 411.

⁴ - المرجع السابق- ص 409.

* I: فوائد الديون+ أرباح التوزيعات للأسهم الممتازة أي $I = i + D_p / (1 - T_x)$

المرحلة الأولى بالنسبة للرفع التشغيلي، ورفع المرحلة الثانية بالنسبة للرفع المالي. ولما كان الرفع الكلي هو عبارة عن الأثر المشترك للرفع التشغيلي والمالي، فيمكن التعبير عن الرفع الكلي بالعلاقة:

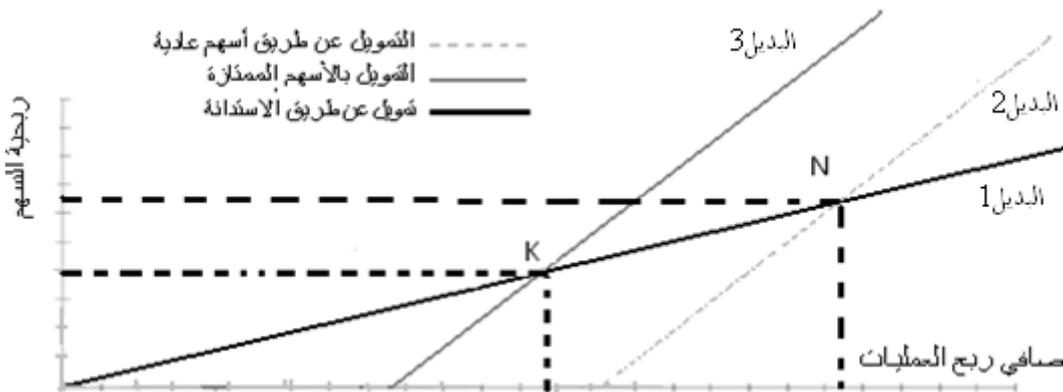
$$DTL = DOL \times DFL$$

3- المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة

إن المؤسسة ومن خلال اعتمادها على هيكل مالي محدد تهدف من وراء ذلك إلى تعظيم ثروة الملاك ومن ثم قيمة المؤسسة ككل، مما يعني محاولة تجنب التوسع في استخدام المصادر التمويلية منخفضة التكلفة وخاصة الإقتراض، والتي تزيد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وأيضا الإرتفاع المستقبلي في تكلفة التمويل، مما يؤثر على المؤسسة، لذا فالمؤسسة عليها دراسة كل البدائل التمويلية المتاحة أمامها ومحاولة خلق أسس للمفاضلة بينها بما يوافق إستراتيجياتها المنتهجة، وعموما يتم المفاضلة بالإعتماد على مجموعة من الأسس منها العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية؛ الرفع والخطر.

فالعائد المتوقع لحملة الأسهم العادية هو عبارة عن صافي الربح المتبقي وهذا بعد سداد الفوائد والضريبة، وأيضا حصول أصحاب الأسهم الممتازة على التوزيعات، ولإستعمال هذا المفهوم كأساس للمفاضلة بين هياكل رأس المال المتاحة أمام المؤسسة، يجب الوقوف على ربحية السهم العادي وكذا المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الربحية¹. ومن خلال الشكل الموالي يمكن شرح أفضل لربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات.

الشكل (1-6) : ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص 145.

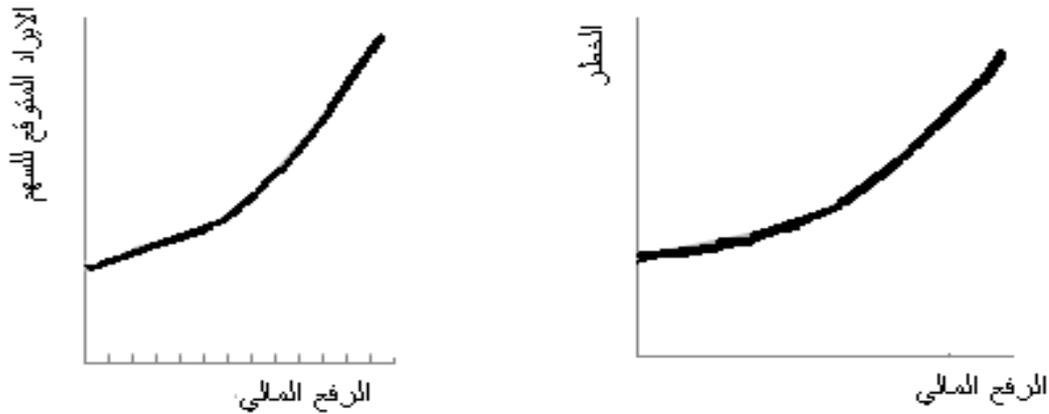
فمن خلال الشكل يمكن تقسيم المنحنى إلى ثلاث أقسام وفق مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات وأثرها على ربحية السهم، ففي ظل مستويات صافي ربح العمليات أقل من K ، فإن ربحية السهم تكون مرتبة كما يلي: البدليل 1؛ البدليل 3؛ ثم البدليل 2 ويرجع هذا الترتيب أساسا أفضلية العوائد الناتجة عند التمويل بالقروض، الأسهم الممتازة ثم العادية على التوالي، فيكون من الأفضل للمؤسسة الاعتماد على الرفع المالي.

¹ - منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - مرجع سبق ذكره - ص ص 142-148.

ولكن عندما تكون صافي ربح العمليات بين النقطتين: K, N ، فإن الترتيب يصبح البديل 3؛ البديل 1؛ ثم البديل 2 وهذا راجع لإرتفاع المخاطر المالية، وبعد النقطة N يكون الترتيب كما يلي: البديل 3، البديل 2، البديل 1، ومن الملاحظ من الشكل وجود نقطتي تقاطع بين كل من $(أ1، أ3)$ و $(أ1، أ2)$ ، هذه النقاط تزودنا بمعلومات مفيدة حول المفاضلة بين البدائل المتاحة (من وجهة نظر ربحية السهم)، وهذه النقاط في واقع الأمر تمثل نقاط التعادل.

ومن خلال الشكل الموالي تبرز المفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة على أساس ربحية السهم، وهذا في ظل مستويات مختلفة لصافي ربحية العمليات، لكن هذا التحليل منقوصا مادام لم يتعرض للمخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم، وكما سبق التطرق إلى أنواع المخاطر سواء المالية أو التشغيلية، حيث يتأثر العائد الذي يحصل عليه الملاك، كما تتأثر درجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد بدرجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، وهذا إما عن طريق الرفع المالي كما سبق الإشارة إليه، وكذا تختلف درجة الرفع المالي باختلاف مستوى صافي ربح العمليات، ويتم من خلال الموازنة بين العائد والمخاطر، إذ تربط بينهما علاقة طردية فبالضرورة يترتب عن العائد المرتفع مخاطر أكبر والعكس، ونوضح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل (1-7) : العلاقة بين العائد، المخاطر والرفع المالي



المصدر: عبد العزيز النجار- مرجع سبق ذكره- ص 404.

خلاصة الفصل الأول:

تعتمد المؤسسة على مجموعة من المعايير في إختيار هيكلها المالي، وهذا من أجل تحقيق أهدافها الإستراتيجية وخاصة ما تعلق بتعظيم قيمتها، فنظرا لإعتبار المؤسسة مركزا لإتخاذ القرار، وكذا التداخل الكبير بين مختلف القرارات التي تتخذها المؤسسة، خاصة منها بالقرارات الاستثمارية وعلاقتها الوثيقة بالقرارات التمويلية وفي ظل الإقتصاد الحر وتوفر البدائل التمويلية، تعتمد المؤسسة إلى دراسة ومقارنة هذه البدائل وذلك فيما تسمح بها إمكاناتها وعملا على تغطية حاجاتها.

وتلعب التكلفة هنا دورا رئيسيا في تحديد مجموعة المصادر التي يمكن للمؤسسة الإعتماد عليها كما سبق التطرق إليه، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا بد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن، مما يسمح لها بتعظيم عوائدها.

ولكن المؤسسة ومن خلال تركيبة الأموال التي تعتمد عليها تسعى بالتأكيد لتعظيم العوائد المتوقعة، وأيضا الإستمرار في نشاطها و محاولة تعظيم قيمتها، وبالتالي يمكن التساؤل حول مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، وهو ما سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

النظريات المفسرة للهيكلة المالي وقيمتها

المؤسسة

تمهيد:

تسطر المؤسسة مجموعة من الأهداف تسعى لتحقيقها خلال فترة حياتها، ومما لاشك فيه أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أبرز مقومات إستمراريتها، فهو بمثابة الحافز الأساسي لكافة الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

وتمثل الأدوات المالية الطويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال أهم العناصر التي يمكن أن تعكس حالة المؤسسة، كونها تشكل أهم مكونات الهيكل المالي، أو بالأحرى هيكل رأس المال وذلك بإعتبارها تتميز بمداها البعيد، إذ تعمل المؤسسة من خلالها على بناء هيكل مالي أمثل، والذي يتم فيه الموازنة بين الخطر والعائد بغية إحداث تأثير إيجابي على القيمة المستقبلية للمؤسسة، ولكن السؤال المطروح؛ هل للهيكال المالي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة؟

ولمعالجة هذا الفصل سيتم التركيز على العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا عن طريق التطرق إلى النظريات التي عاجلت هذا الموضوع عن طريق تناول ثلاث عناوين رئيسية، والمتمثلة في:

- المبحث الأول: المؤسسة وقيمتها؛
- المبحث الثاني: النظريات الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؛
- المبحث الثالث: النظريات المعاصرة وتفسيرها لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: المؤسسة و قيمتها

يفرض الواقع الحالي ضرورة بناء نسيج إقتصادي متكامل، مكون من مجموعة مؤسسات وشركات قادرة على الإستمرار والمنافسة خاصة في ظل هيمنة الإقتصاد الليبرالي، الأمر الذي يحتم على هذه المؤسسات ضرورة العمل على بناء؛ ومن ثم الحفاظ ومحاولة تعظيم قيمتها السوقية، وفي البدء سيتم التطرق إلى أهم خصائص المؤسسة الإقتصادية ومميزاتها.

المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة

1- خصائص ومفهوم المؤسسة الاقتصادية

يعتبر المفهوم الحالي للمؤسسة نتاج تطور وتراكم للمفاهيم التي تعاقبت عليها عبر الزمن، وهذا نتيجة للتطور الهائل الذي حصل في مختلف وسائل الإنتاج، إضافة إلى الموارد البشرية.

1-1 مفهوم المؤسسة:

يمكن إعتبار المؤسسة على أنها الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي، وبالتالي مجموعة النشاطات المتعلقة به من شراء وتخزين وبيع، وهذا من أجل تحقيق الغايات والأهداف المسطرة¹، إذا فالمؤسسة إنما تمارس مجموعة من العمليات من أجل خلق منتج ذو قيمة تعمل على تحقيق عائدات من جراء بيعه للمستهلك. ويمثل الفرق بين تكلفة المنتج وسعر بيعه، الربح الذي تتحصل عليه المؤسسة.

وعلى العموم تكون للمؤسسة دورة حياة مثلها في ذلك مثل أي كائن الحي، إذ تتشابه معه في مراحل حياته المختلفة، ويمكن أن تلخص هذه المراحل في²: مرحلة التأسيس والإنبثاق التي ينتج عنها نشأة مؤسسة جديدة؛ ومن ثم تليها مرحلة التجميع (النمو)؛ الترميم والسيطرة؛ مرحلة ترميم الهيكل التنظيمي وأخيرا مرحلة التدهور والموت.

فالمؤسسة من خلال مرورها على هذه المراحل الخمسة أو بعضها، إنما يكون دليلا على تطورها وتغيرها بإستمرار، وذلك عملا على تحقيق وبناء قيمة لها، مما يحتم ضرورة مراعاة الطاقم الإداري ومالكيها للمرحلة العمرية التي تمر بها، والعمل على إستغلالها إستغلالا أمثلها يعود عليهم وإياها بالنفع.

فالمؤسسة عبارة عن تجمع لمجموعة من الأطراف سواء داخلية أو خارجية، ممثلة في كل من العمال؛ المالكين؛ الدولة؛ أصحاب الديون، الزبائن والموردين. إذ تعمل مختلف الأسواق على الربط بين هذه الأطراف كأسواق رأس المال، أسواق العمل... الخ.

¹ - عمر صخري- إقتصاد المؤسسة- ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر- 1993- ص 24.

² - مؤيد سعيد السالم- نظرية المنظمة الهيكل والتصميم- دار وائل للنشر الأردن- ط 2- 2005- ص ص: 56-57.

وتتمثل أهم الميزات للمؤسسة الإقتصادية فيما يلي¹:

- تملك المؤسسة شخصية قانونية مستقلة، مما يعطيها حقوق ويفرض عليها واجبات؛
- تحديد أهدافها وسياستها وكذا أساليبها في العمل؛
- القدرة على أداء الوظيفة التي وجدت لأجلها والإستمرار من خلال قدرتها على توفير تمويل كافي؛ عمالة؛ والقدرة أيضا على التكيف مع الظروف المتغيرة؛
- تعتبر المؤسسة كوحدة إقتصادية أساسية في النسيج الإقتصادي للمجتمع، من خلال مساهمتها الفعالة في الإنتاج ونمو الدخل الوطني.

1-2 خصائص المؤسسة الاقتصادية: تشترك المؤسسات في مجموعة من الخصائص، يمكن إبرازها فيما يلي²:

- المؤسسة وحدة إقتصادية وإجتماعية؛ وذلك من خلال الوظيفة الأساسية للمؤسسة والمتمثلة في إنتاج السلع والخدمات عن طريق تحويل المدخلات إلى مخرجات، والتي تعرض في السوق على شكل سلع وخدمات بغرض بيعها، وإتمام هذه العملية يتم الإعتماد على مختلف عوامل الإنتاج إضافة إلى المعلومات اللازمة، ومن ناحية أخرى فالمؤسسة لا تتشكل من طرف واحد، بل هي مجموعة من الأطراف المتفاعلة في تكوينها: من رأس المال، وموارد بشرية كالعمال والتقنيين والإداريين، ما يرسم معالم هدف إجتماعي إضافة إلى الهدف الإقتصادي، والذي يفرض ضرورة سد حاجات الأفراد المختلفة، والتي تتمثل أساسا في الحاجات المادية؛ النفسية والإجتماعية، مع إختلاف أفراد هذه المجموعة من حيث المؤهلات المحصل عليها؛ ثقافة كل فرد؛ إضافة إلى الأهداف المسطرة من طرف كل واحد فيها.
- المؤسسة وحدة لتوزيع المداخل؛ والتي تتأتى أساسا من ربح العمليات التي تقوم بها المؤسسة، مما يحتم عليها ضرورة مكافأة الأطراف الفاعلة فيها، وذلك عن طريق الرواتب للعمال؛ فوائد على الديون؛ ضرائب ورسوم للدولة، وتوزيعات الأرباح على مالكي المؤسسة... الخ.
- المؤسسة مجموعة إنسانية ومركز لإتخاذ القرارات؛ وباعتبارها تمتلك تاريخا وتقاليد تدخل ضمن هويتها وثقافتها التنظيمية، إضافة إلى قوانين ومجموعة من الأفكار التي تتقاسمها مختلف الأطراف الفاعلة في المؤسسة، مما يميزها عن غيرها من المؤسسات، وعموما تكون هذه الميزات غير قابلة للتغيير بسهولة، كما يتم إتخاذ مجموعة من القرارات في المؤسسة حسب الظروف التي تكتنفها، وهذا من خلال عملية التنظيم والإنتاج، ما يجعل منها مركزا لإتخاذ القرارات في مستوياتها المختلفة.
- كما تعمل المؤسسة أيضا على إنتاج مختلف السلع والخدمات لإشباع الرغبات اللامتناهية للمستهلكين في ظل بيئة محدودة الموارد، كما قد تكون هذه البيئة كذلك مصدرا للفرص؛ أو التهديدات، وهذا حسب درجة تقبل هذه البيئة لمنتجاتها، مما يفرض ضرورة التفاعل معها وهذا بالإستغلال الأمثل للفرص وتجنب التهديدات، باعتبارها تمثل نظاما

¹ - عمر صخري- مرجع سبق ذكره- ص ص: 25 - 26.

² - عبد الرزاق بن حبيب- إقتصاد وتسيير المؤسسة- ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر- 2000- ص ص: 26- 32.

مفتوحا يؤثر ويتأثر بالبيئة الخارجية، وهنا يجب التنويه بضرورة الإعتتماد على طاقم إداري كفء على درجة عالية من الإستقلالية.

2- أهداف المؤسسة وأهم أشكالها

تسعى مختلف المؤسسات الناشطة مهما كان شكلها ونوعها إلى تحقيق أهدافها المسطرة، والتي تختلف في صياغتها من مؤسسة إلى أخرى، وهذا حسب رغبات مالكيها؛ طبيعة نشاطها؛ القيود المفروضة عليها وشكلها.

2-1 أهداف المؤسسة:

لقد اختلفت نظرة المؤسسة للأهداف المراد تحقيقها عبر مختلف المدارس الإقتصادية، بإعتبار أن الهدف من العوامل الموجهة لسلوك المؤسسة، فبعد أن كان الفكر الكلاسيكي والنيوكلاسيكي يقوم على مبدأ وحدانية الهدف، والمتمثل أساسا في تعظيم الربح المحقق من المؤسسة، والذي يعتبر كنتيجة حتمية للأسس التي كان يقوم عليها التحليل في هاتين المدرستين كالعقلانية المطلقة، وإهمال تأثير البيئة الخارجية على المؤسسة بإعتبارها نظاما مغلقا، لكن هذا الهدف يعد نظري أكثر منه واقعية، وهذا راجع إلى عوامل عديدة منها العقلانية المحدودة وعدم إستقرار البيئة والتغير المستمر.

وقد كان دريكر (*P. Drucker*) أول من نادى بتعدد الأهداف، فالمؤسسة بتحديدتها لمجموعة من الأهداف والسعي وراء تحقيقها، من شأنه أن يساعدها على الإستمرارية والنمو في السوق، وقد لخصها في ثمانية أهداف أساسية يتمحور عليها نشاط المؤسسة، وتمثل في: حصة السوق؛ الإنتاجية؛ الربحية؛ الإبتكار؛ الموارد؛ مستويات الأداء؛ الإعتناء بالعمل والمسؤولية الإجتماعية¹.

فالمؤسسة قد تسعى لتحقيق مستوى معين من النمو، وهذا من خلال الزيادة أو النمو في أصولها، أو بالتوسع وزيادة العمالة، كما قد يكون الهدف تحقيق مستوى معين من رقم الأعمال وذلك عن طريق محاولتها للإنتاج والبيع بأكبر كمية ممكنة، وإنما يكون هذا بهدف السيطرة على السوق، مما يعطيها السلطة والإستقلالية في السوق، بينما قد يكون البقاء والإستمرار هو الهدف الأساسي للمؤسسة.

كما يمكن أن تقسم أهداف المنظمة إلى²:

2-1-1 الأهداف الاقتصادية: وتمثل أهم هذه الأهداف في:

- تحقيق الربح بإعتباره معيارا لمدى كفاءة المؤسسة ودافعا للإستمرار والنمو، من خلال إستعمال جزء من هذه الأرباح في رفع رأسمالها، وهذا ما يمنحها القوة للصمود أمام المنافسة ومواجهة المخاطر المحتملة، كما يتم إستعمال هذه الأرباح في توزيعها على المالكين عن طريق سياسة توزيعات الأرباح.

¹- المرجع السابق - ص 114 .

²- ناصر دادى عدون- إقتصاد المؤسسة - ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر- 1998- ص ص: 19 - 20 .

- كما تعمل المؤسسة على تلبية مختلف متطلبات المجتمع، وهذا عن طريق تصريف منتجاتها للمستهلكين، ويكون على المؤسسة عقلنة الإنتاج أو الإستخدام الأمثل لمواردها، من خلال حسن التخطيط لعملية الإنتاج.
- كما تعمل المؤسسة أيضا على تحسين صورتها أمام منافسيها، وذلك عن طريق تعظيم قيمتها السوقية.

2-1-2 الأهداف الإجتماعية: وترتبط هذه الأهداف بالعلاقات بين المؤسسة وبين أفرادها، وتمثل في:

■ ضمان مستوى مقبول من الأجور للأفراد العاملين فيها مقابل جهودهم المبذولة، وتختلف باختلاف المؤسسات والنظام الاقتصادي إضافة إلى حركة سوق العمل، فعلى المؤسسة من خلال العمليات الإنتاجية والأجور المقدمة لعمالها أن تعمل على تحسين مستوى معيشتهم بتوفير الإمكانيات المادية والمالية لهم، ويتجسد هذا أيضا في مختلف التأمينات المقدمة للعمال، والمرافق الاجتماعية، إضافة إلى ضرورة توفير جو ملائم لخلق علاقات مهنية وإجتماعية في المؤسسة.

■ إقامة أنماط إستهلاكية جديدة، وهذا بالتأثير على أذواق المستهلكين بإستعمال الإشهار، أو بالعمل على تكوين عادات إستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع أو التأثير فيها.

ويرى (*P. Drucker*) أن الأهداف التي حددها يؤدي إهمال إحداها من قبل المؤسسة إلى التأثير السلبي على الأهداف المتبقية، فهي ذات ترابط وثيق فيما بينها.

في حين يرى كلا من (*Harch et Cyert*) أن هذه الأهداف لا تعكس في واقع الأمر أهداف المنظمة في حد ذاتها، وإنما تمثل أهداف الأعضاء الذين يسيطرون على المؤسسة، إذ يتم تحديدها بواسطة المفاوضة¹.

وهذا يعني ضرورة عمل الإدارة على التوفيق بين مختلف أهداف الأطراف الفاعلة في المؤسسة، والمتمثلة في المسيرين؛ العمال؛ الملاك والمقرضين... الخ.

2-2 أشكال المؤسسات:

تختلف المؤسسات من حيث شكلها وذلك بفعل العديد من العوامل، لذا يمكن التمييز بين مجموعة من التقسيمات التي تناولتها الأدبيات الإقتصادية، فيمكن تقسيم المؤسسات إلى عدة أنواع وذلك من حيث الزاوية التي إعتد عليها على عملية التقسيم، والتي تكون غالبا:

- حسب الشكل القانوني؛
- حسب طبيعة الملكية؛
- حسب الطابع الإقتصادي؛
- حسب الحجم.

¹ - عبد الرزاق بن حبيب - مرجع سبق ذكره- ص 120 .

2-2-1 حسب الطابع الإقتصادي: يتم تصنيف المؤسسات حسب هذا المعيار تبعاً للنشاط الإقتصادي الذي تمارسه، ويمكن التمييز بين مجموعة من المؤسسات أهمها¹:

- المؤسسات الصناعية؛ حيث تندرج ضمنها مختلف الصناعات السائدة في هذا القطاع، ومنها الصناعات الثقيلة أو الاستخراجية، والتي تتطلب رؤوس أموال كبيرة إضافة إلى مهارات وكفاءات عالية، إلى جانبها نجد نوعاً آخر ممثلاً في الصناعات التحويلية أو الخفيفة.
- المؤسسات الفلاحية؛ والتي عموماً تهتم بالجانب الفلاحي والزراعي، وتعمل على توفير كل من الإنتاج النباتي والحيواني، إضافة إلى الإنتاج السمكي.
- المؤسسات التجارية؛ وتهتم بالعمليات التجارية كتجارة الجملة وغيرها.
- المؤسسات المالية؛ والتي تقوم بالعمليات المالية كالبنوك؛ التأمين... الخ.
- مؤسسات الخدمات؛ وتهتم بتقديم خدمات معينة للمستهلكين.

2-2-2 تبعاً لطابع الملكية²: تلعب الجهة المالكة للمشروع دوراً مهماً في تحديد نوع المؤسسة، فبإختلاف النظام الإقتصادي السائد في البلد الذي تتواجد فيه المؤسسة يختلف شكل المؤسسة تبعاً للملكيتها، ونجد منها:

- المؤسسات الخاصة (*Private Firms*)؛ وتعود أساساً ملكيتها لأفراد أو مجموعات أفراد، وذلك حسب الشكل القانوني الذي يعتمد فيه على تشكيل هذه المؤسسة.
- المؤسسات المختلطة (*Mixed Firms*)؛ وفي هذا النوع يتم الإشتراك في ملكية المؤسسة بين القطاع العام والقطاع الخاص، وفق حصص محددة سلفاً لكل طرف.
- المؤسسات العمومية (*Public Firms*)؛ وتكون المؤسسة في هذا النوع مملوكة من قبل الدولة، مما يفرض حدوداً على تصرفات المسؤولين عنها وفقاً لسياسة الدولة وبما يخدم مصلحة المجتمع، فعملية إغلاقها أو بيعها لا تتم إلا بموافقة الدولة، ولا يكون هدفها الأساسي الربح وإنما تحقيق الأهداف العامة، وذلك من خلال تحقيق وتنفيذ ما تحدده الخطة المرسومة، وذلك بتحقيق أعلى إنتاج لسد حاجات المجتمع.

2-2-3 حسب الحجم³: ويمكن تصنيف المؤسسات على أساس الحجم إلى مؤسسات كبيرة؛ متوسطة وصغيرة، ففي هذا التصنيف يتم التركيز على حجم المؤسسة فقط، ولكن تعتبر عملية تقدير حجم المؤسسة نسبية، تختلف من بلد إلى آخر، وتتمثل أهم المعايير المستخدمة في هذا التصنيف: حجم رأس المال المستثمر، أو على حسب رقم الأعمال، كما يتم الإعتماد أيضاً على عدد الأفراد العاملين في هذه المؤسسة لتحديد حجمها.

2-2-4 حسب الشكل القانوني: يعتبر الشكل القانوني للمؤسسة ذو علاقة وطيدة بالنواحي المالية كرأس المال؛ مسؤولية الشركاء، وغير المالية كنوع النشاط، وتعتبر القوانين التي تحكم الدولة التي تتواجد فيها المؤسسة كأهم عنصر

¹ - عمر صخري- مرجع سبق ذكره- ص ص: 30 - 31 .

² - المرجع السابق- ص ص: 28 - 29 .

³ - عثمان حسن عثمان- مداخلة بعنوان: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الإقتصادية- سطيف 25- 28 ماي 2003- ص ص: 3-4 .

يتحكم في الشكل القانوني للمؤسسة، وتعدد الأشكال القانونية للمؤسسات التي تتواجد على مستوى الاقتصاد، ويمكن حصرها في نوعين محددتين هما:

2-2-4-1 شركات الأشخاص؛ ويتم عموماً تأسيسها بالإرتكاز على الثقة الشخصية بين مكوناتها، وتعد أهم أشكالها: شركات التضامن، التوصية البسيطة والمحاصة¹:

■ شركات التضامن: وتمثل الشركة التي يتم تأسيسها من طرف شخصان أو أكثر يشتركون في ملكية المشروع، وهذا قصد تحقيق الربح إذ تكون مسؤولية الشركاء فيها غير محدودة، إضافة إلى سهولة تأسيسها يمكن زيادة رأسمالها عن طريق دخول شركاء جدد، ولا يشترط أن تكون حصص الشركاء فيها متساوية، لكن اعتمادها على العلاقات الشخصية قد يخلق نوعاً من تداخل في الصلاحيات بين الشركاء، كما تكون حصص الشركاء غير قابلة للتداول أي تنازل شريك عن حصته لصالح طرف آخر لا يكون إلا بموافقة جميع الشركاء.

■ شركات التوصية البسيطة: وهي التي تعقد بين شريك أو أكثر من الشركاء المتضامنين، وبين شخص أو أكثر من الشركاء الموصون الذين يقدمون جزءاً من رأس المال، ولا يلتزمون من الخسارة التي تتحملها المؤسسة إلا بقدر رأس المال الذي دفعوه، فهي بسيطة في تكوينها إلا أنها تكون مجالاً للإحتيال، مما قد يضر خاصة بالشركاء الموصين.

فمن أهم مزايا شركات الأشخاص سهولة النسبية في تكوينها، بحيث لا تتطلب إجراءات معقدة بل تحتاج فقط إلى عقد شركائه لتأسيسها، كما قد يؤدي تضامن الشركاء إلى زيادة القدرة المالية مما قد يسهل الحصول على القروض، إضافة إلى أن إختصاص كل منهم في مهمة معينة قد يسهل من عملية تسيير المؤسسة، زد إلى ذلك تفاني الشركاء وإخلاصهم في الأعمال بسبب المسؤولية التضامنية، الأمر الذي قد يحقق نتائج حسنة للمؤسسة.

لكن قد تكون حياة المؤسسة مهددة بالخطر في حال انسحاب أو وفاة أحد الشركاء، إلى جانب المسؤولية غير المحدودة للشركاء والتي قد تخلق تخوف لدى الشركاء من المخاطرة، كما أن تعدد الشركاء قد يؤدي إلى حدوث منازعات تعود بالسلب على المؤسسة.

2-2-4-2 شركات الأموال: يعد النوع الثاني للمؤسسات حسب التصنيف القانوني، حيث تعد من أهم ميزاتها أنه لا تأخذ بعين الإعتبار للأثر الشخصي، فعلى عكس شركات الأشخاص التي تكون فيها المسؤولية المطلقة على ديون المؤسسة والتي قد تمتد في حال الضرورة إلى الأموال الخاصة، فإن في هذا النوع من المؤسسات لا يسأل الشريك عن ديون المؤسسة إلا في حدود حصته من رأسمال المؤسسة، ومن أهم الميزات والعيوب المأخوذة على هذا النوع ما يلي²:

تتمثل أهم مزايا شركات الأموال في:

– المسؤولية المحدودة، والتي تتحدد بقيمة حصة الشريك من رأسمال المؤسسة؛

– السهولة الكبيرة، إلى جانب السرعة في الحصول على القروض؛

¹- علي سعيد عبد الوهاب مكي- تمويل المشروعات في ظل الإسلام دراسة مقارنة- دار الفكر العربي- 1979- ص ص: 20 - 22.

²- عمر صخري- مرجع سبق ذكره- ص 28 .

- تكون حياة المؤسسة أكثر إستقراراً؛
- إمكانية إستخدام ذوي المهارات والكفاءات العالية.
- أما عن عيوب شركات الأموال، فيمكن تناولها فيما يلي:
- البيروقراطية والمشاكل الإدارية نتيجة تعدد الرقابة، وذلك راجع إلى كثرة عدد المساهمين؛
- الرقابة الحكومية الشديدة على هذا النوع من المؤسسات؛
- يؤدي الإعتماد على مسيرين من غير ملاك المؤسسة لتوفرهم على المهارات والكفاءات اللازمة إلى عدم الإهتمام بشؤون المؤسسة، وذلك لغياب حافز الملكية.

وهناك العديد من المؤسسات التي تندرج تحت تصنيف شركات الأموال، منها:

■ الشركات ذات المسؤولية المحدودة: ويعتبر هذا النوع من المؤسسات خليط بين شركات الأشخاص والأموال، إذ تكون هذه المؤسسات من شريكين أو أكثر، ويكون فيها عدد الشركاء محدود، مسؤولين عن ديون المؤسسة كل واحد بمقدار حصته من رأسمال المؤسسة، فوجه الشبه بينها وبين شركات الأشخاص يكمن في العدد المحدود من الشركاء، أما الوجه الأخر وهو المتمثل في تشابهها مع شركات الأموال فهو يتمثل في حصر المسؤولية عن ديون المؤسسة، بمقدار الملكية في رأسمال المؤسسة، كما يكون رأسمال المؤسسة مقسم إلى حصص متساوية، لكن لا يتم تمثيلها على شكل صكوك قابلة للتداول.

■ شركات التوصية بالأسهم: تعتبر من شركات الأموال وتشبه إلى حد بعيد شركات التوصية البسيطة، فهي تتكون من شريك أو أكثر من الشركاء المتضامنين، ومن شركاء يملكون أسهما في رأسمال المؤسسة، فالشركاء المتضامنين تكون مسؤوليتهم غير محدودة، إضافة إلى تمتعهم بالخبرة والكفاءة اللازمة في إدارة وتسيير المؤسسة، إلا أنهم لا يتوفرون على الأموال اللازمة، مما يفرض عليهم ضمن هذا النوع اللجوء إلى الشريك الموصي، والذي تكون مسؤوليته محدودة، فمركزه يشبه كثيرا المساهم في شركة المساهمة إذ يكون مالك لمجموعة أسهم قابلة للتداول.

ويعد هذا النوع من المؤسسات سهل وبعيد نسبيا عن التعقيد في إجراءات تكوينها، كما يكون بإمكان هذا النوع من المشروعات الحصول أو جمع مقدار من الأموال أكبر مما يتم تحصيله في شركات الأشخاص، إضافة إلى عدم تدخل الحكومة في رقابتها، كما تتمتع مثل هذه المشاريع ببعض الكفاءات الإدارية العالية، وهذا نظرا لقدرتها على توفير هذه الكفاءات والتي تلعب دورا كبيرا في إنجاحها، ولا تنتهي حياة هذه المؤسسة بمجرد وفاة أحد شركائها على عكس شركات التوصية البسيطة¹.

¹ - علي سعيد عبد الوهاب مكي- مرجع سبق ذكره - ص ص: 22 - 23.

ولكن مثل هذه المؤسسات لا يمكنها الدخول ضمن المشاريع الإقتصادية الضخمة، وهذا نظرا لإفتقار ومحدودية المصادر التمويلية التي يمكنها الحصول عليها، كما قد يحدث وتؤثر سمعة الشركاء الموصين على المؤسسة، والتي قد تؤدي إلى خروجها من السوق.

■ شركات المساهمة¹: تقوم شركات المساهمة على شخصية معنوية مستقلة عن شخصية مالكيها، فهي بذلك وحدة قانونية قائمة بذاتها، ويطلق عليها شركات الأموال نظرا لقدرتها العالية في تجميع رؤوس الأموال الضخمة، مما يفسح لها المجال لإقتحام الميادين الإقتصادية الكبيرة، ويكون عموما رأس مال هذه المؤسسات مقسما إلى حصص متساوية تمثل كل حصة سهم، وبالتالي فحامل أسهم المؤسسة يكون من مالكيها، ويترتب عن هذه الملكية حقوق وواجبات سبق التطرق إليها في الفصل السابق، ومن بين أهم ميزاتها القابلية للتداول وذلك إما بيعها أو شراءها من سوق رأس المال.

ويتطلب إنشاء مثل هذه المؤسسات المرور بمجموعة من المراحل، حيث يتم في مرحلة أولى التوقيع من قبل المؤسسين على العقد الابتدائي، والذي يوضح ويحتوي على البيانات الخاصة بهم، وبإجراءات التأسيس إضافة إلى تحديد نظام المؤسسة، وذلك بإختيار إسم للمؤسسة؛ الغرض من تأسيسها ومدتها، كما يتم توضيح طريقة الإكتتاب في رأسمالها؛ كيفية إدارتها؛ وكيفية توزيع الأرباح، إذ يتم تقديم طلب للوزارة الوصية، ثم في مرحلة لاحقة يتم طرح أسهم المؤسسة للإكتتاب العام، ويتم بعد ذلك عقد الجمعية التأسيسية مع دعوة كل المساهمين للحضور، إذ يتم تعيين مجلس الإدارة خلالها، إضافة إلى محافظ الحسابات، وأخيرا الإعلان عن تأسيس شركة المساهمة.

وما يميز هذا النوع من المؤسسات هو قدرتها العالية على إجتذاب مدخرات المستثمرين، وهذا نظرا لصغر قيمة السهم وكذلك سهولة التنازل عنه وتداوله، إذ تعتبر من بين أهم المحفزات لأصحاب رؤوس الأموال القليلة وأيضا لأصحاب الإمكانيات الإدارية والفنية المحدودة، مما يؤهلها للدخول في المشاريع الإستثمارية الكبرى.

وتتميز كذلك المؤسسات من هذا النوع بدرجة عالية من الإستقرار وهذا راجع إلى مجموعة من العوامل، أهمها حياة المؤسسة التي قد تدوم إلى ما بعد حياة مؤسسها إذ لا ترتبط بالأشخاص، كما أن قدراتها المالية تفرض عليها الإعتماد على الأصول العلمية في الإدارة من خلال كفاءات مؤهلة، وهذا من أجل تغطية التكلفة إلى أقصى حد ممكن لأجل تحقيق الأهداف المسطرة.

وتتميز أيضا هذه المؤسسات بالمرونة من ناحية الإدارة، والتوسع الذي يتم عن طريق زيادة رأسمالها، ويتم إما بإصدار أوراق مالية جديدة (أسهم؛ سندات)، أو عن طريق إحتجاز الأرباح من أجل إستعمالها، وتكون هذه المؤسسات محل ثقة كبيرة لدى البنوك والمؤسسات المالية الأخرى مما يسهل عملية حصولها على قروض مباشرة.

ولكن في المقابل فإن تأسيس مثل هذه المؤسسات يتطلب نفقات كبيرة جدا إضافة إلى الإجراءات المعقدة، فتكوين مثل هذه المؤسسات يتطلب ترخيصا من الدولة، إضافة للرقابة الشديدة المفروضة عليها من طرف الحكومة، وهذا من

¹ - المرجع السابق - ص ص: 23 - 26.

أجل حماية الأموال المستثمرة من التلاعبات، كما أن الأرباح الناتجة عنها تخضع لإزدواج ضريبي أولاً على نتيجة المؤسسة ثم على العائد الشخصي للمساهم بعد توزيع الأرباح.

المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على إستمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده.

1- مفهوم قيمة المؤسسة

تعتبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء إستخدام هذا الأصل، وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية، والحسابات المرتبطة بها كما يلي: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة"¹.

فتحديد قيمة المؤسسة يتم من خلال تقييم مختلف أصولها المالية: من أسهم عادية وممتازة؛ سندات وكذلك الديون هذا في حال كونها أوراق مالية متداولة، أما في حال عدم تداولها فيتم تقييم المؤسسة ككل وحدة واحدة بإستخدام مجموعة من الطرق سيتم الإشارة إليها فيما يأتي.

وتؤثر العديد من العوامل على قيمة المؤسسة مثل البيئة الإقتصادية الكلية؛ توقيت تقدير القيمة؛ موقع المؤسسة وكذلك الإستخدام المحتمل للأصل، إضافة إلى كل ما سبق يجدر بالذكر أن الغرض من عملية تحديد قيمة المؤسسة قد يؤثر أيضا على قيمتها، ولقد ذهب الدكتور طارق عبد العال حماد إلى أن للقيمة عدة مفاهيم²، وقد أوجزها في عشرة مفاهيم أساسية، ويرجع ذلك إلى إختلاف وتعدد الأغراض من عملية تحديد قيمة المؤسسة والتي تتمثل عموما في إعداد القوائم المالية، تخطيط الأعمال وكذلك قد تكون لغرض عملية الإندماج أو الإستحواذ، كما قد تكون عملية تقييم المؤسسة بسبب المنازعات إما القضائية منها أو حول الملكية، أو في حالات إعادة التنظيم والإفلاس، لذا يمكن تحديد أهم مفاهيم قيمة المؤسسة فيما يلي:

– **القيمة السوقية:** وتعتبر من أهم طرق التقييم، وتعتبر عن قيمة المؤسسة في السوق التي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع، كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.

¹- طارق عبد العال حماد- التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة- الدار الجامعية. الإسكندرية- 2008- ص 28 .

²- المرجع السابق- ص 12.

– القيمة الدفترية: وتمثل عموما التكلفة التاريخية، أما بالنسبة للمؤسسة فتتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم، مما ينتج عنها القيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية، وبالتالي هذا المفهوم هو أكثر ميلا للجانب المحاسبي.

– القيمة الإستثمارية (*Investment Value*)؛ وتعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة.

– قيمة شهرة المحل (*Good Will Value*)؛ حيث تمثل شهرة المحل الزيادة في قيمة المؤسسة الكلية عن قيمة أصولها¹، فهي بذلك تمثل القيمة الإضافية للمؤسسة والتي لا تظهر مباشرة في ميزانيتها، وبالتالي تكون غير قابلة للوزن والقياس، إذ تمثل نوعا من الأصول غير المادية.

– قيمة التصفية (*Liquidation Value*)؛ فقيمة التصفية تعتبر ظرفا يتم من خلاله تحديد أو تقييم المؤسسة، والتي تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه إذا ما تم إنهاء أعمال المؤسسة، وهذا بيع كل أصولها وأداء كل إلتزاماتها، وقد تفرض الظروف التي يتم فيها التصفية نوعين من التصفية هما²:

- التصفية الإجبارية: وهو المبلغ الصافي المحصل في حال البيع الفوري، مع إضطرار البائع للبيع؛
- التصفية المنظمة: وهو المبلغ الصافي المحصل في حال إتاحة مدة معقولة لإيجاد المشتري، ويكون خلالها البائع مضطر للبيع لكن المشتري غير مجبر مع رغبته في الشراء.

وتعتبر القيمة السوقية للمؤسسة الأكثر شيوعا لتقدير القيمة من بين القيم السابقة، إضافة إلى الأنواع الأخرى للقيم التي أوردها الدكتور طارق عبد العال حماد، كقيمة النفاية؛ قيمة الإحلال؛ القيمة الاستعمالية أو التبادلية؛ والقيمة القابلة للتأمين، ولكن المهم هنا هو كيف تتم عملية تحديد قيمة المؤسسة؟

2- طرق تحديد قيمة المؤسسة

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

1-2 الطريقة المحاسبية (*Les Méthodes Comptables ou Patrimoniales*)؛ وتعتمد هذه الطريقة على إستخدام الميزانية في التقدير، ويتم من خلالها تحديد القيمة الصافية للأصول اعتمادا على الميزانية بعد رصد الأرباح وإجراء بعض التعديلات لأكثر دقة، وذلك بإستعمال العلاقة الآتية³:

$$\text{القيمة الصافية المصححة للأصل} = \text{القيمة الحقيقية للأصل} - \text{ديون ومؤونات خطر ونقل}.$$

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 إعتبارا من أهم العوامل الداخلة في عملها الإنتاجية، فمن خلال هذه الطريقة فإن قيمة المؤسسة تكون مساوية لمجموع الأصول

¹ - Jean ALBERT COLLOMB- FINANCE D'ENTREPRISE- ED ESKA Paris - 1999 - p157.

² - طارق عبد العال حماد- مرجع سبق ذكره- ص 19 .

³ - Jean BARREAU & Jaqueline DELAHAYE- op cit - p 302.

المكونة لها، وهذا بعد الأخذ بعين الاعتبار للتعديلات الواجب إدراجها في قيم الميزانية، وتعتبر الميزانية أساس إيجاد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة.

2-2 طريقة شهرة المحل (*Good Will Method*)؛ بإعتبار أن الطريقة السابقة تهمل 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 المحل¹، وذلك بالإعتماد على المعادلة الموالية:

$$r_E = R_E \text{ net d'impot / actif economique}$$

• R_E : نتيجة الاستغلال ؛ r_E : المردودية.

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

$$\text{Rent de Good Will} = \text{Actif economique}(r_E - r'_E)$$

• r'_E : المردودية المتوقعة من المستثمرين.

▪ ثم يتم في مرحلة ثانية تحسين عائد شهرة المحل وذلك من أجل الحصول على قيمة شهرة المحل، ويتم ذلك بإستعمال 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 إختيار معدل التحيين، وهنا عموما يتم إستعمال تكلفة رأس المال مضافا إليه نسبة معينة أخذا بعين الاعتبار للأخطار التي قد تواجه المؤسسة، أما بالنسبة للمشكل الثاني فهو ممثلا في تحديد مدة التحيين، والتي تمثل الفترة التي يكون فيها الأصل قادرا على خلق قيمة إضافية، وفي مرحلة أخيرة يتم تحديد قيمة المؤسسة إعتقادا على شهرة المحل، والتي تعبر عنها المعادلة الآتية²:

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

وما يستخلص مما سبق أن هذه الطريقة ما هي إلا تكملة للطريقة السابقة، وهذا عن طريق عملية التصحيح.

¹ - ibid.- p 305 .

² - ibid.- p 306.

2-3 التقييم عن طريق التدفقات النقدية (*Cash Flow*) ؛ ففي هذه الطريقة يتم الإعتماد على مبدأ أن قيمة المؤسسة تكون مساوية للقيمة الحالية لتدفقاتها النقدية المستقبلية والقيمة النهائية المتوقعة، وتعتبر هذه التدفقات على مجموع التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات الإستغلالية والإستثمارية، وتستعمل العلاقة الموالية في تحديد القيمة¹ :

$$Valeur = \sum_{p=1}^n \frac{Fp}{(1+t)^p} + \frac{VRn}{(1+t)^n} - D_1$$

- Fp : التدفقات النقدية للسنة P ؛ t : معدل العائد المتوقع.
- VRn : القيمة المتبقية عند السنة n ؛ D_1 : قيمة الديون الابتدائية للمؤسسة.

ويجب إضافة قيمة المؤسسة المخصوصة عند نهاية المدة، ويتم خصم سواء قيمة المؤسسة عند نهاية المدة أو مختلف التدفقات النقدية الناتجة بإعتماد 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 (*Free Cash Flow*) المعمول بها من قبل المؤسسة، والتي تتحدد عن طريق مختلف أنشطة المؤسسة الإستغلالية أو الإستثمارية، ويمكن إيجادها عن طريق تتبع المراحل الآتية² :

<ul style="list-style-type: none"> • نتيجة الاستغلال الصافية RN • + الاهتلاكات
<ul style="list-style-type: none"> • = التدفقات النقدية • - Δ احتياجات رأس المال العامل للاستغلال BFRE
<ul style="list-style-type: none"> • + تنازل عن الاصول بعد الصربية CESSION D'actif • - الاستثمارات
<ul style="list-style-type: none"> • = التدفقات النقدية المتاحة FREE CASH FLOW

ويعتبار 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 هذه الطريقة خاصة وأن المدة التي يتم الإعتماد عليها في تحديد قيمة المؤسسة غالبا ما تكون محدودة.

3 - آليات ومداخل تحديد قيمة المؤسسة

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

¹ - Norbert GUEDJ- FINANCE D'ENTREPRISE : les règles du jeu - Éditions d'Organisation Paris- 2^{eme} édition- 2001- p 471.

² - Jean BARREAU & Jaqueline DELAHAYE- op cit- p 307.

3-1 الإعتداد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الإعتبار للإختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.

3-2 يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً¹، وهذا بإستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم إستخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبةية (CAHT)، كأن نقول أن مؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي، أو قيمة المؤسسة هي 100% من ربحها الصافي خارج الضرائب.

3-3 وقد تستعمل التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها، وهي ما تعرف بالتدفقات النقدية المحصومة 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 إعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من إستثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على إتباع المراحل الآتية²:

- 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؛
- إختيار المدة والكيفية التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة؛
- إيجاد معدل الخصم المناسب والذي غالباً ما يكون تكلفة رأس المال.

3-4 وتتم هذه الطريقة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية³، 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.

3-2 مداخل التقييم:

تتطلب إجراءات تحديد قيمة المؤسسة الإهتمام بالعديد من الجوانب المتعلقة بالمؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال جمع مختلف المعلومات المتعلقة بها، تحليلها وهذا بعد فهم طبيعة المهمة إضافة إلى تعريف القيمة.

ولكن كل هذا لا يتم إلا بإعتداد منهج أو مدخل للقيمة يكون مناسباً وملائماً للمؤسسة، 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 إستخدامها عند تحديد قيمة مؤسسة ما⁴، والتي من خلالها يتم دراسة هذه المداخل وتطبيق الأنسب لها، فغالباً لا يتم تطبيقها كلها في عملية تقييم.

¹ - ibid.- p 311.

² - طارق عبد العال حماد- مرجع سبق ذكره- ص 31 .

³ - المرجع السابق- ص 30.

⁴ - المرجع السابق- ص 43.

3-2-1 منهج الدخل: يقوم هذا المنهج على تقييم حصة الملكية التي تعتبر إستثمارا يمكن قياسه كغيره من الإستثمارات، وعموما فإن هذا المنهج عبارة عن كسر رياضي مؤلف من بسط ومقام، فالبسط يمثل المنافع الإقتصادية المستقبلية، بينما يعكس المقام معدل العائد المطلوب لحصة الملكية ويعكس تكلفة رأس المال، وبالتالي فمنهج الدخل إنما يحسب القيمة على إفتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الإقتصادية المتوقعة لإمتلاك تلك الحصة.

وقيمة المؤسسة وفق منهج الدخل إنما تمثل دالة لثلاث متغيرات أساسية، والمتمثلة في¹: تدفق المنافع الإقتصادية والتي غالبا تمثل بالتدفق النقدي، إضافة إلى إمكانية نمو المؤسسة على المدى القصير والبعيد، مع ضرورة مراعاة المخاطر المرتبطة بإستلام المنافع بالمبالغ وفي الأوقات المتوقعة والذي يعكسه معدل الخصم، فقيمة المؤسسة تختلف وفقا لإختلاف مستوى المنافع الإقتصادية المتوقعة ومعدل نمو هذه الأخيرة، بينما تربط علاقة عكسية بين القيمة ودرجة المخاطرة، فإرتفاع المخاطر يؤدي بالضرورة إلى إرتفاع معدل العائد المطلوب.

ومن بين أهم الطرق التي تنطوي ضمن هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم (*DCF*)؛ طريقة التدفق النقدي المرسل (*CCF*) (إيرادات الفترة الواحدة؛ نموذج خصم أرباح الأسهم؛ نموذج جوردن)، طريقة التدفق النقدي الزائد (*ECF*)، إضافة إلى طريقة الإيرادات الزائدة.

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

3-2-2 منهج السوق: يعتبر المبدأ الأساسي لهذا المدخل أن 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 مقدما.

وتعتبر المعلومات المالية المستخدمة من حيث نوعيتها وكميتها أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال الإعتماد على هذا المدخل²، وذلك بالعمل على إستخراج مجموعة من النسب والمعايير المستخدمة في تقدير قيمة المؤسسة إنطلاقا من الميزانية العمومية؛ قائمة الدخل... الخ، لكن غالبا لا تكون هذه المعايير الكمية وحدها كافية إذ يتوجب العمل على دراسة مختلف الجوانب النوعية من خلال الإدارة ومدى نموها وإتساعها، 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 بإستعمال العلاقة³:

$$Value_{subject} = \left(\left(\frac{Price}{Parameter} \right)_{comps} \times Parameter_{subject} \right) - Debt_{subject}$$

¹- المرجع السابق- ص 295.

²- المرجع السابق- ص 486.

³- المرجع السابق - ص 489.

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 إعماده على تنبؤات وإفتراضات، 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.

3-2-3 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 لالتزاماتها.

المطلب الثالث: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة

تعتبر قيمة الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة، خير معبر عن القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد، فالمؤسسات تكون على نوعين فمنها التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، و تعمل آلية السوق على تحديد قيمها إستناداً إلى المعطيات والتوقعات الحالية والمستقبلية المتوفرة، كما أن هناك مؤسسات لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، وبذلك يمكن أن تتحدد قيمة المؤسسة على هذا الأساس كما يلي:

1- قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة

لقد سبق وتم التطرق إلى مداخل وطرق تحديد قيمة المؤسسة وباعتبار القيمة السوقية الأكثر شيوعاً وأهمية، فإن القيم السوقية للأوراق المالية لهذه المؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها، وهذا إنطلاقاً من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة ستساوي إلى قيمة الأصول.

وبالتالي عند تقييم المؤسسة، بدءاً بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم السوقية لحظة التقييم لمجموع الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال، ونفس الطريقة بالنسبة لباقي مكونات هيكل رأسمال المؤسسة (أسهم ممتازة؛ سندات) في حالة تداولها أيضاً في البورصة، وتكون القيمة الدفترية للديون خير معبر عن قيمتها، مع الأخذ في الحسبان للتغيرات الممكنة لأسعار الفائدة، وكذا القيمة الحالية لها¹.

وتعتبر الأسهم العادية أهم ممثل للقيمة السوقية للمؤسسة، وهذا من خلال الإعتماد على القيمة السوقية لهذه الأسهم والتي تعكس أداء المؤسسة.

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص ص: 504 - 505 .

1-1 تحديد القيمة السوقية للسهم :

يتوقع حملة الأسهم العادية إرتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة، أو على الأقل عدم إنخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وهو ما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة ككل وهذا ما يحسن صورتها في السوق، وباعتبار القيمة السوقية للسهم تم على حد سواء المالك والمؤسسة، ونظرا للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي خصها الأستاذين عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص في أربعة عناصر أساسية هي¹:

1-1-1 علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته: نظرا لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الإستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.

1-1-2 القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الأرباح: تربط علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم و زمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى إنخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح.

1-1-3 القيمة الحالية للسهم والسيولة: يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم والسيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم إرتفاعا.

1-1-4 القيمة الحالية للسهم والقدرة على أداء الإلتزامات: إن العلاقة والنسب المستخرجة من القوائم المالية تبين حجم الأصول والمديونية؛ حق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء إلتزاماتها عند حلول أجل إستحقاقها (إجمالي الأصول/المديونية)، وبذلك كلما كان المعدل كبيرا كان الأثر إيجابي على قيمة السهم، وعلى العكس تماما في حال عدم قدرتها على الوفاء بإلتزاماتها، مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الإستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وتلعب البورصة دورا مهما في تحديد القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال المعلومات التي توفرها للمستثمرين لأن مثل هذه العملية تحتاج إلى معلومات على درجة عالية من الشفافية والإفصاح، ومن حيث كميتها ونوعيتها²، وتعتبر المعلومات خاصة المالية منها إحدى الدعائم الأساسية لضمان كفاءة البورصة وتطورها، وذلك لأنها تعمل على

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص- مدخل معاصر في الإدارة المالية- الدار الجامعية. الإسكندرية- 2002- ص ص: 16- 25 .

² - عدنان تاليه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره- ص 131 .

توجيه وتعبئة أموال المدخرين وخلق فرص استثمارية وهذا لضمان التخصيص الكفء للموارد المالية، وضمان التعبير الجيد للسهم عن وضعية المؤسسة، وقد تلعب الظروف المحيطة بالبورصة دورا هاما في التعبير الجيد للسهم، وهذا دون إغفال الميول الشخصية للمستثمرين ، ويتم دراسة هذه الظروف من خلال إجراء التحليل الفني، وما ينتج عنها من مؤشرات تمكن من التنبؤ بالإتجاه المستقبلي للسوق والبيئة الاقتصادية.

ولكن دقة هذه المعلومات وانتقالها بالسرعة اللازمة ومدى شفافيتها، قد لا يكون إلا على مستوى البورصة الكفؤة، مما يضمن تقليل حالات عدم التأكد ويعمل على التسعير الجيد للأسهم، وهذا بمحاولة التكيف مع المخاطر والإبتعاد عن الإرتجال والتحيز عند التقييم، مع ضرورة الأخذ بعين الإعتبار لسياسة التوزيعات المنتهجة من طرف المؤسسة.

1-2 نماذج المستخدمة في تقييم الأسهم :

تنتج عن الأسهم تدفقات نقدية في المستقبل، مما يعني أن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وعموما تتكون هذه التدفقات المتوقعة من عنصرين أساسيين هما¹: التوزيعات المتوقعة والتغيرات في سعر بيع السهم، إذ يعتبران كمدخلين أساسيين في تحديد قيمة السهم العادي.

1-2-1 التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم: أو ما يدعى بخصم توزيعات الأرباح (*Dividend Discount Model*)؛ إن الأساس لتقييم الأسهم هو أن قيمة السهم تساوي إلى التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، فالمستثمر يحصل على نوعين من التدفقات؛ توزيعات الأرباح (*Cash Dividend*) والتي تحددتها سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسة، أما المصدر الثاني يكون نتيجة الفرق في السعر السوقي للسهم (*Capital Gains*)، والذي يكون نتيجة التنازل عن توزيعات الأرباح المتوقع إستلامها، وبالتالي فقيمة السهم تعتمد على القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح، ويعد نموذج خصم توزيعات الأرباح (*DDM*) والذي قدم من طرف وليامز عام 1938م، أهم نموذج لتحديد قيمة السهم، والذي يحدد كما يلي²:

$$V = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

- V : تمثل القيمة السوقية للسهم العادية؛
- k : معدل العائد المطلوب على الإستثمار في السهم في ضوء المخاطر؛
- D : التوزيعات المتوقعة الحصول عليها.

ونميز في هذا النموذج مجموعة من الحالات، وهذا تبعا لمقدار نمو التوزيعات المتوقعة كما يلي:

■ قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة: من خلال هذا الفرض فإن المؤسسة تدفع توزيعات ثابتة، وبالتالي فالمستثمر لا يتوقع تغير في قيمة هذه التوزيعات مما يعني أنه لا يكون هناك معدل نمو يتبع هذه الحالة، وبالتالي فإن قيمة السهم ستكون مساوية لـ:

¹- محمد صالح الحناوي- تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية- الدار الجامعية. الإسكندرية- 1998- ص 194 .
²- المرجع السابق- ص 196.

$$V = D/K$$

▪ قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات معدل النمو الثابت: يعود سبب إقدام المستثمر على شراء أسهم مؤسسة ما، إلى توقعاته التي تقوم على حصوله على توزيعات متزايدة أي توقعه بنمو توزيعات المؤسسة، ويسمى هذا النموذج بنموذج جوردن 1963م والذي بناه لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم، لذا إرتكز على مجموعة من الإفتراضات¹ والمتمثلة في أن المستثمر يفضل الحصول على توزيعات الأرباح الحالية متجنباً للمخاطرة، وأن هذه التوزيعات تنمو بمعدل ثابت (g) ونسبة أقل من معدل الخصم، بالإضافة إلى أن حالة عدم التأكد تزداد بطول مدة التنبؤ فيما يخص هذه التوزيعات، وقد مثل هذا النموذج وفق الصيغة الرياضية الموالية:

$$V = \frac{D_0(1+g)}{K-g}$$

▪ قيمة السهم في حالة النمو الذي لا يتسم بالثبات: تمر المؤسسة بدورة حياة تختلف في كل مرحلة من مراحل حياتها معظم معطياتها، منها الأرباح المحققة وبالتالي التوزيعات ومعدل نموها، ففي مرحلة النمو تشهد أرباحها نمواً سريعاً، وهذه الأخيرة تتباطأ في المرحلة الإنتقالية وذلك نتيجة لتباطؤ معدلات النمو الإقتصادية، ثم تدخل مرحلة النضوج والتي يكون فيها نمو الأرباح بنفس معدل نمو الإقتصاد الوطني، ونظراً لقصر الفترة الإنتقالية فمعدل النمو يصنف في مرحلتين، مرحلة النمو الأساسية (g1) وتعرف بمرحلة النمو الطبيعي، وتكون المرحلة الثانية هي مرحلة النمو غير الطبيعي (g2)، ومنه يمكن تحديد قيمة السهم وفق الصيغة الموالية²:

$$V = \frac{D_0(1+g_1)}{K-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \frac{D(1+g_2)}{K-g_2}$$

1-2-2 نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة (Price Ratios): ويعتمد هذا المدخل في تحديد القيمة للسهم على الأسعار السوقية للأسهم وهذا من خلال ربطها بمؤشرات، ومن أهم الطرق التي تكوّن هذا المدخل هي:

▪ نسبة السعر إلى ربحيته (Price / Earning ratio): ويتم حساب هذا المضاعف بالإعتماد على العلاقة الموالية³:

$$P/E = PV/EP_S$$

• PV : قيمة السهم ؛ EP_S : ربحية السهم.

ويعتبر هذا المضاعف ذا أهمية كونه يمثل دالة إلى معدل النمو في ربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية، ويعرف المحللون أسهم المؤسسات التي تتميز بإرتفاع P/E على أنها أسهم نمو (Growth Stocks)، بينما تعرف أسهم المؤسسات التي تتميز بإنخفاض P/E بأنها أسهم القيمة (Value Stock)،

¹ - عدنان تاليه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره- ص 131.

² - المرجع السابق- ص 131.

³ - Norbert GUEJ- op cit- p 469.

ولتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم إستعمال هذا المضاعف، وذلك كمتوسط نسبة تاريخية مع الأخذ بعين الإعتبار ربحية السهم المتوقعة على أساس معدل نمو متوقع، بإستعمال العلاقة¹ :

$$V = P/E \times EP_S(1 + g)$$

▪ نسبة السعر إلى التدفق النقدي (*Price-Cash Flow Ratio*): تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأسهم ذات أهمية بالغة عند تقييم الأسهم، وذلك من خلال إحتساب نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي للسهم، فبعض المحللين يعتقدون أن مؤشر التدفق النقدي أكثر دلالة من صافي الربح، فمؤشر نسبة السعر إلى التدفق النقدي (*P/CFPS*) يمكن أن يكون كدالة لنوعية الأرباح كونها تعكس التدفق النقدي الفعلي، مما يعني أنها دالة لمعدل النمو في الأرباح، ويمكن إيجادها بالعلاقة²:

$$P/CFPS \text{ Ratio} = PV/CFPS$$

$$V = (PV/CFPS) \times CFPS(1 + g) \quad \text{ومنه فالقيمة تتحدد كما يلي:}$$

▪ نسبة السعر إلى القيمة الدفترية³ (*Price-Book Ratio*): وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها تعتمد على مقياس محاسبي لثروة السهم الواحد، مما يضيفي إعتقاد لدى بعض المحللين بضرورة بيع السهم بأكثر من قيمته الدفترية، وهذه النسبة إنما هي مؤشر لقدرة خلق الثروة لحملة الأسهم العادية من قبل المؤسسة، وهذا نسبة إلى تكلفتها التاريخية، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم تتحدد كما يلي:

$$Book \text{ Value}(BV) = (Equity - Preferred \text{ Stock})/Number \text{ of common Stock}$$

$$P/BV = PV/BV \Rightarrow V = (P/BV) \times BV(1 + g) \quad \text{أي أن:}$$

2- قيمة المؤسسة التي لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة

وتتحدد قيمة هذه المؤسسات وفق مجموعة من الطرق، والتي تم التطرق لها في العناصر السابقة من هذا الفصل، كما يمكن الإعتماد كذلك على طرق أخرى من بينها:

2-1 **مضاعف الربحية:** وكما سبق التعرض لهذا المفهوم والمتمثل في إيجاد نسب سعر السهم إلى ربحيته لمؤسسة مثيلة، وإجراء المقارنة مع المؤسسة محل التقييم، وذلك من خلال الإعتماد على المساواة الآتية⁴ :

$$PV/EP_S = PV^*/EP_S^*$$

- فـ EP_S, PV : تمثلان على التوالي قيمة السهم السوقية، وربحية السهم بعد الضريبة لمؤسسة مثيلة؛
- و EP_S^*, PV^* : تمثلان قيمة حقوق الملكية، وصافي الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم.

¹ - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي- مرجع سبق ذكره- ص 148.

² - المرجع السابق - ص 150 .

³ - المرجع السابق- ص ص: 150- 151.

⁴ - A. FARBER, M.P. LAURENT, K.OOSTERLINCK, H.PIROTTE - FINANCE- Pearson Education -2^{eme}Edition - 2008-p 116.

فإذا ما تم التوصل إلى مضاعف الربحية بالنسبة للمؤسسة المثيلة، يتم ضرب هذا الأخير في الربح المتوقع بعد الضريبة للمؤسسة محل التقييم، مما يوصلنا إلى تقدير للقيمة السوقية لحقوق الملكية.

وباعتبار أن تطبيق هذا الأسلوب يشترط توفر عدة ظروف تمكن من إجراء المقارنة، والمتمثلة في¹:

- تماثل النمو والمخاطر: وهذا لكون نسبة السعر إلى ربحيته تتأثر بهما، وهذا لتأثر هذا المضاعف بمعدل العائد الذي يطلبه الملاك، والذي بدوره يتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، دون تبيان تأثير معدل نمو التوزيعات.
- تماثل الربحية: فحسب فرانكس وزملائه فإن إنتماء المؤسسة إلى نفس الصناعة لا يكفي لإعتبارها مثيلة، وذلك لإختلاف دخلها المحاسبي إضافة إلى إجراءاتها المحاسبية المتبعة، سواء إذا تعلق الأمر بالإهلاك أو المخزون، مما قد يؤدي إلى إختلاف في نسبة السعر إلى ربحيته، فتماثل مؤسستين من حيث التوزيعات ومعدل نموها، والمخاطر قد يؤدي إلى تساوي القيمة السوقية لسهمي المؤسستين، لكن مجرد الإختلاف في الإجراءات المحاسبية والتي تؤثر على ربحية المؤسسة قد تؤدي إلى إختلاف في نسبة سعر السهم إلى ربحيته.

2-2 تقييم أصول المؤسسة²: ويعتمد هذه الطريقة يتم تحديد القيمة الحالية لأصول المؤسسة مضافا إليها شهرة المحل، وهذا عن طريق خصم التدفقات النقدية المتوقعة الصافية من الإلتزامات التي تواجهها المؤسسة، إضافة إلى طرح كل من الإهلاك والزيادة في رأس المال العامل إن وجد، للوصول إلى التدفق النقدي المتاح كما سبق الإشارة إليه، إضافة إلى مصاريف البحث والتطوير.

فحسب الدكتور هندي فإنه يجب التفريق بين القيمة الحالية لإقتراح إستثماري والقيمة الحالية المتولدة عن الأصول، والتي تعني القيمة الحالية للتدفقات النقدية من الإستثمارات القائمة، إضافة إلى القيمة الحالية للإستثمارات القائمة، زيادة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية من إستثمارات مربحة يحتمل تنفيذها مستقبلا، ويعتبر كذلك أن القيمة الحالية للإستثمارات القائمة إنما تتكون من التدفقات النقدية لخطوط الإنتاج القائمة، إضافة إلى القيمة الحالية للأصول التي سيتم التنازل عنها عند إنتهاء الحاجة إليها، وقد صاغ المعادلة الآتية:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن الأصول = [(القيمة الحالية للتدفقات النقدية من خطوط الإنتاج القائمة + القيمة التي لا تكون هناك حاجة لها) / القيمة الحالية للإستثمارات القائمة] + صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن تتولد عن الفرص الإستثمارية المستقبلية.

- القيمة الحالية للمنتجات القائمة: وتتمثل في تقدير التدفق النقدي المتاح (*Free Cash Flow*) المتولد عن النشاط، وهذا من أجل التقدير الجيد للقدرة الإيرادية لأصول المؤسسة.
- صافي القيمة الحالية للفرص الإستثمارية: فحسب فرانكس وزملائه فإنها تمثل شهرة المحل (*Good Will*)، وذلك كونها تعكس القدرة المتوقعة للمؤسسة في خلق فرص إستثمارية مستقبلية.

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص ص: 510 - 514 .

²- المرجع السابق- ص ص: 515 - 524 .

- القيمة الحالية للأصول المتبقية (*Residual Value*): وتمثل متغير أساسي في تحديد القيمة الحالية لأصول المؤسسة، ويرى رابابورت¹ (*Rappaport*) أنه يمكن إيجادها بخصم التدفقات النقدية بعد فترة التنبؤ إلى لا نهاية وهذا بإعتبار التدفق النقدي بعد فترة التنبؤ هو تدفق نقدي مستمر، وهذا إعتمادا على المعادلة التالية:

$$\text{القيمة المتبقية} = \text{التدفق النقدي المستمر} / \text{معدل العائد المطلوب}$$

ولتقدير قيمة الملكية يتم الإعتماد على إحدى الطرق التي سبق التطرق إليها. كما يرى² (*Rappaport*) أنه يمكن حساب قيمة المؤسسة، وذلك من خلال تقدير ثلاث مكونات أساسية، والتي يمكن صياغتها في المعادلة الموالية:

- قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للتدفق النقدي من العمليات أثناء فترة التنبؤ؛
- + القيمة المتبقية؛
- + قيمة الأوراق المالية.

إن تحديد قيمة المؤسسة عن طريق إستعمال طريقة القيمة السوقية والمتمثلة في القيم السوقية لأصول المؤسسة، مطروحا منها كل الإلتزامات، يعمل كون قيمة المؤسسة قد تزيد عن المجموع الحسابي للقيم السوقية لأصولها وهو ما يعرف بأثر التفاعل المتبادل (*Synergistic effect*) ، والذي مرده إلى أسباب عديدة كشهرة المحل؛ الربحية إضافة إلى طبيعة عمليات المؤسسة، كما تعترض هذا الأسلوب العديد من الصعاب كضرورة توفر سوق نشطة تعكس القيمة الحقيقية للأصول وصعوبة تحديد قيم الأصول السوقية لعدم وجود أصول مشابهة ، مع إهماله لتحقيق الأرباح في الماضي والمستقبل³.

¹- محمد صالح الحناوي - تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية- مرجع سبق ذكره- ص 222.

²- المرجع السابق- ص ص : 219 - 220 .

³- المرجع السابق - ص 216.

المبحث الثاني: المداخل الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

لما كانت المؤسسة تسعى إلى محاولة تخفيض تكلفة مصادر التمويل المكونة لهيكلها المالي إلى أدنى حد ممكن، وهذا من أجل تعظيم العائد على حق الملكية، في ظل المخاطر الناجمة عن إستغلال هذه المصادر وخاصة القروض. ومن خلال العمل على الموازنة بين العائد والمخاطر، ظهر مفهوم الهيكل المالي الأمثل، والذي يعني¹: "مجموع الأموال الخاصة والديون التي تكون عندها تكلفة التمويل أدنى ما يمكن، مما يرفع قيمة المؤسسة إلى أقصى حد ممكن"، وقد تناولت العديد من النظريات تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

وتجدر الإشارة إلى أن مجموع المداخل التي تناولت هذا الموضوع، والمتمثلة أساسا في المدخل التقليدي، مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، قد أقامت حججها على مجموعة من الفرضيات الأساسية، والمتمثلة في²:

- تعتمد المؤسسة في سياستها التمويلية على نوعين من الأموال وهما القروض والأسهم العادية؛
- تكون قيمة العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة لا تتغير، مع إمكانية تغيير هذا الخليط التمويلي عن طريق تغيير درجة الرفع المالي، وهذا بإصدار سندات جديدة، وإستخدام حصيلتها في شراء جزء من الأسهم العادية، كما يمكن للمؤسسة بيع أسهم جديدة وسداد القروض (السندات) بقيمتها وهذا قبل موعد إستحقاقها؛
- يتم توزيع كافة الأرباح المحققة، أي أن سياسة التوزيعات المنتهجة تقضي بعدم إحتجاز أي نسبة من الأرباح؛
- تكون إحتتمالات أرباح التشغيل المتوقعة من المشروع متساوية لدى كل المستثمرين؛
- ثبات أرباح التشغيل للمؤسسة، وعدم توقع نموها؛
- إضافة إلى غياب الضرائب في التحليل المقدم من قبل هذه المداخل، مع إفتراضها أن مخاطر الأعمال تكون ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطر المالية.

1- المدخل التقليدي *Traditional Approach*

من بين المداخل التي حاولت تفسير تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة، وهذا من خلال تركيزها على الإستعمال الرشيد للأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، فالتوفيق بين الأموال المقترضة والمملوكة يعمل على تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية.

ففي ظل غياب كل من الضرائب وتكاليف الوكالة والإفلاس، فإن هذا المنظور يقر بوجود هيكل مالي أمثل، وهذا جراء الإعتماد على المصادر التمويلية ذات التكلفة المنخفضة (القروض)، في ظل مستويات معقولة من الإقتراض (مستوى أمثل)، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الكلية عند أدنى مستوياتها، وبالضرورة تحقق القيمة السوقية للمؤسسة أقصى حد لها.

¹ - Jean BARREAU & Jaqueline DELAHAYE- op cit - p172.

² - محمد سمير عبد العزيز- التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية- مرجع سبق ذكره - ص ص: 214 - 215.

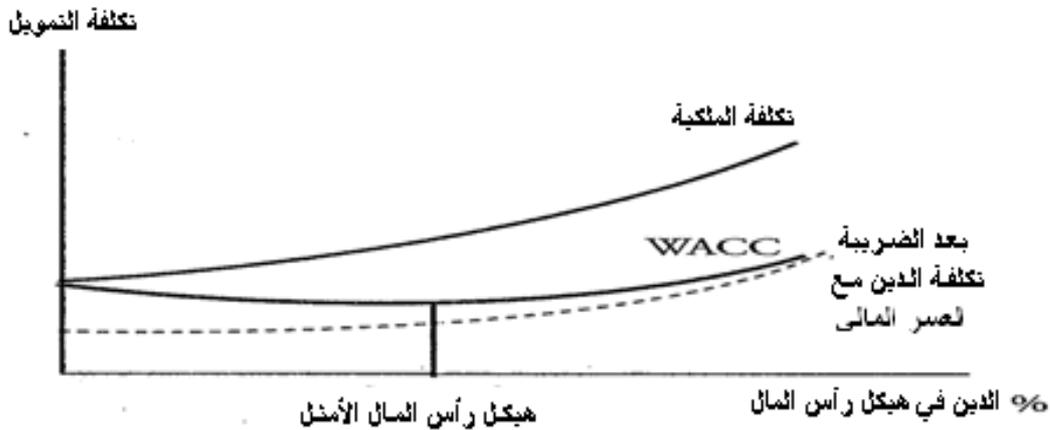
وتبعاً لهذا المدخل فإن تغيرات تكلفة رأس المال (قيمة المؤسسة) نسبة إلى التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي، يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل أساسية وهي¹:

■ في مرحلة أولى، تكون تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبياً إضافة إلى ثبات تكلفة الاقتراض، وتكون المزايا المحصلة من الإقتراض في الهيكل المالي أكبر من الزيادة في تكلفة أموال الملكية، ويتوقع من خلال إنخفاض تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة الإرتفاع في قيمتها، وهذا كلما زادت نسبة الرفع المالي.

■ أما في مرحلة ثانية، فإنه وبمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة معينة من الرفع المالي، فإنه لا يكون بعدها أي تأثير يذكر للإقتراض على قيمة المؤسسة، ويرجع أساساً هذا إلى أن الزيادة في تكلفة أموال الملكية والتي ترجع أساساً إلى الخطر المالي، تلغي المزايا الناتجة عن الإقتراض. وعند هذا المستوى أو المدى من الإقتراض فإنه لا يكون أي تأثير للهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

■ وخلال مرحلة ثالثة، وبتزايد الإقتراض المعتمد من قبل المؤسسة في هيكلها المالي بما يفوق الحدود المعقولة، فإن المزايا الإقتراضية تفقد أهميتها، نظراً لكون العوائد المطلوبة من قبل الملاك (تكلفة الأسهم) تفوق هذه المزايا، الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال، ما ينعكس بالسلب على القيمة السوقية للمؤسسة. ومن خلال الشكل الموالي يمكن توضيح مختلف المراحل السابقة:

الشكل (2-1): الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي



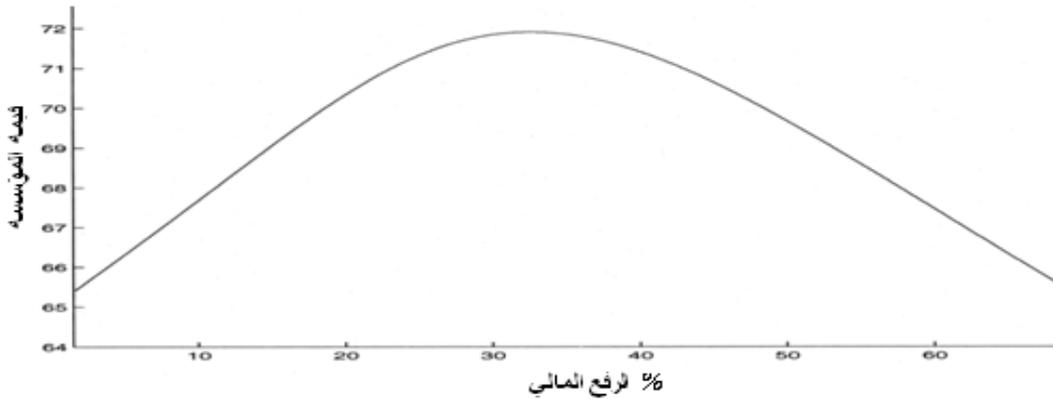
Source :Pierre VERNIMMEN- Finance D'entreprise-Ed DALOZ Paris-5^{eme} Edit-2002 – p 663.

إذ نلاحظ من خلال الشكل إنخفاض تكلفة التمويل مع التوسع في الإعتماد على القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا إلى غاية نقطة محددة والتي تمثل الهيكل المالي الأمثل، إذ تؤدي الزيادة بعدها في الإستدانة إلى إرتفاع تكلفة التمويل، ويرجع ذلك إلى إلغاء تكلفة التمويل بالملكية لمزايا الرفع المالي نتيجة إرتفاع المخاطر.

ويعتبار 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 - محمد صالح الحناوي وآخرون- الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة- الدار الجامعية. مصر- 2003- ص ص: 355 - 359.

الشكل (2-2): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري- الإدارة المالية المتقدمة- إثناء الأردن- ط1- 2010- ص 174.

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 (*WACC*)، وبالتالي الإرتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا بفعل أثر الرفع المالي.

ولكن يؤدي الإستمرار في إستعمال القروض، في الهيكل المالي إلى إرتفاع مستوى المخاطر التي يتحملها المساهمون، خاصة خطر عدم القدرة على أداء الإلتزامات المالية (الإفلاس)، مما يؤثر في معدلات العائد المطلوبة من المساهمين، والتي ترتفع مع الزيادة في المخاطر، مما ينعكس على تكلفة الأموال بالإرتفاع 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.

2- مدخل صافي الربح *Net Income Approach*

لقد كان *David DURAND* من خلال عرضه لأسلوبي صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات بعد 1952م لتقييم المؤسسة جراء اعتمادها على القروض في تكوين هيكلها المالي، أثرا كبيرا في إختلاف الآراء بين المفكرين حول مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة¹.

ولعل الفرض الأساسي لهذا المدخل يتمثل في ثبات كل من تكلفة الديون والأموال الخاصة، وإستقلالهما عن الهيكل المالي²، مما يعني أن تغيير نسبة الاقتراض في الهيكل المالي لا يترتب عنه تغيير في معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (مقرضين، ملاك)، وهذا معناه أن المستثمرين لا يتغير إدراكهم للخطر بالزيادة في إستخدام القروض في الهيكل المالي.

¹ - عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص- مدخل معاصر في الإدارة المالية- مرجع سبق ذكره- ص 182 .

² - منير إبراهيم هندي- الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر- المكتب العربي الحديث. الإسكندرية- ط 6 - 2006 - ص 623 .

وبما أن تكلفة الإقتراض (Kd) تكون عموماً أقل من تكلفة الأسهم العادية (Ke)، فإن التصرف العقلاني هو محاولة الرفع من حصة المصدر الأقل تكلفة وهذا عن طريق زيادة استخدام القروض، والذي يؤدي بالضرورة إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال ($WACC$) وبالتالي تتحقق النتيجة الحتمية والمتمثلة في رفع قيمة المؤسسة.

فالملاحظ من خلال هذا التحليل المقدم من رواد هذا المدخل، أنه يقر بوجود هيكل مالي أمثل يعظم من قيمة المؤسسة، وهذا عندما تكون تكلفة الأموال فيه عند أدنى حد لها، فأثر الهيكل المالي حسب هذا المدخل واضح على قيمة المؤسسة، ويمكن توضيح تحليل هذا المدخل من خلال الشكل الموالي:

الشكل (2-3): العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكل المالي وفق مدخل صافي الربح



المصدر: محمد سمير عبد العزيز - التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية - مرجع سبق ذكره - ص 219.

فالشكل يوضح أنه بزيادة اعتماد المؤسسة على القروض بإعتبارها مصدر أقل تكلفة من الأسهم العادية، تؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل ($WACC$) مما ينعكس على قيمة المؤسسة بالإيجاب، والتي تبلغ أقصاها أثناء الإعتدال بشكل كلي على القروض في تمويل إستثماراتها، وهذا في غياب المخاطر المالية.

ويعتبر هندي¹ أن نقطة الضعف الأساسية لهذا المدخل ممتلة في إغفاله لتكلفة الإفلاس، وتغاضيه عن المخاطر المالية الناتجة عن الرفع المالي، والتي من المفروض أن تؤدي إلى رفع تكلفة حقوق الملكية.

3- مدخل صافي ربح العمليات ($Net Operating Income Approach (NOI)$)

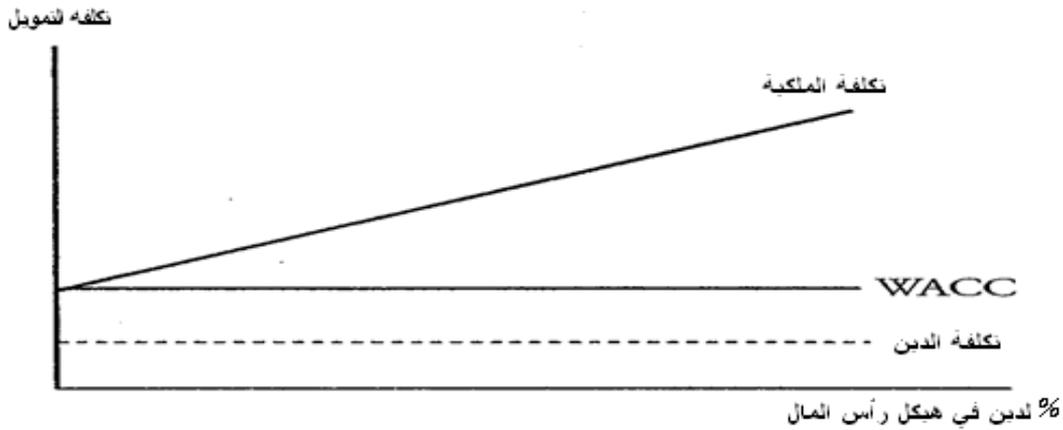
على عكس المدخلين السابقين، فإن مؤيدي هذا المدخل يساندون وجهة النظر المنادية بالقطيعة الموجودة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، فحسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي.

¹ - المرجع السابق - ص 627 .

ويقوم هذا المدخل على فرض أساسي وهو ثبات التكلفة الكلية للأموال¹، وهذا بغض النظر عن نسبة القروض المكونة للهيكل المالي بإعتبار 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 لإرتفاع المخاطر التي يتعرضون لها. وتؤدي زيادة معدل العائد المطلوب من المالكين إلى إرتفاع 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.

ويمكن إيجاد قيمة المؤسسة عن طريق جمع قيمة كل من أسهمها وقروضها، كما يمكن تحديدها كذلك من خلال خصم صافي الدخل التشغيلي، حيث لا تكون من المهم تقسيمها بين الملكية والإقتراض، وهذا في ظل معدل خصم مرتبط بمخاطر الأعمال، فكلما كانت مخاطر الأعمال ثابتة فإن معدل الخصم (أو تكلفة التمويل) لا تتغير كذلك². ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-4): الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وفق مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون- الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة- مرجع سبق ذكره- ص 354.

فمن خلال هذا المدخل، وفي ظل فروضه القائمة على ثبات كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة التمويل، ومع الزيادة بشكل خطي في تكلفة الملكية فإن التحليل وفق هذا المدخل لا يرحب بفكرة وجود هيكل مالي أمثل، فقيمة المؤسسة تظل ثابتة طالما أن تكلفة الأموال ثابتة وقد أيد العديد من الكتاب هذا التوجه، ومن بين الأعمال المؤيدة ما جاء به كل من مدجلياني وميلر.

¹- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص- مدخل معاصر في الإدارة المالية- مرجع سبق ذكره- ص 198 .

²- محمد سمير عبد العزيز- التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية- مرجع سبق ذكره- ص 220 .

4- مدخل مدجلياني وميلر¹ *Modigliani & Miller Approach (M&M)*

لقد جاء مدخل مدجلياني وميلر مدعما ومساندا لمدخل *(NOI)*، وذلك من خلال بحثهما التي تناولت علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، والتي جاءت على مرحلتين:

- ففي مرحلة أولى عام 1958م، إعتبرا المؤسسة متواجدة في عالم دون ضرائب مفروضة على أرباحها، وهو الفرض الأساسي الذي قام عليه تحليلها، مع إستبعادهما لتكاليف الإفلاس والوكالة.
- أما في مرحلة ثانية وفي سنة 1963م، تداركا الأمر وأخذاً بعين الإعتبار لأثر الضرائب المفروضة على أرباح المؤسسة.

وقد تم التحليل في المرحلة الأولى بالإعتماد على مجموعة من الإفتراضات الأساسية إضافة إلى الإفتراضات السابقة الذكر، وخاصة عدم فرض الضرائب على أرباح المؤسسات، ومن أهمها:

- التعامل في ظل سوق كفاء لرأس المال؛ فالنموذج يعتمد على فرضية كمال السوق ما يعني توفر كافة المعلومات المطلوبة من قبل المستثمرين، دون تكلفة تذكر للمعاملات مع إمكانية تعامله في الأوراق المالية بحرية، وهذا من خلال الشراء والبيع بالحجم والكمية التي يرغب فيها، إضافة إلى إمكانية إستفادته من نفس شروط الإقتراض للمؤسسات، مع إتصاف المستثمر بدرجة عالية من الرشد؛

- يتم تصنيف المؤسسات إلى مجموعات حسب درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط (*Risk Classes*)، مما يعني أن المؤسسة تنتمي إلى مجموعة مخاطر معينة إذا تميزت الإيرادات المتوقعة بنفس صفات المخاطر للمجموعة، وقد إفترض *(M&M)* أن المؤسسات العاملة في نفس مجال الصناعة تتعرض إلى نفس المخاطر؛

- تتشابه توقعات المستثمرين حول القيمة المتوقعة للدخل التشغيلي للمؤسسة.

لقد كان أساس التحليل الذي قام عليه مدخل *(M&M)* هو إعتبار أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة إستثماراتها، وأن العائد والمخاطر هما أساس تحديد قيمة هذه الإستثمارات، مما يعني أن قيمة المؤسسة يجب أن لا تختلف عن قيمة إستثماراتها، الأمر الذي يفسر عدم تأثير قيمة المؤسسة بهيكلها المالي، وهو ما أدى بهما إلى طرح قضيتين في تحليلهما:

القضية الأولى: Proposition 1؛ من خلال هذا الإقتراح يرى مدجلياني وميلر أن كل من القيمة السوقية للمؤسسة وهيكلها المالي مستقلان تماما عن بعضهما البعض، ويكون المحدد الرئيسي للقيمة السوقية للمؤسسة ممثلا في قدرة أصولها على توليد الأرباح، ويكون معدل الخصم لهذه الأرباح يتناسب ودرجة الخطر بالنسبة للمجموعة التي تنتمي إليها المؤسسة، فالقيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على قرارات الإستثمار لا على قرارات التمويل، وهذا ما عبر عنه ميرتون ميلر (*Merton MILLER*)، بقوله²: "حجم البيئزا غير مرتبط بكيفية تجزئتها".

¹-See : Franco Modigliani; Merton H. Miller - The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment- *The American Economic Review*, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.

² - Pierre VERNEMMEN- FINANCE D'ENTREPRISE- Edition DALLOZ Paris - 5^{eme} édition -2002- p 665.

M&M¹ : « The market value of any firm is independent of its capital structure and is given by capitalizing its expected return at the rate k appropriate to its class ».

وبالتالي يكون تحديد قيمة المؤسسة كما يلي:

$$v = v_s + v_d = R/K$$

حيث تمثل: R : النتيجة؛ و K : تمثل التكلفة. أي أن القيمة السوقية للمؤسسة تكون مساوية لمجموع القيم السوقية للأسهم، مضافا لها القيم السوقية للديون. كما يمكن أيضا استعمال متوسط التكلفة المرجحة في إيجاد القيمة السوقية للمؤسسة، كما يلي²:

$$v = k_e \times \frac{v_e}{v_e + v_d} + k_d \times \frac{v_d}{v_e + v_d}$$

فمن خلال المعادلتين السابقتين يتضح أن الهيكل المالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة، وإنما قيمة المؤسسة تعتمد على ربح العمليات المتوقع من الأصول، وحسب مدجلياني وميلر فإن تكلفة التمويل تكون مستقلة تماما عن تشكيلة الهيكل المالي، أي أنها لا تتأثر بنسب الإقتراض المعتمدة، وبالتالي فالرفع المالي حيادي التأثير على قيمة المؤسسة وثروة المساهمين، لذا وفق هذا المدخل تكون تكلفة التمويل ثابتة.

ومن أجل إثبات صحة هذه القضية، لجأ مدجلياني وميلر إلى فكرة المراجعة، فالمراجعون يعملون على إحلال التوازن في القيم السوقية للمؤسسات المنتمية إلى نفس مجموعة الخطر وهذا بغض النظر عن هيكلها المالي، فما هي المراجعة؟

تشير المراجعة (*Arbitrage*) إلى أن إختلاف القيم السوقية لمؤسستين تنتميان لنفس مجموعة المخاطرة، وتتماثلان في كل شيء فيما عدا تركيبة الهيكل المالي، فإن هذا الإختلاف في القيمة السوقية يكون مؤقتا، وهذا كون عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن للمؤسستين.

ففكرة المراجعة تقوم على إفتراض إمكانية إستبدال المستثمر الرافعة المالية للمؤسسة برافعة شخصية³، وقد وضحا ذلك بمؤسستين يكون الهيكل المالي للأولى (أ) مكون فقط من حقوق الملكية، بينما يكون في الثانية (ب) مختلط (حقوق ملكية+قروض) مع التشابه في كافة المواصفات الأخرى وإفتراض أن القيمة السوقية للمؤسسة الثانية أكبر من الأولى.

فالمستثمر في المؤسسة ذات القيمة الأعلى يقوم ببيع حصته من الأسهم في هذه المؤسسة، ويقوم بإقتراض أموال إضافية على حسابه الشخصي، ليستثمر الأموال المحصلة في المؤسسة ذات القيمة الأقل، مع التوقع بتحقيق نفس العائد من جراء ذلك مقارنة مع ما كان يحققه من قبل ولكن بإستثمار أقل، الأمر الذي يؤدي بباقي المستثمرين إلى حذو نفس السبيل وهذا بإستغلال هذه الميزة والإستفادة منها، ومثل هذا التصرف يؤدي بالضرورة إلى إنخفاض القيمة

¹ - Franco Modigliani; Merton H. Miller- The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment-op cit- p 268.

² - Jean BARREAU & Jaqueline DELAHAYE- op cit - p 183.

³ - منير إبراهيم هندي- الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر - مرجع سبق ذكره- ص 634.

السوقية لأسهم المؤسسة (ب) جراء زيادة المعروض من أسهمها، وفي المقابل تشهد القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (أ) إرتفاعا نتيجة لزيادة الطلب عليها، ويستمر هذا الوضع إلى غاية تساوي قيمة كل من المؤسستين.

ويمكن توضيح أكثر لفكرة المراجعة من خلال المثال الموالي، مع إفتراض تماثل كل من المؤسستين (أ) و(ب)، في كل شيء مع تواجدهما في نفس مجموعة المخاطر، مع إختلاف في الهيكل المالي.

جدول (1-2): مثال يوضح فكرة المراجعة (القروض 80000 ون؛ معدل الفائدة 5%)

المؤسسة (ب)	المؤسسة (أ)		
20 000	20 000	RE	نتيجة الاستغلال
4 000	0	FFI (5%)	مصاريف مالية
16 000	20 000	RN	النتيجة الصافية
16 000	20 000	DIV=RN	الأرباح الموزعة
12%	10%	Ks	تكلفة الأموال الخاصة
133 333	200 000	Vs = DIV / Vs	قيمة الأموال الخاصة
80 000	0	Vd = FFI / Kd	قيمة الأموال المقترضة
213 333	200 000	V = Vs+Vd	قيمة المؤسسة
9.4%	10%	WACC = RE / V	
60%	0%	Vd / Vs	الرفع المالي

Source : Pierre VERNEMMEN- op cit- p 664.

فحسب المدخل التقليدي فإن قيمة المؤسسة (ب) تفوق قيمة المؤسسة (أ)، ويرى مدجلياني وميلر أن كل مستثمر بإمكانه تحقيق عوائد أكبر وذلك بشراء أسهم المؤسسة (أ)، دونما أن يتحمل مخاطرة إضافية مع نفس الحجم من الأموال المستثمرة، كما يلي:

فبفرض أن مساهم يملك حصة مقدارها (1%) في المؤسسة (ب)، أي ما يعادل (1333=13333×%1)، فبهدف تعظيم عوائده إنطلاقا من نفس الحجم من الأموال المستثمرة يقوم بالآتي:

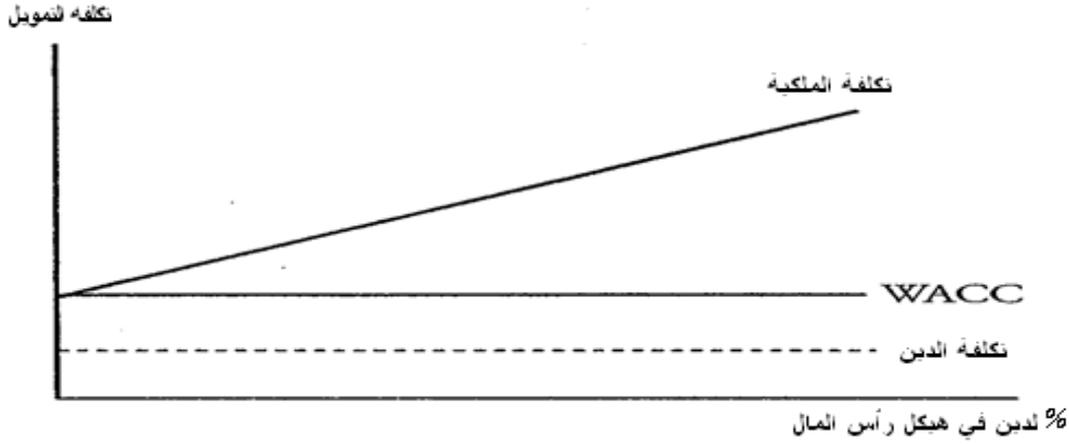
يبيع حصته من الأسهم في المؤسسة (ب)، ثم يقترض مبلغ مالي مكونا بذلك رافعة شخصية معادلة للرافعة المالية في المؤسسة (ب) أي (800 = %60 × 1333) وذلك بسعر فائدة مقدر بـ 5%، ويستثمر المبلغ المحصل (800+1333=2133ون)، في شراء أسهم المؤسسة (أ).

ويكون المستثمر من جراء عملية المراجعة، قد تمكن من الحصول على عائد سنوي صافي مقدر بـ: توزيعات أرباح (أ) (2133×%10=213ون- مصاريف مالية (800×%5=40) = 173ون).

بعدها كان سيتحصل على عائد سنوي مقداره 160 ون (1333×%12 أو 16000×%1)، وهذا في ظل نفس المستوى من المخاطرة، الأمر الذي يشجع المستثمرين الباقين على إنتهاج نفس السلوك، مما يؤثر على قيمة

المؤسسة (ب) بالإخفاض في ظل زيادة بيع أسهمها، مع إرتفاع في قيمة المؤسسة (أ) بزيادة الطلب على أسهمها إلى غاية تعادل في قيمة كل من المؤسستين (أ) و(ب)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل (2-5): العائد المتوقع من الأسهم، تكلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب



Source: André FARBER, M.P. LAURENT, K.OOSTERLINCK, H.PIROTTE - op cit - p 192 .

وبالتالي فمدجلياني وميلر يجدان أن قيمة المؤسسة لا ترتبط بهيكلها المالي، أي أن تغير قيمتها لا يمكن أن يكون جراء تقسيم تدفقاتها النقدية بين الإقتراض والملكية، وإنما حسب التدفقات النقدية لموجوداتها المادية، وأن تكلفة الأموال تبقى ثابتة، ونفس الشيء بالنسبة لقيمة المؤسسة مهما تغير الهيكل المالي ومهما إزداد إستعمال الرفع المالي، على عكس وجهة النظر التقليدية التي ترى أنها عبارة عن دالة في الرفع المالي، أما عن درجة الخطر فإن مدجلياني وميلر يؤكدان ثباتها وذلك من خلال تساوي الخطر من إستعمال القروض في الهيكل المالي للمؤسسة (ب)، وإيقادام المستثمر على شراء أسهم المؤسسة (أ) وإقتراضه لهذا الغرض مبلغ من المال فإنه يتعرض لنفس المخاطرة (الرفع المالي الشخصي).

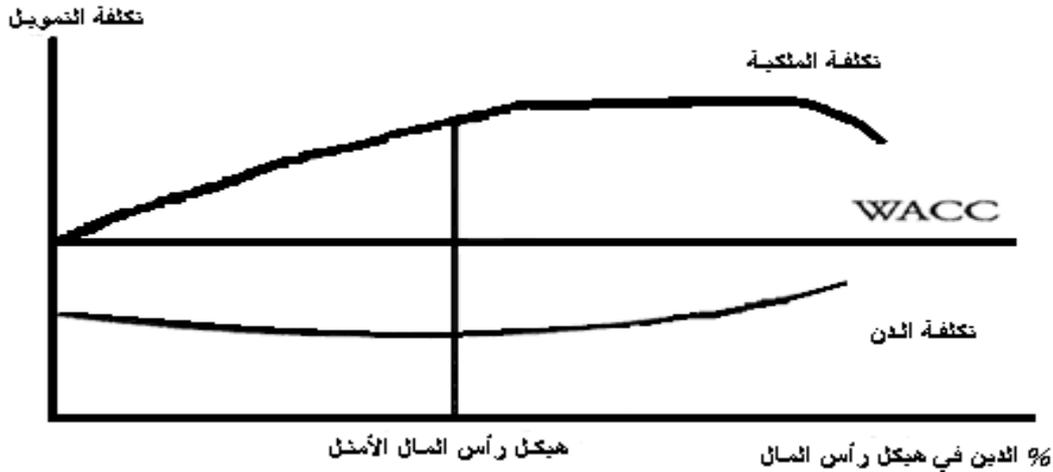
القضية الثانية: Proposition 2؛ في هذا الإقتراح المقدم من مدجلياني وميلر، يعتبر أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الإقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي إلى نفس مجموعة الخطر، لكنها لا تعتمد على الإقتراض في هيكلها المالي، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناتجة عن الإقتراض، وبالتالي فإن تكلفة أموال الملكية تزداد بنسب كافية للمحافظة على ثبات تكلفة الأموال، في ظل الإعتماد المتزايد على القروض في الهيكل المالي للمؤسسة، وبإعتبار هذه الأخيرة مصدر رخيص نسبياً، الأمر الذي يلغي الزيادة في تكلفة الأموال، وقد صاغ كل من مدجلياني وميلر المعادلة الموالية، والتي تعبر عن الإقتراح الثاني الذي قدمناه¹:

$$k_e = wacc + (wacc - k_d) \times \frac{v_d}{v_e}$$

ولتوضيح هذا الإقتراح يمكن الإستعانة بالشكل البياني الموالي:

¹ - Franco Modigliani; Merton H. Miller- The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment-op cit- p271.

الشكل (2-6): الفرضية الثانية لـ (M&M) في غياب الضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره - ص 179.

فقد أبرز كل من بريلي ومايرز إلى أن هذه الفرضية قائمة على المبادلة بين العائد والمخاطر، فمعدل العائد على الأسهم يزداد بشكل متناسب مع نسبة الديون إلى الأسهم.

ولكن تقوم معظم الافتراضات التي قدمها مدجلياني وميلر على أسس غير واقعية، وخاصة فيما تعلق بتمائل الرافعة المالية الشخصية والرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، هذا من جهة إضافة إلى فرض كمال السوق لقيام عملية المراجعة، حيث تسجل عملية المراجعة فشلها في حالة عدم كمال السوق، مما يؤدي إلى إختلاف في قيم المؤسسة حسب إختلاف هيكلها المالي، هذا في ظل عدم وجود تكلفة للمعاملات وعدم فرض ضرائب، فهي بذلك تبتعد كثيرا عن الواقع الأمر الذي إستدركه الباحثان، والذي نتج عنه النظرية المصححة لمدجلياني وميلر في وجود الضرائب.

M&M¹ : « the expected yield of a share of stock is equal to the appropriate capitalization rate p_k for a pure equity stream in the class, plus a premium related to financial risk equal to the debt-lo-equity ratio times the spread between p_k and r »

5- مدخل مدجلياني وميلر في ظل وجود الضريبة²

جاء البحث المنشور لمدجلياني وميلر في 1963م بعنوان "ضرائب دخل المؤسسة وكلفة رأس المال: تصحيح"، *"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital :a correction"* لتصحيح ما ذهب إليه الباحثان في فرض عدم وجود ضرائب على دخل المؤسسة وذلك من خلال إسقاط هذا الفرض، وحاولا ربطه بالهيكل المالي ودراسة أثره على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب.

¹ - ibid. - p 271.

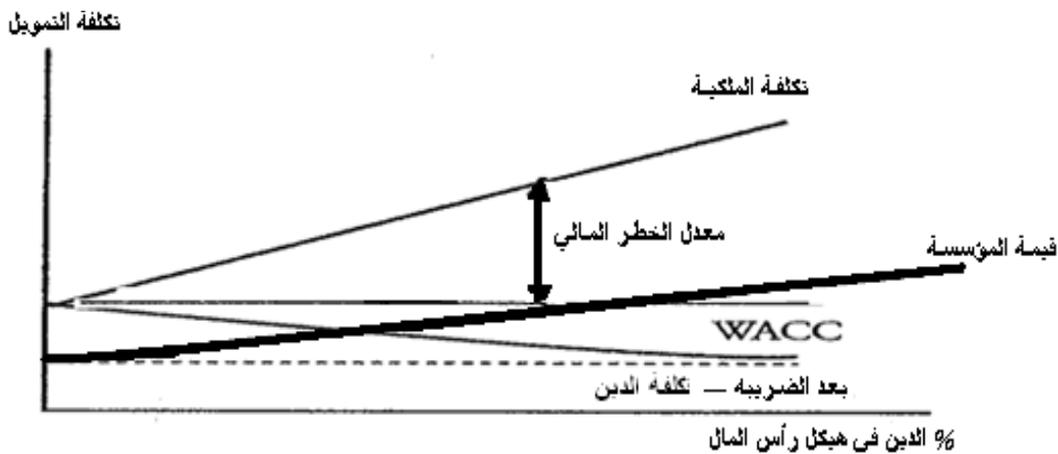
² - See : Franco Modigliani and Merton H. Miller- Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction -*The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443.

ويعتبار أن المصاريف المالية قابلة للتخفيض الضريبي، على عكس التوزيعات أو العوائد التي يتحصل عليها الملاك والتي تأتي بعد فرض الضريبة، فقد توصل الباحثان إلى أنه من الأفضل إستخدام الديون على الأموال المملوكة في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة، إذا أخذ بعين الاعتبار للضرائب المفروضة على أرباح المؤسسة.

وإستخلصا كنتيجة أن المؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على مزيج مكون من ديون وأموال ملكية ستفوق في قيمتها قيمة المؤسسة التي تعتمد كلية على أموال الملكية.

ولكن في المقابل يؤكدان على أن هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما في حالة زيادته أو نقصانه تكون عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمتي المؤسستين. ويمكن تمثيل ما توصلا إليه من خلال الشكل التالي:

الشكل (2-7): تكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب



Source : Michel ALBOUY- *Décisions Financières et création de valeur - Economica Paris - 2^{eme} édition - 2003 - p 347.*

ومنه تكون قيمة المؤسسة المعتمدة على الديون تساوي إلى قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من الأموال المملوكة فقط مضافا إليها قيمة الوفورات الضريبية، حيث أن يمكن تمثيل قيمة المؤسسة المستفيدة من المزايا الضريبية بالعلاقة:

$$v = v_e + v_d \times t_x$$

• $v_d \times t_x$: تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

وبالتالي فإن عملية خصم المصاريف المالية قبل إقتطاع الضريبة، والتي تنتج عنها وفورات ضريبية تكون ميزة إيجابية حسب تفسير كل من مدجلياني وميلر، وبالتالي فكلما زادت المؤسسة في رفع نسب الديون في هيكلها المالي، أدى ذلك إلى إنخفاض تكلفة الأموال بفعل الخصم المتزايد للأعباء المالية الناتجة عنها، مما يسهم في رفع قيمة المؤسسة مقارنة بحالة الإعتماد الكلي على أموال الملكية، وهذا بفعل الرافعة المالية.

ومن خلال تحليل مدجلياني وميلر لم يتم تحديد الهيكل المالي الأمثل بدقة، ولكن إعتباراً أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يعتمد بأكبر قدر من الديون، وذلك لتعظيم الإستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المالية قبل إقتطاع الضريبة، أي أن الاستمرار في الإقتراض يعني التخفيض المتواصل لتكلفة الأموال، وبالتالي الإستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة.

والتساؤل المحوري هنا هو حول معدل الخصم المستعمل في ظل وجود الضرائب، وخصم التكاليف والأعباء المالية للأرباح المحققة، هل بإستعمال تكلفة الدين أو التكلفة المتوسطة المرجحة أو معدل العائد المطلوب من الملاك، ونوضح كل هذا من خلال المعادلة الموالية¹:

$$RN = R(1 + t_x) + t \times k_d \times v_d$$

• $t \times k_d \times v_d$: تمثل القيمة السوقية للديون ؛ t_x : معدل الضريبة.

• RN : الربح بعد الضريبة ؛ R : الربح قبل الفائدة.

حيث يتم إستخدام العائد المطلوب من الملاك في مؤسسة غير مقترضة في الجزء الأول من المعادلة، بينما الجزء الثاني فيتم خصم بإستعمال تكلفة الإقتراض.

6- نموذج ميلر ² Miller Model

بعد أن عمد كل من مدجلياني وميلر إلى تصحيح وجهة نظرهما فيما يخص الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وهذا بعد أن تم إسقاط فرض عدم وجود الضرائب، والذي توصلوا فيه إلى أن المؤسسة المعتمدة على الديون إضافة إلى الأموال المملوكة في تكوين هيكلها المالي تفوق في قيمتها قيمة المؤسسة المعتمدة فقط على أموال ملكية، وهذا نتيجة للوفورات الضريبية.

لكن في عام 1977م، ومن خلال المقال المنشور تحت عنوان "ديون وضرائب" لميلر، عاد وأكد أن قيمة المؤسسة مستقلة تماماً عن هيكلها المالي، وهذا حتى في ظل وجود وفورات ضريبية، ويرجع السبب في ذلك إلى إدخاله لعامل آخر ممثلاً في الضرائب الشخصية (*Personal Taxes*)، التي يدفعها المستثمر سواء على الفوائد أو الأرباح المحصل عليها من خلال التوزيعات، فهي تعمل على إلغاء أثر الوفورات الضريبية المحصل عليها من المؤسسة.

وقد أهمل ميلر في تحليله لكل من تكلفة الإفلاس والوكالة، وإعتبر أن تأثيرهما محدود جداً على تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة بحيث يمكن تجاهلها، وأكد أنها صغيرة بحيث لا تتجاوز نسبة الـ 3.5% من القيمة السوقية للمؤسسة، مستنداً في ذلك إلى مجموعة من الدراسات التي أجريت، وقد إعتبرها تكاليف فعلية، كما تكون التكاليف المتوقعة أكثر أهمية عند تشكيل الهيكل المالي، إذ بينت دراسة أنها لم تتجاوز 1% عند تقديرها قبل سبع سنوات. وهذا ما

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون- الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة- مرجع سبق ذكره- ص 374.

² - See : Merton H. MILLER - Debt and Taxes- *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, (May, 1977), pp. 261-275.

³ - *ibid*- p 263.

وافقته دراسة كل من *Titman; Wessels*¹ والتي إعتبرت أن قرار الهيكل المالي يتم بعيدا عن مقارنة تكلفة الوكالة والإفلاس مع الوفورات الضريبية، مما يعني حيادية أثر القروض على قيمة المؤسسة.

ولتقدير قيمة المؤسسة فإنه يتم الإعتماد على العلاقة الموائية والتي تعتبر الأساس الذي يركز عليه نموذج ميلر، ويمكن أن تعرف العلاقة كما يلي²:

$$v_{e;d} = v_e + \left[1 - \frac{(1-t_c)(1-t_e)}{(1-t_D)} \right] \times D$$

$t_c; t_e; t_D$: تمثل الضريبة الشخصية على الفوائد، على دخل الأسهم، والضريبة على دخل المؤسسة على التوالي. فمن خلال المعادلة السابقة وبإفترض أنه لا يتم فرض ضرائب على المؤسسة وعلى الدخل الشخصي، فإن العلاقة السابقة تصبح كما يلي:

$$v_{e;d} = v_e + 0 \times D \Rightarrow v_{e;d} = v_e$$

وهذا ما يقودنا إلى النظرية الأولى لمدجلياني وميلر، وبالتالي فقيمة المؤسسة لا تتأثر بقرارات تشكيل الهيكل المالي، وما يقال عن عدم خضوع المؤسسة للضرائب يقال عن خضوع المؤسسة دون الدخل الشخصي للمستثمر للضريبة، فالعلاقة تصبح نفسها التي توصل إليه الباحثان في نظريتهما المعدلة، أي أن قيمة الوفورات الضريبية تخلق إختلافا في القيمة بين مؤسستين تختلفان في تشكيلة هيكلها المالي، وبالتالي كلما زاد الإعتماد على القروض حققت القيمة السوقية للمؤسسة إرتفاعا بمقدار الوفورات الضريبية المحققة.

ولكن في ظل وجود كلا من الضريبة على أرباح المؤسسة والدخل الشخصي للمستثمر، فإنه يمكن التمييز بين مجموعة من الحالات، وهذا في ظل فرض إحتجاز كل الأرباح إلى جانب الإفتراضات الأخرى السابقة الذكر³:

■ ففي حالة عدم إجراء توزيعات الأرباح، وعدم رغبة المستثمرين في بيع الأسهم، فإن الضريبة على دخل الأسهم تكون معدومة، وبالتالي تكون قيمة المؤسسة كما يلي:

$$v_{e;d} = v_e + \left[1 - \frac{(1-t_c)}{(1-t_D)} \right] \times D$$

مما يعني أن في حالة إذا كانت قيمة t_c أقل من قيمة t_D ، فإن ذلك سينعكس على قيمة المؤسسة، مما يوحي بضرورة الإعتماد على أموال الملكية، والعكس صحيح.

■ وحينما تكون الضرائب الشخصية على عائد الأسهم مساوية للضرائب الشخصية على عائد السندات، فإنه يكون نفس التحليل الذي توصل إليه مدجلياني وميلر في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسة.

¹ - Sheridan TITMAN; Roberto WESSELS- The Determinants of Capital Structure Choice -*The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.

² - Stephen A.ROSS, Randolph. W.WESTERFIELD, Jeffrey F.JAFFE - Corporate Finance- Mc Graw Hill Irwin Edition - 6th Edition - 2002- p 445.

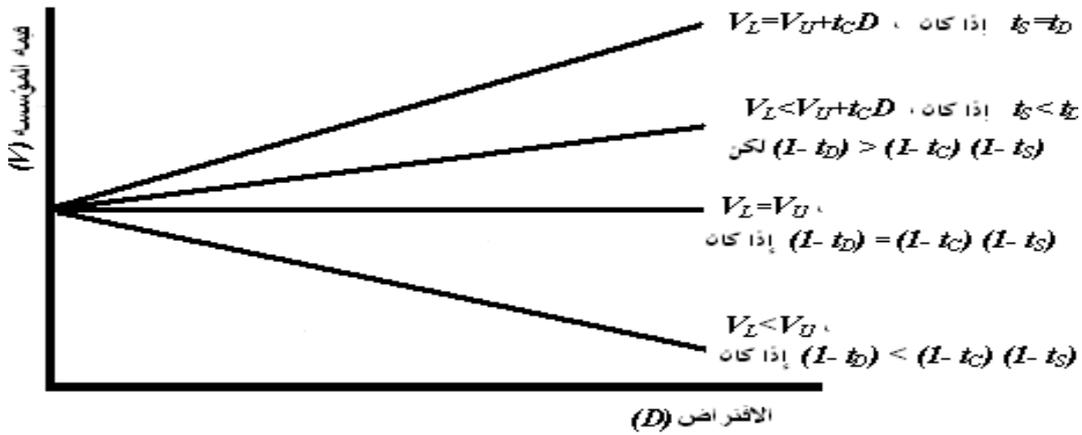
³ - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص ص: 270 - 279 .

وقد يحدث وتكون الضريبة المفروضة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات، وبالتالي فإنه يجب أن يكون صافي الدخل لحاملي السندات كبيرا لتعويض حاملها من الإرتفاع في الضرائب، حيث يشير ميلر إلى وجود حالة التوازن، إذ تكون فيها الوفورات الضريبية مساوية للصفر بحيث لا يمكن للمؤسسة تعظيم قيمتها السوقية، وتنتج عن زيادة المؤسسة في الإعتماد على الإقتراض إلى غاية تساوي كل من:

$$(1 - t_c)(1 - t_e) = (1 - t_D)$$

ويعتمد الهيكل المالي المثالي للمؤسسة في مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين، وهذا من خلال قدراتهم الإستثمارية، إذ لا يمكن أن يتم هذا الهيكل المثالي إلا إذا إستطاعت المؤسسة تلبية رغبات المستثمرين في شراء السندات والتي تخضع لضريبة أقل من معدل الضريبة على دخل المؤسسة. ويمكن توضيح العلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي إعتمادا على الشكل الموالي:

الشكل (2-8): أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة بوجود ضرائب على دخل المؤسسة والدخل الشخصي



Source : Stephen A.ROSS, R.W.WESTERFIELD, J. F.JAFFE - Corporate Finance- op cit – p 446.

ولكن العيب الأساسي في هذا التحليل هو إفتراضه بعدم حصول المستثمرين على توزيعات، والذي أثرت بشأنه العديد من التحفظات، إضافة إلى ذلك فقد جاءت دراسة *DeAngelo and Masulis*¹ التي أكدت على وجود هيكل مالي أمثل داخلي وحيد للمؤسسة في ظل وجود الضرائب على دخل المؤسسة وعلى الدخل الشخصي، إلى جانب الإختلاف الذي يكون في نسبة الضريبة، والذي مرده إلى الصناعة التي تنتمي لها المؤسسة، كما برهننا أنه تبعا للظروف يمكن أن تلعب التخفيضات المرتبطة بالإستثمارات والاهتلاكات دور نواتج الإحلال في مقابل الميزات الضريبية المرتبطة بالمديونية، وهذا ما لم يتقبله *Gay*² وزملائه من خلال الدراسة التي أجروها.

¹ -DeAngelo, H., and R.W. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, (Mars 1980), pp. 3-29.

² -Gay B. Hatfield, Louis T.W. Cheng, and Wallace N. Davidson, THE DETERMINATION OF OPTIMAL CAPITAL STRUCTURE: THE EFFECT OF FIRM AND INDUSTRY DEBT RATIOS ON MARKET VALUE- *Journal Of Financial And Strategic Decisions* -Vol 7 ,N 3, Fall 1994.

7- نموذج الفطيرة The PIE Model

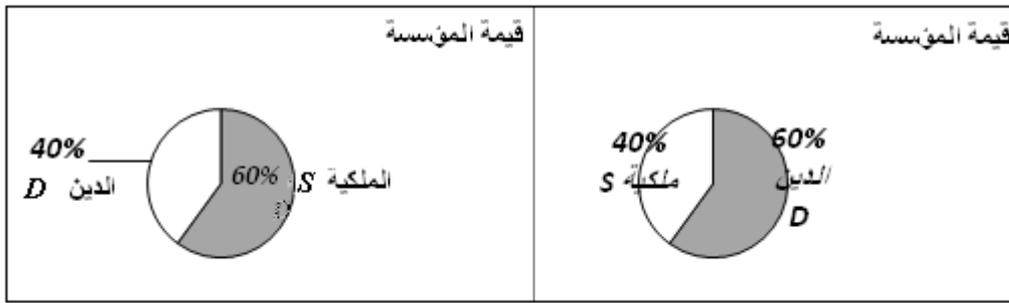
في هذه النظرية يتم تشبيه المؤسسة بالفطيرة، حيث تقسم الفطيرة (المؤسسة) إلى أجزاء و تمثل في المؤسسة مختلف الحقوق من ديون، أموال ملكية (أسهم عادية)، وتكون الفطيرة ثابتة مهما اختلفت كيفية تقسيمها.

وبالتالي فإن حجم الـ *PIE* لا يتغير ولا يتأثر بتقسيمات المساهمين والدائنين¹، فحسب *ROSS* وزملائه فإن هذه النظرية إنما تعبر عن إختيار المؤسسة لنسب مديونيتها إلى ملكيتها، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة حسب هذا النموذج تحقق وفق العلاقة الموالية²:

$$V = D + S$$

أي أن قيمة المؤسسة تمثل القيمة السوقية لكل من ديونها مضافا إليها القيمة السوقية لأسهمها العادية، إذ يمكن تمثيل قيمة المؤسسة من خلال نموذجين من الـ *PIE* للهيكل المالي للمؤسسة كما يلي:

الشكل (2-9): نموذجين من الـ *PIE* للهيكل المالي



Source : Stephen A.ROSS, R.W.WESTERFIELD, J. F.JAFFE - Corporate Finance - op cit - p 391.

وبالتالي فلتعظيم قيمة المؤسسة عليها إختيار نسبة الديون إلى رأس المال التي تجعل القيمة الإجمالية للـ *PIE* أكبر ما يمكن، ولكن قد تظهر تساؤلات خاصة في ظل إعتبار أن قيمة المؤسسة إنما هي قيمة كل من الديون والملكية، مثل ضرورة توجيه أصحاب الأسهم إهتماماتهم نحو تعظيم قيمة المؤسسة ككل بدلا من الإهتمام بتعظيم عوائدهم فقط، إلى جانب تحديد نسبة الديون إلى الملكية التي تعظم أرباح المساهمين³.

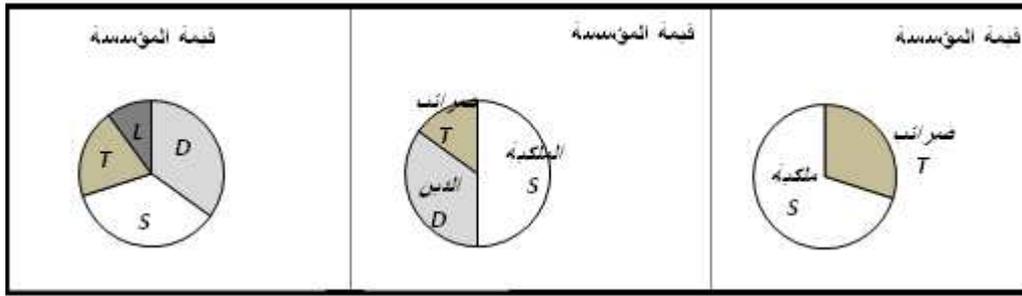
من خلال الشكل السابق، وعند فرض ضريبة على دخل المؤسسة، تظهر جليا العلاقة بين قيمة المؤسسة وإعتمادها على الديون، ويمكن تفسير الأمر من خلال الشكل الموالي:

¹ - محمد على إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 200 .

² - Stephen A.ROSS, Randolph. W.WESTERFIELD, Jeffrey F.JAFFE - Corporate Finance- op cit - p 390.

³ - ibid.- p391.

الشكل (2-10): نموذجين من الفطيرة (PIE) للهيكل المالي للمؤسسة في وجود ضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 202.

يتضح من خلال الشكل أن المؤسسة وبالاعتماد على الملكية فقط أنها تدفع جزء أكبر من الضرائب، مقارنة بإعتمادها على مزيج تمويلي مكون من القروض إضافة إلى الملكية، حيث يؤدي الإعتماد على القروض إلى تخفيف العبء الضريبي على المؤسسة، مما يحسن من وضع حاملي الأسهم، ويؤدي إلى إرتفاع ملحوظ التدفقات النقدية، وبالتالي فمن الضروري على المؤسسة إختيار هيكل مالي يعظم من قيمتها وذلك بتخفيض الضرائب المدفوعة قدر المستطاع، لذا فقيمة المؤسسة تمثل بالعلاقة:

$$V = V_E + T_c \times D$$

فحسب نظرية الـ *PIE* فالحقوق التي يتم دفعها من التدفقات النقدية يمكن أن تعطى كما يلي¹:

$$CF = \text{مدفوعات إلى حاملي الأسهم } E + \text{مدفوعات إلى حاملي السندات } D + \text{الضرائب } T + \text{مدفوعات المحامين } L$$

فالقيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على القيمة السوقية لكل من الديون والملكية، والتي تتغير مع تغير الهيكل المالي، فحسب نظرية الـ *PIE* تقابل كل زيادة في المستحقات السوقية يقابله نقص في المستحقات غير السوقية (*L, T*)، في ظل أسواق كفؤة، التي يتم فيها إختيار الهيكل المالي الذي يعظم المستحقات السوقية.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره - ص 203 .

المبحث الثالث: المداخل المعاصرة

1- نظرية التبادل Trade -Off Theory

بعد النظرية الأولى لمدجلياني وميلر 1953م والتي توصلنا فيها إلى حيادية الهيكل المالي في التأثير على قيمة المؤسسة، وهذا طبعا في ظل غياب الضرائب، جاءت النظرية الثانية سنة 1963م كتصحيح لما جاء في النظرية الأولى، وقد أوضحنا في النظرية المصححة أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما زادت نسبة الديون المشككة للهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ناتج عن الوفورات الضريبية التي تستفيد منها المؤسسة، مع ملاحظة إهمالهما في التحليل لمختلف الأخطار المصاحبة للإقتراض، والتي ينجم عنها إرتفاع في تكلفة هذا المصدر وتكلفة الأموال.

وبالتالي فقد جاءت نظرية المبادلة لإستدراك هذا النقص في النظرية المصححة لمدجلياني وميلر، وهذا عن طريق دمج في مرحلة أولى لتكلفة الإفلاس ثم تكلفة الوكالة في مرحلة لاحقة، وهذا إلى جانب تكاليف العسر المالي.

وتعتمد نظرية المبادلة أساسا على التبادل أو التوازن بين تكلفة ومنافع التمويل المقترض، وهذا من خلال إعادة النظر بنسب الديون المثلى، فقد عرف وستون نظرية التبادل على أنها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للدين، وكلف الإفلاس¹.

بينما يرى بريلي ومايرز أن هذه النظرية قد كملت النقص في النظرية الثانية لمدجلياني وميلر، بإضافة تكاليف الإفلاس والعسر المالي، مع الأخذ بعين الإعتبار أن الأسواق تتميز بالأداء الجيد، أما *Jim* فيصف النظرية بأنها معاصرة، تصف الهيكل المالي من خلال التبادل بين تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والوفورات الضريبية، كما يشير *Brigham & Gapenski* إلى أن النقص الموجود في نظرية مدجلياني وميلر يتمثل في القيمة الحالية لكل من كلفة العسر المالي والقيمة الحالية لتكلفة الوكالة².

فعلى عكس نظرية (*M&M*) المصححة، والتي تلح على الإستفادة من الوفورات الضريبية قدر المستطاع لرفع قيمة المؤسسة وذلك عن طريق التوسع في عملية الإقتراض، فنظرية التبادل ترى ضرورة التوازن بين الوفورات الضريبية والتكلفة الإضافية للتمويل المقترض، وهذا للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم من قيمة المؤسسة، والذي يرى فيه *Gapenski*³ أنه يمثل الهيكل المالي المستهدف (*The Target Capital Structure*)، ويضيف كل من *Brigham & Gapenski*⁴ أنه وإن لم تكن نظرية التبادل تحدد بشكل كمي للهيكل المالي الأمثل، إلا أنها تزود المؤسسة بمؤشرات تضمن لها السلامة في إتخاذ قرار الهيكل المالي، فمخاطر الأعمال المرتفعة تحتم على المؤسسة ضرورة تخفيض الأموال المقترضة، كما أن الاعتماد على أصول ملموسة مع طرق إنتاجية ترفع من القدرة

¹- المرجع السابق - ص 213.

²- المرجع السابق- ص ص: 213- 214.

³ - Louis GAPENSKI- Introduction to Accounting and Financial Management -op cit- p 396.

⁴- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص ص: 299 - 300.

الإقتراضية للمؤسسة، إلى جانب مستوى الربحية المحققة من طرف المؤسسة فإرتفاعها يرفع من الشريحة الضريبية للمؤسسة مما يسمح لها بالتوسع في الإقتراض.

فهذه النظرية على غرار باقي النظريات بنيت على مجموعة من الإفتراضات الأساسية، أهمها¹:

- تميز أسواق رأس المال بالأداء الجيد؛ فهي بذلك تستجيب للضرائب على دخل المؤسسة، والضرائب الشخصية على دخل المستثمرين؛
- تعمل المؤسسة على الوصول إلى نسبة مديونية إلى القيمة (D/V) مستهدفة ومثلى، وذلك بشكل تدريجي حيث يمكن تحديدها من خلال المبادلة بين تكاليف ومنافع الإقتراض، دون المساس بإستقرار موجوداتها وخططها الإستثمارية مما يساهم في تعظيم قيمة المؤسسة، ونفس الشيء بالنسبة لتوزيعات الأرباح أي الوصول إلى نسب دفع مستهدفة من قبل المؤسسة؛
- بإمكان المؤسسة وضع عدد من الهياكل المالية المستهدفة والتي تحقق توازن بين تكلفة ومنافع الرافعة المالية، وبالتالي تعظم من قيمة المؤسسة، كما تعتبر أنه لا تنجم عن تعديل الهيكال المالي للمؤسسة أي تكاليف أو تكون بنسب منخفضة يمكن تجاهلها؛
- تختلف نسب الإقتراض المثلى من مؤسسة إلى أخرى، وهذا راجع إلى مجموعة من العوامل منها: الموجودات الملموسة وغير الملموسة؛ التدفق النقدي؛ معدل الضريبة؛ التكنولوجيا المستخدمة وتفضيلات الإدارة.
- لا يكون قرار التمويل منفصل عن قرار الإستثمار، حيث يتخذ قرار التمويل للحصول على الفرص الإستثمارية، وهذا على عكس ما إفترضته النظرية الأولى لـ ($M&M$).

وبالتالي فمادام بإمكان المؤسسة تكوين مجموعة من الهياكل المالية المستهدفة، وتدخل العديد من العوامل التي تتحكم فيه والتي تسمح بالإستفادة من القروض إلى أقصى درجة، وهذا لا يكون إلا في ظل إنخفاض مخاطر الأعمال، وكذا الإرتفاع في معدلات الضرائب إضافة إلى نوعية وحجم الأصول التي تملكها، وكل هذا من أجل الموازنة بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية، والقيمة الحالية لكل من العسر المالي، تكلفة الإفلاس والوكالة.

2- تكلفة العسر المالي *Costs of Financial Distress*

تعتبر حالة العسر المالي عن عدم قدرة المؤسسة، أو إمكانية مواجهة صعوبة في الإيفاء بالإلتزامات المالية للدائنين، وأن إستمرار هذه الحالة قد تؤدي بالمؤسسة إلى حالة الإفلاس، لذا يمكن القول أن العسر المالي باهظ التكلفة، ولأن نظرية التبادل قائمة على مدى الموازنة بين القيم الحالية للوفورات الضريبية والقيم الحالية للعسر المالي، فإن تعظيم قيمة المؤسسة يعتمد على مدى إحلال هذا التوازن، ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية²:

$$V = V_E + PVT_x - PV_{CFD}$$

¹- محمد على إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص ص: 214- 215.

² - Richard BREALEY ;Stewart MYERS- PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE- Mc Graw-Hill companies- 7th Ed- 2003- p 497.

• PVT_x : تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية ؛ PV_{CFD} : القيمة الحالية لتكلفة العسر المالي؛

وتحدث حالة العسر المالي في المؤسسات التي تعتمد على القروض في هيكلها المالي إذ تنتج عنه تكاليف ، كما تعد أحد المخاطر التي تهدد المؤسسة. ويتأثر العسر المالي بمجموعة من العوامل، منها نسبة الإقتراض المعتمدة في المؤسسة. فالمؤسسة التي يكون لها هيكل مالي مستهدف تكون أقل عرضة للعسر المالي، على عكس المؤسسات التي تتزايد نسبة الإقتراض فيها بإستمرار، مما يزيد من إحتمال حدوث العسر المالي، إضافة إلى إمكانية العجز عن الدفع للفوائد المرتفعة المطلوبة من أصحاب الديون وهذا نتيجة إرتفاع المخاطر، ما ينعكس على الإرتفاع في القيمة الحالية لتكلفة العسر المالي، وبالتالي إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

لذا على المؤسسة من أجل مواجهة هذه الحالة إتخاذ مجموعة من الإستراتيجيات، وذلك للتخفيف من تكاليف العسر المالي قدر الإمكان، فالمؤسسات على إختلاف وتنوع أصولها تختلف تبعاً لها تكاليف العسر المالي، فالمؤسسة ذات الأصول الملموسة يمكنها التخلص من حالة العسر المالي والتقليل من تكلفتها، وهذا بالتنازل عن بعضها على عكس المؤسسات التي تكون أغلب أصولها غير ملموسة.

ويعتبار أن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ($WACC$)، يتم إستخدامها كتكلفة للأموال ومعدل خصم، ويعتمد عليه في المفاضلة بين الهياكل المالية المختلفة للمؤسسة، والتي سيتم توضيحها من خلال العلاقة¹:

$$WACC = \frac{1}{1+\gamma} K_E + \frac{\gamma}{1+\gamma} K_D (1 - T_x)$$

• γ : تمثل نسبة الديون إلى أموال الملكية.

فحسب نظرية التبادل فإن ($WACC$) ينخفض في البداية بفعل الوفورات الضريبية المحققة نتيجة الإعتماد على القروض في الهيكل المالي تدريجياً للوصول إلى الهيكل المالي المستهدف ونسبة الإقتراض المثلى والتي تعظم عندها القيمة السوقية للمؤسسة، ثم في مرحلة ثانية يبدأ ($WACC$) في الإرتفاع نتيجة ظهور تكلفة العسر المالي، وذلك لزيادة الديون عن النسبة المثلى، وهذا لتمويل الفرص الإستثمارية الإضافية للمؤسسة وذلك بالإعتماد على المصدر الأقل تكلفة والمتمثل في القروض، هذا الأمر يؤدي حتماً إلى تحميل المؤسسة تكلفة إضافية والتي تمثل تكلفة العسر المالي.

3- تكلفة الوكالة *Agency Theory*

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها (الملاك؛ المسيرين؛ المقرضين)، مما سينعكس حتماً على تشكيل الهيكل المالي²، ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلى، والتي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة.

¹ - Michel ALBOUY- DECISIONS FINANCIERES ET CREATION DE VALEUR- op cit -p 339.

² -Michael C. Jensen ; William H. Meckling- Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure- *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

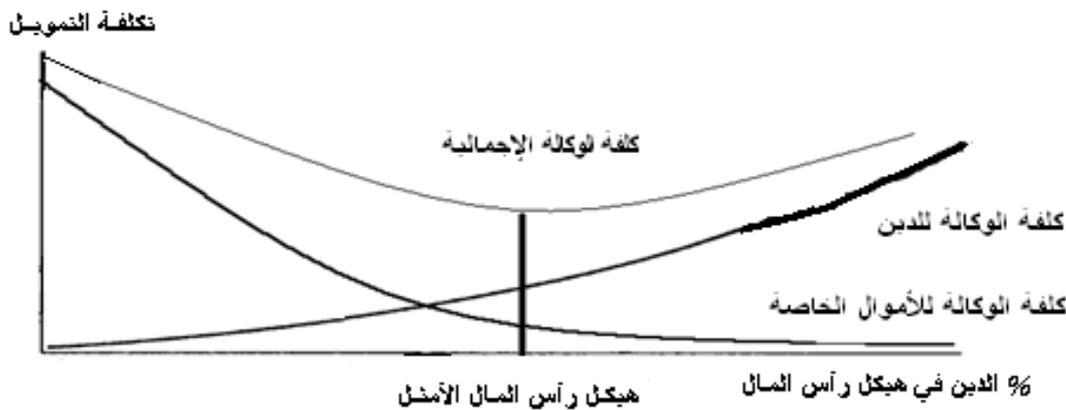
وتنشأ تكلفة الوكالة نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين والمسيرين، فهي بالتالي إنما تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين (ملاك؛ دائنين)، والهدف من ورائها هو مراقبة أموالهم المستثمرة في المؤسسة، ويتم هذا عن طريق توكيل طرف ينوب عنهم من أجل متابعة قرارات المؤسسة، وهذا بالتنازل عن جزء من سلطاتهم، فكل من الموكل والوكيل يحاول تعظيم منفعته، مما يجعل العلاقة التي تربطهما مصدرا للتناقض الأمر الذي يخلق تكلفة إضافية¹.

ولقد ذهب كل من *Myers and Majluf*² إلى أن المسيرين بالإضافة إلى إمتلاكهم معلومات عن القيمة الحقيقية للمؤسسة، فهم حريصون على تعظيمها ويعملون على خدمة مصلحة المستثمرين القدامى للمؤسسة.

وتنعكس تكاليف الوكالة على إختيار الهيكل المالي للمؤسسة، سواء كانت هذه الوكالة بين المالك والمسيرين، أو الملاك والمقرضين، ففي حال إستعمال أموال الملكية في تمويل الإستثمار قد تخلق حالة عدم تماثل المعلومات بين كل من الموكل (الملاك) والوكيل (المستثمر) درجة قصوى من تكلفة الوكالة، ففي ظل إستحواذ 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 الملاك³، الأمر الذي يؤدي إلى إرتفاع العائد المطلوب على أموالهم المستثمرة في المؤسسة، خاصة في ظل إرتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، مما يؤثر على تكلفة الأموال وبالتبعية على قيمة المؤسسة، حيث أكد *Harris & Raviv*⁴ على أن العلاقة الرابطة بين الرفع المالي وقيمة المؤسسة وفق هذا النموذج إيجابية، وهو ما يوافق معظم البحوث التي تمت قبلهم. ويمكن توضيح العلاقة التي تربط الهيكل المالي بتكلفة الوكالة من خلال الشكل الموالي:

الشكل (2-11): الهيكل المالي الأمثل وتكاليف الوكالة



Source : Jacques TEULIE & Patrick TOPSACALIAN - op cit – p 443.

¹-Stephen A.ROSS- THE ECONOMIC THEORY OF AGENCY : THE PRINCIPAL'S PROBLEM- American Economic ASSOCIATION, Vol. 63, No. 2 (MAY., 1973), pp. 134-139.

²- MYERS.C.S; MAJLUF.N.S- CORPORATE FINANCING AND INVESTMENT WHEN FIRM'S HAVE INFORMATIONS THAT INVESTORS DO NOT HAVE- JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS- VOL 13- 1984- pp187-221.

³- منير إبراهيم هندي- الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر- مرجع سبق ذكره- ص 653.

⁴- Milton Harris ; Artur Raviv-The theory of capital structure-The Journal of Finance, Vol 46, No 1,(Mars1991) p305.

وبالتالي فمن 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 الإقتراض المثالية في الهيكل المالي، والتي تتساوى أو تتوازن مع الوفورات الضريبية المحققة، وذلك في ظل نظرية التبادل.

وتزداد تكلفة الوكالة بسعي كل طرف في المؤسسة وراء تعظيم مصالحه الشخصية دون مراعاة لباقي الأطراف الأخرى في المؤسسة، وقد أبرز كل من ¹ *Jensen & Mekling* أن تكاليف الوكالة تتمثل في تكاليف الرقابة للتأكد ومتابعة أداء الوكيل من طرف الموكل، وكذلك تكاليف الإلتزام لتبرير القرارات المتخذة من طرف الوكيل، وتعتبر التكاليف المتبقية عن تكاليف الفرص البديلة.

4- تكاليف الإفلاس *Bankruptcy Costs*

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 تدعي بتكاليف الإفلاس، ويعرف ² *Beaver* تكلفة الإفلاس على أنها عدم قدرة المؤسسة على دفع إلتزاماتها المالية في آجال إستحقاقها، كما يراها الميداني على أنها تمثل أقصى درجات فشل المؤسسة .

رغم أن كل من مدجلياني وميلر إستبعدا تكلفة الإفلاس في تحليلهما، وذلك كونهما يريان بأنها ضئيلة إلى درجة يمكن إهمالها وبالتالي فهي لا تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، لكن بينت دراسات لاحقة أن تكلفة الإفلاس ذات دور بارز في التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، بتأثيرها في التكلفة المتوسطة المرجحة (*WACC*) ومن ثم التأثير على قيمة المؤسسة، فزيادة تكلفة الإفلاس ترتفع تكلفة التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض قيمة المؤسسة. كما تؤدي الزيادة في الأموال المقترضة إلى إرتفاع تكلفة الإفلاس.

ويعود السبب في إهمال تكلفة الإفلاس بسبب ضآلتها في بعض الدراسات إلى التركيز على التكاليف المباشرة للإفلاس، والمتمثلة في التكاليف الإدارية، القانونية، دون تقدير التكاليف غير المباشرة المصاحبة أساسا لعملية الإفلاس، والتي تعيق المدراء من إتخاذ إجراءات تحول دون حالة التدهور، إضافة إلى إنخفاض كفاءة الأداء والتي تنعكس سلبا على أرباح المؤسسة.

ولقد تعددت الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، وذلك بغية تحديد دقيق لحجم التكاليف الناتجة عن الإفلاس، والتي يعود سببها أساسا حسب ³ *Pinches* إلى مجموعة من العوامل أهمها: إستعمال طرق ملتوية لتحقيق الربحية زيادة إلى عدم الكفاءة في الأداء وكل هذا في ظل عدم المرونة المالية، هذه الأمور تؤدي بالضرورة إلى الإعلان عن حالة الإفلاس، والتي حسب *Gup* تكون إما بطريقة طوعية أو غير طوعية والتي تتم تحت ضغط الدائنين، ويعتبر

¹ -Nathalie MOURGUES- FINANCEMENT ET COUT DU CAPITAL DE L'ENTREPRISE- ECONOMICA Paris - 1993- pp :271-272.

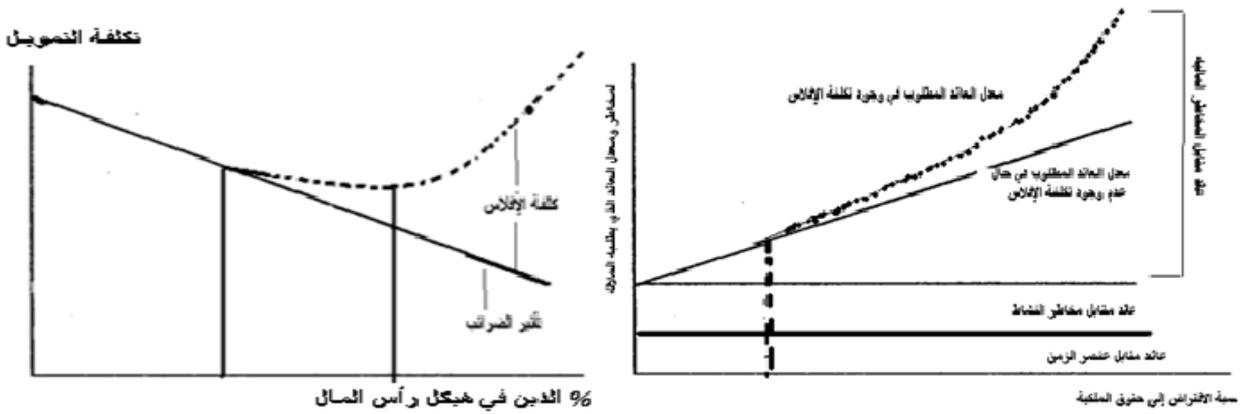
² - محمد على إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 241.

³ - المرجع السابق - ص 241.

نموذج *Altman*¹ من أهم النماذج المستخدمة في التنبؤ بإحتمال حدوث حالة الإفلاس لدى المؤسسات، والذي يدعى بـ *Z score*.

ويكون تأثير تكلفة الإفلاس من جراء نقل المقرضين لهذه التكلفة إلى الملاك، والذي يظهر من خلال ارتفاع العائد المطلوب على القروض (ارتفاع معدل الفائدة المطلوب)، والتي تكون في علاقة طردية مع احتمالية حدوث حالة الإفلاس، وهو ما يسفر عن ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف الملاك كونهم يتحملون تكلفة الإفلاس وحدهم، ولكن في ظل فرض ضرائب على أرباح المؤسسة، فإنه يترتب على زيادة الاقتراض إستفادة المؤسسة من وفورات ضريبية مما يحدث ارتفاعاً في قيمة المؤسسة. ولكن عند نقطة معينة تؤدي الزيادة في القروض إلى ظهور تكلفة الإفلاس، ما ينعكس بالسلب على تكلفة التمويل ومن ثم قيمة المؤسسة، كون تكلفة التمويل تتوقف على الموازنة بين كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس الناتجة عن عملية الاقتراض، ولتوضيح أفضل للفكرة يمكن الإستعانة بالشكل الموالي:

الشكل (2-12): تأثير كل من الضرائب وتكلفة الإفلاس



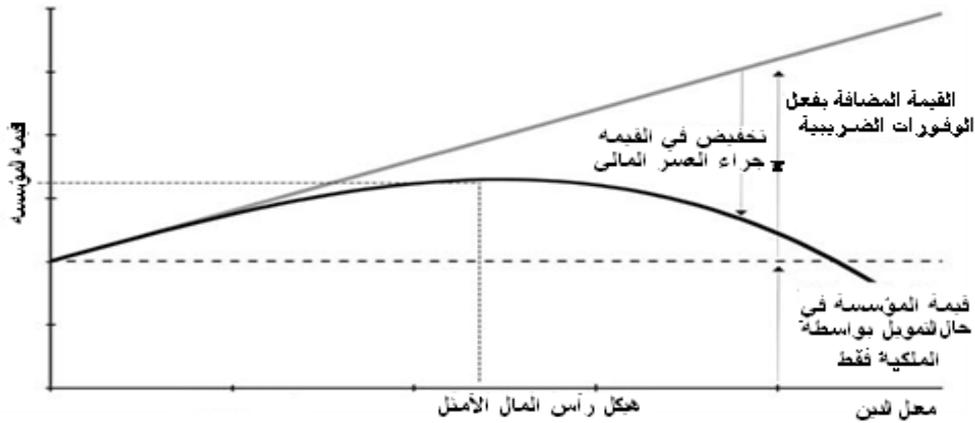
المصدر: منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص ص: 252-253.

وبالتالي فحسب نظرية التبادل يكون حجم الاقتراض الأمثل عندما يكون الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية، والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس أقصى ما يمكن أن يكون، وعند هذه النقطة يتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة والذي تحقق عنده أقصى قيمة سوقية لها، وبعدها فإن أي تغيير في حجم الديون بالارتفاع يؤدي إلى انخفاض الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس وهو ما يرفع من تكلفة التمويل، وبالضرورة فإنه يقلص من قيمة المؤسسة.

ومن خلال ما سبق فإنه يمكن تمثيل العلاقة بين قيمة المؤسسة، وهيكلها المالي وفق نظرية التبادل بالشكل التالي:

¹-Edward ALTMAN- Financial Ratios, Discriminate Analysis and the prediction of corporate Bankruptcy- JOURNAL OF FINANCE- VOL 23,N°4(septembre1968),pp 589-609.

الشكل (2-13): نظرية التبادل



Source: Stephen A. ROSS , R.W.WESTERFIELD, J. F.JAFFE - Corporate Finance- op cit – p 432.

ومع أن هذه النظرية قد جمعت بين أفكار كل من النظرية التقليدية ونظرية مدجلياني وميلر، إلا أن الواقع في كثير من الأحيان خالف ما توصلت إليه هذه النظرية خاصة فيما تعلق بالوفورات الضريبية وأهمية الإستفادة منها، كما يلاحظ كذلك إهمالها لتكلفة تعديل الهيكل المالي وتأثير أسعار الفائدة في تكوين هيكلها المالي، وكذا صعوبة التقدير الدقيق لقيمة التكاليف و الوفورات الضريبية من قبل المؤسسة، لغرض الموازنة بينها وإستخراج قيمة الإقتراض المثلى، الأمر الذي إستدعى ظهور إتجاهات أخرى أكثر تفسيراً.

5- نظرية الإلتقاط Pecking Order Theory

تمحضت نظرية الإلتقاط (أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل) عن دراسة في أوائل الستينات، التي أجراها Donaldson.G ، فبعد أن سادت نظرية التبادل في مجال الهيكل المالي للمؤسسات لمدة طويلة جاءت نظرية الإلتقاط تبرز أهمية دور المدير في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة من خلال الإختيار بين إصدار السندات أو الأسهم، وإستعمالها في تكوين الهيكل المالي، وخرجت بملاحظة أساسية متمثلة في تفضيل إستخدام المؤسسة للتمويل الداخلي على اللجوء إلى المصادر الخارجية.

وجاء ¹ S. Myers فيما بعد وطور هذه النظرية، وذلك من خلال مناقشة التفضيلات التمويلية للمؤسسة وأسسها، حيث عارض فكرة ضرورة وجود هيكل مالي مستهدف من المؤسسة أو مثالي، لذا كانت أهم الإفتراضات التي ركز عليها Myers هي:

– تفضيل المؤسسة للتمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة)، وإذا كان لا بد من إستخدام التمويل الخارجي، فالديون تكون في مثابة الخيار الأول للمؤسسة، أما الأسهم العادية فتكون كحل أخير.

وفي هذا الصدد يصف Gitman نظرية الإلتقاط بأنها عبارة عن هيكل رأس مال هرمي Hierarchy، وذلك كونه يبدأ بإحتجاز الأرباح ثم يتبعها التمويل بالدين، وفي الأخير التمويل عن طريق الملكية².

¹ - Myers, C. STEWART – THE CAPITAL STRUCTURE PUZZLE- JOURNAL OF FINANCE- VOL 39,N°3(1984).

² - محمد على إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 250.

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الأبعاد التي تحددها، والتي نوجزها فيما يلي¹:

- تفضيل المؤسسة الإعتماد على مصادر التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة، مخصصات الإهلاك)؛
- تبني المؤسسة نسب توزيعات الأرباح مستهدفة، تماشياً وتوقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة (سد الأرباح المحتجزة، ومخصصات الإهلاك للحاجة التمويلية للفرص الإستثمارية المتاحة)؛
- إنتهاج سياسة توزيعات أرباح ثابتة بعيدة عن المفاجآت؛
- في حال عجز التمويل الداخلي عن سد الحاجات التمويلية للفرص الإستثمارية المتاحة، يكون على المؤسسة اللجوء للإستدانة، إما بقروض مباشرة أو سندات، ثم يكون الحل التالي عن طريق إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، والأسهم العادية تكون كخيار أخير متاح أمام المؤسسة.

وقد فسر *Myers et autres*² سبب ظهور نظرية الإلتقاط بالإعتماد على مفهوم عدم تماثل المعلومات *Asymmetric information*، مما يعني أن المسيرين على دراية أفضل بالعملاء، المخاطر وقيم مؤسستهم من المستثمرين، إضافة إلى ذلك أكد *Myers* على أن أسواق رأس المال تامة وتتسم بكفاءة عالية.

وتعود أهمية هذه النظرية إلى كونها تهتم بقرارات التمويل، دوغما تحديد خليط مالي مستهدف هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى إعطاء مكانة للأرباح المحتجزة، والتي وضعتها على رأس الهرم التمويلي كونها لا تستلزم تكاليف معاملات عند إعتمادها، كما لا تتطلب إجراءات معقدة، إضافة إلى تجنبها معاملات سوق رأس المال، وتأتي من بعدها القروض التي تكون أقل تكلفة من الأسهم العادية، وقد لا تواجه معارضة من المالكين، على عكس الأسهم العادية والتي تكون في قاعدة الهرم.

وقد حاولت إلى جانب ذلك تفسير سلوك المؤسسة، حيث أكد *Myers & Sunder*³ على نظرية الإلتقاط تعتبر أحسن وصفا للسلوك التمويلي للمؤسسة وهو ما أكده *Éric MOLAY*⁴ وهذا من خلال العلاقة الرابطة بين تحقيق الربحية في المؤسسة وتوسع القاعدة الإقتراضية لها، وذلك بالتفضيل بين المصادر التمويلية، وهذا من خلال توفير السيولة للظروف الطارئة عن طريق إحتجاز نسبة من الأرباح، حيث لا تكون بحاجة إلى عملية التمويل من مصادر خارجية في حال إمكانية تغطية حاجاتها الإستثمارية، على عكس نظرية التبادل التي تفترض وجود هيكل مالي مستهدف، أما في حال المؤسسة التي تحقق مستوى أقل من الربحية، والتي لا تلبى الأرباح المحتجزة حاجاتها التمويلية فإنها تسعى لعملية التمويل الخارجي، وهذا إما بالإقتراض كحل أول لسهولة إعتماده ولإلتخاف النسي في تكلفته، ثم اللجوء لإصدار أسهم عادية كحل أخير، وهذا لإرتفاع تكلفتها وللمعارضة التي قد تصادفها خاصة من الملاك، كما يعتبر إصدار أسهم جديدة كإشارة مالية للمستثمرين، خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات.

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات- مرجع سبق ذكره- ص 301 - 302.

² - MYERS.S ;R.BREALEY ;F.ALLEN - PRINCIPE DE GESTION FINANCIERE- PEARSON- 8th Edition - 2006- p 521.

³ -Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Myers - Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure- Journal of Financial Economics - 51 (1999).pp 219-244.

⁴ -Éric MOLAY-La structure financière du capital :tests empiriques sur le marché français- Finance Contrôle Stratégie - Volume 8, n° 4, décembre 2005, pp. 153-175.

ويرى كل من *Copeland & Weston*¹ أن المؤسسة وفي ظل اعتماد نظرية الإلتقاط تكون أكثر ديناميكية، ليكون لها هيكل مالي أمثل في أي وقت ضمن المدى المستهدف، وقد خلص كل من *Myers & Majluf*² أن إصدار الأسهم العادية لا يكون إلا في حالة كونها مقيمة بأعلى من قيمتها، وبعتماد مدخل الإشارة فإن الهيكل المالي يكون أكثر ديناميكية وإستمرارية.

ولعل العيب الأساسي المأخوذ على نظرية الإلتقاط أنها تركز كثيرا على عامل التوقيت في إختيار القرار التمويلي المناسب، إلا أنه على المسير الأخذ بعين الاعتبار لكل من تكلفة الوكالة، الإفلاس والضرائب، الأمر الذي يجد من قدرة المؤسسة في الإستمرار في عملية الإقتراض، خاصة في ظل إرتفاع احتمال الإفلاس، مما يحتم الإعتتماد على الأسهم العادية بدلا من السندات³.

وقد كان *Williamson*⁴ أحد المساهمين في هذا النموذج، وهذا من خلال إدراجه لتكاليف الوكالة والمعاملات في تحليله، مع إفتراضه للرشادة المحدودة والإنتهازية العالية للأطراف المتعاقدة، إذ يجب أن تتم تعديلات من خلال مساهمة الديون فيها من أجل إستمرار العلاقة على المدى البعيد، وإعتبر أيضا درجة خصوصية الأصل المراد تمويله، كعامل أساسي في إعتتماد مصدر تمويله دون آخر، مما يعني أنها العامل المؤثر في قرار الهيكل المالي.

6- نظرية عدم تماثل المعلومات *Asymmetric Theory*

لقد جاءت هذه النظرية كدعامة أساسية لتفسير نظرية الإلتقاط، إذ بنيت على نقائص نظرية (*M&M*) والتي ركزت على الإستفادة من مزايا الرفع المالي، وهذا قصد الاستفادة من الوفورات الضريبية، على عكس نظرية الإلتقاط التي إهتمت أكثر بالأرباح المحتجزة، لما لها من مزايا سبق الإشارة لها.

كما كانت نظرية (*M&M*) تقوم على مبدأ السوق التامة وتوفر المعلومات، إذ تفترض أن كل من المستثمرين والمالكين يملكون نفس المعلومات، أو ما يعرف بتمائل المعلومات *Symmetric Information* فيما يخص توقعات مستقبل المؤسسة.

ولكن الغالب في الواقع أن المسيرين يملكون معلومات أفضل عن المؤسسة، من باقي الأطراف الأخرى (المستثمرين)، وهو ما يطلق عليه بعدم تماثل المعلومات، وتؤدي هذه الحالة من عدم التماثل في المعلومات إلى التأثير على قيمة المؤسسة، وهذا جراء التأثير الذي تحدثه في الهيكل المالي.

¹- محمد على إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 256.

² - MYERS.C.S ; MAJLUF.N.S – op cit – pp :187-221.

³ - Stephen A.ROSS, Randolph. W.WESTERFIELD, Jeffrey F.JAFFE - Corporate Finance - op cit- p439

⁴ - OLIVER E.WILLIAMSON- Corporate Finance and Corporate Governance- The journal of finance - vol 43 ,N° 3, (jul.1988) . pp :567-591

وتلعب حالة عدم تماثل المعلومات دورا هاما في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة، فحسب *Noe*¹ وزملاءه فإن قرارات التمويل بإستعمال الديون تعتمد بشكل كبير على عدم تماثل المعلومات، إذ ترتبط نسبة الإقتراض المثلى بالتوزيع الزمني للمعلومات غير المتماثلة.

ولقد توصل *Myers* إلى أن نظرية الإلتقاط تكون ذات أهمية بالنسبة للمؤسسة في ظل عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال إعتقاد هيكل مالي سلمي(هرمي) بدء بالأرباح المحتجزة، وإنتهاء بالأسهم العادية عند أقصى الحاجة.

7- نظرية الإشارة *Signaling Theory*

وبالموازاة مع عدم تماثل المعلومات التي تميز الأسواق المالية، فإن المعلومات التي يتم نشرها من قبل المؤسسة لا تكون بالضرورة حقيقية وصادقة، فهذه النظرية تؤكد على أن مدراء المؤسسة الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات (*Signals*) خاصة وفعالة، تميزها عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل، وما يميز هذه الإشارات الصعوبة في تقليدها من المؤسسات ذات الأداء الضعيف².

ويمكن القول أن المعلومات الخاصة بالمؤسسة قد لا تكون متوفرة لدى الجميع، وهذا إستنادا إلى نظرية عدم تماثل المعلومات، 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 بتحسّن التدفقات المستقبلية للمؤسسة أو تقليل المخاطر، الأمر الذي يسمح بخلق قيمة لهم، ولكن في كثير من الأحيان لا يتم فهمها بنفس الطريقة وإن كانت متوفرة ومنشورة.

وتكون هذه الإشارة إما كوصف لتكلفة رأس المال، توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة، لكن الإشكال يبقى في مدى صدق هذه الإشارات³.

فجوهر النظرية يقوم على توفر معلومات للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة، وقيمة مشاريعها، وخاصة فيما تعلق بجانب تكوين هيكلها المالي (الدين، الأسهم)، فحسب *Ross*⁴ مستوى المديونية إنما تمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة، فهي بذلك إنما ترسل إشارات إلى السوق تعكس التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة.

وبذلك فهي تحاول التعبير عن المؤسسة من خلال الهيكل المالي، فغالبا ما يكون إعتقاد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل إستثماراتها كإشارة على أن التوقعات الخاصة بمستقبل المؤسسة تكون سلبية، وهذا لتقلص سعر

¹-Cautam GOWAMI,Thomas NOE,and Michel REBELLO- Debt Financing Under Asymmetric Information- The journal of finance- vol 50,N° 2,(june.1995).pp :633-659.

² - MYERS.C.S ; MAJLUF.N.S- - op cit- pp.187-221.

³ -Paul Asquith and David W. Mullins, Jr- Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues- Financial Management, Vol. 15, No. 3 (Autumn, 1986), pp. 27-44.

⁴ -Stephen A. Ross-The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach- The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No. 1. (Spring, 1977), pp. 23-40.

السهم وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية¹. خاصة عند توفر البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، ويعتبار أن المستثمر يسعى دائما للبحث عن الإشارات التي تنعكس عليه بعائد مغري، أو تقلص من درجة المخاطرة، فالإدارة بهذا التصرف إنما تهدف إلى مشاركة الخسائر مع المستثمرين الجدد، مما يحدث إنخفاضاً في أسهمها.

وعلى العكس من ذلك في ظل التوقعات المبشرة بشأن مستقبل المؤسسة، فهذه الأخيرة إنما تعمل على تجنب إصدار أسهم جديدة، وتعمل على الإعتماد على المصادر التمويلية الأخرى المتاحة.

¹ - Paul Asquith and David W. Mullins, Jr - op cit- p 41.

خلاصة الفصل الثاني:

مما سبق يتضح أن عملية إختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة معقدة، وتحتاج إلى دراية عميقة بالأمور المتعلقة بهذه العملية، فقد علق *Myers* في مقاله عام 1984م وأقر بمحدودية معرفتنا حول الهيكل المالي للمؤسسة، وكيفية إختيار طريقة التمويل.

فالمداخل على إختلاف توجهات أصحابها، والأسس التي أقاموا عليها التحليل قد إتفقوا على وجود هيكل مالي يمكن المؤسسة من تحسين قيمتها، فبعد أن صحح مدجلياني وميلر نظريتهما، وأقرا بأن المؤسسة التي تستعمل الرفع تكون قيمتها أفضل من المؤسسة التي لا تعتمد على القروض وهذا بفضل الوفورات الضريبية المحققة، إضافة إلى ما جاء به ميلر من الضريبة على الدخل الشخصي، وكانت هناك نظريات أخرى تقوم على دعائم مغايرة تماما، لكن تتفق معها في النتيجة، فقد أكدت نظرية التبادل أن الهيكل المالي الأمثل إنما يكون نتيجة الموازنة بين ما تحققه المؤسسة من وفورات ضريبية، والتأثير السلبي لكل من تكاليف الوكالة والإفلاس.

والملاحظ أن مجمل هذه النظريات كانت تعطي أهمية بالغة للقروض، بإعتبارها أفضل المصادر التمويلية المساهمة في رفع قيمة المؤسسة، إذا ما إستغلت في الحدود المقبولة التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، إذ تمثل نسبة الإقتراض المثلى، وهذا أخذا بعين الإعتبار لكل من تكاليف الإفلاس والوكالة.

لكن نظرية الإلتقاط كانت قد وضعت التمويل الداخلي في قمة الهرم التمويلي، خاصة في ظل التأييد الذي لاقتته من كل من نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات، فبالتالي تكون الإدارة أكثر تفضيلا لإستعمال الأرباح المحتجزة في تمويل فرصها الإستثمارية.

فهل يكون لسياسة توزيعات الأرباح تأثير على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة ؟

الفصل الثالث:

سياسة التوزيعات وقيمة السهم

تمهيد:

تلعب سياسة توزيعات الأرباح دورا هاما في الإدارة المالية للمؤسسة الحديثة، فيعتبر أن سياسة التوزيعات إنما تمثل في حقيقتها قرار تمويل بدرجة أولى ولكنها في المقابل تواجه ضرورة إجراء توزيعات، ولذلك فإن عملية الموازنة بين إحتجاز الأرباح والتوزيعات تمثل أصعب القرارات التي تواجه المؤسسة وهذا لتلبية رغبة المستثمرين والحفاظ على قيمة المؤسسة، الأمر الذي أدى إلى ظهور مجموعة من الإتجاهات التي عاجلت هذا الموضوع وعملت على الخروج بنتيجة نهائية، إلا أن الجدل بقي قائما حول أهمية تأثير التوزيعات على القيمة السوقية للسهم.

خاصة في ظل الدراسات الحديثة التي ركزت على أهمية سياسة التوزيعات بالنسبة للمؤسسة وتشبيهها بقضية الهيكل المالي، ومحاوله إبراز السياسة المثلى الواجب إنتهاجها من قبل المؤسسة سواء بإحتجاز الأرباح أو توزيعها، أو من خلال المزج بينها وفق نسب محددة والتي تعمل على تعظيم قيمة أسهم المؤسسة إن أمكن.

وسيتم معالجة هذا الفصل من خلال التعرض لثلاثة مباحث أساسية:

- المبحث الأول: الجانب النظري لسياسة توزيعات الأرباح؛
- المبحث الثاني: سياسة التوزيعات وأثرها على القيمة السوقية للسهم في ظل فرض السوق الكامل؛
- المبحث الثالث: سياسة التوزيعات في ظل إسقاط فرض السوق الكامل.

المبحث الأول: الجانب النظري لسياسة توزيعات الأرباح

لقد كانت سياسة التوزيعات بمثابة اللغز لهذا تناولت العديد من البحوث هذه القضية، محاولة إعطاء تفسير منطقي لها بما يتماشى وواقع المؤسسات في هذا الشأن.

المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيعات الأرباح

1- المفهوم

تسعى المؤسسة من خلال العمليات المحققة أثناء الدورة السنوية إلى تحقيق أهدافها، إذ يكون تحقيق الأرباح أحد أهم أهدافها ومؤشر من مؤشرات نجاحها. وتختلف عملية التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها خلال دوراتها المتعاقبة، وهذا يرجع أساسا إلى إختلاف سياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبلها.

فسياسة توزيع الأرباح يمكن أن تعرف على أنها كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما بإحتجازها ومن ثم إعادة إستثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة¹؛ وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم.... الخ، وتقضي بدفع الزائد من الأموال وتحويله من أنشطة المؤسسة إلى المساهمين². وكشرط ضروري لإتمام هذه العملية هو توفر السيولة اللازمة لدفع هذه التوزيعات.

وتلعب سياسة التوزيعات دورا بارزا في التأثير على إتجاهات المستثمرين، وهذا من خلال خلق فرص إستثمارية ذات عوائد مغرية وإنتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على ميولهم الإستثمارية ويزيد في رغبتهم في إقتناء أسهم المؤسسة المواتية لرغباتهم، كما قد تؤثر هذه السياسة على الهيكل المالي للمؤسسة وذلك من خلال التأثير في تكلفة التمويل كما سبق الإشارة إليه، إضافة إلى درجة توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية.

إضافة إلى معدل النمو الذي تساهم فيه السياسة المنتهجة من قبل المؤسسة والتي تنتج أساسا عن الأرباح المحتجزة؛ هذه الأخيرة التي تستغلها المؤسسة أساسا في أغراض النمو والتوسع؛ والتي ينتج عنها الزيادة في الأرباح الموزعة مستقبلا مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة تكون أمام حتمية إنتهاج سياسة توزيعات مثلى تمكنها من التوسع مستقبلا وذلك لمحاولة تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، وهذا دون إهمال أهمية التوزيعات الحالية والدور الذي تلعبه في التأثير على إختيارات المستثمرين.

2- سياسات توزيع الأرباح

تشق سياسات توزيع الأرباح إلى جانبين رئيسيين: فإما يتم إحتجاز الأرباح أو توزيعها، وذلك حسب أهداف وظروف المؤسسة، كما قد تبرز المؤسسة بينهما في ظل نسب متفاوتة.

¹ - عاطف جابر طه عبد الرحيم- أساسيات التمويل والإدارة المالية- الدار الجامعية مصر- 2008- ص 390 .

² - justin PETTIT - STRATEGIE CORPORATE FINANCE :applications in valuation and capital structure - John Willy & Sons. Inc. New Jersey - 2007- p 161.

2-1 الإحتجاز (عدم التوزيع): فكما سبق الذكر في الفصل الأول، فإن الأرباح المحتجزة إنما تمثل مصدرا مهما للمؤسسة من أجل تمويل إستثماراتها والتي تستعمل خاصة في عمليات النمو والتوسع، وتتحدد نسبة الأرباح المحتجزة وفقا لسياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ما يقرره مجلس الإدارة، والذي يقضي بإحتجاز كل الأرباح المحققة في الدورة، أو نسبة محددة فقط يتم إحتجازها على أن يوزع الباقي، أو عدم إحتجاز الأرباح مطلقا وهذا وفقا لما تقتضيه الظروف التي تمر بها المؤسسة، وبما يخدم كل من المؤسسة والمستثمرين.

2-2 التوزيع: وإلى جانب قرار المؤسسة بإحتجاز نسبة من الأرباح فإنها تقرر توزيع النسبة الباقية من الأرباح، فهي بذلك إنما تحاول توفير التمويل الكافي إضافة إلى محاولة تعظيم ثروة الملاك، مما يضطرها إلى إنتهاج سياسة توزيع معينة يمكن أن تكون كما يلي:

2-2-1 سياسة التوزيع المتبقي أو الفائض¹ *Dividend as a passive Residual Policy* :

يرر إنتهاج المؤسسة لهذه السياسة بأنها تكون ذات إعتداد كبير على المصادر التمويلية الداخلية (الأرباح المحتجزة) في تمويل المشاريع الإستثمارية الجديدة، الأمر الذي يحتم دفع التوزيعات من المتبقي من الأرباح والذي يطلق عليه الفائض، ويكون هدف المؤسسة عند إعتداد هذه السياسة هو العمل على تفادي إصدار وبيع أسهم جديدة، حيث تعمل هذه السياسة على مواجهة التقلبات في أرباح المؤسسة الدورية، مع دفع الدخل الضروري من الأرباح للمساهمين إضافة إلى محاولة بناء الثقة بمستقبلها.

ويتم من خلال إستغلال هذه الطريقة المقارنة بين العائد المتوقع من الفرص الإستثمارية والعائد المطلوب من المالكين، ففي حال كون العائد المتوقع أعلى فإن المؤسسة والمستثمرين يفضلون إحتجاز أكبر قدر من الأرباح وهذا من أجل تمويل هذه الفرص الإستثمارية التي سينتج عنها عائد أعلى، والعكس صحيح مما يعني أن قيمة التوزيعات إنما تكون مرهونة بالعائد على الفرص الإستثمارية المتاحة، وبالتالي حاجات المؤسسة التمويلية، هذا يقودنا إلى القول أن توزيع الأرباح وفق هذه السياسة لا يكون إلا بعد نفاذ كل الفرص الإستثمارية المرجحة، إذ تتميز عموما التوزيعات في هذه السياسة بعدم الإستقرار.

2-2-2 سياسة التوزيع المستقرة² *Stables dividend policy* :

وتعني أن إختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفا، ولا يتم الزيادة في هذه النسبة إلا إذا وافقتها زيادة في الأرباح وهذا في ظل التأكد حول إمكانية القدرة على المحافظة على هذا المستوي الجديد من التوزيعات، فهذه الطريقة تقوم على قاعدة عدم التخفيض من نسبة التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية، فهي بالتالي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها وتذبذبها.

¹- محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص 435 .

²- عاطف جابر طه عبد الرحيم- مرجع سبق ذكره- ص ص : 399 - 400.

ويجمع معظم المالىين على أن سياسة التوزيعات المستقرة هي الأفضل بالنسبة للمؤسسات، وهذا لعدة أسباب نذكر منها:

- تكون هذه السياسة في مصلحة المؤسسة وحملة أسهمها، إذ تؤدي إلى إرتفاع أسعار أسهمها؛
- تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، على عكس سياسة توزيع الفائض، والتي تخلق حالة عدم تأكد شديدة بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات مما يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الملكية وبالتالي إنخفاض في أسعار أسهمها؛
- أخذاً بنظرية الإشارة فإن المؤسسة لا تميل إلى تخفيض التوزيعات، والتي في جوهرها تعني نظرة المستثمرين إلى التغيير في التوزيعات على أنها إشارة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل، فتخفيض التوزيعات إشارة إلى إنخفاض المكاسب في المستقبل، الأمر الذي ينعكس على أسعار أسهمها بالإنخفاض كذلك، على العكس من ذلك في حال الزيادة في التوزيعات التي تعني تنبؤ الإدارة بتحقيق مكاسب كبيرة في المستقبل، مما ينعكس على أسعار أسهمها بالارتفاع.

2-2-3 سياسة التوزيعات ذات النسبة الثابتة *Constant payout ratio dividend policy* :

تعد أبسط أنواع سياسة التوزيع حيث يتم إعتداد نسبة دفع ثابتة، ولكن وفي ظل عدم إستقرار الأرباح فإنه سينعكس على مبلغ التوزيعات، والذي سيشتميز بالتقلب من فترة لأخرى الأمر الذي قد يؤثر على أسعار الأسهم¹. وتسعى المؤسسة من خلال إعتدادها على هذه السياسة إلى بلوغ مجموعة من الأهداف، والتي أجملها الدكتور محمد علي إبراهيم العامري في خمسة أهداف رئيسية متفاوتة من حيث الأهمية والأولوية، وتتمثل في²: تجنب الإنخفاض في المشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، وهذا من أجل الحفاظ على قدرة المؤسسة في دفع التوزيعات مستقبلاً؛ كما تعمل المؤسسة أيضاً على تجنب حجب التوزيعات وهذا لتجنب الأثر السلبي المترتب عن إحتجاز الأرباح؛ إضافة إلى تجنب الحاجة لبيع أسهم جديدة؛ وتعمل كذلك المؤسسة من خلال إنتهاج هذه السياسة على إدامة هدف نسبة الديون إلى الملكية وإدامة هدف دفع التوزيعات.

3- آلية دفع التوزيعات

يعد قرار التوزيعات من صلاحيات مجلس إدارة المؤسسة، وذلك من خلال جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلاً، ناهيك عن رغبات المستثمرين المختلفة حول التوزيعات والتي تعد من أهم العوامل المتحكمة في تحديد نسبة التوزيعات، وبذلك تتحدد في ضلها آليا الأرباح

¹- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي - مرجع سبق ذكره- ص: 483 - 484.

²- محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره - ص 436 .

المحتجزة والتي قد يعاد استثمارها، فمقدار التوزيعات يعد أمرا ذا أهمية كبيرة سواء بالنسبة للمؤسسة أو المستثمر، إضافة إلى العارفين والمتبعين للأموال المالية للمؤسسات.

3-1 مقدار التوزيعات *Amount of dividend*: تعد الأرباح المحققة من قبل المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الإستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو تخفيضها حسب ما تقتضيه الظروف.

ويتم عموما إستخدام معدلين أساسيين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم، وتمثل في¹:

$$\text{مردودية السهم} = \frac{\text{القيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي}}$$

فمردودية السهم أو غلة التوزيعات (*dividend yield*) عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي يكون فيها مردودية السهم عالية. أما المعدل الثاني فيمثل:

$$\text{نسبة التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات الأرباح}}{\text{الأرباح}}$$

وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فإرتفاع هذه النسبة ينبأ بإرتفاع في معدل نمو الأرباح.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميتها.

3-2 السلم الزمني لدفع التوزيعات:

قد تؤدي عملية التوزيعات إلى إحداث نوع من الحراك على مستوى أسهم المؤسسة المعنية، فالتوزيعات يتم تسليمها بعد عدة أسابيع من تاريخ الإعلان عنها، لذا نميز أهم التواريخ ذات الصلة بهذا الإعلان - خاصة بالنسبة للمؤسسة المدرجة في البورصة - كما يلي:

3-2-1 تاريخ الإعلان *Declaration date*: وفيها يحدد مجلس الإدارة مقدار التوزيعات وتاريخ تسليمها، فهذا اليوم يعد ذا أهمية بالغة كونه قد يتم فيه رفع نسبة التوزيعات أو تخفيضها، وبالمقابل يتم توثيقه على مستوى البورصة والإعلان عنه في مختلف الوسائل المعنية.

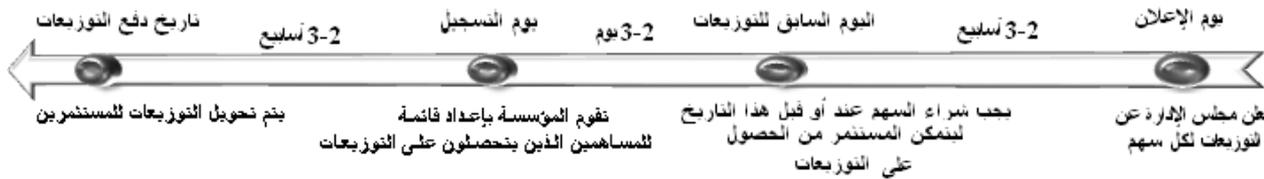
¹ - Aswath DAMODARAN- FINANCE D'ENTREPRISE theorie et pratique- de boeck .Bruxelles- 2^{eme} édition- 2006- pp :892-898

3-2-2 تاريخ التوزيعات السابق Ex-dividend date: ويعتبر هذا التاريخ بمثابة تاريخ لإستحقاق الحصول على التوزيعات، فإذا ما تم شراء السهم من قبل المستثمر قبل هذا التاريخ يكون له الحق في الحصول على التوزيعات، لكن في حال شراء السهم عند هذا التاريخ أو بعده فيكون المالك الأصلي هو صاحب الحق في الحصول على التوزيعات المقررة، مما يفرض في هذه الحالة ضرورة إنخفاض سعر السهم بقيمة التوزيعات الصافية (بعد الضريبة)، وعموما يحدد هذا التاريخ بيومين قبل تاريخ التسجيل.

3-2-3 تاريخ التسجيل Date of record: تقوم المؤسسة بعد أيام من تاريخ التوزيعات السابق بغلق سجلاتها الخاصة بتحويل الأسهم التي ستحصل على التوزيعات، ويكون كل المستثمرين المسجلين في السجلات كحاملة أسهم المؤسسة لهم الحق في الحصول على التوزيعات، وبسبب الوقت المطلوب لعمليات الترحيل عند تحويل الملكية للأسهم، فإنه ينجر عن شراء الأسهم قبل يومين من تاريخ السجل حرمان صاحبها من إستلام التوزيعات الحالية، أما قبل ذلك فالمشتري عليه أن لا يقلق حيال تسجيل أسهمه في الوقت لأن البائع هو الذي يكون مطالب بدفع قيمة هذه التوزيعات في حال لم يستلمها¹.

3-2-4 تاريخ الدفع Payment date: ويتم تحديده هو الآخر من قبل مجلس الإدارة، وعموما يكون بعد أسبوعين أو ثلاثة من تاريخ السجل، وتلتزم فيه الإدارة بدفع التوزيعات إلى حملة الأسهم العادية. ويمكن تمثيل مختلف هذه التواريخ من خلال الشكل الموالي:

الشكل (1-3): السلم الزمني لدفع التوزيعات



Source : Aswath DAMODARAN- op cit - p 896 .

4- خطط إعادة إستثمار التوزيعات DRIPs

خلال السبعينيات من القرن الماضي معظم المؤسسات الكبيرة قامت بإنشاء خطط لإعادة إستثمار التوزيعات، وقد يضم نوعين من الخطط وذلك إما بضم الأسهم القديمة أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، ويكون للمستثمر من خلال النوعين الخيار بين الإستمرار في تلقي التوزيعات أو العمل على رفع ملكيته في المؤسسة بإستعمال التوزيعات في إقتناء أسهم جديدة².

¹ - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي - مرجع سبق ذكره- ص 461.

² - Michael C.EHRHARDT & Eugene F.BRIGHAM- CORPORATE FINANCE A focused Approach - 2nd édition - pp :519-520.

وتقوم العديد من المؤسسات بمحاولة إستقطاب التوزيعات من خلال تقديم عروض مختلفة لإعادة إستثمارها في هذه المؤسسات، وذلك من خلال إتاحة فرص إقتناء أسهم إضافية جديدة للمؤسسة وهذا بدون تكلفة معاملات أو بتكلفة متدنية، هذا من جهة كما تسمح بعض المؤسسات بإقتناء أسهمها من قبل المستثمرين دون الحاجة إلى اللجوء إلى الوسطاء الماليين ، وتعمل المؤسسة من خلال هذه الخطط على تفعيل تداول أسهمها في وتعزيز قيمتها في السوق المالي¹.

المطلب الثاني: قرار توزيعات الأرباح

تعتمد المؤسسة خلال إجراء عملية توزيعات الأرباح على شكل معين من التوزيعات، وذلك بما يتماشى وأهدافها المستقبلية ورغبة مالكيها، إذ يعد قرار التوزيعات من أهم القرارات التي يتم إتخاذها من قبل المؤسسة كونها تتداخل مع مجموعة من القرارات الأخرى كإلإستثمارية منها والتمويلية.

1- قرار التوزيعات

إن الحديث عن سياسة التوزيعات المثلى يقيد بمجموعة من المحددات الأساسية لها، لذا فإن هذا القرار يتخذ مع الأخذ بعين الاعتبار للمستثمرين وتفضيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، وهذا في ظل الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، أما العامل الآخر فيتمثل في الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالبا تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته، فقرار التوزيعات يربط مجموعة من الأطراف كالمؤسسة؛ المساهمين والسوق وذلك لأهميتها الكبيرة بالنسبة لهم، ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن إعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة.

وفي الواقع لا يكون قرار توزيعات الأرباح مستقل تماما، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير مع قرارات الهيكل المالي وقرارات تمويل الإستثمارات، ويعود أساسا هذا الإرتباط إلى حالة عدم تماثل المعلومات السائدة، والذي ينتج عنه تأثير سلبي على قيمة السهم في ظل إعتقاد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل إستثماراتها أو التذبذب في توزيعات الأرباح².

وقرار التوزيع حتما سيتم أثناء عملية التخطيط، حيث يتم الوضع في الحسبان للفرص الإستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن التوزيعات إنما يبعث إشارات إيجابية توحى بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي، والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها.

1 - Richard BREALEY ;Stewart MYERS- PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE - op cit - p 434.

2 - Michael C.EHRHARDT & Eugene F.BRIGHAM- op cit- pp : 522-523.

2- أشكال التوزيعات

تختلف أشكال التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة وهذا حسب ما تمليه ظروف المؤسسة، وتتمثل أهمها في:

2-1 التوزيعات النقدية *Cash dividend* :

فعادة تشير التوزيعات إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم، إذ يمكن إعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات، فالتوزيعات النقدية تعتبر أكثر الأشكال شيوعاً، فغالبا ما تقوم مؤسسات المساهمة بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين، وفق مراحل منتظمة من الأعمال، وتتم هذه التوزيعات في الغالب أربع مرات في السنة لدى شركات المساهمة¹.

2-2 التوزيعات في صورة أسهم *Stock dividend* :

يعتمد هذا الشكل غير النقدي للتوزيعات على دفع أسهم للمساهمين وذلك بدلا من التوزيعات النقدية، إذ لا يكون لهذا الشكل من التوزيعات قيمة حقيقية²، ولعل من بين أهم النتائج المرجوة من إنتهاج هذه السياسة هو إحداث تغيير في الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك عبر إحداث تغيير في حجم ونوع الأدوات المالية المتداولة المصدرة من قبل المؤسسة، إضافة إلى أثر جوهري والمتمثل في إنخفاض القيمة السوقية لأسهمها.

ولعل من أبرز ما يلاحظ على هذه العملية كونها تمثل تحويل الأموال بين الحسابات المكونة لحقوق حملة الأسهم العادية، وذلك بدلا من إستخدام هذه الأموال من الناحية المحاسبية³، مما يعني أن المساهم بإستلامه هذه التوزيعات لم يستلم شيء من القيمة، فبعد دفع التوزيعات ينعكس ذلك على قيمة السهم بالإنخفاض بنفس نسبة التوزيعات، مع عدم تغير قيمة الأسهم التي يمتلكها، إضافة إلى نسبة ملكيته في المؤسسة، وبالضرورة الأرباح التي يتحصل عليها في حال ثبات الأرباح المحصلة من المؤسسة.

وللمؤسسة عدة منافع من جراء إتباع هذا الشكل في توزيع الأرباح⁴، يمكن إيجازها في منفعتين أساسيتين، أولاها هي محافظة المؤسسة على النقد، وبالتالي فإن عملية توزيعات الأسهم على المساهمين بدلا من التوزيع النقدي يمكن المؤسسة من توفير الأموال لإستخدامها في تمويل إستثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة وهذا من أجل تعظيم الأرباح المستقبلية، وهذا مع إجتناوب الأثر النفسي السلبي الممكن على المستثمرين في حال عدم إجراء توزيعات، ففي ظل هذه السياسة قد توحى للمستثمرين بتحسين الأفاق المستقبلية للمؤسسة، وتوسع إمكانية المشاركة في الأرباح المستقبلية من خلال زيادة عدد الأسهم التي يمتلكونها.

¹ - محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص ص: 436 - 437.

² - عدنان تاليه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي - مرجع سبق ذكره- ص 487.

³ - المرجع السابق- ص 488 .

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري- مرجع سبق ذكره- ص ص: 442 - 443.

أما المنفعة الثانية فتكمن في زيادة رأس المال المدفوع دون مساهمات جديدة من المساهمين، كما أن الإنخفاض في سعر السهم يساهم في تنشيط عملية التداول في السوق.

وقد أوضح *Aswath DAMODARAN*¹ أن هذا الشكل من التوزيعات إنما تستعمله المؤسسة لثلاث أسباب رئيسية، فهي تمثل أداة لتضليل المساهمين خاصة في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات مالية، والتي تحول دون قدرتها على إجراء توزيعات نقدية في ظل تميز توزيعاتها الماضية بالإستقرار، مما يحتم عليها الإعلان عن إجراء توزيعات على شكل أسهم لتغطية عجزها عن إجراء توزيعات نقدية، كما قد تتخذ منه بعض المؤسسات كتوزيعات إضافية إضافة إلى التوزيعات المستقرة، خاصة في الفترات التي تحقق فيها المؤسسة أرباحا مهمة، إذ تلتزم المؤسسة بمواصلة إجراء هذه التوزيعات، مما يعني نيتها في رفع قيمتها المتوقعة مستقبلا، بالتالي فالمؤسسة بإجراء هذه التوزيعات إنما ترسل إشارات إيجابية حول وضعيتها إلى السوق المالي، وأخيرا المؤسسات التي يكون لديها صنفين من الأسهم، الصنف الأول والذي ستلتزم بدفع توزيعات مستقرة إليه، أما الثاني فيكون عن طريق توزيعات أسهم.

2-3 تجزئة السهم *Stock split* :

يتشابه هذا الشكل مع سابقه في قيامهما على مبدأ تقسيم الفطيرة إلى أجزاء صغيرة دون المساس بالمركز الأساسي للمساهمين²، وتتم هذه العملية في حال تسعير أسهم المؤسسة في السوق بأسعار عالية جدا، مما يفرض ضرورة العمل على تخفيض الأسعار السوقية لهذه الأسهم، ويتم هذا من خلال اللجوء إلى تجزئة الأسهم، وكون هذه العملية لا تؤثر على قيمة المؤسسة من الناحية النظرية، فهي بذلك تتشابه وتوزيع الأسهم المجانية.

وتتم عملية تجزئة الأسهم من خلال زيادة عدد الأسهم العادية التي يمتلكها كل مساهم، وتتم هذه العملية بأن يكون مثلا سهم واحد من الأسهم القديمة يساوي إلى ثلاث أو يستبدل بثلاث أسهم جديدة، مما يسمح بتعزيز القابلية التسويقية وتحفيز نشاط السهم في السوق.

وقد إنخذ الدكتور منير إبراهيم هندي ثلاث مبررات لإتباع المؤسسات للشكلين السابقين في التوزيعات، وتتمثل في³:

- التأثير على القيمة السوقية للسهم : قد ينظر المتعاملون في السوق المالي إلى هذه القرارات التي يتم إتخاذها من قبل المؤسسة على أنها إشارة مالية لمستقبل مبشر للمؤسسة، بإعتبار أنها تنطوي على محتوى معلوماتي على مستقبلها ترغب في إبلاغه للمستثمرين، وهذا سيؤثر حتما على القيمة السوقية لأسهمها بالإيجاب؛
- التأثير على مقدار التوزيعات: قد ينتج على القرار المتخذ من قبل المؤسسة، زيادة في التوزيعات النقدية الكلية التي يحصل عليها المستثمر، لكن من النادر أن تبقى المؤسسة على القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات قبل إتخاذ القرار؛

¹ - Aswath DAMODARAN- op cit- p 993.

² - Michael C.EHRHARDT et Eugene F.BRIGHAM- op cit - p 524.

³ - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- المعارف. الإسكندرية - 1998- ص ص: 386 - 389 .

– إزالة الحاجز النفسي: يتمكن المستثمر في ظل زيادة عدد الأسهم التي يمتلكها جراء السياسة المتبعة، وفي ظروف نفسية أقل ضغطاً من بيع كمية من الأسهم التي يمتلكها، وبالتالي فإن هذه السياسة تخفف من الحاجز النفسي الذي ينتاب المستثمر سواء لبيع أسهمه أو شراء أسهم جديدة.

4-2 عكس تجزئة الأسهم Reverse stock splits:

وتعبر عن عملية تخفيض في عدد أسهم المؤسسة، بحيث يتم على سبيل المثال إستبدال سهمين قديمين بسهم واحد جديد، إذ تتضاعف القيمة الاسمية للسهم، فعلى مستوى الهيكل المالي للمؤسسة لا يحدث أي تغيير عدا عدد الأسهم الذي ينقص، ناهيك عن تضاعف القيمة السوقية للسهم.

وتلجأ المؤسسة إلى هذا النوع بدافع مجموعة من المبررات والدوافع، ويمكن إيجازها فيما يلي¹:

- يفرض التعامل في سوق الأوراق المالية في كثير من الأحيان سعر أدنى للسهم، فعكس تجزئة الأسهم قد تمكن المؤسسة من رفع قيمة أسهمها عن الحد الأدنى؛
- كما يتمثل السبب الأخر في محاولة المؤسسة لتقليص تكاليف المعاملات إضافة إلى العمل على توفير السيولة، وهو ما ينكس بالإيجاب على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة؛
- إزاحة صغار الملاك، حيث تعمل المؤسسة على إخراج المساهمين أصحاب الحصص الصغيرة بالقوة عن طريق عكس تجزئة الأسهم، إذ تؤول حصصهم إلى دون المستوى المحدد؛

5-2 إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase:

تعد عملية شراء الأسهم البديل الثاني للتوزيعات النقدية، حيث شاع في السنوات الأخيرة إستخدام هذا الأسلوب بشكل كبير، فمعظم المؤسسات تتجه إلى شراء جزء من أسهمها التي سبق وأصدرتها، وهذا من أجل تحويل جزء أو كل التدفقات النقدية المتاحة إلى المساهمين، على أن يتم الاحتفاظ بهذه الأسهم على مستوى المؤسسة على شكل أسهم الخزينة (*Treasury stocks*) بغية إعادة بيعها في حال حاجة المؤسسة إلى تمويل إضافي²، مع إمكانية حذفها نهائياً فيكون الأمر هنا متعلق بتخفيض رأس المال، حيث بمجرد شراء المؤسسة لأسهمها يعمد المحللون إلى تخفيض عدد الأسهم المتداولة لها في تحليلهم³.

فالمؤسسة عند قيامها بشراء أسهمها إنما تقوم بتحويل السيولة إلى المساهمين، وهو ما يحمل نفس معنى التوزيعات النقدية، حيث في حال إعتقاد المؤسسة على هذا الشكل من التوزيعات فإنه سينجر عنها إنخفاض في قيمة السهم

¹ - H.Kent BAKER- DIVIDENDS AND DIVIDEND POLICY- John Wiley & sons . Inc- New Jersey- 2009 - p 442.

² - R.BREALEY ; S.MYERS ; F.ALLEN – PRINCIPES DE GESTION FINANCIERE- op cit - p 442.

³ - Pierre VERNIMMEN- op cit - pp :787-788.

بمقدار حصته من التوزيعات، ولكن في حال تخصيص السيولة لشراء الأسهم بدلا من التوزيعات النقدية، فإن الأسهم تبقى بنفس قيمتها وفي كلتا الحالتين لا تتأثر ثروة الملاك بسياسة التوزيع.

فمثلا عند إمتلاك مساهم لـ 80 سهم، وكانت قيمة كل سهم 10 و.ن، فإنه عندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات نقدية قيمتها 1 و.ن/سهم، تصبح قيمة ثروة المستثمر تساوي إلى 880 و.ن ($80 \times 1 + 10 \times 80$)، أما في حال قرار المؤسسة إجراء توزيعات عن طريق إعادة شراء أسهمها، فإنها تستخدم مجموع هذه التوزيعات 80 و.ن (80×1) في شراء أسهمها، فإذا قرر المستثمر بيع أسهمه (8 أسهم) والتي تكون قيمتها مساوية إلى 11 و.ن ($1 + 10$ توزيعات)، بالتالي فإن ثروته ستساوي إلى 880 و.ن ($11 \times 72 + 11 \times 8$)، أما في حال إعراضه عن البيع فتساوي إلى نفس القيمة أيضا (11×80 و.ن) وهو ما يعني عدم تأثر ثروة المستثمر بسياسة التوزيع المنتهجة.

ولكن الملاحظ أن حصة السهم من الربح سترتفع بعد نقص عدد الأسهم المتداولة، مع بقاء مستوى الأرباح ثابت، مما يكون له تأثير إيجابي على قيمة السهم، وكل هذا يتم تحت فرض غياب الضرائب إضافة إلى المؤثرات الأخرى.

وقد تكون من بين أهم الدوافع وراء شراء المؤسسة لأسهمها هو محاولة مواجهة عمليات الإستحواذ على المؤسسة من قبل أطراف خارجية، إضافة إلى عمل المؤسسة على تعديل هيكلها المالي والعمل على الإستفادة قدر المستطاع من مزايا الرفع المالي بمحاولة رفع نسبة المديونية إلى الأموال الخاصة وذلك في الحدود المعقولة، وكل هذا من أجل محاولة رفع قيمة أسهم المؤسسة، والذي يكون عن طريق سحب جزء من أسهمها من التداول الأمر الذي يحد من المعروض منها، كما قد تكون عبارة عن إشارات مالية أو محتوى معلوماتي على أن السهم يسعر بأقل من قيمته الحقيقية، فهذا الأمر يترك أثرا إيجابيا على ربحية السهم وبالتبعية على قيمته¹.

2-5-1 عملية إعادة شراء الأسهم : فالأسهم المعاد شراؤها من قبل المؤسسة المصدرة لها تعرف على أنها أسهم الخزينة، فعندما تنوي المؤسسة إعادة شراء أسهمها كان من الواجب عليها أن تقوم بإعلام حملة أسهمها بذلك، وخاصة بشكل أساسي فيما تعلق بالمبلغ المخصص لهذه العملية إضافة إلى مدتها، ويمكن للمؤسسة أن تحقق ذلك من خلال إتباع إحدى الطرق الآتية:

أسلوب العطاءات (Tender Offer)؛ وتعتمد فيه المؤسسة على الإعلان عن رغبتها في إعادة شراء أسهمها من خلال وسائل الإعلام المختلفة وهذا وفق كمية وسعر محددين، وتكون مدة العرض المتعلق بها عادة أسبوعين أو ثلاثة، أما السعر فيكون أعلى من القيمة السوقية للسهم عند الإعلان، أما الأسلوب الثاني فيكون من خلال **السوق المفتوحة (Open Market)؛** وذلك بالشراء مباشرة من بيوت السمسرة، وتلجأ المؤسسة إلى هذا الأسلوب إذا كان هدفها الأساسي هو توزيع الفائض من التدفقات النقدية على المساهمين².

¹ - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص ص: 391 - 394.

² - justin PETTIT - op cit- pp :181-183.

أما عن ميول المؤسسة لإختيار طريقة لإجراء التوزيعات، فقد لاحظ كل من *V. Thakor*، *J. Brennan* أن احتمال إستعمال المؤسسة للتوزيعات يكون أكثر في حال التوزيعات الصغيرة، في حين يسيطر أسلوب العطاءات على نصيب هام من التوزيعات، كما يكون كوسيط في حالات يكون فيها أسلوب السوق المفتوحة هو المفضل¹.

والملاحظ أن أسلوب السوق المفتوحة أكثر مرونة من أسلوب العطاءات، خاصة فيما يخص وقت تنفيذ عملية الشراء، إذ تكون المؤسسة أكثر حرية في إتخاذ قرارات الشراء، إضافة إلى تكلفتها المنخفضة مقارنة بأسلوب العطاءات، والذي تنجم عنه تكاليف إضافية، على عكس أسلوب السوق المفتوحة الذي يتم فيه شراء الأسهم وفق القيمة السوقية لها.

وقد تعتمد المؤسسة على تحديد مجموعة من الأسعار التي تكون مستعدة عندها لإعادة شراء أسهمها، فالمساهم الراغب في البيع عند هذه الأسعار يعرض عليها الكمية التي يرغب في بيعها، وتختار المؤسسة العروض ذو الأسعار المنخفضة والذي تكون عندها مستعدة لشراء عدد من الأسهم المستبقاة، كما قد تلجأ المؤسسة كذلك إلى التفاوض مباشرة مع حملة الأسهم الرئيسيين².

ولعل من بين أهم الأسباب التي تدعو المؤسسة إلى إعادة شراء أسهمها حسب ما تناو لها *Pierre VERNIMMEN*، والمتمثلة فيما يلي³:

- غياب الفرص الإستثمارية التي ينتج عنها عائد مقبول، مما يدفع بالإدارة إلى تحويل هذه الأموال إلى المساهمين من أجل إستثمارها بأنفسهم؛
- إعتقاد الإدارة أن الأسهم تسعر بأقل من قيمتها، مما يبعث إشارة إيجابية للمستثمرين؛
- محاولة تعظيم الإستفادة من الرفع المالي والميزات الضريبية؛
- الميزات الضريبية الممكن تحقيقها، فالضرائب تكون أقل في حالة إعادة شراء الأسهم منها في حال التوزيعات النقدية؛

كما يمكن ملاحظة الأثر الذي ينتج عن إنتهاج المؤسسة لهذا الشكل من التوزيعات سواء على المؤسسة أو على المساهمين، وتتجلى هذه الآثار فيما يلي:

إن قرار إعادة شراء الأسهم ينعكس بالإيجاب على العوائد الرأسمالية للمساهمين، وهذا من خلال الميزة الضريبية التي تتمتع بها الأرباح الرأسمالية، حيث يكون في الغالب معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل منه في حال التوزيعات النقدية، ومن ناحية أخرى فالضريبة على الأرباح الرأسمالية لا تتحقق إلا بعد بيع السهم، مما يعطي للمستثمر إمكانية تأجيلها الأمر الذي يسهم في تخفيض قيمتها الفعلية، أما من ناحية ثانية فإن هذه السياسة يكون فيها نوع من المرونة،

1 - Michael J. Brennan; Anjan V. Thakor - Shareholder Preferences and Dividend Policy- *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4. (Sept., 1990), pp. 993-1018.

2 - R.BREALEY ; S.MYERS ; F.ALLEN - PRINCIPES DE GESTION FINANCIERE - op cit - p 442.

3- Pierre VERNIMMEN- op cit - pp:790-789 .

حيث لا تمنح إلا لمن يحتاج السيولة، وهذا يعرضهم للأسهم على المؤسسة قصد بيعها والحصول على إحتياجاتهم من السيولة، على العكس من ذلك فيإمكان المساهم الإحتفاظ بأسهمه في حال عدم حاجته للسيولة.

ولكن الملاحظ أن عملية التوزيعات النقدية تتصف بقدر كبير من التأكد على العكس من الأرباح الرأسمالية، ويتجلى هذا في السعر الذي قد تدفعه المؤسسة والذي قد يكون أعلى مما ينبغي، الأمر الذي يؤثر بالسلب على بقية المستثمرين، إلى جانب جهل المساهمين بالآثار المترتبة عن هذه السياسة¹.

أما بالنسبة للمؤسسة فإن أهم أثر فيكون في هيكلها المالي، وذلك بإرتفاع نسبة المديونية إلى الملكية مما يعزز الإستفادة من مزايا الرفع المالي، هذا إذا كانت الفترة السابقة تتميز بإرتفاع نسبة الملكية، الأمر الذي يزيد من ربحية السهم، ولكن في حال تسجيل إرتفاع في نسبة المديونية من قبل، فإن هذا الأمر يولد مخاطر مالية للمؤسسة، قد تعصف تماما بالقيمة السوقية لأسهمها.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات

تعكس سياسة التوزيعات الخطة العامة للمؤسسة والتي من خلالها تتجلى الأهداف التي تسعى للوصول إليها، والتي تكون في مقدمتها تعظيم قيمة أسهمها، إذ تتحكم مجموعة من العوامل في الواقع العملي على قرار تحديد سياسة التوزيعات المثلى للمؤسسة.

1- خصائص توزيعات الأرباح

تتصف سياسة توزيعات الأرباح بمجموعة من الخصائص والتي تظهر في معظم المؤسسات ومنها²:

1-1 التوزيعات لها نفس ميل الأرباح: يتم صرف التوزيعات اعتمادا على الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، لذا هناك العلاقة تربط بين هذين المتغيرين، وقد قام جون لنتنر (*J.Lintner*) بدراسة الطريقة التي تحدد من خلالها المؤسسة مبلغ التوزيعات الذي يتم تحويله للمساهمين، إذ توصل إلى أن المؤسسة تحدد نسبة مستهدفة من التوزيعات بالإعتماد على مستوى الأرباح المحققة، والتي قد تشهد تغيرات في قيمتها بفعل التغير في تطور مستوى الأرباح.

أما فاما وبايباك (*Fama et Babiak*) فقد لاحظا تأخر بين الأرباح والتوزيعات مع تقلص في التغيرات على مستوى التوزيعات مقارنة بالأرباح عبر عدة مراحل، وكان ذلك إثبات لما توصل إليه لنتنر أن التغيرات على مستوى التوزيعات إنما تكون محصلة للتطورات الحاصلة في الأرباح.

1-2 التوزيعات مستقرة: غالبا المؤسسات لا تحب فكرة إجراء تعديلات على قيمة التوزيعات، ويعود هذا الخوف من تعديل قيمة التوزيعات إلى مجموعة من العوامل، منها تخوف المؤسسة من عدم قدرتها على تغطية توزيعات أعلى في الفترات المستقبلية، والعمل على تجنب رد فعل السوق نتيجة الإعلان عن تخفيض التوزيعات.

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 398.

² - Aswath DAMODARAN - op cit - pp : 900-905.

3-1 التوزيعات تتبع دورة حياة المؤسسة: عموماً تتبع سياسة التوزيعات موقع المؤسسة من دورة حياتها وما تفرضه من متطلبات إستثمارية.

4-1 تتميز التوزيعات بتطور أكثر سلاسة من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة: وهذا نظراً لعمل المؤسسات على الرفع من توزيعاتها والحفاظ دائماً على مستواها، وقد أظهرت العديد من الأبحاث أن التوزيعات أقل تغيراً من الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كونها تتحكم في التوزيعات على عكس الأرباح.

5-1 إختلاف سياسة التوزيعات عبر الدول: باعتبار أن التوزيعات تتبع في الغالب التغير في الأرباح المحققة، فهي تختلف كذلك من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك إلى عدد من العوامل، كالتغير في مستويات النمو بالنسبة للمؤسسات، إضافة إلى التغير في مستويات الضرائب المفروضة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية عبر الدول.

2- قيود سياسة توزيعات الأرباح

تخضع عملية توزيعات الأرباح إلى مجموعة من القيود التي تتحكم في السياسة المنتهجة، ومن خلال تحديد نسبة الأرباح الموزعة والمحتجزة والشكل الذي يفضل إنتهاجه، وتمثل أهم هذه القيود في:

2-1 قيود عامة: وتمثل أهم هذه القيود في:

2-1-1 عقود الحماية: حيث عادة ما يفرض الدائنين قيوداً على توزيعات الأرباح، وذلك من خلال شرط عدم إجراء توزيعات للأرباح ما لم تتمكن المؤسسة من تغطية التزاماتها، وهذا حتى تحفظ مصالحهم ويضمنون إسترداد أموالهم التي إستثمروها في المؤسسة.

2-1-2 السيولة: يعتبر الشرط الأساسي لإجراء التوزيعات النقدية هو توفر السيولة الكافية لتغطيتها، وبالتالي فمع إرتفاع هذه الأخيرة لدى المؤسسة تزيد بالمقابل نسبة الأرباح الموزعة، كما أن المرحلة العمرية التي تمر بها المؤسسة قد تؤثر على هذا العامل، فالمؤسسات التي تكون مثلاً في مرحلة النمو تحتاج إلى سيولة كبيرة لإتمام عملياتها.

2-1-3 إستقرار الأرباح: كما تلعب درجة إستقرار الأرباح دوراً كبيراً في تحديد سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، فالمؤسسات التي تتميز بعدم الإستقرار في أرباحها لا تميل إلى توزيع أرباحها بشكل كبير، على العكس من ذلك المؤسسات ذات الأرباح المستقرة، وهذا لكون عدم الإستقرار في الأرباح قد يعرض المؤسسة إلى عدم القدرة على مواجهة إلتزاماتها إضافة إلى سلبية الإشارات المالية التي ترسلها إلى السوق المالي، فالإستقرار في الأرباح يؤدي إلى الإستقرار في التوزيعات.

2-1-4 الإستقرار في التوزيعات: يعكس الإستقرار في التوزيعات حالة التأكد الكبير، مما ينعكس بالإيجاب على صورة المؤسسة، والتي ستجذب المستثمرين إليها.

2-2 العوامل الخارجية: كما قد تلعب مجموعة من القيود الخارجية تأثيرها على سياسة التوزيعات، وبالتالي قد تعمل على تغيير معالمها، وتتمثل أهم هذه العوامل في¹:

2-2-1 التضخم: تستدعي حالة التضخم التي يمر بها الإقتصاد إحتجاز المزيد من الأرباح وهذا لأجل المحافظة على القدرة الايرادية للمؤسسة، وهذا من أجل عمليات إحلال الإستثمارات.

2-2-2 السياسات التي تتبعها المؤسسات المثيلة: تقضي ظروف المنافسة ضرورة معرفة المؤسسات المنافسة في الصناعة وأهم توجهاتها، فالتوزيعات إحدى هذه الأمور وذلك كون هذه السياسة وإتباعها إنما تحمل مبرر لها.

2-2-3 القيود القانونية: وذلك من خلال الحفاظ على الرأسمال القانوني للمؤسسة من التآكل، حيث تمنع التشريعات المساس برأس المال القانوني، إضافة إلى عملها على حماية المقرضين من خلال ضرورة تحقيق أرباح لإجراء توزيعات ضمانا لتغطية أصول المؤسسة لكافة إلتزاماتها.

2-2-4 فرص الإستثمار المتاحة: تعد الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة أهم الدوافع التي تحملها على إحتجاز الأرباح، وهذا لأجل إعادة إستثمارها وتحقيق معدل نمو معتبر يسمح بزيادة العوائد المستقبلية المتوقعة، وهذا الأمر يعمل على رفع قيمة أسهمها.

2-2-5 الضرائب: تعد الميزات الضريبية أهم محدد ومؤثر على سياسة التوزيعات المنتهجة، خاصة في ظل إرتفاع معدل الضريبة على التوزيعات النقدية مقارنة بالأرباح الرأسمالية.

2-3 العوامل الداخلية: كما قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات، ومنها:

2-3-1 تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات: فبإعتبار أن تكلفة الإصدار تكون أساسا عبارة عن تكلفة ثابتة، فإن هذا الأمر سينعكس على تكلفة الملكية بالإرتفاع، إضافة إلى تكلفة المعاملات والمتضمنة لعمولة السمسرة وغيرها، فإن هذه الأمور إنما تعتبر كمحفز للمؤسسة لإحتجاز الأرباح من أجل إستخدامها في تمويل عملياتها الإستثمارية، وبالتالي تخفف من حدة التكاليف على المستثمرين.

2-3-2 معدل النمو: يعتبر مقدار النمو المتوقع أحد أهم العوامل المحددة لإحتياجات المالية للمؤسسة، خاصة في ظل صعوبة وإرتفاع 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 إستغلال الأرباح المحتجزة في تمويل عمليات النمو.

وقد يكون حجم المؤسسة وسيولتها المفسرين لقرار التوزيعات، فالمؤسسات غالبا ما تتوجه إلى إجراء التوزيعات النقدية نظرا لتمييز الأسواق المالية بعدم الكمال، والذي ينتج عنها تكاليف صفقات جراء التعامل في أسهم المؤسسة

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره - ص ص: 346- 349.

إضافة إلى أن المستثمرين المؤسسون ونظرا لإعفائهم من الضرائب على التوزيعات غالبا ما يميلون لإمتلاك المؤسسات الكبيرة التي تقوم بدفع التوزيعات، كما قد تعمل أيضا هذه المؤسسات على تخصيص مبالغ كبيرة للتوزيعات¹.

2-3-3 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.

2-3-4 الرغبة في السيطرة: قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لإستثماراتها، الأمر الذي من شأنه أن يفقدهم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين، لذا يفضلون إحتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيعات، وهذا لتوفير التمويل الكافي لإستثماراتها.

¹ - Lee S. Redding - Firm Size and Dividend Payouts - JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 6,(1997),pp : 224-248 - ARTICLE NO. JF970221

المبحث الثاني: سياسة التوزيعات وأثرها على قيمة السهم في ظل فروض السوق الكامل

تقوم سياسة توزيعات الأرباح على مفاضلة المؤسسة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذا أهمية وهذا في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم إضافة إلى الجزء من النقدية الذي سيتم تحويله إلى الملاك، حيث تناولت العديد من النظريات هذا الجانب، ويمكن إبراز أهمها فيما يلي:

المطلب الأول: أولى النظريات التي عاجلت القضية

1- نظرية الفائض للتوزيعات *Residual Theory of Dividend*

لقد كانت نظرية الفائض من أولى النظريات التي إهتمت بهذا الموضوع، وذلك من خلال المقارنة بين العائد الناتج عن احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها من طرف المؤسسة، والعائد الناتج عن عملية استثمار التوزيعات من قبل المستثمر، لكن قد تكون حالة المؤسسة هي المحدد الرئيسي وذلك جراء توفرها على نقدية تفوق الفرص الاستثمارية المتاحة أمامها، فالمؤسسة هنا تعتمد إلى توزيع نسب عالية من الأرباح على المستثمرين وهذا لأجل إعادة استثمارها بأنفسهم ولكي لا تفوت عنهم فرصا استثمارية متاحة، وتكون هذه الحالة ميزة الصناعات الناضجة التي تتوفر على فرص ضعيفة للنمو، وتجذب هذه السياسة عموما المستثمر الذي يميل إلى المؤسسات ذات توزيعات الأرباح العالية.

ولكن قد تحقق المؤسسة مستوى نقدية ضئيل مقارنة بالفرص الاستثمارية المتاحة، لذا فإن الخيارات المتاحة تكون إما بتوزيع نسب ضعيفة من الأرباح أو احتجاز كل الأرباح، في مقابل ذلك تحقق عوائد مرتفعة إضافة إلى الإرتفاع في أسعار أسهمها نتيجة تأجيل التوزيعات، وتكون هذه السياسة وجهة المستثمر الذي يفضل الأرباح الرأسمالية.

فالمستثمر عموما حسب هذه النظرية لا يكون لديه مانع من احتجاز الأرباح، إذا كان العائد المتوقع من إعادة استثمارها أكبر من العائد المطلوب من قبله¹، وبالتالي ففي حال توفر فرصا استثمارية أمام المؤسسة ذات عوائد مغرية فإنها تستعمل الأرباح المحتجزة في تمويلها، أما الفائض أو المتبقي من هذه الأرباح فيتم توزيعه على المساهمين، وفي حال عدم توفر أي فائض من هذه الأرباح فإنها لا تجري أي توزيعات، مما يعني أن هذه السياسة إنما تستعمل لتوزيع الفائض من الأرباح بعد تمويل استثماراتها، فهي بذلك إنما تتوقف بدرجة كبيرة على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، وبالتالي فإن سياسة التوزيعات وفق هذه النظرية يمكن أن تعتمد على نقاط أساسية هي²:

- العمل على تحديد المستوى الأمثل للإلتفاق الإستثماري، والذي يتحدد من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال والفرص الإستثمارية المتاحة؛
- تحديد الهيكل المالي الأمثل، وذلك بتحديد النسب المثلى لأموال الملكية المكونة له لتغطية النفقات الإستثمارية؛

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره - ص 319 .

²- عدنان تاليه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي - مرجع سبق ذكره- ص 471 .

- إنخفاض تكلفة الأرباح المحتجزة عن الأسهم، ما يزيد من إستخدامها في تغطية نسب التمويل الممتلك المكونة للهيكال المالي الأمثل.

ونظرا لتغير الفرص الإستثمارية والأرباح المحققة من سنة إلى أخرى، فإن هذا الأمر يؤدي بالضرورة إلى التغير في الأرباح الموزعة، ولكون المستثمر يرغب في إستقرار التوزيعات، فالمؤسسة من أجل أن تحقق هذا المسعى عليها أن تقدر كل من أرباحها والفرص الإستثمارية المتاحة خلال الخمس سنوات اللاحقة أو أكثر، ومن خلال هذه المعطيات تعمل على إيجاد نسبة التوزيعات وقيمة التوزيعات خلال هذه المدة، ثم تحدد المؤسسة بعد ذلك نسبة التوزيعات المستهدفة¹.

وبالتالي فإن قيمة السهم وفق هذه النظريات لا تتعلق بقرارات توزيعات الأرباح، إنما تعتمد على القرارات الإستثمارية المولدة للربحية، والتي تؤدي إلى زيادة ثروة الملاك وتحقق مستوى نمو للمؤسسة.

2- نموذج والتر *Walter's Model*

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 الإفتراضات ، وهي²:

- إعتقاد المؤسسة في تمويل إستثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي (معدل العائد المطلوب) وتكلفة التمويل؛
- يتم إعتقاد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو إحتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات وإستمرارية المؤسسة؛

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الإفتراضات السابقة³:

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{r_s(R-D)/WACC}{WACC}$$

$$\Rightarrow P = \frac{D+(r_s/WACC)(R-D)}{WACC}$$

- حيث: P : تمثل سعر السهم ؛ D : توزيعات السهم؛
- $WACC$: تكلفة التمويل؛
- r_s : معدل التمويل الداخلي (معدل العائد المطلوب)؛
- R : ربحية السهم.

¹ - Michael C.EHRHARDT et Eugene F.BRIGHAM- op cit - p 517.

² - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية : التحليل المالي لمشروعات الأعمال- الدار الجامعية. مصر- 2005- ص 362.

³ - المرجع السابق- ص 362 - 363.

فالمعادلة تشير إلى أن سعر السهم السوقي يمثل القيمة الحالية لكل من قيم لانهائية من التوزيعات الثابتة $\frac{D}{WACC}$ ، والقيم الحالية لقيم لانهائية من الأرباح الرأسمالية $\frac{r_S(R-D)/WACC}{WACC}$ ، إذ يظهر جليا من خلال المعادلة أثر كل من التوزيعات أو الإحتجاز على القيمة السوقية للسهم، ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال الموالي لثلاث شركات أ، ب و ج¹:

جدول (1-3): سياسة التوزيعات وقيمة السهم وفق نموذج والتر

التوزيعات	التوزيعات	التوزيعات	التوزيعات	R	WACC	r _S	مستوى النمو	
100%	80%	40%	0%					
100	110	130	150	10	0.1	0.15	مرتفع	أ
100	100	100	100	10	0.1	0.10	عادي	ب
100	96	88	80	10	0.1	0.08	منخفض	ج

المصدر: محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الادارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص 364.

ومن خلال هذا المثال ففي المؤسسات النامية والتي يكون فيها معدل العائد الداخلي أعلى من تكلفة التمويل، وهو ما يعكس فرصا استثمارية مربحة للمؤسسة تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها من خلال إحتجاز كل الأرباح ليتم إعادة استثمارها، لينتج عنها معدل عائد أعلى مما هو مطلوب من قبل المستثمرين، والتي تمثل حسب والتر سياسة التوزيع المثلى للمؤسسات النمو.

بينما تتساوى في المؤسسات العادية كل من تكلفة التمويل ومعدل العائد الداخلي، الأمر الذي يستبعد تأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، مما يعني عدم وجود سياسة توزيعات مثلى لهذه المؤسسات حسب والتر، وعلى العكس من ذلك المؤسسات ذات معدلات النمو المنخفضة، والتي لا تكون لها أي فرص استثمارية مربحة كون تكلفة التمويل أعلى من معدل العائد الداخلي، فتكون سياسة التوزيعات المثلى في مثل هذه المؤسسات التي تقضي بتوزيع كل الأرباح، ليتم إعادة استثمارها من قبل المستثمرين بأنفسهم.

ومع أن نموذج والتر قدم تفسيراً لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، وذلك في ظل الإفتراضات السابقة الذكر إلا أن بعض هذه الإفتراضات قد تكون غير واقعية، فإعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط في تمويل استثماراتها لا يمكن المؤسسة من تعظيم قيمة ثروة الملاك، كما أنه دليل على عدم أمثلية كل من السياسة الإستثمارية للمؤسسة و توزيعات الأرباح، أو إحداها.

كما أن إفتراض ثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل غير واقعي، فبإعتبار أن تكلفة التمويل ثابتة تكون بذلك تغاضت عن المخاطر وأثرها على قيمة المؤسسة.

¹- المرجع السابق- ص 364

المطلب الثاني: سياسات التوزيع في ظل التأكد التام

تقوم النظريات التي تعمل في ظل التأكد التام على مجموعة من الأسس والمتمثلة أساسا في توفر كل المعلومات للمؤسسة، هذا إلى جانب المعرفة المسبقة للمؤسسة لأرباحها وإستثماراتها دونما وجود أي أخطار. وتمثل أهم هذه النظريات في:

1- وجهة نظر مدكلياني وميلر¹ (M&M)

جاء مدكلياني وميلر من خلال مقالهما عام 1961م ليؤكدوا دعمهما للنهج القائل بعدم تأثر قيمة السهم بسياسة توزيعات الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة إما من خلال التوزيع أو الإحتجاز، وذلك من خلال نظريتهما المسماة: عدم ملائمة التوزيعات *Dividend Irrelevance Theory*.

فقد أبرزوا أن قيمة المؤسسة إنما تتحدد بقدرتها أصولها على توليد الربحية إضافة إلى تأثير مخاطر الأعمال، وبالتالي يكون الدخل المتولد من إدارة الأصول هو المحدد لقيمة هذه المؤسسة، على عكس طريقة التصرف في هذه الأرباح إما بإحتجازها أو توزيعها، والتي لا تحدث أي تغيير على قيمة المؤسسة.

ولقد إعتد كل من مدكلياني وميلر في تحليلهما على مجموعة من الإفتراضات الأساسية والمتمثلة في:

- إعتبار المستثمر رشيد؛
- تعمل المؤسسة في ظل سوق رأس مال كاملة، حيث يتصف فيه المستثمرون بالرشد التام، إضافة إلى إتاحة كافة المعلومات مع عدم وجود تكلفة للمعاملات، وعدم قدرة مستثمر واحد على التأثير في سعر الأسهم في السوق؛
- كما إفترضا عدم وجود ضرائب، أو أنهما لا تختلف عنها في التوزيعات على الأرباح الرأسمالية؛
- إتباع المؤسسة لسياسة إستثمارية تتميز بالثبات؛
- وفي ظل عمل المؤسسة في ظروف التأكد التام، فإنه يمكن للمستثمرين التنبؤ بالتوزيعات والأسعار المستقبلية للأسهم، إضافة إلى وجود تكلفة تمويل واحدة ملائمة لكل المؤسسات في السوق، مع عدم وجود مخاطر؛
- تكون المعلومات المتاحة عن مستقبل المؤسسة نفسها عند المستثمرين والإدارة.

ويخلص كل من مدكلياني وميلر إلى أن قيمة الأسهم في السوق تعكس الأرباح المحققة خلال الدورة، وذلك من خلال العائد المطلوب من المستثمرين والذي يتميز بالثبات، وبالتالي ففي حال قرار المؤسسة القاضي بإجراء توزيعات فإن القيمة السوقية لأسهمها تنخفض بنفس قيمة التوزيعات التي حصل عليها هذا المستثمر، أما في حال عدم إجراء التوزيعات فهذا يعني زيادة ثروة الملاك بمقدار الأرباح المحتجزة، ومادام المستثمر لا يتأثر بسياسة توزيع الأرباح المنتهجة من قبل المؤسسة، إذ لا يكون لديهم تفضيل لتوزيعات الأرباح الحالية على المكاسب الرأسمالية المستقبلية، فيكون في إمكان المؤسسة إختيار سياسة التوزيعات التي تلائمها.

¹ - See : Merton H. Miller; Franco Modigliani - Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares - *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4. (Oct., 1961), pp. 411-433.

ويعود أساس إفتراض كل من مدكلياني وميلر ثبات العائد المطلوب من المستثمرين إلى أنه وفي حالة إختلافها فإن المستثمر سيقوم ببيع الأسهم ذات العائد المنخفض بغية إقتناء الأسهم ذات العائد المرتفع، الأمر الذي يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم ذات العائد المنخفض نتيجة زيادة المعروض منها، على العكس من ذلك الأسهم ذات العائد المرتفع والتي تحقق إرتفاعا في أسعارها، وتستمر هذه العملية إلى غاية إختفاء الإختلافات بين العوائد، ويعتبر هذا التحليل نتيجة فرض مدكلياني وميلر بعدم وجود إختلاف لدرجة الخطر بين المؤسسات، وبالتالي فيكون بالإمكان قياس العائد وفق ما يلي¹:

$$K_e = [D + (P_1 - P_0)]/P$$

- K_e : العائد لجميع الأسهم؛
- D : التوزيعات؛
- P_1, P_0 : سعر السهم في بداية الفترة ونهاية الفترة على التوالي.

فالعائد المطلوب إنما يتحدد في المعادلة من خلال التوزيعات التي تجريها المؤسسة على المساهمين، إضافة إلى العوائد الرأسمالية $(P_1 - P_0)$.

ولعل من أبرز الفروض التي يقوم عليها نموذج مدكلياني وميلر هو إمكانية إجراء توزيعات والحصول على التمويل اللازم لمواجهة سياسة الإستثمار المثالية، وهذا راجع إلى إفتراض ثبات قيمة المؤسسة قبل وبعد إجراء التوزيعات إضافة إلى الأرباح المحصلة والمخاطر الممكن أن تتعرض لها، ولإثبات فرض مدكلياني وميلر الذي يوضح أن قيمة السهم إنما تنخفض فقط بمقدار التوزيعات المحصل عليها، نفترض أن²: مؤسسة يتكون هيكلها المالي من أموال ملكية فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تباع بسعر P^* ، وبالتالي يكون:

$$N \times D = \Delta N \times P^* \quad (\text{التوزيعات على الأسهم القديمة} = \text{الأسهم الجديدة} \times \text{سعر البيع})$$

وكون قيمة المؤسسة ثابتة، أي أنها تتساوى قبل وبعد إجراء التوزيعات، وبالتالي يكون من الممكن التعبير عنها كما يلي:

$$N \times P = (N + \Delta N) \times P^* \quad (\text{قيمة الأسهم القديمة} = \text{قيمة الأسهم الجديدة})$$

$$N \times D = \Delta N \times P^* \quad \text{وكما سبق ورأينا:}$$

$$\Rightarrow N \times P - N \times P^* = N \times D$$

$$\Rightarrow P - P^* = D$$

$$\Rightarrow \Delta P = D$$

¹ - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص ص: 381 - 382.

² - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 322.

أي أن التغير في سعر السهم يساوي تماما إلى التوزيعات التي تجريها المؤسسة، وهو ما يدعم رأي كل من *M&M*، وهو ما يعني أن التوزيعات إنما تؤثر على ثروة الملاك لا على قيمة المؤسسة، ولعل فان هورن (*Van HORNE*)، أحد مؤدي النتيجة التي توصل إليها كل من *M&M*، وذلك من خلال إعتبار أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة إنما تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنها خلال الفترة والمتمثلة في التوزيعات، والممكن تمثيلها بالمعادلة كما يلي¹:

$$P_0 = (D_1 + P_1)/(1 + K_e)$$

وبأخذ المعطيات السابقة، وبإعتبار أن المؤسسة تقوم في تمويلها على الأموال المملوكة فقط، وقررت إصدار أسهم عادية جديدة عددها n ، تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$NP_0 = [ND_1 + (N + n)P_1 - nP_1]/(1 + K_e)$$

مما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي إلى القيمة الحالية لكل من التوزيعات التي يحصل عليها الملاك القدامى في نهاية الفترة ND_1 ، والقيمة الحالية للأسهم القديمة في نهاية الفترة $(N + n)P_1 - nP_1$ ، أما بالنسبة للأسهم الجديدة فقيمتها إنما تعمل على إحداث التوازن بين التمويل المتاح للمؤسسة والفرص الإستثمارية، مما يعني وفي ظل إعتداد المؤسسة في تمويلها على أرباحها المحققة وبيع الأسهم العادية، فإن قيمة الأسهم الجديدة تصبح كالآتي²:

$$nP_1 = I - (B - ND_1)$$

- I : قيمة الإستثمارات المقرر تمويلها؛
- B : الأرباح المحققة خلال الفترة؛

وهو ما يعني أن قيمة الأسهم القديمة في بداية الفترة إنما تمثل القيمة الحالية للقيمة السوقية لكل من الأسهم القديمة والجديدة، بالإضافة إلى الأرباح المحققة خلال الفترة، مع خصم قيمة الاستثمارات التي تم تنفيذها ويمكن إبراز ذلك من خلال المعادلة:

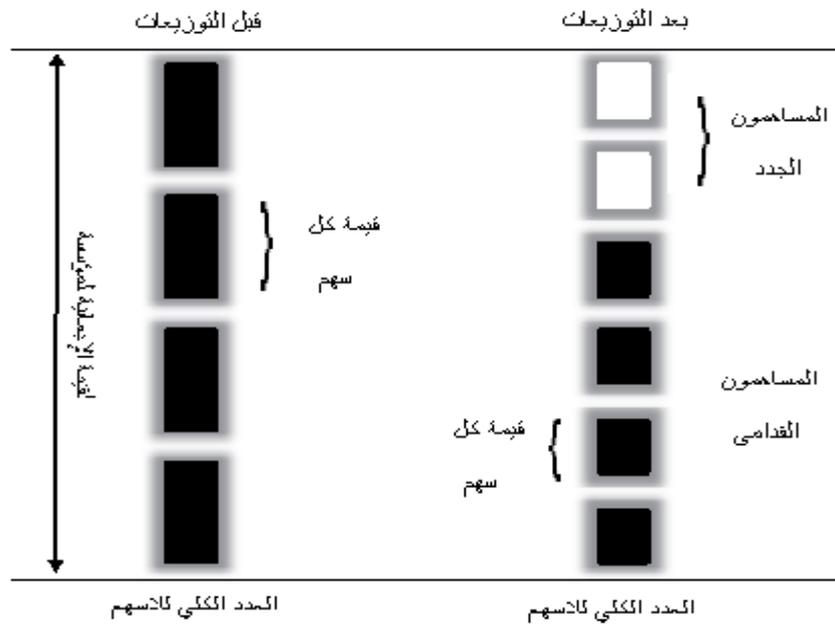
$$NP_0 = \frac{(N+n)P_1 - I + B}{1 + K_e}$$

ويتضح جليا من خلال المعادلة غياب التوزيعات كأحد العوامل المؤثرة على قيمة السهم، ومن ثم القيمة الكلية للمؤسسة، ويمكن تلخيص كل ما توصل إليه الباحثان من خلال الشكل الموالي:

¹ - Jaque TUEILLE ET Patrique TOPSACALIANE- op cit - p 454 .

² -Ibid.- p 455.

الشكل (2-3): تساوي القيمة المحولة للمساهمين الجدد وتوزيعات الأرباح



Source : R. BREALEY ;S. MYERS- PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE – op cit- p 449.

وبالتالي فإن المؤسسة لتغطية التوزيعات النقدية فإنها تلجأ إلى إصدار وبيع أسهم جديدة، الأمر الذي يؤثر على القيمة السوقية للسهم بعد إجراء التوزيعات، على عكس القيمة السوقية للمؤسسة والتي تبقى ثابتة.

ومن الملاحظ أن الطرح الذي تناوله *M&M* يتشابه كثيرا وما جاءت به نظرية الفائض، وهذا بتركيزها على أفضل الأسس لإتخاذ القرارات الإستثمارية التي تعظم من قيمة السهم، وذلك بمنأى عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة.

2- وجهة نظر جوردن ¹ *Gordon Model*

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، فإختلافه مع نموذج *M&M* جوهري إذ يعتقد بأن لسياسة التوزيعات أثر واضح على القيمة السوقية للسهم، وقد أقام جوردن نموذجه على مجموعة من الإفتراضات والمتمثلة في:

- اعتماد المؤسسة على حقوق الملكية فقط في تمويل إستثماراتها؛
- ثبات معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة؛
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة و دخل المستثمر للضرائب؛
- ثبات معدل نمو المؤسسة مع:

1 - See : M. J. Gordon - Dividends, Earnings, and Stock Prices - The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), pp. 99-105.

$$g = EB \times k^{\wedge}$$

(EB: الأرباح المحتجزة، \hat{k} : معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة)

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو؛

- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

وكما سبق الإشارة فإن نموذج جوردن يقوم على أن القيمة السوقية للسهم تساوي إلى القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات، وذلك كما يلي¹:

$$P = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

حيث يمكن تحويل المعادلة السابقة لتصبح تساوي إلى ما يلي:

$$P = \frac{D_1}{(K-g)}$$

وبما أن التوزيعات إنما تمثل ربحية السهم (r) مضروبة في النسبة المتوية للتوزيعات ($1-EB$) تصبح المعادلة السابقة

كما يلي:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-g)}$$

ولدينا: $g = EB \times \hat{K}$ ، وبالتالي تصبح المعادلة كالآتي:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-EB \times \hat{K})}$$

وبالتالي فعند تساوي معدل العائد المطلوب على الإستثمار مع معدل العائد المتوقع تصبح المعادلة:

$$P = \frac{r(1-EB)}{(K-EB \times K)} \Rightarrow P = \frac{r}{K}$$

وهنا في هذه الحالة قد تتلاقى وجهة نظر جوردن مع $M\&M$ ، فتكون سياسة التوزيعات ذات أثر حيادي على قيمة السهم، مما يعني أن قيمة السهم في هذا الحالة إنما تخضع للتغيرات في قرارات الإستثمار لا لقرارات التمويل، وهذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الإستثمار.

أما في حالة إختلاف معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل) عن معدل العائد المتوقع على الإستثمار فيمكن تمييز عدة حالات، فحينما يكون معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب، وهذه الحالة عموماً تميز المؤسسات الهابطة إذ يكون فيها إحتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماماً من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصاً إستثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.

¹ - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص 370 .

أما في الحالة التي يكون فيها معدل العائد المتوقع أعلى من تكلفة التمويل، والتي عموماً تميز المؤسسات ذات المستويات العالية من نسب النمو، إذ تزيد فيها القيمة السوقية لأسهمها بزيادة الأرباح المحتجزة، فيكون من صالح المستثمر والمؤسسة إحتجاز نسب معتبرة من الأرباح لإعادة استثمارها في المؤسسة، إلا أن المبالغة في إحتجاز الأرباح قد تؤثر سلباً على القيمة السوقية للسهم وبالتبعية على المؤسسة.

ومن هنا يبرز الإختلاف في وجهات النظر بين جوردن و *M&M*، بشأن أثر سياسة التوزيعات في القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثالث: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد

لقد تم التطرق إلى كل من دراسة *M&M* و جوردن في ظل التأكد التام، وذلك بتناول أهم النتائج التي تم التوصل إليها، ولكن الواقع غير ذلك وفيما يلي سيتم التطرق إلى سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد.

1- وجهة نظر مدكلياني وميلر

يصر مدكلياني وميلر على ما توصلوا إليه من نتائج وهذا حتى في ظل عدم التأكد، وذلك بعدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة السهم، وهذا بحجة أن المستثمر بإمكانه تشكيل سياسة التوزيع التي تناسبه (*Home-made dividend policy*)، بغض النظر عن تلك التي تنتهجها المؤسسة وهذا وفقاً لإحتياجاته من الدخل.

فعندما تقرر المؤسسة إجراء توزيعات تزيد عن حاجة المستثمر فإنه حتماً سيوجه نحو إقتناء أسهم المؤسسة باستخدام هذا الفائض من الدخل، والعكس في حالة عدم تغطية هذه التوزيعات لإحتياجات المستثمر من السيولة، والذي يتجه بالضرورة إلى سد هذه الإحتياجات، ويكون هذا بالتنازل عن جزء من الأسهم التي يمتلكها لغيره، وكل هذا يبقى في ظل الإفتراضات السابقة بالمنافسة التامة، غياب كل من الضرائب وتكلفة المعاملات.

وبالتالي فالمستثمر يمكنه أن يكون لنفسه سياسة توزيعات خاصة به دون الحاجة إلى التقيد بتلك التي تنتهجها المؤسسة، ويتم له ذلك من خلال إمكانية شراء وبيع الأسهم التي يمتلكها، وبناء على ذلك فالمؤسسة يمكنها إختيار سياسة التوزيعات التي تلائمها دون التقيد برغبات مستثمريها، وهذا نظراً لأن هذه السياسة لا تؤثر على قيمة الأسهم التي يمتلكها المستثمرون، فالأصل في الأثر إنما يكون نتيجة تقديم خدمة خاصة لهذا المستثمر بحيث لا يكون قادر على الحصول عليها دون مساعدة من المؤسسة، وهذا ما لا يتوفر في سياسة التوزيعات¹.

فمن خلال مناقشة مدكلياني وميلر لما سبق وما يعرف بتأثير العميل (*Clientele Effect*)، فقد توصلوا إلى أن المؤسسة عليها أن تنتهج سياسة توزيعات محددة بحيث تجذب المستثمرين الذين يفضلون هذه السياسة، بينما يتنازل

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 330.

المستثمرون الذين لا تروقهم هذه السياسة عن الأسهم التي بحوزتهم، وبالتالي فحتى في حالات عدم التأكد فإنه لا تتأثر ثروة الملاك بالقرارات التمويلية وإنما بالقرارات الإستثمارية.

ولكن في واقع الأمر فإن الإفتراضات التي بني عليها النموذج غير واقعية، وصعبة التحقق فتوفر سوق رأس مال تام إنما هو في واقع الأمر فرض نظري بحت، إضافة إلى باقي الجوانب الأخرى والتي سنوجزها فيما يلي¹:

- إن فرض عدم وجود ضرائب بعيد كل البعد عن الواقع، فالضريبة إنما تفرض على التوزيعات والعوائد الرأسمالية للمستثمرين لكن وفق معدلات مختلفة؛

- كما أنه عادة ما ترتبط عملية إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم عادية) بتكاليف معاملات (عمولات السمسرة) تكون مكلفة خاصة بالنسبة للعمليات الصغيرة؛

- قد يميل المستثمرين إلى تنويع محافظهم المالية، مما يجعلهم يفضلون التوزيعات من أجل إستثمارها في مؤسسات أخرى، الأمر الذي يدحض فرضية تساوي معدلي الخصم والعائد في ظروف التأكد، مما يرفع معدل الخصم لدى الشركات المفضلة للتمويل الداخلي (إحتجاز الأرباح)، الأمر الذي يجعل من قيمة أسهمها منخفضة عن المؤسسات التي تجري توزيعات.

- يضاف إلى ذلك أن سياسة التوزيعات في ظل ظروف عدم التأكد قد تكون بمثابة حل لمشكل عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين، الأمر الذي يجعلهم يفضلون التوزيعات الحالية على إنتظار الأرباح الرأسمالية المستقبلية غير الأكيدة، هذا الأمر سينعكس على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات التي تجري التوزيعات بالإيجاب، وفي هذا وجهة نظر مخالفة لما ذهب إليه كل من مدكلياني وميلر.

2- وجهة نظر جوردن ولنتر *The Bird in the hand*

يعارض كل من جوردن ولنتر مدخل (M&M) في حالة عدم التأكد، حيث يعتقدان بأثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، وهذا بعدما أثبت جوردن في مرحلة سابقة حيادية أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، في ظل ظروف التأكد التام.

وقد بنيت هذه النظرية على الإنتقادات الموجهة لمدخل (M&M) إذ أطلق عليها إسم نموذج عصفور في اليد، والذي يعد أكثر تفسيراً للدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر. ونظراً لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فإنه 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 تأكيداً من الأرباح الرأسمالية.

¹ - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص ص: 387 - 392 .

فباعتبار التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد، هذا الأمر يدفع بالمستثمرين إلى خصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة وفق معدل خصم منخفض مقارنة بما يكون عليه في حالة الأرباح الرأسمالية والتي تتصف بدرجة مرتفعة من عدم الأكادة¹.

هذا الأمر سيؤدي حتماً إلى إرتفاع في قيمة السهم، ولكن عند إمتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات فإنها بذلك إنما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بالإخفاض، ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي²:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{التوزيعات المتوقعة} / \text{سعر السهم السوقي}) + \text{معدل النمو}$$

فبذلك فإنه بزيادة درجة عدم التأكد فإن المستثمر يطلب معدل عائد أعلى وهذا من أجل تجنب المخاطر، لذا يمكن القول أن معدل العائد يتناسب طردياً مع الأرباح المحتجزة، وبذلك يمكن إيجاد قيمة السهم وفق المعادلة الآتية³:

$$P = \frac{D_1}{(1+K_1)} + \frac{D_2}{(1+K_2)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+K_n)^n} = \sum_{n=1}^n \frac{D_n}{(1+K_n)^n}$$

وهذا في حال سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة)، بالإضافة إلى أن معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من سابقه $(K_n > \dots > K_2 > K_1)$.

فإذا ما قامت المؤسسة بإنتهاج سياسة توزيعات تقضي بإحتجاز نسبة معينة من الأرباح، وتوزيع الباقي فيكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حال إعادة إستثمارها، مما يعني أن التوزيعات في العام الثالث ستكون⁴:

$$D_2 = D(1+g) \Rightarrow D_3 = D(1+g)^2$$

ومنه وبخصم تيار التوزيعات بمعدلات خصم K_1, K_2 من أجل تحديد قيمة السهم، تصبح معادلة سعر السهم كما يلي:

$$P = \frac{D}{(1+K_1)} + \frac{D(1+g)}{(1+K_2)^2} + \dots + \frac{D(1+g)^{n-1}}{(1+K_n)^n}$$

فمن خلال ما سبق يتضح أن متوسط معدل الخصم في حالة إحتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قيمة السهم وهو الأمر الذي توصل إليه جوردن ولتنر، وهو دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم.

ولعل أهم مبدأ يقوم عليه نموذج جوردن ولتنر هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمناً بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ إستحقاق 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 السهم⁵.

¹ - عاطف جابر عبد الرحيم- مرجع سبق ذكره- ص 393 .

² - حنفي عبد الغفار- أساسيات التمويل والإدارة المالية- دار الجامعة الجديدة. الإسكندرية- 2002- ص 215.

³ - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص 378 .

⁴ - المرجع السابق- ص 379 .

⁵ - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 336 .

المبحث الثالث: سياسات التوزيعات في ظل إسقاط فرض السوق الكامل

إن فرض السوق الكامل غير واقعي في عالم الأعمال، وذلك بإعتبار أن المؤسسة تعمل في ظل محيط تتفاعل فيه العديد من الأطراف الأخرى، ويكون تأثيرها على المؤسسة واضحا وتظهر هذه التأثيرات من خلال:

المطلب الأول: إسقاط فرض عدم وجود ضرائب

من خلال ما تم التطرق إليه في الفصل السابق، وأخذنا بما سيتم معالجته في هذا العنصر فإن الفرق واضح بين أثر الضريبة في حال الإقتراض وسياسة التوزيعات، هذا فيما يخص الضريبة على أرباح المؤسسة، ففي حال الإقتراض فإن أثر الضريبة واضح من خلال الوفورات الضريبية على عكس حالة التوزيعات، والتي تكون بعد فرض الضريبة على أرباح المؤسسة، لكن الأمر يختلف عنه في حال الضريبة على دخل المستثمر وهو ما سيتم التطرق إليه.

ولكن نظرا لأن سياسة التوزيعات ينتج عنها إما ضريبة على التوزيعات أو ضريبة على الأرباح الرأسمالية وذلك حسب قرار الإدارة الذي يقضي بإحتجاز كل أو جزء من الأرباح، وبالتالي يفرض حالتين يتم تحليلهما فيما يأتي:

1- أثر التوزيعات في حال تباين معدل الضريبة

1-1 نظرية التمييز الضريبي *The Tax preference theory*

لقد قام تحليل كل من (M&M) على فرض التواجد في عالم دون ضرائب، والذي يعتبر في واقع الأمر فرض بعيدا كل البعد عن الواقع العملي، وقد جاء *Lintzenberger & Ramaswany* وقدما نموذجا يرتكز أساسا على إبراز تأثير الضريبة على تفضيلات المستثمر، فإذا كانت وجهة نظر جوردن ولتنر تقر بأن تعظيم القيمة السوقية للسهم يكون عن طريق إجراء توزيعات الأرباح، فإن نظرية التمييز الضريبي قامت على النقيض تماما.

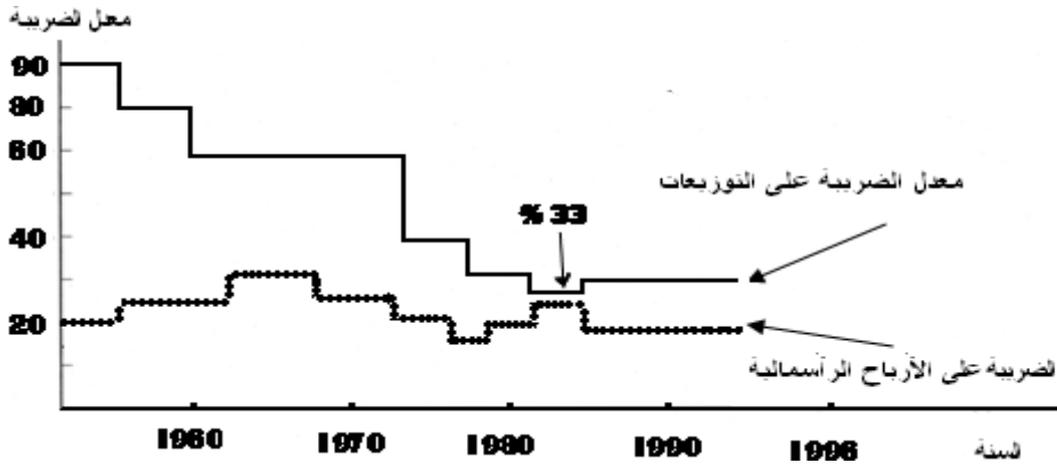
فهذه النظرية ترى أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة إنما يكون عن طريق إحتجاز الأرباح، والتي تمثل السياسة المثلى الواجب إتباعها من طرف المؤسسة، إذ توافق بذلك رغبات المستثمرين التي تميل إلى تفضيل سياسة التوزيعات القاضية بإحتجاز أكبر نسبة من الأرباح، وقد يرجع هذا التفضيل إلى جملة من الأسباب، وهي¹:

- خضوع الأرباح الرأسمالية عادة إلى معدلات ضريبية أقل من الضريبة المفروضة على الدخل من التوزيعات، مما يؤدي إلى تفضيل المستثمرين لإحتجاز الأرباح من قبل المؤسسة لإعادة إستثمارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة النمو وبالتالي إرتفاع قيمة أسهمها مع الخضوع لمعدلات ضريبية أقل؛
- تأجيل فرض الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى غاية بيع السهم مستقبلا، مما يعني أن القيمة الحالية لها ستكون منخفضة عن معدلها الفعلي؛

¹ - محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى- الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال- مرجع سبق ذكره- ص 393.

- كما أن قوانين بعض الدول تعفي الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم لملكها المتوفى من الضرائب، ويمكن توضيح الفرق بين معدلات الضريبة على التوزيعات والأرباح الرأسمالية من خلال الشكل الموالي:

الشكل (3-3): معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية



المصدر: عبد الغفار حنفي - أساسيات التمويل والإدارة المالية - مرجع سبق ذكره - ص 216.

من الشكل أعلاه يتضح أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية على العموم يكون أقل نسبة إلى التوزيعات، هذا الأمر يعطي تفضيلاً لدى المستثمرين للأرباح الرأسمالية على التوزيعات النقدية، وبالتالي يكون ميوههم للمؤسسات التي تحتجز نسب عالية من الأرباح وهذا خاصة في ظل السبب الملزم للضريبة على الأرباح الرأسمالية هو بيع الأسهم، وكون هذه العملية خاضعة لرغبة المستثمر يكون بإمكانه تعظيم الوفورات الضريبية المحققة من خلال تأجيل بيع الأسهم والذي تكون أقل من معدلها الفعلي في حال تحققها.

1-2 وجهة نظر فارار وسلوين Farrar & Selwyn :

إن التباين في معدلات الضريبة المفروضة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات ينتج عنها ظاهرة تدعى بضلة التوزيعات *Dividend Tilt*¹، والتي تعني أن السهم الذي يحصل على التوزيعات يجب أن يحقق عائد قبل الضريبة يزيد عنه في حال سهم مؤسسة أخرى تقوم على احتجاز أرباحها، بحيث تنتمي إلى نفس درجة المخاطر، وهذا لتعويض الفرق الناتج عن معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية والأرباح المحتجزة، ومن هنا كانت إنطلاقة كل من فارار وسلوين.

في اعتبار أن المستثمر يسعى إلى تعظيم الدخل المتولد بعد الضريبة، وإنطلاقاً من ذلك فقد تناولت دراسة كل من فارار وسلوين أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات، وهو ما ينعكس على قيمة السهم ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال الموالي²:

¹- منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل - مرجع سبق ذكره - ص 355.

²- المرجع السابق- ص 356 .

ففي ظل إفتراض أن المؤسسة ممولة بالكامل عن طريق حقوق الملكية، وأن معدل الضريبة على دخل المؤسسة 46%، بينما الضريبة على دخل المستثمر فتمثل 35%، يكون لدينا:

جدول (3-2): أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات

إحتجاز كل الأرباح	توزيع كل الأرباح	
1	1	صافي ربح العمليات
0.46	0.46	الضريبة على أرباح المؤسسة
0.44	0.44	صافي الربح بعد الضريبة
0	0.44	التوزيعات الإجمالية
0	0.19	الضريبة على التوزيعات
0.44	0.35	التوزيعات الصافية

المصدر: منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 356.

وبالتالي من خلال ما سبق فإن ضريبة الدخل للمستثمر إضافة إلى الضريبة على أرباح المؤسسة تؤدي إلى تقليص حجم الأموال المخصصة للمستثمرين، الأمر الذي ينعكس بالسلب على قيمة أسهم المؤسسة، لكن في حالة إحتجاز الأرباح فإنه يتم تأجيل الضريبة على الأرباح الرأسمالية وذلك إلى غاية حدوث الفعل الملزم لها والتمثل في التنازل عنها ببيعها، مما يخفض من معدل الضريبة الفعلي على الأرباح الرأسمالية، الأمر الذي سيظهر أسهم المؤسسة بأكثر جاذبية وبالتالي سيحدث إرتفاع في قيمتها السوقية.

1-3 وجهة نظر برنان:

لقد حاول برنان دراسة أثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم حيث كانت إمتداد لدراسة فارار وسلوين، ولقد إعتد برنان في تحليله على مجموعة من الفروض والمتمثلة في¹:

- تغيير القيمة السوقية للسهم بطريقة يكون من شأنها أن يتساوى معدل العائد بعد الضريبة الذي يولده السهم، وهذا بغض النظر عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وقد علق فرانكس وزملائه على هذا الفرض على أنه معقول، وسندهم في ذلك كون المستثمر يهتم بالعائد بعد الضريبة الذي سيتم إنفاقه، لا على العائد قبل الضريبة؛
- كما يضيف أن معدل العائد المطلوب بعد الضريبة من قبل المستثمر ينبغي أن يكون واحد، وهذا دون الأخذ بعين الإعتبار لسياسة التوزيعات المنتهجة وهذا في ظل تماثل المؤسسات إضافة إلى تعرضها إلى نفس الأخطار؛

¹- المرجع السابق- ص ص: 357 - 358 .

- ستعرف القيمة السوقية للسهم إنخفاضاً في حال توزيع المؤسسة لكل الأرباح وهذا راجع إلى قيمة الضريبة المرتفعة التي تترتب عنها. على العكس من ذلك المؤسسات المثيلة التي تحتجز جزءاً من أرباحها، ويمكن إبراز وجهة نظر برنان بإدراج المثال التوضيحي الموالي¹:

جدول (3-3): أثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم

مؤسسة لا تجري توزيعات	مؤسسة توزع كل أرباحها	
12.5	12.5	ربحية السهم
100	71.43	القيمة السوقية للسهم الآن
112.5	71.43	القيمة السوقية للسهم بعد عام
0	12.5	توزيعات متوقعة
0	5	ضريبة على التوزيعات 40%
12.5	0	أرباح رأسمالية
2	0	ض على الأرباح الرأسمالية 16%
10.5	7.5	صافي الدخل بعد الضريبة
$100/10.5 = 10.5\%$	$71.43/7.5 = 10.5\%$	معدل العائد بعد الضريبة

المصدر: - منير إبراهيم هندي- الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل- مرجع سبق ذكره- ص 357.

فمن المثال السابق يتضح أن معدل العائد في كلتا المؤسستين متساوي وهذا في ظل تماثل كل الظروف، مع أن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبلها مختلفة، فالإختلاف في هذه السياسة إنما ينتج عنه إختلاف في القيمة السوقية لسهمي المؤسستين، والذي يعود أساساً إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة من قبل حامل سهم المؤسسة الأكثر إحتجازاً للأرباح، وهذا حسب برنان يعد أمراً ضرورياً وهذا من أجل إحلال حالة التوازن والتي تستدعي إنخفاض قيمة سهم المؤسسة الثانية لأجل مساواة معدل العائد بعد الضريبة المتولد عنه لمثيلها في المؤسسة الأولى.

وبالتالي فإن برنان يقر بأثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم وهذا في ظل معدل ضريبة منخفض للأرباح الرأسمالية عنه عن التوزيعات.

1-4 وجهة نظر ميلر وشولز Miller & Sholes:

لقد كان ميلر وشولز مع وجهة النظر القائلة بجاذبية إحتجاز الأرباح، وخاصة في ظل معدلات ضريبية مختلفة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، ولكنهما ركزا في تحليلهما على إمكانية إستخدام المستثمر لحيل ضريبية Tax Dodge تمكنه من تحقيق ميزة ضريبية على العائد.

¹- المرجع السابق- ص 359 .

فباعتبار أن إحتجاز الأرباح يترتب عليه تأجيل سداد الضريبة إضافة إلى زيادة القيمة السوقية للسهم، وفي حال تفضيل المستثمر الحصول على التوزيعات فبإمكانه القيام بإقتراض مبلغ من المال بحيث تكون الفوائد المدفوعة تساوي إلى التوزيعات المتوقع الحصول عليها، كما يوجه هذه الأموال المقترضة إلى إستثمارها بحيث يتولد عنها عائد خالي من المخاطر¹، فبالإضافة إلى عدم دفع أي ضرائب على التوزيعات وذلك كونها تغطي الفوائد المدفوعة على القرض، ما يعني أن وعاء الضريبة يكون معدوماً، إلى جانب ميزة أخرى يحققها المستثمر وهي زيادة الأرباح الرأسمالية المحققة، فزيادة على الأرباح الرأسمالية المحققة من البداية نجد هناك الأرباح الرأسمالية الناتجة عن إستثمار القرض (من خلال شراء أسهم المؤسسة).

ولكن المشكل يكمن في المخاطر المصاحبة لهذا الأسلوب، مما يفرض ضرورة توخي الحذر من قبل المستثمر وهذا من خلال العمل على إستثمار أصل القرض بحيث يترتب عنه عائد خالي من الخطر، مثل الإستثمار في شركات التأمين والتي يترتب عنها فوائد مركبة والتي لا يتم دفع الضرائب إلا عند حلول تاريخ الإستحقاق، الأمر الذي يحقق للمستثمر نفس الميزة الضريبية في حال حصوله على أرباح رأسمالية لا على التوزيعات.

2- تأثير سياسة التوزيعات الأرباح في ظل تساوي معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات

إن تفضيل إحتجاز الأرباح قد يعود أساساً إلى الميزة الضريبية الناتجة عن دفع الضرائب، فحتى في ظل تساوي معدلي الضريبة على الأرباح الرأسمالية أو التوزيعات فإن المستثمر قد يفضل إحتجاز الأرباح، وذلك راجع إلى الأثر الإيجابي الذي تحدثه في القيمة السوقية للسهم، هذا من جهة إضافة إلى كون تأجيل عملية دفع الضرائب نتيجة إحتجاز الأرباح يقلل من معدلها الفعلي كلما طال فترة الإحتفاظ بالأسهم، وهذا بسبب الإنخفاض في قيمتها الحالية الأمر الذي سيرفع حتماً من القيمة السوقية للسهم، والذي حتماً سيكون ذا جاذبية بالنسبة للمستثمرين.

ومن هنا فإنه حتى في ظل تساوي معدلات الضريبة فإن فرض النظم الضريبية المتباينة يبقى ساري المفعول، مع فرق جوهري هو إنخفاض بسيط في مزايا إحتجاز الأرباح.

وليس هذا فقط فهذا الإختلاف قد تفرضه ظروف أخرى منها إعفاء بعض المستثمرين من الضرائب (المستثمرون المؤسسون)، وبالتالي فعندهم تتساوى الأرباح الرأسمالية والتوزيعات، لذا لا يولون أهمية كبيرة لمعدلات الضريبة هذا إلى جانب كون بعض المداخل قد تكون معفاة من الضريبة، مثل التوزيعات التي تحصل عليها المؤسسة من إستثماراتها في رأس مال مؤسسة أخرى، فـ 80% من التوزيعات تكون معفاة من الضريبة مما يخفض من معدل الضريبة الفعلي على التوزيعات².

ولكن قد يكون الأساس هو تفضيل إحتجاز الأرباح بسبب أن القيمة الحالية لصافي الدخل بعد الضريبة إنما تكون في صالح الأرباح الرأسمالية، الأمر الذي ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية للسهم.

¹- المرجع السابق- ص 365.

²- المرجع السابق- ص ص: 368- 369.

المطلب الثاني: إسقاط فروض : عدم وجود تكلفة الإصدار، تكلفة المعاملات

تواجه المؤسسة في الواقع العملي مجموعة من العوامل التي قد تزيد من تكاليفها، أو قد تحسن من أدائها أو حتى قد تؤثر في تركيبية هيكلها المالي، ومن أهم هذه العوامل:

1- تكلفة الإصدار

يعتبر الفرض الأساسي الذي قامت عليه النظريات السابقة هو غياب تكلفة الإصدار، فحسب (*M&M*) قيام المؤسسة بإجراء توزيعات يمكن تعويضه بإصدار أسهم عادية جديدة بنفس قيمة التوزيعات، حيث أغفلا أمرا بالغ الأهمية والمتمثل في تكاليف الإصدار (*Flotation costs*)، والتي تكون أساسا من التكاليف الثابتة الأمر الذي سيزيد من تكلفة إصدار السهم خاصة في حال الإصدارات الصغيرة، هذا من جهة كما أن عملية إصدار أسهم جديدة تحمل في طياتها أخبارا غير مباشرة عن مستقبل المؤسسة بالنسبة للمستثمرين، ما ينعكس على قيمة السهم ويؤدي حتما إلى إنخفاضها.

2- تكلفة المعاملات

لقد برر كل من (*M&M*) موقفهما من سياسة التوزيعات في المؤسسة بإمكانية تكوين المستثمر لسياسة التوزيع التي تناسبه، وهذا من خلال التنازل أو شراء الأسهم حسب الحاجة، في ظل فرض عدم وجود تكلفة للمعاملات ولكن الواقع على العكس من ذلك تماما، فالمستثمر يترتب عليه في كل مرة دفع تكاليف المعاملات مقابل شراء أو بيع الأسهم، وزيادة على ذلك فإن تكلفة المعاملات هي من التكاليف الثابتة الأمر الذي ينعكس على تكلفة هذه العملية، مما يجعل المستثمر يفضل إتباع المؤسسة لسياسة توزيعات بدل إنتهاجه لسياسة خاصة به.

كما يمكن إدراك مجموعة من القيود المفروضة على هذه المعاملات، إذ غالبا ما يوضع حد أدنى لهذه المعاملات مما قد يضطر المستثمر إلى التنازل عن أسهم تزيد عن رغبته أو شراء كمية تزيد عن حاجته، إضافة إلى العوامل النفسية التي قد تؤثر على رغبات المستثمر.

ويمكن القول أن إرتفاع تكاليف المعاملات غالبا ما تؤدي إلى زيادة العائد المستقبلي المتوقع من قبل المستثمرين، وهذا من أجل تعويض هذه التكاليف الناتجة عن إستثماراتهم كما ستؤدي حتما إلى إرتفاع أسعار الأسهم، وإن إرتفاع هذه التكاليف يفرض على المستثمرين الإحتفاظ بالأسهم قدر المستطاع من أجل تفاديها والتخفيف من تأثيرها، مما ينتج عنه طول فترة الإحتفاظ إضافة إلى إنخفاض حجم التداول في السوق المالي¹.

¹ -Michael J. Barclay ; Eugene Kandel & Leslie M. Marx - The Effects of Transaction Costs on Stock Prices and Trading Volume - JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION 7, (1998) ; pp :130-150.

3- حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات *Dividend Policy and Corporate Governance*

لقد خلص كل من *Michaely & Roberts* من خلال بحثهما إلى مشاركة كل من الوكالة وحوكمة الشركات في تحديد سياسة التوزيعات الخاصة بالمؤسسة¹، فباعتبار أن نظرية الوكالة تقوم في ظل غياب الميكانزمات الفعالة لحوكمة الشركات، فالتوزيعات إنما تتواجد لتلغي مشاكل الوكالة، فالملاك يفضلون التوزيعات العالية من أجل الحد من فرص تبذير الأموال من المسيرين، وتحدد العديد من العوامل الحوكمة إذ تتمثل أساسا في المحيط القانوني للملائم وحقوق الملاك، فالمستثمر المتواجد ضمن الدول التي تتمتع بحماية قانونية جيدة يستغل هذا الموقف لإنتزاع التوزيعات من المؤسسة، وهذا خاصة في ظل إفتقار المؤسسة إلى فرص إستثمارية حقيقية، وقد أظهرت العديد من الدراسات أن أفضل حماية قانونية للملاك تقود إلى أعلى مستوى من توزيعات الأرباح، إضافة إلى عامل آخر والمتمثل في مجلس الإدارة وتكوينه وعملية تعويض المدراء، فهذه العوامل إنما تخلق جوا للمناقشة حول الحوكمة والتي يمكن أن تعوض أو تكون كمكمل لسياسة التوزيعات، لذا تعتبر الحوكمة من أهم العوامل المحددة لسياسة التوزيعات².

4- تأثير العميل *Clientele Effect*

بسبب عامل الضريبة فإن معظم المساهمين يفضلون الحصول على أرباح رأسمالية بدلا من التوزيعات النقدية الحالية، وهذا كما سبق ورأينا راجع إلى الإختلاف الموجود بين قيمة الضرائب المستحقة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، والتي تكون أقل في الأرباح الرأسمالية، لذا فالمؤسسة تكون أمام ضرورة إنتهاج سياسة توزيعات أكثر جاذبية للمستثمرين.

فتفضيلات المستثمرين تكون مختلفة، ويرجع أساس هذا الإختلاف إلى التباين في معدلات الضريبة المفروضة، لذا ينشأ ما يسمى بتأثير العميل، فقرار المؤسسة القاضي بإجراء توزيعات أو إعادة شراء أسهمها إنما يرضي نوع معين من المستثمرين في حين يعارض رغبات آخرين، وهذا يعتبر كدليل على أن سياسة التوزيعات لا تكون مثالية بالنسبة لكل المستثمرين.

وإذا تم إعتبار المستثمر رشيد، فهو بذلك يسعى جاهدا إلى تخفيض قيمة الضرائب المدفوعة، هذا الأمر سيدفع به إلى تفضيل سياسة التوزيعات التي يترتب عنها أقل قيمة للضرائب، وغالبا يميل إلى الأرباح المحتجزة والتي تحقق له هذا المبتغى، وإضافة إلى ذلك فإنه وفي غياب تكلفة المعاملات بإمكان المستثمر إقتناء أسهم المؤسسات التي تكون لها سياسة توزيعات ثلاثية، لهذا يسعى المستثمرون إلى تنويع محافظهم المالية.

وعلى ذلك يكون التأثير الوحيد للمؤسسة من جراء إنتهاج سياسة معينة هو اجتذاب عميل خاص ومعين، ينشد هذه السياسة المتبعة من المؤسسة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة اجتذاب نوع آخر من العملاء.

1 - H.Kent BAKER - op cit- p 62.

2 - ibid.- pp :462-447 .

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف بعدم الكفاءة والمرونة، ويرجع سبب ذلك إلى¹:

- وجود تكلفة المعاملات أو نفقات السمسرة؛
- احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع أسهمه للضريبة على الأرباح الرأسمالية؛
- احتمالية وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الإستثمار بالمؤسسة الجديدة التي طبقت سياسة توزيعات جديدة، الأمر الذي قد يفرض على الإدارة رفض تغيير سياسة التوزيعات، الذي قد ينتج عنه إنخفاض في قيمة أسهمها؛

المطلب الثالث: التوجهات الحالية

1- التدفقات النقدية المتاحة، دورة حياة المؤسسة والتوزيعات

إن أصل نظرية التدفقات النقدية المتاحة راجع إلى نظرية الفائض، والتي تقترح أن التوزيعات ببساطة تمثل الفائض من النقدية عن القرارات الإستثمارية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى يجب على المؤسسة الدفع على شكل توزيعات أي زيادة في النقدية تبقى بعد إستنفاد كل المشاريع ذات القيمة الحالية الموجبة، ومحتوى هذه النظرية هو أن التوزيعات المرتبطة بالإحتياجات الإستثمارية للمؤسسة يمكن أن تختلف من سنة إلى أخرى، لكن في الواقع فإن المؤسسة تحاول المحافظة على توزيعات أرباح مستقرة.

ويقوم النموذج الحديث للتدفقات النقدية المتاحة على أن المؤسسات تقوم بدفع التوزيعات وهذا من أجل التغلب على مشاكل الوكالة، والتي تنتج عن الفصل بين الملكية والرقابة خاصة في المؤسسات الكبيرة، والتي في غالب الأحيان يعاني فيها المستثمر من عدم القدرة على رقابة كل النشاطات الإدارية حيث يعمل المسيرين في مشاريع لا تلائم تطلعات المستثمرين².

ومن أمثلة ذلك؛ الحالات التي يجوز فيها المسيرين على مبالغ كبيرة من التدفقات النقدية، مع محدودية الفرص الإستثمارية، الأمر الذي قد يدفع بالمسيرين إلى إستغلال هذه الأموال في مشاريع تنعكس بالسلب على قيمة المؤسسة، فقد تمتد من الأنشطة غير الضرورية إلى التملك والتوسع غير المبرر، ولعل حل هذا المشكل يكون بتقليص النقدية المتاحة للمسيرين، وبالرجوع إلى نظرية التدفقات النقدية المتاحة فإن *jensen* يرى أن التوزيعات تعد الحل الأساسي للوصول إلى هذه الغاية³.

¹ - حنفي عبد الغفار - أساسيات التمويل والإدارة المالية- مرجع سبق ذكره- ص 230.

² - H.Kent BAKER- op cit - p 146.

³ - Ibid. -p 146.

وبالتالي فإنه بالإعتماد على نظرية التدفقات النقدية المتاحة، فإن الزيادة في قيمة التوزيعات النقدية يجب أن يرفع من قيمة المؤسسة، وهذا من خلال تخفيض المشاكل المحتملة التي قد تنتج عن إستغلال المسيرين للنقدية المتاحة، وعلى العكس من ذلك فإن تخفيض مستوى التوزيعات يحدث أثر سلبي على مستوى القيمة السوقية للسهم.

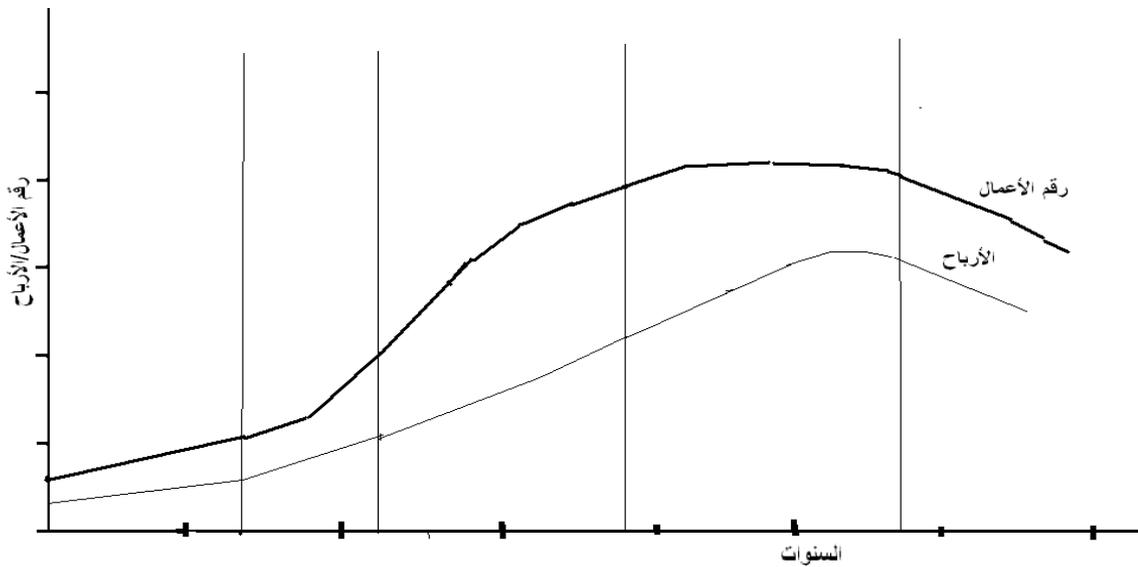
وتقوم نظرية دورة حياة المؤسسة للتوزيعات (*The Firm Life Cycle Theory of Dividend*) على مفهوم أن المؤسسة ناضجة، وقابليتها لتوليد نقدية تتجاوز قابليتها لإيجاد فرص إستثمار مربحة، ويكون في الأخير الخيار المثالي أمام المؤسسة هو توزيع التدفقات النقدية المتاحة على شكل توزيعات.

ووفقا لنظرية دورة حياة توزيعات المؤسسة فإن المؤسسة الناشئة تواجه فرصا إستثمارية واسعة نسبيا، ولكن في الغالب لا تكون مربحة كفاية لتقبل مواجهة حاجتها التمويلية من خلال النقدية المتولدة داخليا، الأمر الذي يدفع بها إلى اللجوء للمصادر التمويلية الخارجية، هذا الأمر سيؤدي إلى صون نقدية المؤسسة من خلال منع التوزيعات عن المساهمين، ولكن بعد فترة زمنية وعند تحقيق المؤسسة للنضج تقل الفرص الإستثمارية المتاحة، مع إرتفاع في معدل نموها ورجحيتها إلى جانب إنخفاض في المخاطر النظامية، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى توليد نقدية أكثر، ومن هنا تبدأ المؤسسة في إجراء التوزيعات.

توضح نظرية دورة حياة المؤسسة للتوزيعات على أن المؤسسة تبدأ في دفع التوزيعات عندما يتوقع إنخفاض كل من معدل نموها ورجحيتها في المستقبل، وهذا يعارض نظرية الإشارة في كون التوزيعات إنما تعتبر إشارة من المؤسسة إلى السوق المالي بشأن تحسن كل من ربحيتها ومعدل نموها¹. والشكل الموالي يوضح مختلف مراحل حياة المؤسسة والتوزيعات التي ترافقها:

¹ - Ibid. - p201 .

الشكل (3-4): تحليل دورة حياة المؤسسة وسياسة التوزيعات



الحاجة إلى التمويل الخارجي	مرتفع، لكن القوة قيود من الإنتاجية	مرتفعة مقارنة بقيمة المؤسسة	معقولة مقارنة بقيمة المؤسسة	ضعيف بالقياس مع تناقص المشاريع	ضعيف بالقياس مع تناقص المشاريع
التمويل الداخلي	سالب أو ضعيف	سالب أو ضعيف	ضعيف مقارنة مع الحاجات التمويلية	مرتفع مقارنة مع الحاجات التمويلية	أعلى من الحاجات التمويلية
القدرة على دفع التوزيعات	لا توجد	لا توجد	ضعيفة جدا	في ارتفاع	مرتفعة
مراحل النمو	م1: الانطلاق	م2: تطور سريع	م3: نمو مرتفع	م4: نمو إلى النضج	م5: الزوال

Source :Aswath DAMODARAN- op cit- p 903.

عند محاولة قياس قدرة المؤسسة على دفع التوزيعات، وتقييم نوعية مشاريعها الإستثمارية، يمكن معرفة مدى إمكانية إستمرار المؤسسة في تحويل الثروة إلى المساهمين من خلال سياسة التوزيعات المنتهجة حاليا وذلك إما برفع السيولة المحولة للمساهمين أو تخفيضها، ويكون الفاصل في هذه الحالة ممثلا في التدفقات النقدية المتاحة إضافة إلى مدى توفر الفرص الإستثمارية. لذا تصادفنا أربع سيناريوهات ممكنة، يمكن تلخيصها في المصفوفة الموالية:

الشكل (3-5): تحليل سياسة التوزيعات

	إستثمارات سيئة	إستثمارات حسنة
الثروة المحولة $FCFE >$	رفع التوزيعات وتخفيض الإستثمارات	مرونة في جمع السيولة
الثروة المحولة $FCFE <$	تخفيض التوزيعات والإستثمارات	تخفيض التوزيعات والإستثمار في مشاريع نوعية

العائد على حقوق الملكية ROE

Source : Aswath DAMODARAN- op cit- p 951.

فالمؤسسة عليها مراعاة كل من التدفقات النقدية المتاحة إلى جانب الفرص الإستثمارية عند تقرير إنتهاج سياسة توزيعات معينة، فتكلفة التمويل أو العائد المطلوب من المستثمرين يجب أن يكون أقل من العائد المتوقع على الإستثمار، ليتم إحتجاز هذه الأرباح وإعادة إستثمارها من قبل المؤسسة وكذا ضرورة العمل على تكوين خزينة مثالية للمؤسسة تحول دون تسجيل أي عجز على مستواها وتمكن من مواجهة إلتزاماتها، ما ينعكس على قيمة سهم المؤسسة .

2- الوكالة

ففي ظل النصوص القانونية التي تعمل على مراقبة وقت إعلان مجلس الإدارة عن التوزيعات، ومبالغها والإجراءات الواجب إتباعها، وإرتباط المؤسسة بشكل كبير في قرارات توزيعات الأرباح بالمقرضين وأصحاب الأسهم الممتازة، كان من الضروري إيجاد المعدل المسموح به من التوزيعات.

وتبعاً لنظرية الوكالة فإن الدائنين والمسيرين يسعون لتفضيل التمويل الداخلي كونه يمكنهم من حفظ النقدية في المؤسسة¹، ونظراً لكون المسيرين في معظم الحالات لا يكونون هم مالكي المؤسسة فإن أداء مهامهم يكون بأحسن حال في ظل موافقتهم لأهداف الملاك، لكن الحال غير ذلك نظراً لأن المسيرين في كثير من الأحيان يبحثون عن تعظيم مصالحهم الشخصية، إذ من هنا تنشأ تكاليف الوكالة والتي يعمل من خلالها الملاك على مراقبة مسيري المؤسسة.

ولقد تناول كالاي *Kalay* من خلال دراسته حيث أوضح أن إجراء التوزيعات في حالات الصعوبات المالية يمكن أن يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين نحو الملاك، حيث حلل شرط الحماية التي يجب أن تقيد عملية إجراء

¹ - Pascal QUIRY et Yann LE FUR- FINANCE D'ENTREPRISE- DALOZ Paris- 2010- p 876.

التوزيعات، أما إستيربوك *Easterbrook* فوضح أنه في خضم سياسة إستثمارية معينة فإن إجراء توزيعات الأرباح إنما يعني دعوة للمسيرين إلى إيجاد المصادر التمويلية اللازمة لتنفيذ هذه الأخيرة¹.

كما وضح *Easterbrook* أن نوعين من تكاليف الوكالة هي المفسر الأساسي لسياسة التوزيعات، والمتمثلة في تكاليف الرقابة على المسيرين إضافة إلى تكلفة البغض من مشاركة المسيرين، كما أعرب على أن بقاء المؤسسة في السوق المالي إنما تضمنه توزيعات الأرباح، وذلك لكون تكلفة الرقابة على المسيرين تكون متاحة بأقل تكلفة ممكنة، كما يمكن أن تستخدم كذلك في تقييم المخاطرة التي يتحملها كل من المسيرين والمستثمرين².

ومما سبق يتبين أن سياسة التوزيعات قد تشكل طريقة تسمح للمساهمين بمراقبة قرارات المسيرين وأداء المؤسسة، ففي حالات رفع رأس المال وإجراء التوزيعات يكون على المسيرين مواجهة سوق رأس المال وخاصة عند الإقتراض، والتي يتم فيها مراجعة وتدقيق القرارات المالية والتشغيلية المتخذة من قبل المستثمرين من طرف خبراء بنوك الإستثمار³، وهذا لتغطية الإستثمار وبعد ذلك دراسة الوضع المالي للمؤسسة وإتجاهاتها المستقبلية، مما يفرض أثر بالغ للمستثمرين في قرارات الإدارة، وهذا سواء بالإمتناع عن شراء إصدارات المؤسسة أو بيع أسهمها في حال عدم موافقة القرارات المتخذة لتطلعاتهم، أو كذلك من خلال التصويت.

يمكن القول إن توزيعات الأرباح تسهم في تخفيض تكاليف الوكالة، كما تلعب دورا رقابيا على المسيرين من خلال سوق رأس المال، والذي يسعون إليه للحصول على غايتهم من التمويل والذي قد يفرض عليهم العديد من القيود خاصة في حال الديون، والتي تستلزم قدرا عاليا من الفعالية.

3- التوزيعات ونظرية الإشارة

تقوم نظرية الإشارة على أن المعلومات المتوفرة لدى عارضي الأموال وطالبيها في سوق رأس المال مختلفة، فطالبي الأموال يملكون مستوى أعلى من المعلومات عن هذه الأخيرة سواء من الناحية الكمية أو النوعية.

وتعتبر توزيعات الأرباح إحدى وسائل الإتصال التي تربط المؤسسة والمستثمرين⁴، وذلك إنطلاقا من المعلومات المالية التي يتم تحويلها إلى المستثمرين فيما يخص مستقبل المؤسسة مع التجنب قدر المستطاع إستغلالها من المنافسين، فإرتفاع التوزيعات إنما يحمل في طياته أخبارا مبشرة عن الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي ستسجل إرتفاعا، وستؤدي هذه المعلومات إلى التأثير إيجابا على كمية التداول وقيمة أسهم المؤسسة، أما الحالة العكسية فستؤدي إلى نتائج معاكسة تماما.

¹ - Mondher BELLALAH- FINANCE MODERNE D'ENTREPRISE- ECONOMICA Paris - 2^{eme} édition- 2003- pp : 130-131.

² - Frank H. Easterbrook - Two Agency-Cost Explanations of Dividends - The American Economic Review, Vol. 74, No. 4 (Sept,1984) , pp. 650-659.

³ - حنفي عبد الغفار - أساسيات التمويل والإدارة المالية- مرجع سبق ذكره- ص 232 .

⁴ - Pascal QUIRY et Yann LE FUR- op cit - p 875.

وتسعى المؤسسة إلى تحقيق الإستقرار في مستوى الأرباح الموزعة، وذلك لما تحمله من دلالات مبشرة للمستثمرين عن مستقبل المؤسسة والذي سيتميز بالإستقرار في تحقيقها للأرباح، كما لا يعبر تخفيض مستوى الأرباح الموزعة بالضرورة على معلومات غير مبشرة عن النتائج المستقبلية للمؤسسة، وهذا نظرا لكون عملية التخفيض قد تكون نتيجة الحاجة للتمويل من أجل إستثمارات جديدة، وفي المقابل يجب أن تتجنب المؤسسة الوقوع في فخ تفسير التوزيعات المرتفعة بالندرة في الفرص الإستثمارية المتاحة، الذي قد ينعكس سلبا على قيمة وتداول أسهمها.

لقد قام كل من *Li & Zhao*¹ من خلال دراستهما بتحليل العلاقة بين سياسة التوزيعات ونوعية المحيط المعلوماتي لها، والإشارات الناتجة عن سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وقد توصلا إلى أن المؤسسات الأكثر خضوعا لمشاكل عدم تماثل المعلومات تكون أقل احتمالا لإجراء التوزيعات أو البدء فيها أو رفعها، كما أنهما توزع مبالغ ضئيلة.

كما توصل *Bhattacharya*² من خلال بحثه إلى أن التوزيعات تعمل كإشارة بالنسبة للربحية المتوقعة من المشاريع الإستثمارية، والتي يتولد عنها تدفقات نقدية وذلك خلال فترتين زمنييتين مختلفتين، والتي تستعمل في دفع التوزيعات المعلن عنها. ولكن الإشكال يكون في حال عدم قدرة هذه التدفقات على تغطية مبلغ التوزيعات، في هذه المرحلة الثانية لا يكون أمام المؤسسة إلا اللجوء إلى المصادر الخارجية لتلبية هذه الأموال، وهذا في ظل عدم توفر معلومات كافية للمستثمرين حول ربحية المؤسسة والتوزيعات.

4- نظرية التزود للتوزيعات *The Catering Theory of dividends*

جاء البحث الذي أجراه كل من *Baker et Wurgler* سنة 2002 م من أجل تفسير إنخفاض نسبة توزيعات الأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية³، حيث إستخدما مجموعة من المؤشرات والتي تركز أساسا على تكاليف الوكالة، عدم تماثل المعلومات، تأثير العميل والحافز النفسي للمستثمر بالتزود من التوزيعات، وقد توصلت نتائجهما لإقتراح أن حافز التزود يعتبر أفضل مفسر للإضطرابات في الميل نحو دفع التوزيعات.

ووفقا لهذه النظرية فإن المؤسسات تلبية طلبات المستثمرين الذين يتميزون بالرشادة المحدودة، من الأنواع المختلفة لتوزيعات، إضافة إلى العمل على تحقيق مستوى نمو في الأسهم، وكل هذا من أجل رفع سعر السهم فوق قيمته الأصلية.

ووفقا لهذا السلوك المالي المحفز فإن الخصائص البسيكولوجية للمستثمر تلعب دورا أساسيا، إضافة إلى أن السلوك غير العقلاني للمستثمر يقيد أثر المراجعة.

¹ -Kai Li and Xinlei Zhao -Asymmetric Information and Dividend Policy -*Financial Management* • Winter 2008 • pp: 673 - 694.

² -Sudipto Bhattacharya-Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy -*The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1. (Spring, 1979), pp. 259-270.

³ - H.Kent BAKER- op cit- p215.

وقد قدم *Long 1978* م بعض المؤشرات على أن حافز التزود يمكن أن يساعد في تفسير سياسة التوزيعات، حيث وجد أن منفعة المساهمين من أسعار الأسهم ذات التوزيعات النقدية تختلف عنها في الأسهم ذات التوزيعات على شكل أسهم، بحيث تتساوي هذه التوزيعات في القيمة، كما إترف كل من *Poterba(1986), Hubbard et Michaely(1997)* بعجز النظريات التقليدية لسياسة التوزيعات في تفسير هذه الإضطرابات، لذا تتجلى أهمية التوزيعات النقدية كخاصية محفزة للمستثمر، وإحتمال حافز التزود كأساس لدفع التوزيعات النقدية¹.

لقد طور كل من *Baker et Wurgler (2004م)* نظرية التزود للتوزيعات، حيث بنيا نموذجهما على مبدأ تصنيف المستثمر للمؤسسات على أساس دفع التوزيعات وعدم دفع التوزيعات، وقد إعتدما في ذلك على ثلاث إفتراضات أساسية²:

- بناء على الأسباب البيكولوجية والتنظيمية، فطلب المستثمر على الأسهم ذات التوزيعات المدفوعات غير معلومة ومختلفة عبر الزمن؛
 - يعتبران أن عملية المراجعة لـ *M&M* فشلت في وضع طلب هذا المستثمر بمعزل عن سعر دافعي التوزيعات ومانعي التوزيعات؛
 - يعتقدان أن المسيرين يزودون طلبات المستثمرين من التوزيعات بعقلانية، وهذا عن طريق دفع هذه التوزيعات.
- فإنطلاقاً من أن قرارات توزيعات الأرباح تكون نتيجة لطلب المستثمر والذي يلجأ إلى دفع مبالغ إضافية على أسعار أسهم دافعي التوزيعات، فيكون المسير أمام ضرورة إجراء هذه التوزيعات، فجوهر نظرية التزود يقوم على قيام المسير بإعطاء المستثمر ما يريده خلال الفترة الجارية.

فنظرية تعتمد على اتجاه المسير إلى البدء في إجراء التوزيعات متى قام المستثمر بدفع أسعار عالية على أسهم المؤسسات التي تقوم بدفع التوزيعات، وإحجام عن إجراء التوزيعات كلما كان ميل المستثمر إلى المؤسسات التي لا توزع الأرباح، إذ توصل الباحثان *Baker et Wurgler* إلا أن التوزيعات مرتبطة بشكل كبير بقيمة السهم ولكن في إتجاهات وأوقات مختلفة.

¹ -Ibid.- p 216.

² -MALCOLM BAKER & JEFFREY WURGLER - A Catering Theory of Dividends - THE JOURNAL OF FINANCE • VOL. LIX, NO. 3 • JUNE 2004- pp :11-25

خلاصة الفصل الثالث:

إن سياسة التوزيعات لم تكن نتيجة تطور عشوائي، وإنما بتفاعل العديد من الآراء التي تمخضت عنها مجموعة من النظريات، والتي كانت في مجملها متناقضة مع بعضها من البعض حول دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، والأمر راجع إلى بعض العوامل التي كانت تميز كل نظرية وإلى إفتراضات تستند إليها.

وقد كانت كل نظرية تقوم على نقائص النظرية السابقة لها، وتعتمد في تحليلها على الأسس التي تميز البيئة التي تتعايش فيها، وترتكز إلى النظريات التي سبقتها.

فبعد ما جاءت به نظرية عدم ملائمة التوزيعات لـ *M&M*، فإن الأبحاث الحديثة طورت نظريات جديدة أكثر تفسيراً لسياسة التوزيعات، لكن دونما إجماع على الهدف من ورائها، ولكن الرأي الغالب يصب حول أهمية هذه السياسة، وذلك بسبب المبالغ المدفوعة في التوزيعات، إضافة إلى إعتبارها قرار دوري متكرر بشكل منظم خلال حياة المؤسسة، ناهيك عن التفاعل بينها وبين القرارات الإستثمارية والقرارات التمويلية.

الفصل الرابع:

دراسة تحليلية لمجموعة مؤسسات مدرجة

في البورصة

تمهيد:

تم من خلال الجزء النظري التطرق لأهم الجوانب النظرية الخاصة بسياسة توزيعات الأرباح، والتي من الممكن إعتبارها كأحد أهم العوامل المفسرة للحالة الجارية للمؤسسة وأيضاً مؤشر من المؤشرات الأساسية للتنبؤ بمستقبلها، كما تم التعرض لأهم النظريات المفسرة لأثر سياسة توزيعات الأرباح على القيمة السوقية للسهم، ونظراً للأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب العملي، فمن خلال التساؤل الرئيسي لهذا البحث والمتمثل في بيان دور سياسة التوزيعات في التأثير على القيمة السوقية للسهم سيتم في هذا الفصل إجراء دراسة تطبيقية على مجموعة مؤسسات مدرجة في البورصة وهذا في ظل الواقع الذي يكتنفه عدم التأكد، إضافة لكون الثابت الوحيد فيه هو التغير المستمر.

وسيتم معالجة هذا الفصل من خلال ثلاثة مباحث أساسية كالتالي:

- المبحث الأول: التعريف بمجال الدراسة؛
- المبحث الثاني: منهجية الدراسة؛
- المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج.

المبحث الأول : التعريف بمجال الدراسة

سيتم من خلال هذه الدراسة التطبيق على مجموعة مؤسسات مدرجة في البورصة، وهذا من أجل دراسة دور سياسة توزيعات الأرباح في التأثير على القيمة السوقية للسهم، وبذلك يكون من المهم البدء بالتعريف بمجموع هذه المؤسسات التي تشملها الدراسة، إضافة إلى مفهوم البورصة وبورصة الجزائر بشكل أوفى.

المطلب الأول: التعريف بالمؤسسات قيد الدراسة

1- المؤسسات الجزائرية

إقتصرت الدراسة على مؤسستين جزائريتين، وذلك لتوافقهما وفترة الدراسة وكونهما تمتلكان أسهم متداولة في بورصة الجزائر، وتمثلان في كل من مجمع صيدال ومؤسسة تسيير فندق الاوراسي.

1-1 مجمع صيدال¹ *Groupe pharmaceutique SAIDAL* :

تم إنشاء الصيدلية المركزية الجزائرية عام 1969م بموجب مرسوم رئاسي تعمل على ضمان إحتكار الدولة لإستيراد؛ صناعة وتجارة المواد الصيدلانية ذات الاستعمال البشري، وفي إطار وظيفتها الإنتاجية تم إنشاء الوحدة الإنتاجية للحراش في 1971م، وذلك من خلال قيامها بشراء وحدتي *PHARMAL et BIOTIC* على مرحلتين، وفي مرحلة لاحقة تم وفق الأمر 161/82 لأفريل 1982م تكوين المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية، حيث كان يقع على عاتقها إحتكار السوق الوطنية لصناعة وتوزيع الأدوية والمنتجات المماثلة والعمل على تموين السوق بكميات كافية ومنظمة، وخلال سنة 1985م تم تغيير تسمية المؤسسة لتصبح صيدال.

نشأ المجمع الصناعي صيدال نتيجة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية صيدال عام 1998م، وهي من بين المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة حالياً، إضافة إلى الاوراسي وأليانس للتأمينات هذه الأخيرة تم إدراج أسهمها في البورصة انطلاقاً من السنة الجارية (2011م).

فإبتداء من 15 فيفري 1999م طرح 20% من رأسمال المؤسسة (أسهم) للإكتتاب العام، إذ يمثل رأسمالها الاجتماعي 2.500.000.000 دج، أي ما يعادل 10.000.000 سهم بقيمة إسمية 250 دج لكل سهم ، فالكمية المعروضة من الأسهم تمثل 20% من رأسمال المؤسسة، أي ما يعادل 2.000.000 سهم بقيمة جارية 800 دج للسهم.

ويقع مقرها في الدار البيضاء بالجزائر العاصمة، وتملك ثلاث فروع لها في كل من باتنة ووهران بالإضافة إلى الجزائر العاصمة.

¹- أنظر: www.saidalgroup.dz و www.sgbv.dz

1-2 مؤسسة تسيير فندق الأوراسي *Entreprise de Gestion Hôtelière EL AURASSI*¹:

فندق الأوراسي المصنف ضمن 5 نجوم، أفتتح في 2 ماي 1975م تحت إشراف وزارة السياحة والثقافة وكانت تقوم بعملية تسييره المؤسسة الوطنية للسياحة والفندقة (*SONATOUR*) إلى غاية 1977م، ثم تلتها المؤسسة الجزائرية للسياحة والفندقة (*ALTOUR*) إلى غاية 1979م، وأخيرا من طرف المكتب الوطني للاجتماعات والمؤتمرات (*ONCC*) إلى غاية 1983م، وفي نفس السنة تم تأسيس مؤسسة التسيير الفندقي بموجب الأمر رقم 226-83 لـ 2 أبريل 1983م، وفي 12 فيفري 1991م تم تغيير الشكل القانوني للمؤسسة لتتحول إلى المؤسسة الاقتصادية العمومية وهي مؤسسة ذات أسهم برأس مال مقدر بـ 40 مليون دينار، تحت إسم *SPA EGH El Aurassi*.

وفي إطار سياسة التفرغ الشامل من طرف الدولة عبر مختلف النصوص القانونية والتنظيمية حول الخوصصة التامة أو الجزئية للمؤسسات العمومية، وحسب قرار مجلس المساهمة للدولة في دورتها المنعقدة في 1998/02/21م أختيرت مؤسسة تسيير فندق الأوراسي من بين المؤسسات العمومية التي فتحت رأسمالها ودخلت في البورصة بأسهم من رأسمالها الاجتماعي المفتوح للجمهور و المقدر بـ 20%، أي ما يقدر بـ 1.200.000 سهم. وتم من 15 جوان إلى 15 جويلية أعداد ملخص إعلامي و مخطط للاتصال متعلق بعرض عمومي لبيع فندق الأوراسي وهذا تنفيذا لقرار جويلية 1999م المذكور طبقا للأحكام المتواجدة و النظام العام لديوان المراقبة وحراسة البورصة.

تجاوزت النتائج المحصلة في العرض العمومي عدد الأسهم الصادرة في السوق، وكانت 2.001.237 سهم موقعة بأغلبية ساحقة من المساهمين الصغار. كل هذه النتائج أدت بالمؤسسة لإعادة النظر في التجزئة المعلن عليها في خدمة المساهمين الصغار المفضلين و هذا في حدود نسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي، ودخلت مؤسسة الأوراسي في البورصة ابتداء من 2000/02/14م على أساس مبلغ مبدئي قدره 400 دج للحصة، و هذا طبقا لقرار ديوان المراقبة و حراسة البورصة، وقد عرف فندق الأوراسي منذ هذا التاريخ إنخفاضا في قيمة السهم وتوقف إلى 265 دج حسب تحديد السعر في 2005/01/31م، و هذا رغم النتائج الدورية المسجلة والتي تعد مشجعة و نمو ملحوظ من عام إلى آخر، ومكنت هذه الوضعية للمؤسسة من تسجيل أرباح معتبرة لسنة 2003م بمعدل مردودية خال من الضرائب بنسبة 5.7% بينما معدل التوظيف المحدد من المؤسسات المالية لا يتجاوز معدلا إيجابيا نسبته 3%.

و تسعى مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى المضي قدما نحو رفع مردودية خدماتها و تحسين صورتها التجارية. في حين يقدر رأسمالها بـ 1.500.000.000 دج تمثل 6.000.000 سهم بقيمة إسمية 250 دج/سهم، وبعدهد مساهمين مقدر بـ 9590 مساهم.

¹- أنظر: www.sgbv.dz و www.el-aurassi.com

2- المؤسسات الأجنبية:

وتم دراسة مجموعة من المؤسسات الأجنبية والمتمثلة في:

1-2 ALCOA¹:

تم إنشاؤها في 1888م، مؤسسة أمريكية (بنسلفانيا) مختصة في إنتاج الألمنيوم والمواد المصنعة من الألمنيوم بشكل أساسي حيث تشكل حوالي 80% من عوائد المؤسسة، والتي تستعمل خاصة في صناعة الطائرات؛ المركبات؛ النقل التجاري والبناء....، وتعتبر مادة الألمنيوم من السلع التي يتم تداولها عن طريق بورصة لندن للمعادن إذ يتحدد سعرها عن طريق العرض والطلب على هذه السلعة، وتسجل المؤسسة تواجدتها على مستوى 31 دولة عبر العالم ولكن بنسبة أكبر في أمريكا والتي تمثل 50%، وأوروبا بـ27%، في حين بلغ عدد مساهمي المؤسسة 325000 مساهم يملكون ما يقارب 1062 مليون سهم، وأسهم هذه المؤسسة المدرجة في بورصة نيويورك تحت صنف (AA).

2-2 TEXAS INDUSTRIES²:

مؤسسة أمريكية (تكساس)، مختصة في إنتاج مواد البناء والمتمثلة أساساً في الاسمنت؛ الرمل والحصى، وتعتبر كل من تكساس وكليفورنيا الأمريكيتين أهم أسواق هذه المؤسسة، ولها مشوار عمل في هذا المجال منذ 1951م، ولها ما يقارب 1644 مساهم بعدد أسهم يفوق 27.7 مليون سهم والمسجلة على مستوى بورصة نيويورك.

3-2 ADTRAN³:

مؤسسة أمريكية تعمل في مجال خدمات الاتصالات، لها أسهم تفوق 62 مليون سهم، ويتم تداول أسهم المؤسسة على مستوى بورصة نيويورك.

4-2 LAFARGE⁴:

مؤسسة فرنسية مختصة في إنتاج مواد البناء والتشييد؛ الاسمنت؛ الحصى والخرسانة والجبس، تم تكوينها سنة 1884م، وتتواجد على مستوى 78 دولة عبر العالم عبر 1963 موقع إنتاجي، وأسهم المؤسسة مدرجة في بورصة باريس ويتم تداولها على مستواها منذ 1923م، حيث يقدر عددها في 2010م بـ 286087 مليون سهم.

¹- أنظر: www.alcoa.com

²- أنظر: www.txi.com

³- أنظر: www.adtran.com

⁴- أنظر: www.lafarge.com

المطلب الثاني: البورصة

تعتبر البورصة إحدى أهم الطرق التي تعمل على تعبئة المدخرات وتوجيهها، الأمر الذي يسهل على المؤسسة تحصيل التمويل اللازم لمختلف استثماراتها الحالية والمستقبلية وذلك باستخدام أدوات مالية تتميز بأجل استحقاق بعيد المدى.

1- ماهية البورصة

يعرف سوق الأوراق المالية (البورصة) بأنه عبارة عن سوق مفتوحة غير شخصية، يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال¹.

2- أهمية وأهداف إنشاء البورصة²

إن من أهم مزايا اعتماد نظام بورصة في اقتصاد دولة ما كونها تمثل أداة شفافة في سبيل تبني نظام الخصخصة، فبمجرد اعتمادها والانخراط فيها تنكشف الوضعية الحقيقية من الجوانب الاجتماعية والمالية والإدارية لكل مؤسسة. كما يعكس واقع البورصة أيضاً الحالة العامة لاقتصاد الدولة المعنية أو للتجمعات الاقتصادية الجهوية، أو للشركات العالمية العملاقة. وتستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به، فهي أداة فعل غير محدودة في الاقتصاد القومي، تؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي ومجالاته وفي الوقت عينه تتأثر به، مما يحدث بالتالي آثاراً جديدة.

كما تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحوله من مال عاطل حامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية، بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع.

فضلاً عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداحيل سليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب، وتمثل حافزاً للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات إذ

¹ - عاطف وليم أندراوس - مرجع سبق ذكره - ص 9.

² - أحمد بوراس - دروس في مقياس الأسواق المالية- قانون الأعمال الإرسال الأول- 2006/2005- ص ص: 81-82.

تعتبر المكان الأمثل لتحديد قيمة هذه المؤسسات. وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم وتوطيد الإستقرار الاقتصادي للدولة .

3- وتقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين أساسيين هما¹

■ **السوق الأولي Primary Market أو سوق الإصدار:** وهي تلك السوق التي تتكفل بإيجادها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل، تعرض فيه على عموم الجمهور أوراقا مالية متنوعة أصدرت للمرة الأولى لحساب مؤسسات اقتصادية أو شركات معينة خاصة أو حكومية وهذا قصد الحصول على التمويل اللازم لتنفيذ احتياجاتها الاستثمارية.

■ **السوق الثانوي Secondary Market:** أو ما يدعى بسوق التداول، ويتم التعامل فيها بالأوراق المالية بعد الإكتتاب فيها، وهذا التعامل يكون منظما عن طريق البورصة، أو غير منظم وذلك عن طريق البنوك أو سماسرة الأوراق المالية، كما يقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق:

– سوق يتكون من السماسرة العاملين بالسوق المنتظمة.

– سوق يشمل السماسرة غير الأعضاء في السوق ولكن لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية.

– سوق يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المسجلة بتلك الأسواق.

– سوق يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات الكبرى والتي يكون الهدف منها إستبعاد السماسرة لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى.

وتشمل السوق الثانوي أيضاً على نوعين من الأسواق هما:

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

– **الأسواق غير المنظمة:** يتعلق على النوع من الأسواق بكل المعاملات التي تجرى خارج البورصات، ويطلق عليها بالسوق الموازي، تتولى إتمام عملياته جميع شركات السمسرة ولا يوجد لها مكان محدد تتم في إطاره عمليات المبادلة.

ولكي يعبر عن سوق الأوراق المالية أنها جيدة، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها توافر المعلومات والبيانات، بحيث يكون بإستطاعة الفاعلين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة (البيع والشراء) في وقتها وبدقة تامة إضافة إلى ضرورة توفر السيولة، والتي تخلق القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة، ولعل أهم عامل لإستمرار هذه السوق يتمثل في وجود عدد كبير من البائعين

¹ - عاطف وليم أندراوس- مرجع سبق ذكره - ص ص:9-10.

والمشترين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري، ويجب أن تضمن السوق انخفاض كلفة التعاملات.

4- أنواع البورصات والأوراق المالية

هناك أنواع عديدة من البورصات تمارس نشاطها في الدول المختلفة ويلاحظ أنه كلما كانت الدولة متقدمة كلما ازدادت وتنوعت البورصات العاملة فيها ويمكن أن تفرق بين ثلاثة أنواع من البورصات:

■ بورصة البضائع: وهي سوق منظم تتركز فيها المبادلات التجارية الخاصة بالمنتجات الطبيعية ذات الاستهلاك الكبير كالبن والقطن، القمح والسكر.. الخ. وهي مكان تباع فيه المواد و السلع الإستراتيجية بالجملة، حيث يتعامل فيها على أساس العينات من المنتجات وقد يباع المنتج عدة مرات. وفيها تتحدد الأسعار المحلية والدولية لهذه المنتجات.

وتسمى بورصة البضائع بالبورصة التجارية وتعتبر أقدم عهد من البورصات الأخرى إذ أنها تؤسس تسيير من طرف غرفة التجارة في المكان الذي تتواجد فيه، ويجدر بالذكر على أنه يتم الاتفاق عند عقد الصفقة على ما يلي: بالنسبة للسلعة (نوعيتها، كميتها، سعر الوحدة)، بالنسبة للتسليم (التاريخ أو الفترة وطريقة الشحن)، بالنسبة للدفع (نقدا أو على دفعات).

وأشهر بورصات البضائع في الوقت الحالي هو: بالنسبة لمادة الشعير هي بورصة ليفربول بينغ، بالنسبة لمادة البن هي بورصة لندن وباريس ونيويورك، بالنسبة لمادة السكر هي بورصة شيكاغو، لفربول، كنساس سيتي.

■ بورصة الذهب والعملية الصعبة: بورصة الذهب والمعادن النفيسة هي سوق منظمة لها وجود مادي في قاعات خاصة حيث تتم المفاوضات حول المعادن النفيسة من قبل أعوان الصرف وتختلف أسعار هذه المعادن إختلافا كبيرا، وهذا بسبب إختلاف طرق الحصول عليها وشحنها والتأمين عليها ودرجة الشوائب فيها.

أما بورصة العملة الصعبة التي تسمى أيضا سوق الصرف فهي سوق عملية يتم فيها تبادل العملات، كما يتم تحديد أسعار صرفها وأسباب ارتفاعها أو انخفاضها، وهي سوق تلغي أي تدخل خارجي فهي تنظم نفسها بنفسها والمتعاملون فيها ينشطون طيلة أيام الأسبوع وخلال مدة 24/سا 24 سا.

■ بورصة القيم المنقولة: هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو بعبارة أخرى هي من الأسواق التي يتم فيها عرض الأموال وتداولها، كما تمثل أيضا سوق منظمة يلتزم فيها المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها حيث تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على مراعاة هذه القوانين واللوائح.

والأوراق المالية إلى جانب تحقيقها عائدا مناسباً للمستثمرين، فإنها تمنح لهم سهولة تسييلها أو تحويلها إلى نقود عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في البورصة والحصول على عائد من النقود، أما بالنسبة لأنواع الأوراق المالية المسجلة في البورصة فيمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع:

- أوراق المساهمة؛

- أوراق الإقتراض؛

- الأوراق المشتقة؛

5- عمليات البورصة: تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة¹:

■ العمليات العاجلة: وتتميز بأنها تتم فوراً فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة حالاً أو خلال فترة وجيزة جداً، يجب أن تتضمن أوامر البورصة في العمليات العاجلة العناصر التي من شأنها أن تعين بكل وضوح الصفقة كبيان نوع وصفة الورقة المالية وكمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة وتحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن ينفذ أوامره بموجبه.

أما أسعار الأوراق المالية فيحدددها قانون العرض والطلب نظراً لتوفر حرية المنافسة، ويعتمد المضاربون في البورصة إلى شراء الأوراق المالية بالسوق العاجلة ويتم بيعها عند تحسن السوق للحصول على الربح الناتج عن بيعها مرة ثانية وبإمكانهم أيضاً جمع الهدفين معا فيحصلون على الفوائد لدى بقاء هذه الأوراق بجوزتهم وعلى الأرباح لدى بيعها مجدداً عند تحسن أسعارها.

■ العمليات الآجلة: تتميز العمليات الآجلة في أن دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة تُعين مسبقاً وتدعى موعد التصفية وتجرى هذه التصفية عادة في كل شهر مرة، وكذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية بيها وشراء، ويتم دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية فعلياً خلال عدة أيام من تاريخ التصفية ولما كان دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية في العمليات الآجلة يتم بعد فترة يختلف بدءها حسب الاتفاق المعقود بين الطرفين، فإن أنظمة البورصة إشتطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائياً بشكل لا يلحق الضرر بأحد المتعاقدين.

6- أهم البورصات العالمية: تعتبر البورصات التالية من أهم البورصات في العالم على الإطلاق، نظراً لحجم التعامل فيها وكذا تأثيرها على الإقتصاد والتجارة وسوق التداول في البورصات العالمية:

■ بورصة نيويورك أو " وول ستريت ": وسميت ببورصة وول ستريت نسبة للشارع المتواجدة فيه بنيويورك شارع وول ستريت وتمثل هذه البورصة سوقاً لحوالي 50% من الإنتاج القومي الخام الأمريكي، وهي التي تدير كافة الإقتصاد الأمريكي، ويعتبر مؤشر داو جونز *DAW JONES* الممثل للشركات الكبرى (*DJIA*) وكذا مؤشر نازداك الممثل لقطاعات التكنولوجيا و المعلوماتية والإتصال *NASDAQ* أهم المؤشرات السائدة في التداول. وتعتبر هذه البورصة من أقدم البورصات.

¹- أحمد بوراس - مرجع سبق ذكره- ص ص: 104- 106.

■ **سوق الأوراق المالية في فرنسا:** تتمثل هذه السوق بشكل رئيسي في بورصة باريس، حيث يتم تداول الأوراق المالية عن طريق شركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم *sociétés de bourse*، ومن مميزات السوق الفرنسي هو أنه سوق واحد يشمل البورصات الفرنسية التي تنتشر في المدن الفرنسية باريس، بوردو، ليل، ليون، مرسيليا، نانت ونانسي، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملًا تخضع لنفس السلطات، ولنفس القواعد ونشر البيانات، وتتم في هذه السوق المتاجرة بالأوراق المالية تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم كاك CAC، وهذا النظام يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة في أوراق المالية في كل أنحاء فرنسا وفي وقت واحد .

لابد أن يكون الهدف من الاستثمار في أي مجال كان توقع مردود ايجابي على شكل أرباح نقدية أو رأسمالية أو حتى معنوية، وبالنسبة للاستثمار في الأوراق المالية فإن المستثمر يتوقع أن يعود عليه استثماره بعوائد على شكل:

- توزيعات أرباح؛
- مكاسب رأسمالية عن طريق بيع الأسهم بأسعار أعلى من أسعار الشراء؛
- في شكل توزيعات زائدة مكاسب رأسمالية؛

وقد يحصل على حصته من صافي قيمة الشركة في حالة التنازل عنها أو بيعها، ولكن لا يشكل هذا العائد من العناصر الأساسية التي تؤخذ في الاعتبار في حالة تحديد الأسعار المناسبة للأسهم، وعلى العكس من ذلك توزيعات الأرباح والمكاسب الرأسمالية. ومن العوامل الرئيسة التي تؤثر في حركة أسعار الأسهم بالإنخفاض أو الإرتفاع ما يلي :

- التوقعات الخاصة بالأرباح والتوزيعات والمكاسب الرأسمالية، فكلما كانت تلك التوقعات متفائلة كلما إرتفعت أسعار الأسهم وكلما كانت تلك التوقعات متشائمة كلما انخفضت أسعار الأسهم .

- عوائد الإستثمار في المجالات البديلة وخاصة الإستثمار في الأصول قليلة المخاطر مثل الودائع المصرفية والسندات. فكلما إرتفعت العوائد أدى ذلك إلى إرتفاع معدل الخصم، وكلما قل إقبال الناس على شراء الأسهم أدى ذلك إلى إنخفاض أسعارها. أما في الحالة العكسية فإنها ستشهد إرتفاعا في أسعار الأسهم نتيجة تفضيل المستثمرين لها .

- مدى إستقرار وتقلب الأداء الاقتصادي العام وأداء الشركات، ففي الأوضاع التي تتميز بدرجة عالية من التقلب في الأداء ترتفع احتمالات الخسارة وبالتالي يتردد المستثمرون في شراء الأسهم، مما يؤدي إلى إنخفاض أسعار الأسهم .

- حالة الإستقرار والأمن الذي يسود المنطقة، إذ يعتبر من العوامل المهمة التي تؤثر بشكل مباشر في حركة أسعار الأسهم، فكلما ساد الدولة أو المنطقة نوع من الأمن والإستقرار أدى ذلك إلى إستقرار في حركة أسعار الأسهم، ويحدث العكس فيما لو شهدت المنطقة نوعا من عدم إستقرار، حيث تنخفض الأسعار نتيجة خروج المستثمرين .

- كما تلعب الحالة النفسية للمستثمرين من إنتشار روح التفاؤل في تحقيق المكاسب أو العكس بإنتشار روح التشاؤم والخوف من الخسائر دورا كبيرا في التقلب في أسعار الأسهم، فعندما تمتلك الناس روح التفاؤل في تحقيق

المكاسب الرأسمالية تسود المضاربية في سوق الأوراق المالية ويكون الشراء بقصد البيع بسعر أعلى وفي فترة وجيزة هو الأساس.

ويتملك أغلبية المتعاملين في السوق إحساس عام بأن الأسعار سوف تواصل الإرتفاع وأن كل من يشتري سوف يجد من يبيع له بسعر أعلى، ويؤدي ذلك إلى إشتعال حمى الشراء والبيع ورفع الأسعار إلى مستويات أعلى وأعلى وقد أطلق على تلك الحالة وصف الحماس غير العقلاني وحالما يدرك الناس أن الأسعار قد وصلت إلى مستويات عالية لا تتناسب مع الأرباح والتوزيعات المتوقعة تتجه الأسعار للإخفاض ويحاول الكل أن يبيع قبل الآخرين لتفادي الخسارة مما يؤدي إلى إهمار الأسعار.

ويعتبر كل من الإفصاح والشفافية روح سوق الأوراق المالية المنظمة وركنا أساسيا من أركان قيامها وأساسا لإستمرار نجاحها وتطورها، وركيزة لتدعيم الثقة بها بما يؤدي إلى جذب فئات المستثمرين نحو أدائها.

فالشفافية هي إعلان المعلومات التي تتعلق بتداول الأوراق المالية وخاصة أوامر البيع والشراء بغرض إيجاد تفاعل بين قوى العرض والطلب، وإعلان المعلومات المتعلقة بالصفقات التي تبرم فعلا من حيث أحجامها والأسعار التي تبرم بها حتى يعرف المتعاملون إتجاهات السوق، أما الإفصاح فهو إعلان كل المعلومات الهامة عن شركات المساهمة العامة التي تساعد المستثمر على إتخاذ قرارات بيع أو شراء ورقة مالية معينة وتقدير السعر المناسب وتمكن المستثمر في شركة معينة من الحكم على مدى الجدارة والتزاهة التي تدار بها الشركة التي يستثمر فيها .

المطلب الثالث: بورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الإقتصادية التي أعلن عنها 1987م ودخلت حيز التطبيق عام 1988م، وفي نفس الوقت صدرت قوانين إقتصادية تعلن عن إستقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، حيث قسم رأس مال الإجماعي للمؤسسات العمومية بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم تسير أحكام القانون التجاري المكمل بقوانين عام 1988 م.

1- المراحل الأساسية لإنشاء بورصة الجزائر: مرت بورصة الجزائر بالمراحل الآتية¹:

- المرحلة الأولى: 1990-1992م: اتخذت الحكومة في هذه المرحلة إجراءات بعد أن تحصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها كما تم أيضا إنشاء صناديق المساهمة، ومن جملة هذه الإجراءات إنشاء مؤسسة تسمى شركة القيم المنقولة S.V.M، مهمتها تشبه إلى حد كبير مهمة البورصة في الدول المتقدمة، ولقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية إذ قدر رأس مالها بـ320000 دج، ويديرها مجلس الإدارة المتكون من 08 ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، وقد عرفت هذه الفترة إصدار المراسيم التنفيذية التالية:

¹ - رشيد بوكساني- معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر- 2005- ص ص: 229-227.

- مرسوم تنفيذي رقم 169 الصادر في 21 ماي 1991م، يعمل على تنظيم العمليات على القيم المنقولة.
- مرسوم تنفيذي رقم 91-177 يوضح أنواع وأشكال القيم المنقولة وكذا شروط الإصدار من طرف شركات رأس المال.

- المرحلة الثانية 1992م - 1999م: لقد مرت هذه الشركة بمرحلة حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها الاجتماعي والدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وفي فيفري 1992م تم رفع رأسمالها إلى 932000 دج كما تم تغيير اسمها وأصبحت تسمى بورصة القيم المتداولة *B.V.M.*، وبالرغم من كل ما سبق غير أن البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها جملة من الصعوبات، وقد تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في غضون عام 1993 م. بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993م المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993م المتعلق بسوق القيم المتداولة.

و بموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، وقد منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

2- الإطار التنظيمي لبورصة الجزائر: تسير بورصة الجزائر من خلال هيئتين وهما:

1-2 لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة *COSOB*¹: يتجلى دور لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة في توليها مهمة تنظيم سوق القيم المنقولة و مراقبتها بالسهر خصوصا على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛

- حسن سير سوق القيم المنقولة و شفافيتها؛

و تتكون اللجنة من: رئيس يعين بمرسوم رئاسي لعهددة مدتها أربع (04) سنوات، ستة أعضاء يعينون بقرار من وزارة المالية لمدة (04) سنوات. و لتمكينها من القيام بمهامها، زوّدت اللجنة بسلطات:

* **السلطة التنظيمية**: تقوم اللجنة بسن أنظمة بموافقة الوزير المكلف بالمالية حيث يتم نشرها في الجريدة الرسمية، وتخص:

- واجبات الإعلام التي تتعين على الشركات المصدرة القيام بها عند إصدار القيم المنقولة من خلال اللجوء العلني للإدخار؛ الدخول في البورصة أو عمليات العرض العمومي؛
- قواعد مهنية مطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
- شروط التداول و المقاصة التي تخص القيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
- القواعد التي تخص ماسكي الحسابات / حافضي السندات؛

¹- تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010- ص ص: 8 - 10.

- القواعد التي تخص تسيير نظام الدفع / التوصيل على السندات؛
- تسيير حافظة القيم المنقولة،

* سلطة المراقبة والاحترام والتحقيق : تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد خصوصا من :

- إحترام المتدخلين في السوق؛ الأحكام القانونية و التنظيمية التي تحكم السوق؛
- إمتثال الشركات التي تطلب اللجوء العلني للإدخار لواجبات الإعلام التي تخضع لها؛
- حسن سير السوق؛

* سلطة التأديب و التحكيم: ينشأ ضمن اللجنة غرفة تأديبية و تحكيمية مكونة من رئيس و عضوين(02) ينتخبان ضمن أعضاء اللجنة، و قاضيين (02) يعينهما وزير العدل.

- في المجال التأديبي : تختص الغرفة بدراسة كل إخلال بالالتزامات المهنية و الأدبية الخاصة بالوسطاء في عمليات البورصة، وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية و التنظيمية المطبقة عليهم؛
- في مجال التحكيم: تختص الغرفة بدراسة كل نزاع تقني يترتب على تفسير القوانين و التنظيمات التي تحكم سير سوق البورصة؛ والذي يحدث بين :
 - الوسطاء في عمليات البورصة؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة و شركة إدارة بورصة القيم؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة و زبائنهم؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة و الشركات المدرجة؛

2-2 شركة تسيير القيم المنقولة *SGBVM*¹ : وهي شركة ذات أسهم يقدر رأسمالها بـ 4752000.00 دج، وقد أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997م وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ بـ 23 ماي 1993م ، تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتماد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة، ويتمثل الأعضاء المؤسسون لها في:

- البنوك الوطنية : *CNMA, CNEP, CPA, BNA, BADR, BEA, BDL* ؛
- شركات التأمين: *CAAT, SAA, CCR, CAAR* ؛
- بنك خاص: *UNION BANK* ؛

ومن بين مهامها:

الوظيفة القانونية : تقوم هذه اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة وذلك بسن تقنيات لهم، وذلك بالخصوص فيما يلي:

¹- أنظر www.sgbv.dz

- رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة؛
- إتماده الوطاء في عمليات البورصة والقواعد المهنية التي تطبق عليهم؛
- قبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبتها وتعليق تحديد أسعارها؛
- العروض العمومية لشراء القيم المنقولة؛
- تنظيم عمليات المقاصة؛

وظيفة الرقابة: وتتأكد هذه اللجنة من أن الشركات المقبول تداول قيمها في السوق المالية تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية عليها، في مجال القيم المنقولة وعقد الجمعيات العامة وتشكيل أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات نشر قانونية.

الوظيفة التأديبية والتحكيمية: فهي المؤهلة لـ *COSOB* لمعاقبة كل مخالفة متعلقة بالحقوق المهنية للوسطاء، والمتعلقة كذلك بكل اللوائح والقواعد التشريعية والتنظيمية، أما فيما يخص التحكيم فهذه الغرفة مؤهلة للفصل في مختلف النزاعات التقنية الناجمة عن سوء فهم القوانين والقواعد المتعلقة بعمل البورصة. وتحدد قواعد حساباتها في اللائحة التي تصدرها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة *COSOB*.

ويمثل أهم المساهمين في رأسمال شركة تسيير القيم المنقولة: بنك التنمية المحلية، البنك الجزائري الخارجي، بنك الفلاحة والتنمية الفلاحية، القرض الشعبي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للأدخار والتوفير- بنك.

3- شروط الإدراج في بورصة الجزائر¹: ويمكن التمييز بين:

3-1 شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج؛ ويمكن حصرها في:

- لا بد أن تكون هذه القيم المنقولة مصدره من طرف شركة ذات أسهم؛
- لا بد من تحديد قيمة كل سهم؛
- القيم التي تزيد في رأس المال لا يمكن قبولها في سوق السندات إلا إذا كانت الأوراق المالية التي تسند إليها مقبولة في التسعيرة؛
- الأسهم المعروضة على الأفراد يجب أن توزع على 100 حامل على الأقل، وآخر أجل يوم دخولها بالتفاوض في البورصة؛
- القرض السندي المصدر من طرف الدولة ليس له حد أدنى لا في عدد الأسهم ولا في عدد الملاك؛

3-2 شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛

¹- رشيد بوكساني - مرجع سبق ذكره- ص 229 .

- نشر الوضعية المالية للسنتين الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول في البورصة؛
- إعلام شركة تسيير بورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها؛

4- وتتشكل بورصة الجزائر من قسمين¹:

- 4-1 قسم القيم المنقولة: يتم التداول في هذا القسم على سندات رأس المال و سندات الدين، و حاليا نجد في مقصورة شركة تسيير بورصة القيم خمس شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية :
- ثلاث شركات للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي و أليانس للتأمينات) ؛
 - ثلاث مؤسسات للسندات (سونلغاز، إتصالات الجزائر و دحلي).

يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل إثنين و أربعاء. إذ تبدأ حصة التداول بدءا من الساعة 9 سا و 30د صباحا و تنتهي قبل الساعة 12 سا 00 د، وذلك حسب المراحل الزمنية التالية:

الجدول (4-1): المراحل الزمنية لحصة التداول في قسم القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر

البيان	الحصة
النداء الإلكتروني لوسطاء عمليات البورصة	9 سا و 20 د
افتتاح الحصة	9 سا و 30 د
إدخال الأوامر آليا من طرف العملاء المفاوضين على محطات التداول	10 سا و 15 د
طبوع دفاتر الأوامر للمراجعة	10 سا و 30 د
معالجة الأوامر المسجلة (حساب التثبيت، التوزيعات)	10 سا و 40 د
معالجة صفقات الكتل	11 سا و 50 د
عرض و نشر النتائج	11 سا و 05 د
إقفال الحصة	11 سا و 15 د

المصدر: من إعداد الباحث وبالاغتماد على المعلومات المستمدة من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر - www.sgbv.dz

¹- أنظر: www.sgbv.dz

4-2 قسم سندات الخزينة العمومية : في إطار الإصلاحات المبذولة من طرف وزارة المالية و التي ترمي إلى إعادة الإعتبار إلى السوق المالي في عملية تمويل الإقتصاد الوطني بصفة عامة و تفعيل دور البورصة بصفة خاصة، تم إدراج سندات الخزينة العمومية في بورصة الجزائر في 11 فبراير 2008 م .

وتتنوع سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الآجال 7 سنوات، 10 سنوات و 15 سنة حيث يتم تداولها عن طريق الوسطاء الماليين المعتمدين و شركات التأمين المتخصصة في قيم الخزينة، وذلك بمعدل 5 حصص في الأسبوع. وتبدأ حصة التداول بدءا من الساعة 9 سا 00 د صباحا و تنتهي قبل الساعة 12 سا 00 د، و تتم حسب المراحل الزمنية التالية:

الجدول (4-2): المراحل الزمنية لحصة التداول في قسم سندات الخزينة العمومية على مستوى بورصة الجزائر

البيان	الحصة
تقديم دفاتر السندات لرسميين المقصورة الذين يقومون بمراجعتها	9 سا 00 د إلى 9 سا و 15 د
إفتتاح حصة التداول	9 سا و 15 د
إدخال أوامر البورصة آليا من طرف العملاء المفاوضين لوسطاء عمليات البورصة	9 سا و 15 د إلى 10 سا 00 د
تعليق مرحلة إدخال الأوامر	10 سا 00 د
نشر الأوامر و مراجعتها من طرف وسطاء عمليات البورصة	10 سا 00 د إلى 10 سا و 15 د
معالجة الأوامر المصادقة من طرف العملاء المفاوضين و تحديد أسعار الإقفال	10 سا و 25 د
القيام بعمليات الكميات الكبيرة على السندات المسعرة	10 سا و 35 د إلى 11 سا و 50 د
عرض ونشر النتائج، إمضاء كشوف منشورات التبادلات و التعويض	11 سا و 50 د إلى 11 سا 00 د
تجهيز و تحويل ملفات المعلومات لـ <i>Algérie Clearing</i> (المؤتمن المركزي على السندات)	11 سا 00 د إلى 12 سا 00 د

المصدر: من إعداد الباحث وبالاتماد على المعلومات المستمدة من الموقع الرسمي لبورصة الجزائر - www.sgbv.dz -

ويتم التداول في البورصة بمواجهة أوامر الشراء و أوامر البيع ويتم هذا بإحدى الطريقتين:

1. طريقة التثبيت: يسمح التسعير بالتثبيت بتحديد سعر يومي بمواجهة أوامر الشراء و البيع و ذلك خلال فترة زمنية محددة للوصول إلى سعر توازني. طريقة التسعيرة بالتثبيت تسمح بـ:

– تحقيق أكبر عدد ممكن من الصفقات؛

– التخفيض من اللاتوازن؛

- يسمح بأقل تذبذب للأسعار؛
- تعين سعر الوحدة الذي تتداول عليه القيم؛
- هو الوحيد الصالح خلال كل مدة حصة التداول.

2. طريقة التسعيرة المستمرة :

- يتمثل في مواجهة متواصلة لأوامر الشراء و البيع، والذي يشكل العديد من أسعار التوازن؛
 - يتم في التسعيرة المستمرة تجميع كل الأوامر، غير أنه بمجرد ما يتفق بائع و مشتري حول السعر، يتم التبادل. وتتم التبادلات باستمرار من الإفتتاح إلى إقفال البورصة؛
- إن الطريقة المتبعة في التسعير ببورصة الجزائر هي التسعير بـ"التثبيت الالكتروني"، حيث تتم مواجهة الأوامر عن طريق جهاز الإعلام الآلي.
- إن سوق البورصة الجزائري هو سوق عاجلة، يعني أنه على المشتري دفع المبالغ المتعلقة بطلب الشراء الذي قدمه بصورة فورية و على البائع أن يمتلك السندات المتعلقة بطلب البيع الذي حوّل، وعلى وسطاء عمليات البورصة التأكد من أن مقدم الطلب يمتلك السندات أو المبالغ لتغطية العملية التي يريد القيام بها.
- يتم تزامن تسليم الأوراق المالية وتسديد الأموال و ذلك حسب أجل التسديد/التسليم المحدد من طرف *COSOB*. ويحدد هذا الأجل بـ $3+T$ أيام عمل بالنسبة للقيم المنقولة، و $1+T$ أيام عمل بالنسبة لسندات الخزينة و هذا منذ إنشاء المؤتمن المركزي على السندات (*Algérie Clearing*).
- في حالة تعذر تسليم السندات في الآجال يعتبر الوسيط في عمليات البورصة و القيم في حالة عجز عن التسليم. ويمكن لشركة تسيير بورصة القيم اللجوء إلى إعادة شراء القيم المنقولة غير المسلمة.
- أما المؤتمن المركزي على السندات فقد تم تأسيسه (الجزائرية للتسوية) طبقا للقانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003م، و لقد أصبح مكلفا بالعمليات التالية:
- إفتتاح وإدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحساب الحافظين المنخرطين فيه يركز حفظ السندات بتسهيل عملية توصيلها بين الوسطاء الماليين تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح السهم؛ رفع رأس المال....)؛
 - *ISIN (International Securities Identification Number)* ترميز السندات المقبولة لعملياته و ذلك حسب المقياس الدولي؛
 - نشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛

– و قد ساهم تأسيس هذه الهيئة في تخفيض تكلفة وآجال عمليات الدفع/التوصيل، والعمليات الأخرى على السندات (تحصيل ربح الأسهم، الفوائد، ممارسة الحقوق....)؛

ولقد حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993م المتعلق ببورصة القيم المنقولة، القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة و الذي منحهم إحتكار مقارنة القيم المنقولة في البورصة، ويتم تنظيم و مراقبة نشاط وسيط عمليات البورصة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة السوق، كما يخضع لموافقتها.

و بالإمكان ممارسة نشاط وسطاء عمليات البورصة من طرف أشخاص طبيعيين أو شركات ذات أسهم الذين تم قبولهم لدى اللجنة، وتحصي حاليا الساحة المالية الجزائرية ستة وسطاء في عمليات البورصة تمثل البنوك العمومية التالية: البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، الصندوق الوطني للتوفير و الإحتياط - بنك، بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة و التنمية الريفية.

و تتمثل مهام الوسيط في البورصة الجزائرية بتقديم الإستثمار المالي المحدد بالمرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل و المتمم و المؤرخ في 23 ماي 1993م:

- تشغيل القيم المنقولة أو قيم المنتجات المالية لحساب المرسل؛
- التفاوض على الصفقة لحساب زبائنها؛
- التسيير بموجب حوالة أو محفظة السندات؛
- نشاط المماثلة؛
- السعي التجاري المرتبط بإحدى النشاطات المذكورة أعلاه ؛
- و قد توسع نشاط وسطاء عمليات البورصة إلى ميادين جديدة كضمان حسن إنجاز العمليات المالية، مجلس المستثمرين.... الخ.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

لتسهيل عملية إختبار معلمات الدراسة سيتم من خلال هذا المبحث شرح مختلف الخطوات المنتهجة، إضافة إلى النموذج المعتمد في بيان العلاقة بين مختلف المتغيرات قيد الدراسة وطرق الحصول على المعلومات اللازمة وكيفية معالجتها، كما سيتم شرح النموذج الإحصائي الذي تم الإعتماد عليه لفهم العلاقة بين المتغيرات.

وسيتيم دراسة مجموعة من المتغيرات، عن طريق محاولة إبراز العلاقة بين مختلف هذه العناصر وفقا لكل مؤسسة على حدى من أجل إختبار الفرضيات الموالية:

- توجد علاقة بين التوزيعات و الأرباح المحققة؛
- توجد علاقة بين الأرباح المحققة والسعر السوقي للسهم؛
- توجد علاقة بين التوزيعات والسعر السوقي للسهم.

المطلب الأول : طرق جمع ومعالجة البيانات

تتكون مجموعة المؤسسات الجزائرية التي تم إجراء الدراسة عليها من كل المؤسسات التي يتم تداولها في بورصة الجزائر بشكل مستمر خلال العشر سنوات الأخيرة، والمتمثلة أساسا في مؤسستين وهما مجمع صيدال وفندق الأوراسي وهذا بعد إستبعاد كل من الرياض سطيف (خروجها من التداول سنة 2007م)، وأليانس للتأمينات (بداية تداول أسهم المؤسسة من 2011م)، إضافة إلى أربع مؤسسات أجنبية مدرجة في البورصة، وتمتد فترة الدراسة على مدى السنوات الإحدى عشرة الأخيرة وذلك بدءا من سنة 1999م، وهذا أخذا بعين الإعتبار للمعطيات والبيانات المتوفرة عن المؤسسات المعنية بالدراسة، بغية القيام بدراسة إحصائية تحليلية للنتائج المحصل عليها، ومحاولة المقارنة بين المؤسستين الوطنيتين والمؤسسات الأجنبية من خلال سياسة التوزيعات وإنعكاساتها على أسعار أسهم المؤسسة، وقد تم الإعتماد على البيانات المالية للمؤسسات المعنية وذلك فيما يخص نصيب كل سهم من الأرباح الموزعة؛ الأرباح المحققة لكل سهم، أما الأرباح المحتجزة لكل سهم فقد تم إستنتاجها من خلال الفرق بين الأرباح المحققة لكل سهم والتوزيعات النقدية لكل سهم، في حين أسعار الأسهم فقد تم الأخذ بالمتوسط الحسابي للسعر السوقي للسهم خلال السنة، وقد تم جمع المعلومات، تصنيفها وتحويلها بما يتوافق وأهداف الدراسة.

وتم الاعتماد على كل من برنامجي *SPSS 17* و *Excel 2007* في معالجة وإستغلال هذه البيانات، وتحويلها وتكييفها بما يتوافق وغرض الدراسة وهذا من أجل التوصل إلى نتائج معبرة يمكن تفسيرها وتحليلها.

وتم جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة بالإعتماد على المصادر التالية:

- التقارير السنوية للمؤسسات المعنية بالدراسة؛
- التقارير والنشرات الصادرة عن البورصات التي أدرجت فيها أسهم المؤسسات المعنية بالدراسة؛
- الإنترنت وزيارة مواقع كل من المؤسسات والبورصات التي أدرجت فيها؛

المطلب الثاني : ملخص عن بيانات المؤسسات المدروسة

ويمكن تلخيص أهم المعطيات المساعدة في إجراء الدراسة من خلال الجداول الموالية لكل مؤسسة على حدى، وذلك وفقا لما تتطلبه الدراسة من عناصر، وهذا بالتركز على سياسة التوزيعات النقدية (الإحتجاز/ التوزيع) والسعر السوقي للسهم، وقد تمت العملية بعد جمع البيانات وتصنيفها.

وقد تم الإعتماد على رموز معبرة سواء على المؤسسات قيد الدراسة، أو البيانات المالية الخاصة بهذه المؤسسات، والتي تتمثل في:

الجدول (4-3): أهم البيانات المعتمد عليها في الدراسة

البيان	الرمز	
مجمع صيدال	<i>SAI</i>	1
فندق الاوراسي	<i>AUR</i>	2
<i>ALCOA</i>	<i>ALC</i>	3
<i>TEXAS INDUSTRIES</i>	<i>TXI</i>	4
<i>ADTRAN</i>	<i>ADTN</i>	5
<i>LAFARGE</i>	<i>LR</i>	6
السنة	<i>ANNEE</i>	7
الربح/ السهم	<i>BPA</i>	8
التوزيعات/ السهم	<i>DPA</i>	9
الأرباح المحتجزة/السهم	<i>RRC</i>	10
السعر السوقي للسهم	<i>PA</i>	11

المصدر: من إعداد الباحث

1- صيدال *SAI*

وتعتبر مؤسسة صيدال من بين أهم المؤسسات الجزائرية التي يتم تداول أسهمها على مستوى بورصة الجزائر، وتشهد تحقيق نتائج ايجابية إذ تتطور باستمرار، وفي الجدول الموالي تلخيص لأهم البيانات الخاصة بالمؤسسة والتي تتمثل في الأرباح المحققة والتوزيعات لكل سهم ومتوسط السعر السوقي لأسهمها لكل سنة، وقد اقتصرنا الدراسة على مدة تداول أسهم المؤسسة في البورصة وذلك من سنة 1999 إلى 2009 م، أخذا بعين الاعتبار للبيانات المتوفرة.

الجدول (4-4): البيانات المالية لـSAI

<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>PA</i>
1999	72,18	36	36,18	809,642
2000	27,11	20	7,11	776,304
2001	37,987	40	-2,013	705,577
2002	18,733	9	9,733	452,187
2003	48,229	24	24,229	432,381
2004	45,623	20	25,623	348,5
2005	43,055	20	23,055	348,666
2006	54,748	23	31,748	401,346
2007	87,215	11	76,215	410
2008	132,86	35	97,86	400,714
2009	256	35	221	385,441

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: www.cosob.org ؛ www.saidalgroup.dz ؛ www.sgbv.dz

- أنظر الملاحق: 16،4،19 -

2- مؤسسة تسير فندق الاوراسي AUR

كما تعتبر المؤسسة الفندقية الأوراسي كذلك من أهم المؤسسات الجزائرية، ومن بين المؤسسات الأولى التي تم إدراج أسهمها للتداول على مستوى بورصة الجزائر، كما تشهد المؤسسة تطورا ملحوظا مع مرور السنوات، وتمثل أهم بياناتها فيما يلي:

الجدول (4-5): البيانات المالية لـAUR

<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>PA</i>
1999	29,080	19	10	250.00
2000	29,005	20	9	389,348
2001	33,135	22	11	342,500
2002	41,647	25	17	244,138
2003	50,312	30	20	257,000
2004	59,416	35	24	268,784
2005	78,810	40	39	285,500
2006	113,277	45	68	371,447
2007	114,650	47	68	402,826
2008	124,871	49	76	424,509
2009	138,000	50	88	450,000

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: www.cosob.org ؛ www.sgbv.dz ؛ www.el-aurassi.com

- أنظر الملاحق: 5،16،20 -

3- ALCOA (ALC)

الجدول (4-6): البيانات المالية لـ *ALC*

<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>PA</i>
1999	0.3	0.101	0.199	20.26
2000	1.83	0.50	1,33	13.13
2001	1.06	0.60	0,46	12.46
2002	0.59	0.60	-0,01	11.69
2003	1.09	0.60	0,49	13.84
2004	1.50	0.60	0,9	15.21
2005	1.41	0.60	0,81	15.30
2006	2.59	0.60	1,99	16.80
2007	2.98	0.68	2,3	19.30
2008	-0.09	0.68	-0,77	14.60
2009	-1.23	0.26	-1,49	12.70
2010	0.25	0.12	0,13	13.26

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على www.alcoa.com - أنظر الملاحق: 7,3 -

4- TEXAS INDUSTRIES (TXI)

الجدول (4-7): البيانات المالية لـ *TXI*

<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>PA</i>
1999	4.18	0.225	3.95	32.35
2000	3.15	0.30	2.85	32.30
2001	1.24	0.30	0.94	33.43
2002	2.38	0.30	2.08	35.43
2003	-1.15	0.30	1.45-	34.44
2004	1.69	0.30	1.39	35.32
2005	5.12	0.30	4.82	40.62
2006	0.35	0.30	0.05	19.96
2007	3.94	0.30	3.64	26.98
2008	3.14	0.30	2.84	30.02
2009	-0.64	0.30	0.94-	28.98
2010	-1.40	0.30	1.70-	27.39

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على www.txi.com - أنظر الملاحق: 1,9 -

5- ADTRAN (ADTN)

الجدول (4-8): البيانات المالية لـ ADTN

ANNEE	BPA	DPA	RRC	PA
1999	1.33	0.00	1.33	32.37
2000	3.13	0,00	3,13	53.18
2001	0.45	0,00	0,45	23.60
2002	0.65	0,00	0,65	22.88
2003	0.80	1.15	-0,35	25.72
2004	0.93	0.32	0,61	27.68
2005	1.33	0.34	0,99	24.42
2006	1.07	0.36	0,71	24.73
2007	1.13	0.36	0,77	24.32
2008	1.24	0.36	0,88	20.00
2009	1.19	0.36	0,83	20.08
2010	1.82	0.36	1,46	28.99

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على www.adtran.com

6- LAFARGE (LR)

الجدول (4-9): البيانات المالية لـ LR

ANNEE	BPA	DPA	RRC	PA
2000	6,80	2,20	4,60	70,127
2001	5,97	2,30	3,44	83,389
2002	3,52	2,30	0,99	77,327
2003	4,92	2,30	2,39	50,517
2004	5,16	2,40	2,52	60,726
2005	6,39	2,55	3,59	64,748
2006	7,86	3,00	4,56	83,749
2007	11,05	4,00	6,65	102,596
2008	8,27	2,00	5,67	77,291
2009	2,77	2,00	0,57	47,398
2010	2,89	1,00	1,79	47,130

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: www.lafarge.com - أنظر الملحق: 8 -

المطلب الثالث: النموذج الإحصائي المعتمد عليه

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لإختبار صحة فرضيات هذه الدراسة، والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعاً للتغير في قيم المتغيرات المستقلة، ويمكن تقسيم متغيرات الدراسة حسب كل حالة إلى:

الجدول (4-10): متغيرات الدراسة

الحالة	المتغيرات المستقلة (x)	المتغيرات التابعة (y)
أ	أ1- نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RRC)
	أ2- نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)	نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)
ب	نصيب السهم من الأرباح المحققة (BPA)	سعر السهم السوقي (PA)
ت	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (RRC)	ت1- سعر السهم السوقي (PA)
	نصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA)	ت2- سعر السهم السوقي (PA)

المصدر: من إعداد الباحث

فمن خلال المتغيرات السابقة الذكر والمؤسسات المعنية بالدراسة يتم دراسة الانحدار البسيط وذلك حسب كل حالة وفي كل مؤسسة، إذ يتم في الحالة أ- دراسة العلاقة بين نصيب السهم من الأرباح المحققة كمتغير مستقل، بسياسة توزيعات الأرباح (الإحتجاز، التوزيع) كمتغير تابع، وذلك من خلال نصيب السهم من الأرباح المحتجزة في مرحلة أولى، ومن ثم مع نصيب السهم من الأرباح الموزعة في مرحلة ثانية.

أما في المرحلة ب- فسيتم دراسة تأثير نصيب السهم من الأرباح المحققة في سعرها السوقي، وهذا للوقوف على مدى تفسير الأرباح المحققة من قبل المؤسسة لقيمتها السوقية.

فبعد التطرق لمدى أثر الأرباح المحققة في القيمة السوقية للسهم، ومن خلال المرحلة ت- سيتم التركيز على دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم السوقية، وهذا بدراسة أثر كل من التوزيع والإحتجاز.

وسيتم الإعتماد في الدراسة على معادلة الانحدار من الشكل البسيط، والتي ستسمح بمعرفة التوجه العام للظاهرة سواء كانت طردية أو عكسية بين المتغيرين التابع والمستقل، وتأخذ هذه المعادلة الشكل الموالي:

$$y = \alpha + \beta x$$

• حيث y : يعبر عن المتغير التابع؛

• أما x : فهو المتغير المستقل في المعادلة حسب كل حالة.

بينما كل من α ، β فهي عبارة عن معاملات الانحدار، إذ تقيس β متوسط التغير في المتغير التابع نتيجة تغير وحدة واحدة في المتغير المستقل، وتسمح لنا معادلة الانحدار بمعرفة العلاقة التي تربط المتغيرين.

ويتم معرفة مدى إرتباط المتغير التابع بالمتغير المستقل من خلال معامل الارتباط R ، والذي يعطى بالعلاقة التالية¹:

$$R = \frac{n \sum xy - \sum x \cdot \sum y}{\sqrt{[n \sum x^2 - (\sum x)^2][n \sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

حيث أن قيمة R تكون $(-1 \leq R \leq 1)$ ، مما يعني أنه يكون الإرتباط قويا كلما إقتربت قيمة R من طرفي المجال، على العكس من ذلك في حال إقتراب قيمتها من الصفر والذي يعني عدم وجود إرتباط بين المتغيرين التابع والمستقل، أما إشارة R فإنها تدل على نوع العلاقة بين المتغيرين طردية كانت أو عكسية.

ولمعرفة نسبة التغير الحاصل في المتغير التابع نتيجة التغير في المتغير المستقل، فإنه يستعمل لهذا الغرض معامل التحديد R^2 ، والذي يمثل مربع معامل الارتباط.

ولإختبار معنوية العلاقة، فسيتم الإعتماد على إختبار ستودنت (t) ، حيث يتم مقارنة (t) المحسوبة مع (t) الجدولية (أنظر الملحقين 19،20)، بمستوى دلالة 5% ودرجة حرية $n-k-1$ (n : تمثل حجم العينة؛ k : عدد المتغيرات المستقلة)، فإذا كانت (t) المحسوبة أكبر من (t) الجدولية تبين أن العلاقة ذات أهمية إحصائية، كما ندعم ذلك من خلال إختبار فيشر (F) .

¹ - عبد العزيز شرابي - تقنيات التنبؤ - مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة - 2001/2002 - ص 111.

المبحث الثالث: عرض و تحليل النتائج

تم التوصل إلى النتائج الموائية من خلال الجانب التطبيقي وهذا بإستغلال مخرجات *SPSS 17*، وبالإعتماد على البيانات السابقة لكل مؤسسة .

المطلب الأول: المؤسسات الجزائرية

1- صيدال:

تتمثل النتائج المتحصل عليها بإستخدام برنامج *SPSS 17* كما يلي:

أ. العلاقة بين سياسة التوزيعات والأرباح المحققة:

الجدول (4-11): أثر نصيب السهم من الأرباح المحققة في سياسة التوزيع المتتهجة لـ *SAI*

t	F	α	β	Adjusted R Square	R^2	R	
20.430	417.40	-19.710	0.932	0.977	0.979	0.989	أ1- الأرباح المحتجزة
1.496	2.237	19.704	0.068	0.11	0.199	0.446	أ2- توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

• من خلال النتائج المحصل عليها يمكن القول أن ما نسبته 97.9% من التغير في الأرباح المحتجزة يرجع إلى الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، حيث أن التغير في الأرباح المحققة بوحدة واحدة يؤدي إلى إحداث تغير في الأرباح المحتجزة بـ 0.932 وحدة وفي نفس الإتجاه، مما يعني أن الزيادة في الأرباح المحققة بوحدة واحدة ستؤدي إلى إرتفاع الأرباح المحتجزة بـ 0.932 وحدة، ولتحديد مدى قوة العلاقة يتم الإعتداد على إختبار ستودنت (t)، والتي أسفرت عن $t=20.43$ وهي تفوق t الجدولية عند مستوى حرية 5% و $n=10$ والتي تمثل 2.31 (أنظر الملحق 19) وبالتالي يمكن القول أن العلاقة قوية بين المتغيرين وهذا ما يعبر عنه معامل الارتباط والذي بلغت قيمته 0.989، كما يمكن تدعيم ذلك بقيمة F (إحصاء فيشر)، عند مستوى حرية 5% و $n=10$ و $k=m+1=2$ ، والتي تمثل 5.32 (أنظر الملحق 20) وهي أقل من قيمة F المحسوبة 417.4 مما يؤكد على قوة العلاقة بين المتغيرين.

• أما بالنسبة للأرباح الموزعة فإن ما نسبته 19.9% من التغيرات فيها ترجع إلى الأرباح المحققة، ولكن دونما دلالة إحصائية وهذا كون كلا من t و F المحسوبة أقل من t و F الجدوليتين، وهذا ما يتضح من خلال القوة التفسيرية للنموذج والتي تمثل 11%.

ب. العلاقة بين الأرباح المحققة وسعر السهم:

الجدول(4-12): أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقي لـ *SAI*

t	F	α	β	Adjusted R Square	R^2	R
0.879-	0.773	551.775	0.727-	0.079	0.079	0.281

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- يتضح من النتائج المحصل عليها أنه في مجمع صيدال ما نسبته 7.9% من أسعار الأسهم يرجع إلى الأرباح المحققة من قبل هذه المؤسسة، والعلاقة التي تربط المتغيرين ضعيفة وهذا ما يعكسه معامل الارتباط الذي يساوي إلى 28.1%، وما يؤكد كلاً من إختباري t و F والتي كانت قيمتهما المحسوبة أقل من القيمة الجدولية.

ت. العلاقة بين التوزيعات وسعر السهم السوقي:

الجدول(4-13): أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقي لـ *SAI*

t	F	α	β	Adjusted R Square	R^2	R	
1.154-	1.331	546.66	0.985-	0.032	0.129	0.359	ت ₁ - الأرباح المحتجزة
1.201	1.442	341.461	6.281	0.042	0.138	0.372	ت ₂ - توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- تعبر النتائج على أن 12.9% من التغيرات في أسعار الأسهم ترجع أساساً إلى التغير في إحتجاز الأرباح، وبقوة إرتباط تصل إلى 35.9%، فإرتفاع إحتجاز الأرباح بوحدة واحدة يؤدي إلى إنخفاض في سعر السهم بـ 0.985 وحدة، ولكن هذه العلاقة دونما دلالة إحصائية وهذا ما يتأكد من خلال إختبارات t و F ، حيث أن قيمتهما المحسوبة تكون أقل من قيمهما الجدولية.
- كما ترجع 13.8% من التغيرات في أسعار الأسهم إلى التغير في نصيب السهم من الأرباح الموزعة، إذ تؤدي الزيادة في نصيب السهم بوحدة واحدة إلى إرتفاع سعر سهمها بـ 6.28 وحدة في علاقة طردية، ولكنهما كذلك دون دلالة إحصائية، وهو ما تعكسه إختبارات كل من t و F .

2- فندق الاوراسي:

أ. العلاقة بين سياسة التوزيعات والارباح المحققة:

الجدول(4-14): أثر نصيب السهم من الارباح المحققة في سياسة التوزيع المنتهجة لـ *AUR*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	<i>Adjusted R Square</i>	R^2	<i>R</i>	
36.745	1350.181	14.170-	0.720	0.993	0.993	0.997	أ1- الأرباح المحتجزة
14.705	216.246	14.078	0.281	0.956	0.960	0.980	أ2- توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- من خلال النتائج المحصل عليها يمكن القول أن ما نسبته 99.3% من التغير في الأرباح المحتجزة يرجع أساسا إلى الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، حيث أن التغير في الأرباح المحققة بوحدة واحدة يؤدي إلى إحداث تغير في الأرباح المحتجزة بـ 0.72 وحدة وفي نفس الاتجاه، مما يعني أن الزيادة في الأرباح المحققة بوحدة واحدة ستؤدي إلى إرتفاع الأرباح المحتجزة بـ 0.72 وحدة، وقد أفرزت كل من إختبارات *t* و *F* على قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين إذ تكون القيمة المحسوبة لهما أكبر من القيمة الجدولية والتي تصل قيمتها إلى 0.997.
- وبالنسبة للأرباح الموزعة فإن نسبة 96% من التغيرات فيها ترجع إلى الأرباح المحققة، مما يعني أن الزيادة في الأرباح المحققة بوحدة واحدة سيؤدي إلى الإرتفاع في الأرباح الموزعة بـ 0.281 وحدة، وتمثل قيمة معامل الإرتباط 0.98 والتي تحمل دلالات على قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين، والتي يؤكد كده كل من *t* و *F*.

ب. العلاقة بين الأرباح المحققة وسعر السهم:

الجدول(4-15): أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقي لـ *AUR*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	<i>Adjusted R Square</i>	R^2	<i>R</i>
2.538	6.440	168.885	1.943	0.352	0.417	0.646

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- من خلال النتائج المحصل عليها يتبين أن نسبة 41.7% من التغيرات في السعر السوقي لسهم الاوراسي يرجع إلى الأرباح المحققة، ما يعني أن إرتفاع الأرباح المحققة بوحدة واحدة يؤدي بالسهم إلى الإرتفاع بـ 1.943 وحدة، ويقدر معامل الإرتباط بـ 64.6% والذي يعبر عن قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين، وهذا ما يثبتته كل من إختباري *t* و *F*، حيث تكون القيم المحسوبة أكبر من القيم الجدولية.

ت. العلاقة بين التوزيعات وسعر السهم السوقى:

الجدول(4-16): أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقى لـ *AUR*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	Adjusted <i>R Square</i>	R^2	<i>R</i>	
2.567	6.588	206.776	2.708	0.358	0.423	0.650	ت1_ الأرباح المحتجزة
2.348	5.514	87.119	6.469	0.311	0.380	0.616	ت2- توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

• من خلال النتائج المحصل عليها يمكن القول أن ما نسبته 42.3% من التغير في سعر السهم يرجع إلى الأرباح المحتجزة من قبل المؤسسة لكل سهم، حيث أن التغير بالإرتفاع في الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة يؤدي إلى إرتفاع أسعار أسهم الاوراسي بـ 2.708 وحدة ، في حين كان معامل الإرتباط عند قيمة 0.65، والذي يعبر عن قوة العلاقة بين المتغيرين، وقد أكد كل من إختباري *t* و *F* قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين حيث كانت القيم المحسوبة لهما أعلى من قيمها الجدولية.

• أما بالنسبة للأرباح الموزعة فإن ما نسبته 38% من التغيرات في أسعار الأسهم ترجع بالأساس إليها، وفق علاقة قوية تربط بينهما إذ كانت قيمة معامل الارتباط تمثل 0.616، وتم تأكيدها من خلال إختبارات *t* و *F*.

المطلب الثاني: المؤسسات الأجنبية

3- *LAFARGE* :

أ. العلاقة بين سياسة التوزيعات والأرباح المحققة:

الجدول(4-17): أثر نصيب السهم من الارباح المحققة في سياسة التوزيع المنتهجة لـ *LR*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	Adjusted <i>R Square</i>	R^2	<i>R</i>	
12.475	155.618	1.370-	0.786	0.939	0.945	0.972	أ1- الأرباح المحتجزة
3.336	11.468	1.370	0.214	0.511	0.560	0.749	أ2- توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

• تظهر النتائج المتعلقة بمؤسسة لافارج أن 94.5% من التغير في الأرباح المحتجزة راجع إلى الأرباح المحققة، وفق علاقة طردية وقوية حسب ما أسفر عنه معامل الإرتباط الذي بلغت قيمته 0.972، وتم التأكيد عليه بالإعتماد على كل من *t* و *F* المحسوبتين والتي كانت أكبر من قيمهما الجدولية.

- ونفس الشيء بالنسبة لعلاقة الأرباح المحققة لكل سهم ونصيب السهم من التوزيعات إذ كانت قيمة معامل التفسير تمثل 56%، والتي تعكس نسبة تفسير أثر الأرباح المحققة في تحديد سياسة التوزيعات المنتهجة، مع علاقة قوية تربط بين المتغيرين تصل قيمة معاملها إلى 0.749، وتثبت قوتها إختبارات t و F .

ب. **العلاقة بين الأرباح المحققة وسعر السهم:**

الجدول(4-18): أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقي لـ LR

t	F	α	β	Adjusted R Square	R^2	R
3.725	13.875	38.195	5.379	0.563	0.607	0.779

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات $SPSS 17$

- تعد 60.7% من التغيرات الحاصلة في سعر السهم السوقي لسهم لافارج إنما تعود أساسا إلى التغير في الأرباح المحققة، فالعلاقة الرابطة بين المتغيرين تكون قوية إذ تصل قيمة معامل الارتباط إلى 0.779، كما تكون قيمة كل من F و t المحسوبة أكبر من قيمها الجدولية وهو ما يوافق معامل الارتباط.

ت. **العلاقة بين التوزيعات وسعر السهم السوقي:**

الجدول(4-19): أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقي لـ LR

t	F	α	β	Adjusted R Square	R^2	R	
3.097	9.590	50.078	6.133	0.462	0.516	0.718	ت1- الأرباح المحتجزة
2.888	8.340	26.429	16.794	0.423	0.481	0.694	ت2- توزيعات الأرباح

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات $SPSS 17$

- أن نسبة 51.6% من التغير في أسعار الأسهم يرجع أساسا إلى التغير الحاصل على نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، وفق علاقة طردية وقوة ربط معقولة بين هذين المتغيرين والتي تصل قيمة معامل الارتباط فيها إلى 0.718، كما أن القوة التفسيرية للنموذج تصل إلى 46.2%، وقد أكد إختباري t و F على قوة العلاقة.
- كما أن نسبة 48.1% من التغير في أسعار هذه الأسهم إنما ترجع إلى التغير الحاصل في نصيب السهم من التوزيعات النقدية، كما تعتبر العلاقة الرابطة بين المتغيرين قوية ويمثل فيها قيمة معامل الارتباط 0.694، وتم التوصل إلى قيمة كل من t و F المحسوبة والتي كانت أكبر من القيم الجدولية لها.

4- مجموعة من المؤسسات الأمريكية:

أ. العلاقة بين سياسة التوزيعات والارباح المحققة:

الجدول(4-20): أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سياسة التوزيعات لـ *TXI*، *ALC*، *ADTN*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	Adjusted R Square	R^2	<i>R</i>		
18.022	324.789	-0.107	0.969	0.873	0.876	0.936	<i>TXI</i>	أ1- الأرباح المحتجزة
58.678	3443.04	-0.122	0.973	0.987	0.987	0.993	<i>ALC</i>	
12.344	152.367	-0.085	1.031	0.763	0.768	0.876	<i>ADTN</i>	
1.344	1.806	0.072	0.033	0.017	0.038	0.194	<i>TXI</i>	أ2- توزيعات الأرباح
1.624	2.639	0.122	0.027	0.034	0.054	0.233	<i>ALC</i>	
-0.374	0.140	0.085	-0.031	-0.019	0.003	0.055	<i>ADTN</i>	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- من النتائج المحصل عليها في المؤسسات الأمريكية يتضح أن التغير في نصيب السهم من الأرباح المحتجزة يعود أساسا إلى التغير في الأرباح المحققة لكل سهم، أي أن كل زيادة في الأرباح المحققة للسهم يؤدي إلى إرتفاع نصيب السهم من الأرباح المحتجزة، كما يظهر معامل الارتباط مدى قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين، وهذا ما يؤكد كلاً من إختباري *t* و *F* حيث كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية لهما.
- أما بالنسبة للعلاقة الرابطة بين التغير في نصيب السهم من التوزيعات والتغير في الأرباح المحققة، فلم تكن العلاقة الرابطة بين المتغيرين ذات دلالة إحصائية، وهذا ما أثبتته كل من إختباري *t* و *F* وأكد على ضعف العلاقة الرابطة بين هذين المتغيرين.

ب. العلاقة بين الأرباح المحققة وسعر السهم:

الجدول(4-21): أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقي لـ *TXI*، *ALC*، *ADTN*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	Adjusted R Square	R^2	<i>R</i>	
2.004	4.018	39.692	5.244	0.060	0.080	0.283	<i>TXI</i>
6.017	36.204	23.599	14.950	0.428	0.440	0.664	<i>ALC</i>
5.139	26.405	20.145	23.144	0.351	0.365	0.604	<i>ADTN</i>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- وقد تم إبراز من خلال معالجة العلاقة الرابطة بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والسعر السوقي للسهم على مستوى هذه المؤسسات إلى أهمية هذه العلاقة، وأن نسبة معتبرة من التغير في أسعار الأسهم يرجع أساسا إلى التغير في الأرباح المحققة لكل سهم، إذ أن إرتفاع نصيب السهم بوحدة واحدة من الربح المحقق يؤدي إلى إرتفاع سعر السهم في السوق بعدد من الوحدات، ويظهر كل من إختباري *t* و *F* قوة العلاقة الرابطة بين هذين المتغيرين.

ت. العلاقة بين التوزيعات وسعر السهم السوقي:

الجدول (4-22): أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقي لـ *TXI*، *ALC*، *ADTN*

<i>t</i>	<i>F</i>	α	β	Adjusted R Square	R^2	<i>R</i>		
2.180	4.752	40.249	5.469	0.074	0.094	0.306	<i>TXI</i>	ت ₁ - الأرباح المتجزئة
5.065	25.658	25.721	13.761	0.344	0.358	0.598	<i>ALC</i>	
4.465	19.936	23.127	17.909	0.287	0.302	0.550	<i>ADTN</i>	
0.193	0.037	41.921	3.100	-0.021	0.001	0.028	<i>TXI</i>	ت ₂ - توزيعات الأرباح
6.123	37.494	10.917	130.527	0.437	0.449	0.670	<i>ALC</i>	
-0.517	0.267	27.759	-5.133	-0.016	0.006	0.076	<i>ADTN</i>	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *SPSS 17*

- كما تظهر النتائج أن التغير في أسعار الأسهم راجع إلى التغير في نصيب السهم من الأرباح المتجزئة، إذ يرافق الإرتفاع في نصيب السهم من الأرباح المتجزئة ارتفاع في سعر السهم، كما أثبتت النتائج قوة العلاقة الرابطة بين المتغيرين من خلال إختباري كل من *t* و *F*.
- وعلى العكس من ذلك فإن التغير في نصيب السهم من التوزيعات لا يؤثر في أسعار الأسهم في كل من *TXI*، *ADTN*، والعلاقة بينها لا تحمل أي دلالة إحصائية وهذا ما توضحه نتائج إختبارات *t* و *F*، أما *ALC* فيلاحظ عكس ذلك وهذا من خلال العلاقة القوية التي تربط تأثير التوزيعات في سعر السهم السوقي، وهذا ما تؤكد إختبارات كل من *t* و *F*.

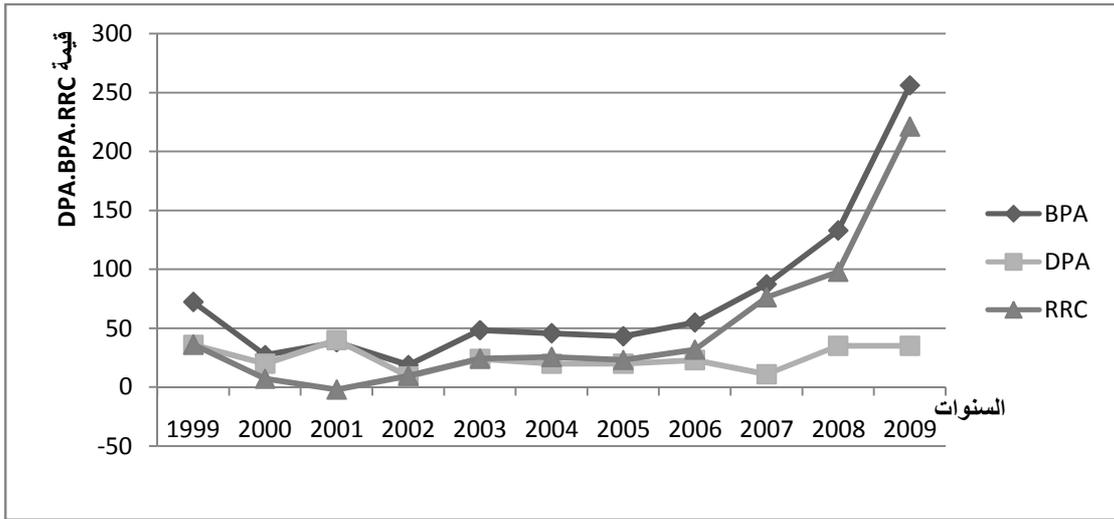
المطلب الثالث: تقييم نتائج الدراسة

من خلال التطرق في الجانب التطبيقي إلى مختلف العلاقات الرابطة بين العوامل المدروسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، كما تم ملاحظة مجموعة من التفاعلات بين هذه المتغيرات إثر معالجة بيانات المؤسسات المدروسة، فباستغلال الأشكال الموالية يمكن القول أنه:

- تميل سياسة توزيعات الأرباح لإتباع إتجاه الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، حيث يميل نصيب السهم من الأرباح المتجزئة والموزعة إلى الإرتفاع كلما حققت المؤسسة نتائج إيجابية، وعلى العكس من ذلك في حال تحقيقها للنتائج السلبية، وهذا تأكيد على ما تم التوصل إليه من خلال دراسة علاقة الإرتباط في العنصرين السابقين، كما نلاحظ كذلك أن التوزيعات المجرأة لكل سهم تكون أكثر سلاسة من الأرباح المحققة والمتجزئة للسهم، حيث لا يكون إنكساراً حاداً في ميلها.

فمن خلال الشكل الموالي يمكن ملاحظة ذلك:

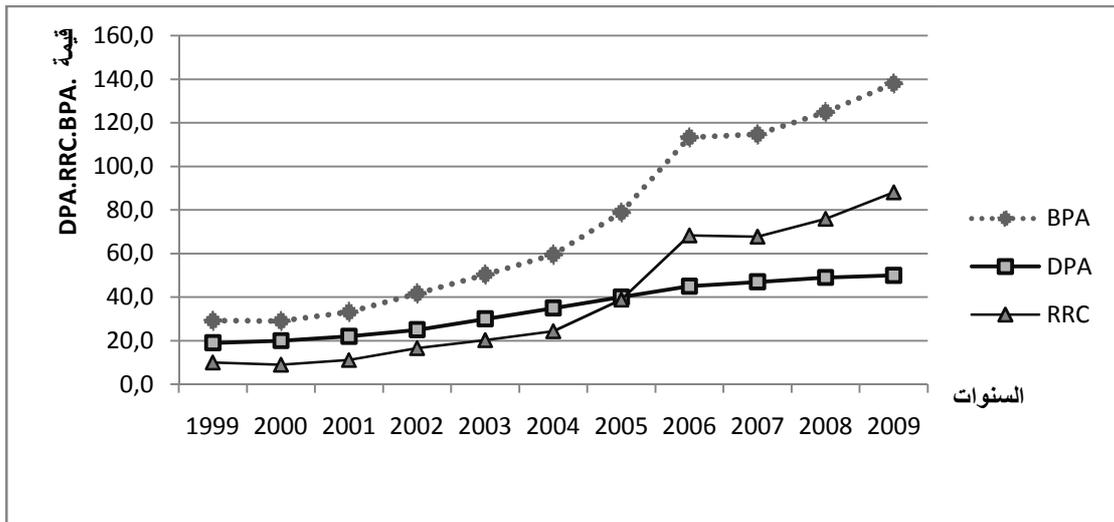
الشكل (4-1): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *SAI*



المصدر: من إعداد الباحث

تفاعل الأرباح المحتجزة والموزعة مع الأرباح المحققة من طرف المؤسسة، كما تميل المؤسسة إلى إحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة لإستغلالها في تمويل إستثماراتها، لكن الملاحظ كذلك التذبذب في توزيعات الأرباح لدى *SAI* على عكس المؤسسات الأخرى، وهو ما يظهر من خلال الشكل فيما تم التوصل سابقا إلى ضعف العلاقة بين التوزيعات والأرباح المحققة لدى هذه المؤسسة، وهذا قد يكون لميل المؤسسة لإحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة في ظل أهمية النتائج التي تحققها كل عام، على عكس كل من *AUR* و *LR* اللتان تكون فيهما سياسة التوزيعات سلسلة تتطور فيها التوزيعات بشكل أكثر ليونة (أنظر الملحق: 11 فيما يخص *LR*)، والشكل التالي يبين هذا:

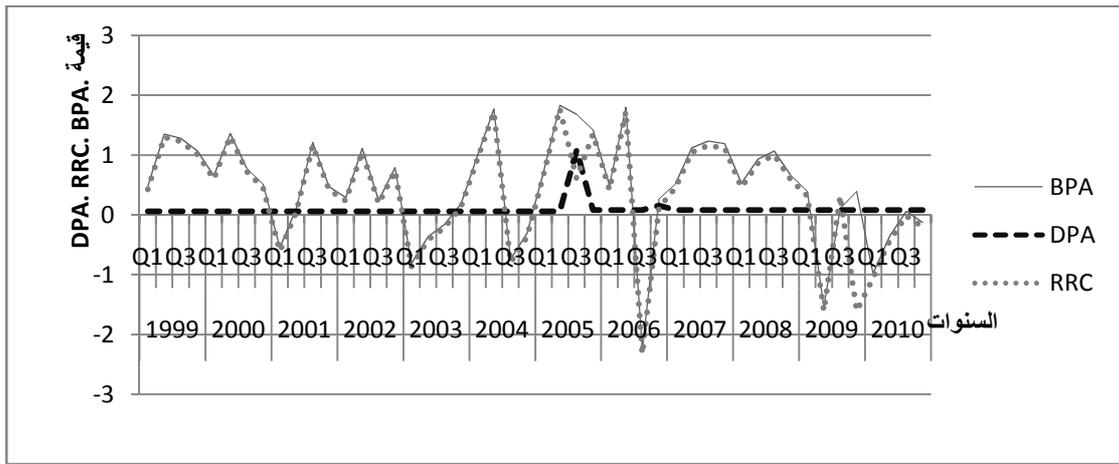
الشكل (4-2): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *AUR*



المصدر: من إعداد الباحث

وعلى العكس من ذلك تماما فإن المؤسسات الأمريكية تميل توزيعاتها إلى الإستقرار النسبي مهما كانت النتيجة المحققة وهذا في ظل إجراء توزيعات فصلية، وقد يكون الهدف الأساسي من ذلك هو تجنب الآثار السلبية من المحتوى الإعلامي الناتج عن التذبذب في التوزيعات، وإستغلال نظرية الإشارة في إحداث تفاعل إيجابي في قيمة أسهمها، فلا تعلن الزيادة في قيمة التوزيعات إلا إذا كانت على يقين بقدرتها على المحافظة على هذا المستوى الجديد لها، ويمكن مشاهدة ذلك في الشكل الموالي: (أنظر الملاحق 16،14)

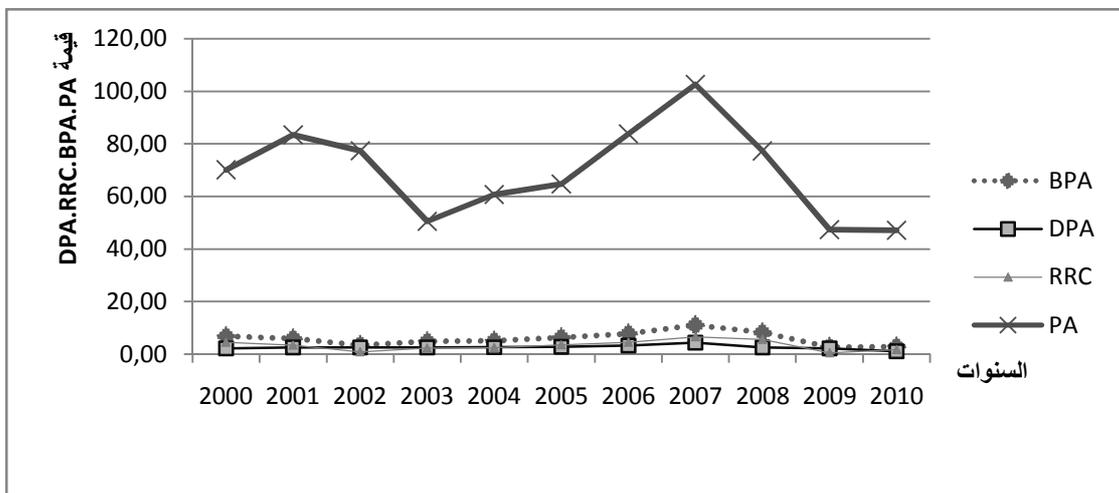
الشكل (4-3): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *TXI*



المصدر: من إعداد الباحث

كما تصاحب تطور النتيجة المحققة من قبل المؤسسة إرتفاع في قيمة سهمها، حيث تخلق النتائج الإيجابية المحققة لدى المستثمر نوعا من التفاؤل حول مستقبل المؤسسة، الأمر الذي سينعكس على قيمة أسهمها، والعكس من ذلك في حال الخسارة، والشكل الموالي يوضح ذلك:

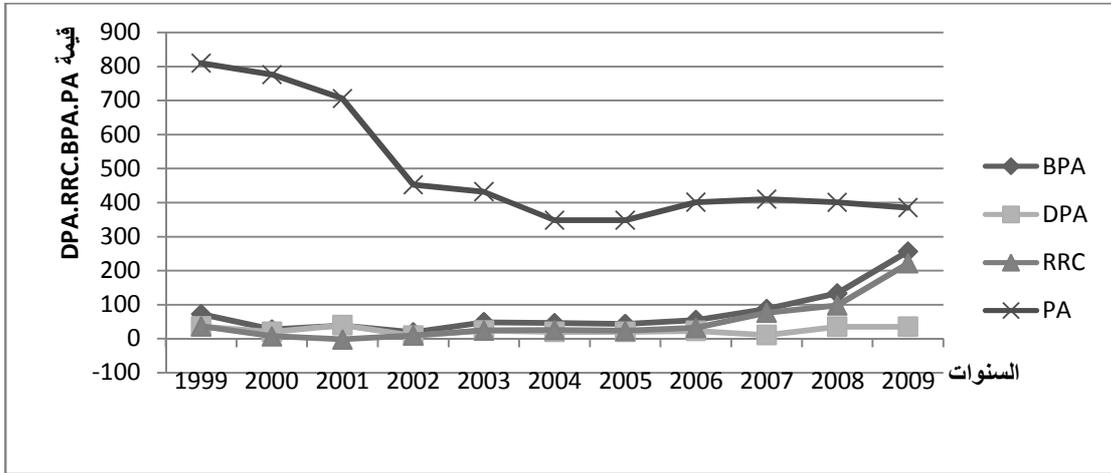
الشكل (4-4): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA.PA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *LR*



المصدر: من إعداد الباحث

إلا أن مؤسسة *SAI* كانت في نتائجها مغايرة تماما لكل المؤسسات الأخرى المدروسة حيث لم تؤثر النتائج الإيجابية المحققة على قيمة السهم، وكان الإتجاه معاكسا تماما وهو ما تم التوصل إليه سابقا بعدم وجود علاقة قوية تربط المتغيرين، الأمر الذي يبرزه الشكل الموالي: (أنظر الملاحق: 10،13،15)

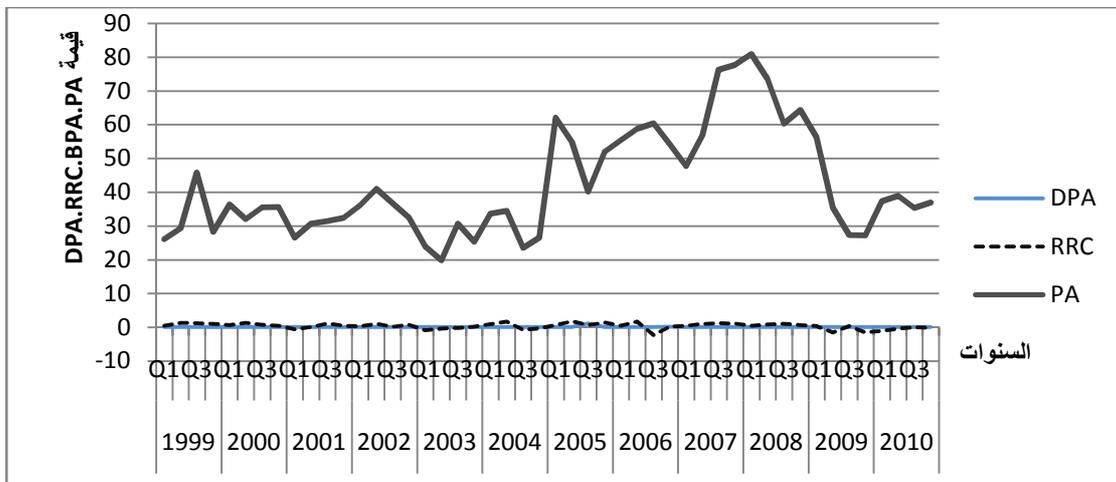
الشكل (4-5): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA.PA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *SAI*



المصدر: من إعداد الباحث

كما صاحب تفاعل بين التغير في سياسة التوزيعات وسعر السهم السوقي، حيث كان تأثير هذه الأخيرة على قيمة سهم المؤسسة بارزا في المؤسسات المدروسة، مما يؤكد مدى أهمية سياسة توزيعات الأرباح في تحديد قيمة أسهم المؤسسة، وقد كانت *SAI* في منأى عن هذا التأثير سواء من حيث التوزيعات أو الإحتجاز، إلا أن المؤسسات الأمريكية كانت عملية إحتجاز الأرباح فيها أكثر تفسيرا. وقد يكون السبب راجع إلى الدور الفعال للبورصة في تحديد سعر السهم من خلال النشر والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالمؤسسات، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (4-6): شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.PA* للسهم خلال مدة الدراسة لـ *TXI*



المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الفصل التطبيقي يمكن ملاحظة توافق النتائج المستخلصة من بيانات المؤسستين الجزائريتين مع المؤسسات الأجنبية المختارة، وهذا في ظل بورصة جزائرية تتميز بالحدثة مقارنة بالبورصات الأجنبية، وإقتصاد نامي إضافة إلى نقص الوعي الإستثماري لدى المستثمر الجزائري، فالتوزيعات في المؤسستين الجزائريتين كانت خلال الفترة المدروسة تتميز بالتذبذب بالنسبة لصيدال وعلى العكس من ذلك الأوراسي والتي كانت دائمة النمو من سنة لأخرى، أما بالنسبة للمؤسسات الأجنبية فإنها تسعى دائما للحفاظ على مستوى التوزيعات، وإجراء توزيعات إضافية في حال كانت النتائج تسمح بذلك، وذلك عندما تكون لديها ثقة بقدرتها على مواصلة التوزيع بهذه القيمة الجديدة من الأرباح مستقبلا، وهذا تفاديا للأثر السلبي للمحتوى الإعلامي لسياسة التوزيعات المنتهجة، ولتكون كإشارة مالية لمستثمريها تحمل في طياتها أخبارا إيجابية حول أداء المؤسسة تنعكس إيجابا على قيمة أسهمها.

والملاحظ كذلك حول إجراء التوزيعات أن المؤسسات الأمريكية على سبيل المثال تعلن عن التوزيعات وتجريها بشكل فصلي وخلال فترة زمنية قصيرة، مما يفعل وينعش التعامل في أسهمها ويرفع من قيمتها في حال عكست التوزيعات وحملت في طياتها معلومات مهمة حول مستقبل المؤسسة وأدائها، على عكس المؤسسات الجزائرية التي يتم فيها الإعلان عن التوزيعات لدى تحديد نتيجة الدورة، والذي يكون عموما مع نهاية شهر مارس من السنة $n+1$.

وتتمثل أهم النتائج المستخلصة من الجانب التطبيقي والتي تكون كإختبار للفرضيات المطروحة:

- توجد علاقة بين سياسة التوزيعات والأرباح المحققة خلال السنة الجارية، فالمؤسسة تلجأ إلى الإعلان عن مستوى معين من التوزيعات وبالتالي الباقي من الأرباح المحققة غير الموزعة تمثل الأرباح المحتجزة التي يرتفع نصيب السهم منها بإرتفاع الأرباح المحققة وقلة التوزيعات والعكس؛
- تؤثر الأرباح المحققة بشكل كبير على القيمة السوقية للسهم، إذ يعتبر الربح الهدف الأهم في نظر المستثمر؛ لذا يلجأ إلى إستثمار أمواله في المؤسسة ذات النتائج الإيجابية، وينتج عن ذلك زيادة الطلب على أسهم المؤسسة مما يؤدي إلى إرتفاع سعرها السوقي؛
- تؤدي سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة إلى التأثير على قيمة السهم؛ فالإعلان عن التوزيعات يجذب المستثمرين الراغبين في الحصول على أرباح عاجلة، كما تؤدي عملية إحتجاز الأرباح إلى تحقيق نمو في قيمة أسهمها مستقبلا إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية.

خلاصة الفصل الرابع:

تعد هذه الدراسة التطبيقية بمثابة الفاصل لما تم التوصل إليه في الجانب النظري، حيث أظهرت أهمية سياسة التوزيعات بالنسبة للمؤسسة والتي تنعكس من خلال قيمة أسهمها، وهذا في ظل الأهمية التي تكتسبها الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، وذلك لما كانت تعكسه من العلاقة بينها وبين سعر السهم.

كما أن الأرباح المحققة قد تلعب دورا فاعلا في تحديد سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسة، وهذا من خلال الإحتجاز أو توزيع الأرباح على المستثمرين، والملاحظ أن صيدال الوحيدة التي لم تكن تماثل في نتائجها باقي المؤسسات، والذي قد يرجع إلى حداثة حوصصة المؤسسة وتداول أسهمها على مستوى البورصة.

كما كانت العلاقة الرابطة بين سياسة التوزيعات والسعر السوقي للسهم قوية في مجملها، وهذا رغم إختلاف الميول إلى التوزيع والإحتجاز وأثر كل منها على قيمة السهم، ولعل العامل الأساسي في إختلاف هذه الميول يتمثل في البيئة المحيطة بالمؤسسة وكيفية تعاملها مع الأمر في الظروف التي تتميز بالمنافسة الشديدة بين المؤسسات، وهذا ما لوحظ من خلال مجموعة المؤسسات المدروسة، حيث كانت في الجزائر والمؤسسة الفرنسية تتبع التوزيعات إلى حد كبير الأرباح المحققة، في حين كانت تميل إلى الإستقرار في المؤسسات الأمريكية.

الخاتمة العامة

بهذا العرض نكون قد وقفنا على مختلف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك من خلال التعرف على أهم أسسه ومحدداته وكذا مدى تأثيره في قيمة المؤسسة وذلك بالتركيز على المصادر الطويلة الأجل منها، ولقد تم إستعراض مختلف وجهات النظر التقليدية منها والحديثة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة مع التطرق لأهم النتائج التي تم إستخلاصها من قبل هذه التوجهات، ورغم الإختلاف القائم حول وجود هيكل مالي مثالي إلا أنه يمكن للمؤسسة إعتداد جملة من الأسس والمحددات التي تمكن المؤسسة من الوصول إلى الهيكل المالي الذي يخفض تكلفة التمويل لديها إلى أدنى حد ممكن مما يعظم من قيمتها، والذي بدوره يختلف من مؤسسة لأخرى.

ومن خلال ما سبق يتضح أيضا أن سياسة توزيعات الأرباح تعتبر عاملا مهما بالنسبة للمؤسسة، وهذا لكونها تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة للجوء إلى أطراف خارجية، فبذلك تحقق المؤسسة إستقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل، كما تحقق نمو في قيمتها عن طريق إستعمال هذا المصدر التمويلي الذاتي، وتعتبر كذلك سياسة توزيعات الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، فبالإعتداد عليها يكون العمل منصبا على إبراز المؤسسة في أحسن حالاتها والذي تعكسه قيمة أسهمها، لذا فالمؤسسة تسعى جاهدة للإستفادة قدر المستطاع من المزايا الناتجة عن سياسة التوزيعات وهذا بإرضاء مالكيها وتحقيق التمويل الكافي لإستثماراتها.

فالتوزيعات إنما تعتبر وسيلة مهمة في متناول المؤسسة من أجل التحكم في قيمة أسهمها، وهذا إذا ما تمكنت من تحديد معالم سياسة التوزيعات المثلى لها، مما يفرض على المؤسسة العمل على إيجاد وإنتهاج سياسة توزيعات تحقق عوائد مستقرة للمستثمرين إضافة إلى تمويل عن طريق الأرباح المحتجزة لإستثماراتها، ما يدفع بها إلى تحقيق إستقرار نسبي في أسعار أسهمها، الأمر الذي سينعكس بطريقة إيجابية على قيمة هذه الأسهم في الأجل الطويل.

ويجب التنويه هنا إلى أن البورصة تلعب الدور البالغ الأهمية في تمكين المؤسسة من تحقيق التوازن بين رغبات مستثمريها وإحتياجاتها التمويلية، وهذا من خلال خلق السهولة في تحويل ملكية الأسهم وتحقيق السيولة اللازمة لاحتياجها، كما تعد الأساس في إتمام المؤسسة لعملية إعادة شراء أسهمها بإعتبارها شكلا مهما في سياسة توزيعات الأرباح. وأهم النتائج والتوصيات التي يمكن الخروج بها من هذا العرض ما يلي:

أولاً: النتائج

إن المحاور الأربعة التي تضمنتها هذه الدراسة شكلت الإجابة على الإشكالية الرئيسية وتساؤلاتها الفرعية، وقد خلصنا من خلال ذلك إلى النتائج التالية على ضوء إستعراض وتحليل الجوانب المتعلقة بهذا الموضوع والفرضيات التي إنطلقنا منها :

- الهيكل المالي هو عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل حاجاتها الإستثمارية، ومهما تنوعت فيمكن تقسيمها إلى قسمين أساسيين: التمويل عن طريق أموال الملكية والتي تتمثل في كل من الأسهم العادية؛ الممتازة والأرباح المحتجزة والتمويل عن طريق الإستدانة، والمتمثلة أساساً في القروض المباشرة والسندات، وتعد تكلفة التمويل العنصر المهم في المفاضلة بين هذه المصادر؛
- تقوم المؤسسة ببناء الهيكل المالي الأمثل بالنسبة لها بحيث تكون عنده تكلفة التمويل عند أدنى مستوياتها الأمر الذي يعود بالأثر الإيجابي على قيمتها ويمكنها من تحقيق أعلى قيمة لها، وهذا في ظل الأخذ بعين الإعتبار لمختلف العوامل المؤثرة فيه، فقد تولد المصادر التمويلية الرخيصة مستويات عالية من الخطر على العكس من ذلك مصادر التمويل المكلفة، مما يفرض على المؤسسة ضرورة العمل على الموازنة بين العائد والمخاطر؛
- تتمثل سياسة توزيعات الأرباح في تقرير النسب الواجب دفعها إلى المستثمرين على شكل أرباح موزعة، وكذا نسبة الأرباح الواجب إحتجازها في المؤسسة على شكل أرباح محتجزة بغية إستغلالها وإعادة إستثمارها في تمويل مشاريعها المستقبلية ومختلف عمليات النمو المسطرة من قبلها، كما تحدد هذه السياسة كذلك شكل التوزيعات المقرر إجراؤها إما على شكل نقدي أو تجزئة الأسهم.... الخ؛
- تعمل المؤسسة على ضمان إستقرار توزيعاتها وهذا من خلال ضمان الإستقرار في تحقيق الأرباح، هذه الأخيرة التي تعد المحرك الأساسي لكافة الأطراف في المؤسسة؛ وتكون الأرباح المحققة من العوامل المتحركة في قيمة المؤسسة، إذ أن المستثمرين غالباً ما يميلون إلى دفع أسعار مرتفعة على أسهم المؤسسات التي تحقق أعلى الأرباح؛
- تلعب سياسة توزيعات الأرباح دوراً هاماً في تحديد قيمة السهم فالتوزيعات تعكس الأداء الحسن للمؤسسة، فحينما تقرر المؤسسة التوزيعات عموماً تكون قادرة على تغطية مبلغ هذه التوزيعات ولا تعاني من صعوبات مالية تحول دون قيامها بذلك، وتعمل على النمو والتطور من خلال إستغلال الأرباح المحتجزة في تمويل إستثماراتها.

ثانيا: الاقتراحات

بناء على ما تقدم يمكن أن نخلص إلى جملة من الإقتراحات يمكن إنجازها فيما يلي:

— يتعين على المؤسسات الجزائرية الإطلاع أكثر والعمل على إستغلال مختلف الجوانب المتعلقة بالهيكل المالي، وهذا من أجل تحسين أدائها على مختلف الأصعدة، والإعتماد أكثر على التنوع في الطرق التمويلية، خاصة في ظل المنافسة الشديدة؛

— ضرورة وجود سوق مالي كفاء يتيح للمؤسسات فرصا أكثر للحصول على مصادر التمويل المناسبة، وذلك بتفعيل دور البورصة الجزائرية خاصة فيما يخص عدد المؤسسات المدرجة ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، وهذا من خلال تشجيع المؤسسات على إستخدام وإستحداث الأدوات المالية الملائمة لها والتي يتم تداولها في البورصة من أجل تمويل إستثماراتها، كما تسمح السوق المالية الكفؤة كذلك بتسهيل عملية تقييم المؤسسات من خلال ظهور الإنعكاسات على قيم أوراقها المالية نتيجة التغير في المؤشرات الأساسية للمؤسسة؛

— ضرورة الإفصاح عن مختلف المعلومات المتعلقة بالمؤسسة لكافة المستثمرين عبر القنوات المخصصة لذلك، وهذا من أجل ضمان الشفافية والتقييم الجيد للمؤسسة، وتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسات وهذا من خلال بناء نظام معلومات فعال ومتاح يضمن الشفافية في التعامل؛

— إستغلال سياسة توزيعات الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دونما إعتبارها إجراء روتيني يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح، وهذا بدراسة كل المصادر التمويلية إضافة إلى الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وتكوين هيكل مالي أمثل يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة، وإستغلالها كإشارات مالية ترسلها المؤسسة إلى المستثمرين تعكس الأداء الجيد للمؤسسة؛

— قيام المؤسسات بدراسات وأبحاث فيما يتعلق بالمؤثرات على القيمة السوقية لأسهمها، وخاصة فيما تعلق بسياسة توزيعات الأرباح وهذا للوصول إلى سياسة توزيعات مثلى تمكنها من تعظيم قيمة أسهمها.

وفي الأخير قد تم بعون الله إتمام هذا العمل المتواضع، الذي نرجو أن نكون قد وفقنا في إنجازها، ووصلنا إلى ما كنا نصبو إليه، والله الموفق.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

1 المراجع باللغة العربية:

أ) الكتب:

1. الطاهر لطرش - تقنيات البنوك - ديوان المطبوعات الجامعية: بن عكنون الجزائر - ط3 - 2004.
2. دريد كامل آل شبيب - مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة - دار الميسرة: الأردن - ط1 - 2007.
3. سمير محمد عبد العزيز - التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية - الإشعاع: مصر - 1997.
4. سمير محمد عبد العزيز - إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي مدخل في التحليل واتخاذ القرارات - الإشعاع: مصر - 1997.
5. سمير محمد عبد العزيز - التمويل التاجيري - الإشعاع للنشر: مصر - 2000.
6. طارق عبد العال حماد - التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة - الدار الجامعية: الإسكندرية - 2008.
7. عاطف جابر طه عبد الرحيم - أساسيات التمويل والإدارة المالية - الدار الجامعية: مصر - 2008.
8. عاطف وليم أندراوس - التمويل والإدارة المالية للمؤسسات - دار الفكر الجامعي: الإسكندرية - دون سنة نشر.
9. عبد الرزاق بن حبيب - إقتصاد وتسيير المؤسسة - ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر - 2000.
10. عبد الستار مصطفى الصباح ومسعود جايد مشكور العامري - الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية - دار وائل للنشر: الأردن - ط1 - 2003.
11. عبد العزيز النجار - أساسيات الإدارة المالية - المكتب العربي الحديث: الإسكندرية - 2007.
12. عبد العزيز شرابي - تقنيات التنبؤ - مطبوعات جامعة منتوري: قسنطينة - 2001.
13. عبد الغفار حنفي - أساسيات التمويل والإدارة المالية - دار الجامعة الجديدة: الإسكندرية - 2002.
14. عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص - مدخل معاصر في الإدارة المالية - الدار الجامعية: الإسكندرية - 2002.
15. عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي - الإدارة المالية المتقدمة - الأردن: اليازوري - 2009.
16. عمر صخري - إقتصاد المؤسسة - ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر - 1993.
17. علي سعيد عبد الوهاب مكي - تمويل المشروعات في ظل الإسلام دراسة مقارنة - دار الفكر العربي - 1979.
18. ماهر كينج شكري ومروان عوض - المالية الدولية - دار الحامد للنشر والتوزيع. عمان: الأردن - ط1 - 2004.
19. محمد صالح الحناوي - تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية - الدار الجامعية: الإسكندرية - 1998.

20. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى - الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال - الدار الجامعية: مصر - 2005.
21. محمد صالح الحناوي؛ نهال فريد مصطفى وجمال العبد - الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة - الدار الجامعية: مصر - 2003.
22. محمد علي إبراهيم العامري - الإدارة المالية المتقدمة - إثراء: الأردن - ط1 - 2010.
23. محمد يونس خان وهشام صالح غرايبه - الإدارة المالية - مركز الكتب الأردني - 1995 .
24. مفلح محمد عقل - مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي - المجتمع العربي للنشر: الأردن - ط1 - 2006 .
25. منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات - منشأة المعارف: الإسكندرية - 2003.
26. منير إبراهيم هندي - الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر - المكتب العربي الحديث: الإسكندرية - ط6 - 2006.
27. منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل - المعارف: الإسكندرية - 1998.
28. مؤيد سعيد السالم - نظرية المنظمة الهيكل والتصميم - دار وائل للنشر: الأردن - ط2 - 2005.
29. ناصر دادي عدون - اقتصاد المؤسسة - ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر - 1998.
30. نور الدين خبابة - الإدارة المالية - دار النهضة العربية - ط 1 - 1997 .

ب- الدوريات والتقارير

31. أحمد بوراس - مصادر التمويل وقيمة المنشأة، دراسة لأثر ساسة توزيع أرباح الأسهم - رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية - جامعة منتوري قسنطينة - 2001.
32. أميرة طلبة - أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة بعض الشركات المدرجة في البورصة - رسالة ماجستير علوم التسيير جامعة منتوري قسنطينة - 2009.
33. عبد السلام حطاطاش - محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة مدخل مقارنة دراسة تشخيصية للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية - مذكرة ماجستير جامعة سطيف - 2007.
34. رشيد بوكساني - معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها - رسالة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر - 2005.
35. نبيل حركاتي - تحليل هيكل رأس المال والجدوى من الافتراض في المؤسسة الإنتاجية - دراسة واقع مؤسسة مدرجة في بورصة القيم الرياض سطيف - رسالة ماجستير علوم اقتصادية - جامعة منتوري قسنطينة - 2004.
36. تقرير لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها السنوي 2010.

ج - المقالات

37. أحمد بوراس - دروس في مقياس الأسواق المالية- قانون الأعمال: الإرسال الأول- 2006/2005.
38. حمدي زعرب؛ صباح شراب- أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية " دراسة تطبيقية " - مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية) المجلد الخامس عشر، العدد الثاني، ص - 557 ص 579 ، يونيو 2007 .
39. دادن عبد الوهاب- تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية- مجلة الباحث - عدد 2006/04- ص ص:107-114.
40. دادن عبد الوهاب وآخرون- مداخلة بعنوان: دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي- سطياف 25-28 ماي 2003.
41. عثمان حسن عثمان- مداخلة بعنوان: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية- سطياف 25-28 ماي 2003.

2 المراجع باللغات الأجنبية:

أ- الكتب

42. Andre FARBER et autres - **Finance**-Pearson Education - 2^{eme} Edition - 2008.
43. Aswath DAMODARAN- **Finance D'entreprise : théorie et pratique**- de boeck Bruxelles- 2^{eme} Edition - 2006.
44. Christopher AGAR - **Capital Investment & Financing : A Practical Guide to Financial Evaluation .**
45. Davide E.VANCE- **Financial Analysis & Decision Making : tools and techniques to solve financial problems and make effective business decisions - McGraw-Hill- 2003.**
46. Frank J.FABOZZI - **The Handbook Of Financial Instruments** - John Wiley & Sons ,Inc . New Jersey - 2002.
47. Frank J.FABOZZI & pamela P.PETERSON - **Financial Management & Analysis** - john wiley & sons,Inc - 2nd Edition- 2003.
48. Gerard CHARREAUX - **Finance D'entreprise** - Edition Management Société - 1997.
49. H.Kent BAKER- **Dividend and Dividend Policy** - John Wiley & sons , Inc - New Jersey - 2009.
50. Jacque TEULIE & Patrick TOPSACALIAN - **Finance** -Vuibert . Paris - 3^{eme} Edition -2000 .

51. Jean BARREAU & jaqueline DELAHAYE – **DECFC Manuel & Application Gestion Financiere** – 10^{eme} Edition- Dunod .Paris -2001.
52. Juliette PILVERDIER - LATREYTE- **Finance D'entreprise** - 7^{eme} Edition- economica - Paris .
53. Justin PETTIT – **Stratégie Corporate Finance : applications in valuation and capital structure** - John Wiley & Sons,Inc- New Jersey – 2007.
54. Jean Albert COLLOMB - **Finance D'entreprise** - ED ESKA Paris- 1999 .
55. Louis C.GAPENSKI - **An Introduction To Accounting Financial Management** - 3rd Edition- Aupha hap - 2005.
56. Michel ALBOUY - **Décisions Financières et Création De Valeur** - Economica - Paris - 2000.
57. Michael C.EHRHARDT & Eugene F.BRIGHAM- **Corporate Finance : A Focused Appraoch**- 2nd Editoin.
58. Mondher BELLALAH- **Finance Moderne D'entreprise** – Economica. Paris - 2^{eme} Edition - 2003.
59. MYERS.S et autres - **Principe de Gestion Financière**- Pearson – 8th Edition.
60. Nathalie MOURGUES- **Financement et Cout du Capital de L'entreprise** - Edition Economica . Paris - 1993.
61. Norbert GUEDJ – **Finance D'entreprise : les règles du jeu**- Edition d'Organization - Paris - 2^{eme} Edition – 2001.
62. Pascal QUIRY et Yann LE FUR- **Finance D'entreprise**- Daloz.Paris - 2010.
63. Pierre VERNEMMEN - **Finance D'entreprise** - Edition Dalloz - Paris- 5^{eme} Edition -2002.
64. Richared A.BREALEY and others- **Fundamantals Corporate Finance** - 3rd Edition- McGraw-Hill-2001.
65. Richard BREALEY et Stewart MYERS - **Principles of Corporate Finance** – Edition Mc Graw-Hill Companies- 7th Edition - 2003.
66. Stephen A.ROSS and others- **Corporate Finance**- Mc Graw-Hill Irwin Edition - 6th Edition - 2002.

ب – المقالات

67. Franco Modigliani; Merton H. Miller- **The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment**- The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. (Jun., 1958), pp. 261-297.
68. Franco Modigliani and Merton H. Miller- **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction** -The American Economic Review, Vol. 53, No. 3 (Jun., 1963), pp. 433-443.

69. Frank H. Easterbrook - **Two Agency-Cost Explanations of Dividends** - *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4 (Sep., 1984), pp. 650-659.
70. Kai Li and Xinlei Zhao - **Asymmetric Information and Dividend Policy** - *Financial Management • Winter 2008* - pages 673 – 694.
71. Michael J. Barclay ; Eugene Kandel & Leslie M. Marx - **The Effects of Transaction Costs on Stock Prices and Trading Volume** - *JOURNAL OF FINANCIAL INTERMEDIATION* 7, (1998) ; PP :130–150.
72. Merton H. Miller; Franco Modigliani - **Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares** - *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4. (Oct., 1961), pp. 411-433.
73. Michael J. Brennan; Anjan V. Thakor - **Shareholder Preferences and Dividend Policy**- *The Journal of Finance*, Vol. 45, No. 4. (Sep., 1990), pp. 993-1018.
74. Lee S. Redding - **Firm Size and Dividend Payouts** - *Journal of Financial Intermediation* 6,(1997),PP : 224–248 - Article n°. JF970221.
75. M. J. Gordon - **Dividends, Earnings, and Stock Prices** - *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), pp. 99-105.
76. Sudipto Bhattacharya-Imperfect Information, **Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy** -*The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1. (Spring, 1979), pp. 259-270.
77. Malcolm BAKER & Jeffrey WURLER - **A Catering Theory of Dividends** - *The Journal of Finance* – Vol . LIX, NO. 3 - JUNE 2004.
78. MYERS. C .S ; MAJLUF.N.S - **Corporate Financing and Investement When Firm’s Have Informations That Investors do Not Have**- *Journal of Financial Economics*- Vol 13- 1984- PP :187-221.
79. Paul Asquith and David W. Mullins, Jr- **Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues**- *Financial Management*, Vol. 15, No. 3 (Autumn, 1986), pp. 27-44.
80. Stephen A. ROSS - **The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach** - *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, No. 1. (Spring, 1977), pp. 23-40.
81. Stephen A.ROSS- **The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem** - *American Economic Association*, Vol. 63, No. 2 (May., 1973), pp. 134-139.
82. Milton Harris ; Artur Raviv- **The theory of capital structure**-*The Journal of Finance* , Vol 46, No 1,(Mars1991) pp :297-355.

83. Edward ALTMAN- **Financial Ratios, Discriminate Analysis and the prediction of corporate Bankruptcy**- *Journal of Finance* - Vol.23 , N°4 (sept1968),pp 589-609.
84. MYERS ,C. STEWART – **The Capital Structure Puzzle** - *Journal of Finance* – Vol .39,N°3(1984) .
85. Gay B. Hatfield, Louis T.W. Cheng, and Wallace N. Davidson, **The Determination of Optimal Capital Structure: The Effect of Firm and Industry Debt Ratios on Market Value** - *Journal Of Financial And Strategic Decisions* - Vol 7,N 3, Fall 1994.
86. Michael C. Jensen ; William H. Meckling- **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**- *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
87. Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Myers - **Testing static trade off against pecking order models of capital structure**- *Journal of Financial Economics* - 51 (1999) 219-244.
88. Éric MOLAY -**La structure financière du capital :tests empiriques sur le marché français**- *Finance Contrôle Stratégie* – Vol 8, n° 4, (déc 2005),pp. 153 – 175.
89. Oliver E.WILLIAMSON -**Corporate Finance and Corporate Governance**- *The journal of finance* - vol 43 ,N° 3, (jul.1988) . pp :567-591
90. Cautam GOWAMI ,Thomas NOE,and Michel REBELLO- **Debt Financing Under Asymmetric Information**- *The journal of finance* - vol 50, N° 2 , (june.1995).pp :633-659
91. Merton H. Miller- **Debt and Taxes**- *The Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, (May, 1977), pp. 261-275.
92. Sheridan Titman; Roberto Wessels- **The Determinants of Capital Structure Choice -The Journal of Finance**, Vol. 43, No. 1. (Mar., 1988), pp. 1-19.
93. DeAngelo, H., and R.W. Masulis- **Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation**- *Journal of Financial Economics* 8, (Mars 1980), pp. 3-29.

3 مواقع الانترنت:

94. <http://www.alcoa.com>.
95. <http://www.txi.com>
96. <http://www.adtran.com>
97. <http://www.lafarge.com>
98. <http://www.cosob.org>
99. <http://www.saidalgroupe.dz>
100. <http://www.sgbv.dz>
101. <http://www.el-aurassi.com>

قائمة الأشكال والجدول

1- قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
28	تكلفة الدين وفق الحالات المختلفة	1-1
29	تكلفة الدين المسترد في ظل الحالات المختلفة لقيمه .	2-1
85	مثال يوضح فكرة المراجعة	1-2
125	سياسة التوزيعات وقيمة السهم وفق نموذج والتر	1-3
136	أثر النظام الضريبي على سياسة التوزيعات	2-3
137	أثر سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم	3-3
163	المراحل الزمنية لحصة التداول في قسم القيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر	1-4
164	المراحل الزمنية لحصة التداول في قسم سندات الخزينة العمومية على مستوى بورصة الجزائر	2-4
168	أهم البيانات المعتمد عليها في الدراسة	3-4
169	البيانات المالية لمجمع صيدال	4-4
169	البيانات المالية لفندق الاوراسي	5-4
170	البيانات المالية لـ <i>ALC</i>	6-4
170	البيانات المالية لـ <i>TXI</i>	7-4
171	البيانات المالية لـ <i>ADTN</i>	8-4
171	البيانات المالية لـ <i>LF</i>	9-4
172	متغيرات الدراسة	10-4
174	أثر نصيب السهم من الارباح المحققة في سياسة التوزيع المنتهجة لـ <i>SAI</i>	11-4
175	أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقى لـ <i>SAI</i>	12-4
175	أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقى لـ <i>SAI</i>	13-4
176	أثر نصيب السهم من الارباح المحققة في سياسة التوزيع المنتهجة لـ <i>AUR</i>	14-4
176	أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقى لـ <i>AUR</i>	15-4
177	أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقى لـ <i>AUR</i>	16-4
177	أثر نصيب السهم من الارباح المحققة في سياسة التوزيع المنتهجة لـ <i>LR</i>	17-4
178	أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقى لـ <i>LR</i>	18-4
178	أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقى لـ <i>LR</i>	19-4
179	أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سياسة التوزيعات لـ <i>TXI, ADTN, ALC</i>	20-4

179	أثر نصيب السهم من الربح المحقق على سعره السوقي لـ <i>TXI, ADTN, ALC</i>	21-4
180	أثر سياسة التوزيعات على سعر السهم السوقي لـ <i>TXI, ADTN, ALC</i>	22-4

-2 قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
39	التكلفة الحدية عند مختلف مستويات رأس المال	1-1
40	مستويات الاستثمار والتكلفة الحدية	2-1
48	العلاقة بين الربح التشغيلي (<i>EBIT</i>) و حصة السهم من الربح (<i>EPS</i>) في ظل معدلات رفع مختلفة	3-1
49	تحديد نقطة التعادل	4-1
50	نقطة التعادل	5-1
52	ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات	6-1
53	العلاقة بين العائد، المخاطر والرفع المالي	7-1
79	الهيكل المالي الأمثل وفق المدخل التقليدي	1-2
80	النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة	2-2
81	العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكل المالي وفق مدخل صافي الربح	3-2
82	الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وفق مدخل صافي ربح العمليات	4-2
86	العائد المتوقع من الأسهم، تكلفة رأس المال في ظل غياب الضرائب	5-2
87	الفرضية الثانية لـ (<i>M&M</i>) في غياب الضرائب	6-2
88	تكلفة رأس المال في ظل وجود الضرائب	7-2
91	أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة بوجود ضرائب على دخل المؤسسة والدخل الشخصي	8-2
92	نموذجين من الـ <i>PIE</i> للهيكل المالي	9-2
93	نموذجين من الـ <i>PIE</i> للهيكل المالي للمؤسسة في وجود ضرائب	10-2

97	الهيكل المالي الأمثل وتكاليف الوكالة	11-2
99	تأثير كل من الضرائب وتكلفة الإفلاس	12-2
100	نظرية التبادل	13-2
112	السلم الزمني لدفع التوزيعات	1-3
129	تساوي القيمة المحولة للمساهمين الجدد وتوزيعات الأرباح	2-3
135	معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية	3-3
146	تحليل دورة حياة المؤسسة وسياسة التوزيعات	4-3
143	تحليل سياسة التوزيعات	5-3
181	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.BPA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>SAI</i>	1-4
181	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.BPA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>AUR</i>	2-4
182	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.BPA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>TXI</i>	3-4
182	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.BPA.PA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>LR</i>	4-4
183	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.BPA.PA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>SAI</i>	5-4
183	شكل يوضح تطور كل من <i>DPA.RRC.PA</i> للسهم خلال مدة الدراسة لـ <i>TXI</i>	6-4

الملاحق

ملحق 1: البيانات الفصلية الخاصة بـ *Txi*

	<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>X</i>
1999	Q1	0,48	0,0563	0,4237	26,03
	Q2	1,35	0,0563	1,2937	29,31
	Q3	1,28	0,0563	1,2237	45,87
	Q4	1,07	0,0563	1,0137	28,21
2000	Q1	0,65	0,0563	0,5937	36,41
	Q2	1,36	0,0563	1,3037	32,03
	Q3	0,78	0,0563	0,7237	35,56
	Q4	0,51	0,0563	0,4537	35,62
2001	Q1	-0,55	0,0563	-0,6063	26,53
	Q2	0,11	0,0563	0,0537	30,69
	Q3	1,21	0,0563	1,1537	31,5
	Q4	0,47	0,0563	0,4137	32,44
2002	Q1	0,29	0,0563	0,2337	36,07
	Q2	1,11	0,0563	1,0537	41,02
	Q3	0,24	0,0563	0,1837	36,79
	Q4	0,79	0,0563	0,7337	32,5
2003	Q1	-0,81	0,0563	-0,8663	23,87
	Q2	-0,36	0,0563	-0,4163	19,82
	Q3	-0,16	0,0563	-0,2163	30,72
	Q4	0,19	0,0563	0,1337	25,29
2004	Q1	0,99	0,0563	0,9337	33,65
	Q2	1,77	0,0563	1,7137	34,51
	Q3	-0,74	0,0563	-0,7963	23,53
	Q4	-0,31	0,0563	-0,3663	26,55
2005	Q1	0,71	0,0563	0,6537	62,11
	Q2	1,83	0,0563	1,7737	55,05
	Q3	1,68	1,075	0,605	40,2
	Q4	1,42	0,075	1,345	51,94
2006	Q1	0,49	0,075	0,415	55,42
	Q2	1,8	0,075	1,725	58,78
	Q3	-2,25	0,075	-2,325	60,38
	Q4	0,27	0,15	0,12	54,21
2007	Q1	0,52	0,075	0,445	47,75
	Q2	1,12	0,075	1,045	56,94
	Q3	1,23	0,075	1,155	76,32
	Q4	1,19	0,075	1,115	77,76
2008	Q1	0,53	0,075	0,455	80,93
	Q2	0,93	0,075	0,855	73,52
	Q3	1,07	0,075	0,995	60,28
	Q4	0,66	0,075	0,585	64,33
2009	Q1	0,39	0,075	0,315	56,36
	Q2	-1,53	0,075	-1,605	35,47
	Q3	0,11	0,075	0,315	27,25
	Q4	0,39	0,075	-1,605	27,17
2010	Q1	-0,98	0,075	-1,055	37,29
	Q2	-0,35	0,075	-0,425	38,94
	Q3	0,06	0,075	-0,015	35,38
	Q4	-0,13	0,075	-0,205	36,91

ملحق 2: البيانات الفصلية الخاصة بـ *ADTN*

	<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>X</i>
1999	Q1	0,24	0	0,24	20,62
	Q2	0,28	0	0,28	26,43
	Q3	0,37	0	0,37	38,03
	Q4	0,44	0	0,44	44,43
2000	Q1	0,44	0	0,44	64,78
	Q2	0,48	0	0,48	58,69
	Q3	1,99	0	1,99	58,62
	Q4	0,22	0	0,22	32,29
2001	Q1	0,1	0	0,1	24,69
	Q2	0,12	0	0,12	24,32
	Q3	0,13	0	0,13	21,87
	Q4	0,1	0	0,1	23,52
2002	Q1	0,11	0	0,11	26,25
	Q2	0,13	0	0,13	22,63
	Q3	0,09	0	0,09	18,03
	Q4	0,32	0	0,32	24,63
2003	Q1	0,14	0	0,14	17,48
	Q2	0,16	0	0,16	22,83
	Q3	0,22	1,075	-0,855	28,64
	Q4	0,27	0,075	0,195	33,95
2004	Q1	0,26	0,08	0,18	32,91
	Q2	0,27	0,08	0,19	28,94
	Q3	0,24	0,08	0,16	27,66
	Q4	0,19	0,08	0,11	21,2
2005	Q1	0,2	0,08	0,12	17,34
	Q2	0,28	0,08	0,2	22,15
	Q3	0,44	0,09	0,35	28,21
	Q4	0,41	0,09	0,32	29,97
2006	Q1	0,21	0,09	0,12	29,09
	Q2	0,28	0,09	0,19	24,39
	Q3	0,34	0,09	0,25	22,57
	Q4	0,24	0,09	0,15	22,87
2007	Q1	0,24	0,09	0,15	23,69
	Q2	0,29	0,09	0,2	25,67
	Q3	0,32	0,09	0,23	25,28
	Q4	0,28	0,09	0,19	22,66
2008	Q1	0,26	0,09	0,17	19,24
	Q2	0,35	0,09	0,26	22,27
	Q3	0,36	0,09	0,27	22,55
	Q4	0,27	0,09	0,18	15,94
2009	Q1	0,24	0,09	0,15	15,27
	Q2	0,3	0,09	0,21	19,09
	Q3	0,34	0,09	0,25	22,89
	Q4	0,29	0,09	0,2	23,07
2010	Q1	0,29	0,09	0,2	23,95
	Q2	0,44	0,09	0,35	27,47
	Q3	0,5	0,09	0,41	31,17
	Q4	0,51	0,09	0,42	33,67

ملحق 3: البيانات الفصلية الخاصة بـ ALC

	<i>ANNEE</i>	<i>BPA</i>	<i>DPA</i>	<i>RRC</i>	<i>X</i>
1999	Q1	0,3	0,101	0,199	20,26
	Q2	0,33	0,1	0,23	27,05
	Q3	0,35	0,101	0,249	32,34
	Q4	0,46	0,101	0,359	35,16
2000	Q1	0,47	0,125	0,345	37,01
	Q2	0,47	0,125	0,345	32,47
	Q3	0,42	0,125	0,295	29,09
	Q4	0,45	0,125	0,325	29,06
2001	Q1	0,47	0,15	0,32	35,1
	Q2	0,36	0,15	0,21	39,73
	Q3	0,4	0,15	0,25	34,68
	Q4	-0,17	0,15	-0,32	35,16
2002	Q1	0,26	0,15	0,11	36,54
	Q2	0,27	0,15	0,12	34,63
	Q3	0,23	0,15	0,08	26,07
	Q4	-0,27	0,15	-0,42	21,99
2003	Q1	0,17	0,15	0,02	21,6
	Q2	0,26	0,15	0,11	23,09
	Q3	0,33	0,15	0,18	26,75
	Q4	0,33	0,15	0,18	32,59
2004	Q1	0,41	0,15	0,26	36,02
	Q2	0,46	0,15	0,31	32,55
	Q3	0,32	0,15	0,17	31,57
	Q4	0,31	0,15	0,16	32,81
2005	Q1	0,3	0,15	0,15	30,15
	Q2	0,53	0,15	0,38	28,85
	Q3	0,33	0,15	0,18	26,89
	Q4	0,26	0,15	0,11	26,06
2006	Q1	0,7	0,15	0,55	30,29
	Q2	0,85	0,15	0,7	32,75
	Q3	0,62	0,15	0,47	30,3
	Q4	0,41	0,15	0,26	28,86
2007	Q1	0,76	0,15	0,61	32,07
	Q2	0,82	0,17	0,65	38,26
	Q3	0,64	0,17	0,47	39,51
	Q4	0,74	0,17	0,57	36,91
2008	Q1	0,37	0,17	0,2	33,31
	Q2	0,67	0,17	0,5	39,21
	Q3	0,33	0,17	0,16	28,29
	Q4	-1,49	0,17	-1,66	14,57
2009	Q1	-0,59	0,17	-0,76	8,7
	Q2	-0,32	0,03	-0,35	9,7
	Q3	0,07	0,03	0,04	11,9
	Q4	-0,027	0,03	-0,057	14,2
2010	Q1	-0,19	0,03	-0,22	14,93
	Q2	0,13	0,03	0,1	12,51
	Q3	0,06	0,03	0,03	11,03
	Q4	0,25	0,03	0,22	13,72

ملحق 4: توزيعات الأرباح الخاصة بـ SAI

DIVIDENDES	
Montant des Dividendes Distribuées par année	
1999	36 DA
2000	20 DA
2001	40 DA
2002	09 DA
2003	24 DA
2004	20 DA
2005	20 DA
2006	23 DA
2007	11 DA
2008	35 DA
2009	

Informations Financières (1)			
Exercice :	2009	2008	2007
Chiffre d'affaires :	12.190.945.854	9.882.486.205	8.022.396.286
Valeur ajoutée :	7.855.445.923	6.220.523.631	4.871.616.363
Cash Flow :	3.398.026.738	2.045.615.936	1.456.636.001
Résultat net de l'exercice :	2.560.637.476	1.346.638.302	872.149.771
Dividende par action :	35 DA	35 DA	11 DA
Rendement Dividende / Action (2) :	8,02%	9,20%	2,89%
Bénéfice Net par Action :	256 DA	135 DA	87,21 DA

ملحق 5: البيانات الخاصة بـ *AUR*

Informations Financières			
Exercice :	2009	2008	2007
Chiffre d'affaires :	1.702.261.042	1.958.651.078	1.792.327.620
Valeur ajoutée :	1.297.318.954	1.523.991.098	1.410.210.801
Cash Flow :	988.299.846	908.238.549	846.001.827
Résultat net de l'exercice :	829.961.257	749.226.318	687.901.518
Dividende par action :	50 DA	49 DA	47 DA
Rendement Dividende / Action(1) :	11,11%	10.89%	11%
Bénéfice Net par Action :	138 DA	125 DA	116 DA

ملحق 6: توزيعات الأرباح الخاصة بـ *ADTN*

ADTRAN Dividend History *

Declared	Payable	Amount	Type
07/12/11	08/11/11	\$0.09	Regular Cash
04/12/11	05/12/11	\$0.09	Regular Cash
01/18/11	02/17/11	\$0.09	Regular Cash
10/12/10	11/11/10	\$0.09	Regular Cash
07/29/10	08/12/10	\$0.09	Regular Cash
04/29/10	05/13/10	\$0.09	Regular Cash
01/19/10	02/18/10	\$0.09	Regular Cash
10/14/09	11/12/09	\$0.09	Regular Cash
07/14/09	08/13/09	\$0.09	Regular Cash
04/14/09	05/14/09	\$0.09	Regular Cash
01/20/09	02/19/09	\$0.09	Regular Cash
10/13/08	11/13/08	\$0.09	Regular Cash
07/14/08	08/14/08	\$0.09	Regular Cash
04/14/08	05/15/08	\$0.09	Regular Cash
01/21/08	02/21/08	\$0.09	Regular Cash
11/01/07	11/15/07	\$0.09	Regular Cash
08/02/07	08/16/07	\$0.09	Regular Cash
05/03/07	05/17/07	\$0.09	Regular Cash
02/08/07	02/22/07	\$0.09	Regular Cash
11/02/06	11/16/06	\$0.09	Regular Cash
08/04/06	08/18/06	\$0.09	Regular Cash

05/04/06	05/18/06	\$0.09	Regular Cash
02/07/06	02/17/06	\$0.09	Regular Cash
11/04/05	11/17/05	\$0.09	Regular Cash
08/05/05	08/19/05	\$0.09	Regular Cash
05/05/05	05/19/05	\$0.08	Regular Cash
02/04/05	02/16/05	\$0.08	Regular Cash
11/02/04	11/16/04	\$0.08	Regular Cash
08/03/04	08/17/04	\$0.08	Regular Cash
05/04/04	05/18/04	\$0.08	Regular Cash
02/03/04	02/17/04	\$0.08	Regular Cash
10/31/03	11/17/03	\$0.075	Regular Cash
07/31/03	08/29/03	\$0.075	Regular Cash
07/31/03	08/29/03	\$1	Special Cash

ملحق 7: توزيعات الأرباح الخاصة بـ ALC

Dividend History ALC

Declared	Recorded	Paid	Amount	Type
5/5/11	5/16/11	5/25/11	\$0.03	Cash
1/21/11	2/4/11	2/25/11	\$0.03	Cash
10/1/10	11/5/10	11/25/10	\$0.03	Cash
7/23/10	8/6/10	8/25/10	\$0.03	Cash
4/22/10	5/7/10	5/25/10	\$0.03	Cash
1/25/10	2/5/10	2/25/10	\$0.03	Cash
9/25/09	11/6/09	11/25/09	\$0.03	Cash
7/24/09	8/7/09	8/25/09	\$0.03	Cash
3/16/09	5/8/09	5/25/09	\$0.03	Cash
1/23/09	2/6/09	2/25/09	\$0.17	Cash
9/19/08	11/7/08	11/25/08	\$0.17	Cash
7/18/08	8/8/08	8/25/08	\$0.17	Cash
3/14/08	5/2/08	5/25/08	\$0.17	Cash
1/18/08	2/8/08	2/25/08	\$0.17	Cash
9/14/07	11/2/07	11/25/07	\$0.17	Cash
7/20/07	8/3/07	8/25/07	\$0.17	Cash
4/20/07	5/4/07	5/25/07	\$0.17	Cash
1/19/07	2/2/07	2/25/07	\$0.17	Cash
9/15/06	11/3/06	11/25/06	\$0.15	Cash
7/14/06	8/4/06	8/25/06	\$0.15	Cash
4/21/06	5/5/06	5/25/06	\$0.15	Cash
1/13/06	2/3/06	2/25/06	\$0.15	Cash

9/16/05	11/4/05	11/25/05	\$0.15	Cash
7/18/05	8/5/05	8/25/05	\$0.15	Cash
4/22/05	5/6/05	5/25/05	\$0.15	Cash
1/14/05	2/4/05	2/25/05	\$0.15	Cash
9/17/04	11/5/04	11/25/04	\$0.15	Cash
7/9/04	8/6/04	8/25/04	\$0.15	Cash
4/29/04	5/10/04	5/25/04	\$0.15	Cash
1/16/04	2/6/04	2/25/04	\$0.15	Cash
9/12/03	11/7/03	11/25/03	\$0.15	Cash
6/13/03	8/8/03	8/25/03	\$0.15	Cash
4/11/03	5/2/03	5/25/03	\$0.15	Cash
1/10/03	2/7/03	2/25/03	\$0.15	Cash
9/13/02	11/8/02	11/25/02	\$0.15	Cash
7/12/02	8/2/02	8/25/02	\$0.15	Cash
3/15/02	5/23/02	5/25/02	\$0.15	Cash
1/11/02	2/8/02	2/25/02	\$0.15	Cash
9/10/01	11/2/01	11/25/01	\$0.15	Cash
7/13/01	8/3/01	8/25/01	\$0.15	Cash
3/9/01	5/4/01	5/25/01	\$0.15	Cash
1/12/01	2/2/01	2/25/01	\$0.15	Cash
9/14/00	11/3/00	11/25/00	\$0.125	Cash
7/14/00	8/4/00	8/25/00	\$0.125	Cash
3/10/00	5/5/00	5/25/00	\$0.125	Cash
1/10/00	2/4/00	2/25/00	\$0.125	Cash

ملحق 8: توزيعات الأرباح الخاصة بـ LR

exercice	Nombre d'actions	Dividende distribué	Avoir fiscal	Revenu global	Date de paiement du dividende
2002	132 880 433	normal 2,30	1,15	3,45	4 juillet 2003
		majoré 2,53	1,265	3,795	
2003	167 234 022	normal 2,30	1,15	3,45	1 juillet 2004
		majoré 2,53	1,265	3,795	
2004	170 919 078	normal 2,40	néant	2,40	1 juillet 2005
		majoré 2,64	néant	2,64	
2005	175 985 303	normal 2,55	néant	2,55	8 juin 2006
		majoré 2,80	néant	2,80	
2006	176 625 142	normal 3,00	néant	3,00	25 mai 2007
		majoré 3,30	néant	3,30	
2007	172 564 575	normal 4,00	néant	4,00	26 mai 2008
		majoré 4,40	néant	4,40	
2008	195 236 534	normal 2,00	néant	2,00	6 juillet 2009

exercice	Nombre d'actions	Dividende distribué	Avoir fiscal	Revenu global	Date de paiement du dividende
		majoré 2,20	néant	2,20	
2009	286 453 316	normal 2,00	néant	2,00	6 juillet 2010

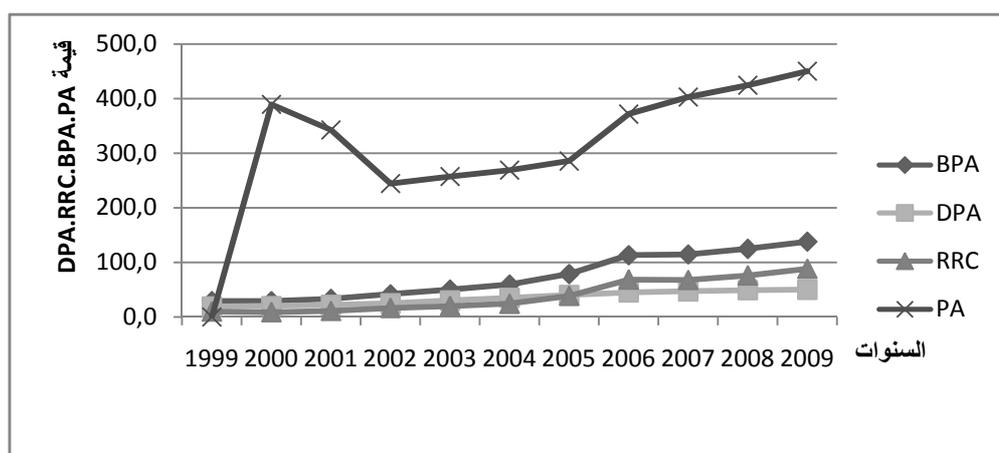
ملحق 9: توزيعات الأرباح الخاصة بـ TXI

Historical Dividends TXI

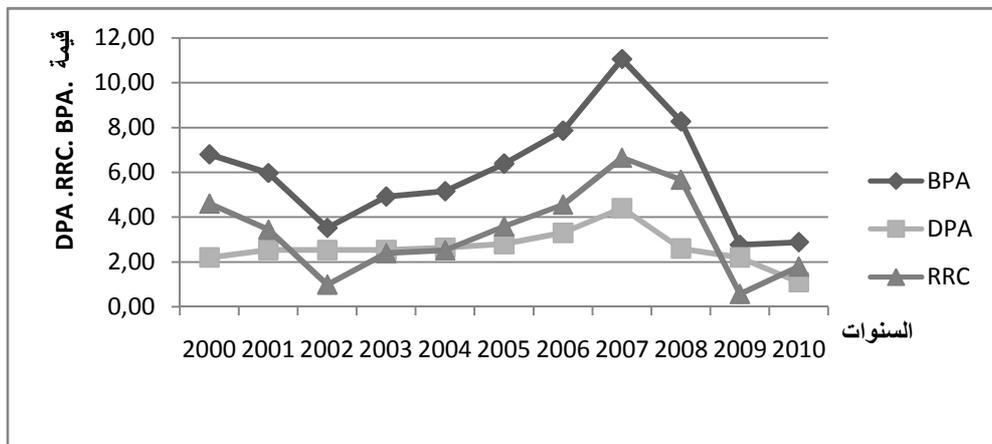
Declared	Ex-Date	Record	Payable	Amount	Type
Oct 13, 2010	Nov 3, 2010	Nov 5, 2010	Nov 30, 2010	0.0750	U.S. Currency
Jul 13, 2010	Aug 4, 2010	Aug 6, 2010	Aug 31, 2010	0.0750	U.S. Currency
Apr 14, 2010	May 5, 2010	May 7, 2010	May 28, 2010	0.0750	U.S. Currency
Jan 13, 2010	Feb 3, 2010	Feb 5, 2010	Feb 26, 2010	0.0750	U.S. Currency
Total dividends in 2010:					0.3000
Nov 18, 2009	Nov 24, 2009	Nov 27, 2009	Dec 7, 2009	0.0750	U.S. Currency
Jul 14, 2009	Aug 5, 2009	Aug 7, 2009	Aug 28, 2009	0.0750	U.S. Currency
Apr 16, 2009	Apr 29, 2009	May 1, 2009	May 29, 2009	0.0750	U.S. Currency
Jan 14, 2009	Feb 4, 2009	Feb 6, 2009	Feb 27, 2009	0.0750	U.S. Currency
Total dividends in 2009:					0.3000
Oct 21, 2008	Nov 5, 2008	Nov 7, 2008	Nov 28, 2008	0.0750	U.S. Currency
Jul 9, 2008	Jul 30, 2008	Aug 1, 2008	Aug 29, 2008	0.0750	U.S. Currency
Apr 16, 2008	Apr 30, 2008	May 2, 2008	May 30, 2008	0.0750	U.S. Currency
Jan 16, 2008	Jan 30, 2008	Feb 1, 2008	Feb 29, 2008	0.0750	U.S. Currency
Total dividends in 2008:					0.3000
Oct 16, 2007	Oct 31, 2007	Nov 2, 2007	Nov 30, 2007	0.0750	U.S. Currency
Jul 11, 2007	Aug 1, 2007	Aug 3, 2007	Aug 31, 2007	0.0750	U.S. Currency
Apr 18, 2007	May 2, 2007	May 4, 2007	May 25, 2007	0.0750	U.S. Currency
Jan 18, 2007	Jan 31, 2007	Feb 2, 2007	Feb 23, 2007	0.0750	U.S. Currency
Total dividends in 2007:					0.3000
Oct 20, 2006	Nov 1, 2006	Nov 3, 2006	Nov 24, 2006	0.0750	U.S. Currency
Oct 19, 2006		Nov 1, 2006	Nov 15, 2006	0.0801	Stock rights
Oct 17, 2006	Nov 1, 2006	Nov 3, 2006	Nov 24, 2006	0.0750	U.S. Currency
Jul 12, 2006	Aug 2, 2006	Aug 4, 2006	Aug 25, 2006	0.0750	U.S. Currency
Apr 19, 2006	May 3, 2006	May 5, 2006	May 26, 2006	0.0750	U.S. Currency
Jan 18, 2006	Feb 1, 2006	Feb 3, 2006	Feb 24, 2006	0.0750	U.S. Currency
Total dividends in 2006:					0.3750
Oct 18, 2005	Nov 2, 2005	Nov 4, 2005	Nov 25, 2005	0.0750	U.S. Currency
Jul 13, 2005	Aug 3, 2005	Aug 5, 2005	Aug 26, 2005	0.0750	U.S. Currency
Jul 7, 2005	Aug 1, 2005	Jul 20, 2005	Jul 29, 2005	1.0000	Spin-off (in shares of another issue)
Apr 13, 2005	May 4, 2005	May 6, 2005	May 27, 2005	0.0563	U.S. Currency
Jan 11, 2005	Feb 2, 2005	Feb 4, 2005	Feb 25, 2005	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2005:					1.2625
Oct 19, 2004	Nov 3, 2004	Nov 5, 2004	Nov 23, 2004	0.0563	U.S. Currency
Jul 13, 2004	Jul 29, 2004	Aug 2, 2004	Aug 27, 2004	0.0563	U.S. Currency
Apr 21, 2004	May 5, 2004	May 7, 2004	May 28, 2004	0.0563	U.S. Currency
Jan 15, 2004	Feb 4, 2004	Feb 6, 2004	Feb 27, 2004	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2004:					0.2250

Oct 21, 2003	Nov 5, 2003	Nov 7, 2003	Nov 28, 2003	0.0563	U.S. Currency
Jul 15, 2003	Jul 31, 2003	Aug 4, 2003	Aug 29, 2003	0.0563	U.S. Currency
Apr 15, 2003	May 7, 2003	May 9, 2003	May 30, 2003	0.0563	U.S. Currency
Jan 15, 2003	Feb 5, 2003	Feb 7, 2003	Feb 28, 2003	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2003:					0.2250
Oct 15, 2002	Nov 6, 2002	Nov 8, 2002	Nov 29, 2002	0.0563	U.S. Currency
Jul 9, 2002	Jul 31, 2002	Aug 2, 2002	Aug 30, 2002	0.0563	U.S. Currency
Apr 28, 2002	May 8, 2002	May 10, 2002	May 31, 2002	0.0563	U.S. Currency
Jan 16, 2002	Jan 31, 2002	Feb 4, 2002	Feb 28, 2002	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2002:					0.2250
Oct 16, 2001	Nov 7, 2001	Nov 9, 2001	Nov 30, 2001	0.0563	U.S. Currency
Jul 11, 2001	Jul 30, 2001	Aug 1, 2001	Aug 31, 2001	0.0563	U.S. Currency
Apr 27, 2001	May 10, 2001	May 14, 2001	May 31, 2001	0.0563	U.S. Currency
Jan 17, 2001	Jan 31, 2001	Feb 2, 2001	Feb 28, 2001	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2001:					0.2250
Oct 17, 2000	Nov 1, 2000	Nov 3, 2000	Nov 30, 2000	0.0563	U.S. Currency
Jul 13, 2000	Jul 28, 2000	Aug 1, 2000	Aug 31, 2000	0.0563	U.S. Currency
Apr 15, 2000	Apr 28, 2000	May 1, 2000	May 31, 2000	0.0563	U.S. Currency
Jan 12, 2000	Jan 31, 2000	Feb 2, 2000	Feb 29, 2000	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 2000:					0.2250
Oct 19, 1999	Nov 1, 1999	Nov 3, 1999	Nov 30, 1999	0.0563	U.S. Currency
Jul 19, 1999	Jul 29, 1999	Aug 2, 1999	Aug 27, 1999	0.0563	U.S. Currency
Apr 19, 1999	Apr 29, 1999	May 3, 1999	May 28, 1999	0.0563	U.S. Currency
Jan 14, 1999	Jan 28, 1999	Feb 1, 1999	Feb 26, 1999	0.0563	U.S. Currency
Total dividends in 1999:					0.2250

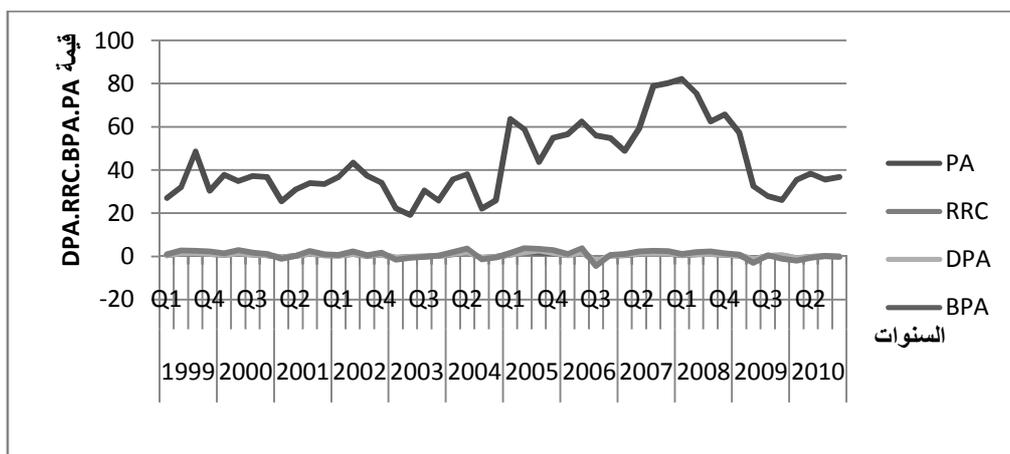
ملحق 10: شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA.PA* خلال مدة الدراسة لـ *AUR*



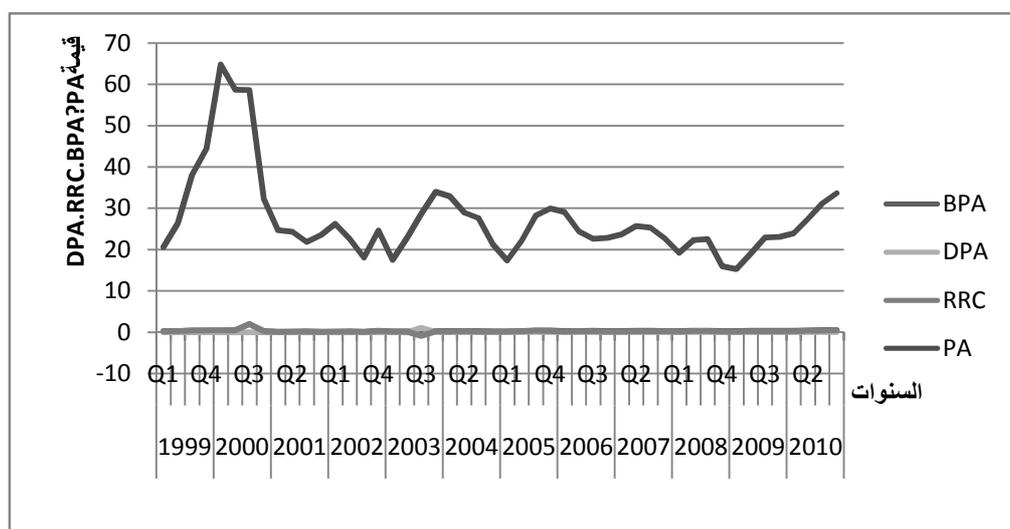
ملحق 11: شكل يوضح تطور كل من $DPA.RRC.BPA$ خلال مدة الدراسة لـ LR



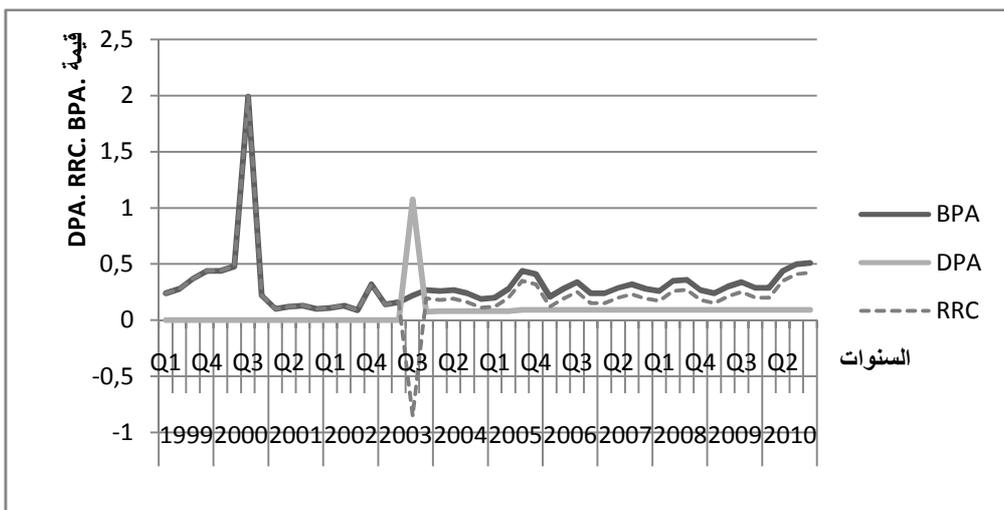
ملحق 12: شكل يوضح تطور كل من $DPA.RRC.BPA.PA$ خلال مدة الدراسة لـ TXI



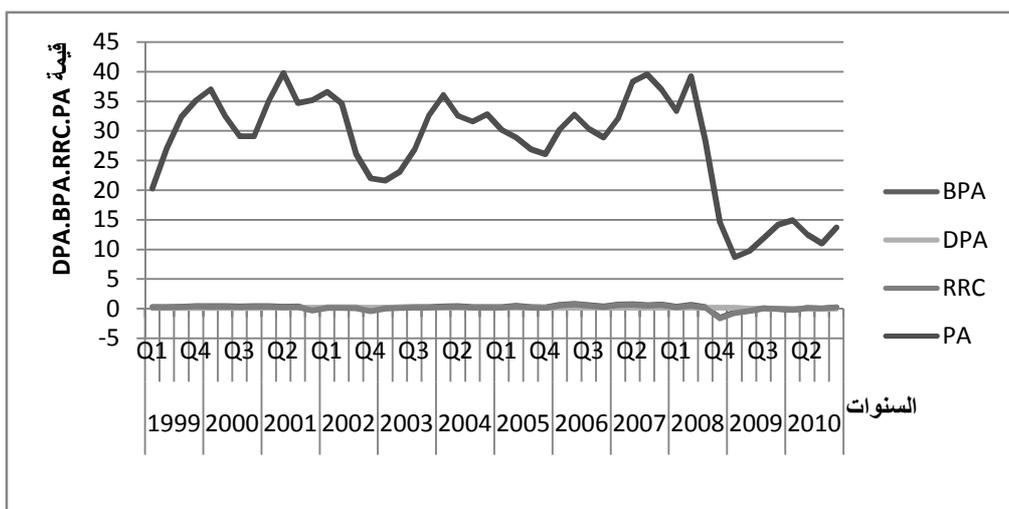
ملحق 13: شكل يوضح تطور كل من $DPA.RRC.BPA.PA$ خلال مدة الدراسة لـ $ADTN$



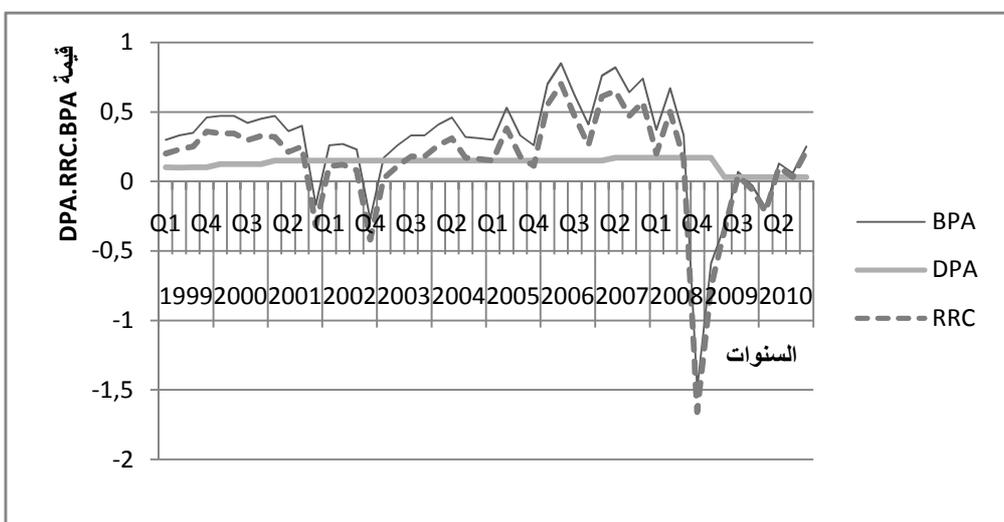
ملحق 14: شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA* خلال مدة الدراسة لـ *ADTN*



ملحق 15: شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA.PA* خلال مدة الدراسة لـ *ALC*



ملحق 16: شكل يوضح تطور كل من *DPA.RRC.BPA* خلال مدة الدراسة لـ *ALC*



ملحق 16: بيانات مالية لكل من SAI و AUR صادرة عن COSOB



بعض المؤشرات عن الشركات المسعرة

42

مجموعة صيدال (*) :

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المؤشرات
4 666 786 913	4 201 749 206	5 264 243 108	5 620 808 044	6 129 511 715	6 578 621 559	6 720 842 689	7 222 361 143	رقم الأعمال
721 774 511	271 109 221	379 810 902	187 339 238	482 290 897	456 231 457	430 555 200	547 483 833	النتيجة الصافية
36	20	13,60,40	9	24	20	20	23	الرباح المقومة

مؤسسسة تسيير نزل الأوراسي :

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المؤشرات
763 304 360	888 725 934	949 559 286	1 134 090 205	1 200 788 520	1 431 664 408	1 643 910 838	1 693 610 924	رقم الأعمال
174 505 689	174 032 289	198 813 331	249 881 880	301 869 408	356 494 089	472 861 974	679 661 312	النتيجة الصافية
19	20	22	25	30	35	40	45	الرباح المقومة

(*) فواتير مالية موطدة

الملاحق 17: القيم الجدولية لتوزيع سنودانت

القيم الحرجة لتوزيع t

درجات الحرية (V)	من الجانبين					
	$\alpha \%$					
	25	10	5	2	1	0,1
1	2,41	6,31	12,71	31,82	63,70	637,0
2	1,60	2,92	4,30	6,97	9,92	31,6
3	1,42	2,35	3,18	5,54	5,84	12,9
4	1,34	2,13	2,78	3,75	4,60	8,61
5	1,30	2,01	2,57	3,37	4,03	6,86
6	1,27	1,94	2,45	3,14	3,71	5,96
7	1,25	1,89	2,36	3,00	3,50	5,40
8	1,24	1,86	2,31	2,90	3,36	5,04
9	1,23	1,83	2,26	2,82	3,25	4,78
10	1,22	1,81	2,23	2,76	3,17	4,59
11	1,21	1,80	2,20	2,72	3,11	4,44
12	1,21	1,78	2,18	2,68	3,05	4,32
13	1,20	1,77	2,16	2,65	3,01	4,22
14	1,20	1,76	2,14	2,62	2,98	4,14
15	1,20	1,75	2,13	2,60	2,95	4,07
16	1,19	1,75	2,12	2,58	2,92	4,01
17	1,16	1,74	2,11	2,57	3,90	3,96
18	1,19	1,73	2,10	2,55	2,88	3,92
19	1,19	1,73	2,09	2,54	2,86	3,88
20	1,18	1,73	2,09	2,53	2,85	3,85
21	1,18	1,72	2,08	2,51	2,83	3,82
22	1,18	1,72	2,07	2,51	2,82	3,79
23	1,18	1,71	2,07	2,50	2,81	3,77
24	1,18	1,71	2,06	2,49	3,80	3,74
25	1,18	1,71	2,06	2,49	2,79	3,72
26	1,18	1,71	2,06	2,48	2,78	3,71
27	1,18	1,70	2,05	2,47	2,77	3,69
28	1,17	1,70	2,05	2,47	2,76	3,67
29	1,17	1,70	2,05	2,46	2,76	3,66
30	1,17	1,70	2,04	2,46	2,75	3,65
40	1,17	1,68	2,02	2,42	2,70	3,55
60	1,16	1,67	2,00	2,39	2,66	3,46
120	1,16	1,66	1,98	2,36	2,62	3,37
∞	1,15	1,64	1,96	2,33	2,58	3,29
	$\alpha \%$ من جانب واحد					
V	12,5	5	2,5	1	0,5	0,05

الملاحق 18: القيمة الجدولية لتوزيع فيش ف

القيم الحرجة لتوزيع F عند مستوى معنوية 5%

درجات الحرية للقام	درجات الحرية للمتوسط																		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	15	20	24	30	40	60	120	∞
1	161	200	218	225	230	234	237	239	241	242	244	246	248	249	250	251	252	253	254
2	18.5	19.0	19.2	19.2	19.3	19.3	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
3	10.1	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81	8.79	8.74	8.70	8.66	8.64	8.62	8.59	8.57	8.55	8.53
4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00	5.96	5.91	5.86	5.80	5.77	5.7	5.72	5.69	5.66	5.63
5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77	4.74	4.68	4.62	4.56	4.53	4.50	4.46	4.43	4.40	4.37
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.12	4.15	4.10	4.06	4.00	3.94	3.87	3.84	3.81	3.77	3.74	3.70	3.67
7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68	3.64	3.57	3.51	3.44	3.41	3.38	3.34	3.30	3.27	3.23
8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39	3.35	3.28	3.22	3.15	3.12	3.08	3.04	3.01	2.97	2.93
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18	3.14	3.07	3.01	2.94	2.90	2.86	2.83	2.79	2.75	2.71
10	4.95	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	2.91	2.85	2.77	2.74	2.70	2.66	2.62	2.56	2.54
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90	2.85	2.79	2.72	2.65	2.61	2.57	2.53	2.49	2.45	2.40
12	4.75	3.89	3.46	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80	2.75	2.69	2.62	2.54	2.51	2.47	2.43	2.38	2.34	2.30
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71	2.67	2.60	2.53	2.46	2.42	2.38	2.34	2.30	2.25	2.21
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65	2.60	2.53	2.46	2.39	2.35	2.31	2.27	2.22	2.18	2.13
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59	2.54	2.48	2.40	2.33	2.29	2.25	2.20	2.16	2.11	2.07
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54	2.49	2.42	2.35	2.28	2.24	2.19	2.15	2.10	2.06	2.01
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49	2.45	2.38	2.31	2.23	2.19	2.15	2.10	2.06	2.01	1.96
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46	2.41	2.34	2.27	2.19	2.15	2.11	2.06	2.02	1.97	1.92
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42	2.38	2.31	2.23	2.16	2.11	2.07	2.03	1.98	1.93	1.88
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39	2.35	2.28	2.20	2.12	2.08	2.04	1.99	1.95	1.90	1.84
21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37	2.32	2.25	2.18	2.10	2.05	2.01	1.96	1.92	1.87	1.81
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34	2.30	2.23	2.15	2.07	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.78
23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32	2.27	2.20	2.13	2.05	2.01	1.96	1.91	1.86	1.81	1.76
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30	2.25	2.18	2.11	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.79	1.73
25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28	2.24	2.16	2.09	2.01	1.96	1.92	1.87	1.82	1.77	1.71
30	4.17	3.31	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21	2.16	2.09	2.01	1.93	1.89	1.84	1.79	1.74	1.68	1.62
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12	2.08	2.00	1.92	1.84	1.79	1.74	1.69	1.64	1.58	1.51
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	1.92	1.84	1.75	1.70	1.65	1.59	1.53	1.47	1.39
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.18	2.09	2.02	1.96	1.91	1.83	1.75	1.66	1.61	1.55	1.50	1.43	1.35	1.25
∞	3.84	3.00	2.60	2.37	2.21	2.10	2.01	1.94	1.88	1.83	1.75	1.67	1.57	1.52	1.46	1.39	1.32	1.22	1.00

ملحق 19: البيانات الخاصة بـ SAI

	2001	2003	2004	2006	2007	2008
Les Ratios de liquidité						
Liquidité Globale	1,752	0,677	0,667	0,668	0,694	0,697
Liquidité Intermediaire	0,034	0,422	0,362	0,367	0,392	0,365
Liquidité Immédiate	0,007	0,085	0,041	0,052	0,053	0,072
Ratios de rentabilité						
Rentabilité financière	6,43%	8,84%	8,05%	9,27%	14,20%	18,31%
Rentabilité économique	0,35%	3,97%	3,51%	3,82%	5,81%	7,11%
Ratios d'endettement						
Ratio d'autonomie financière	0,073	0,513	0,529	0,550	0,533	0,389
Ratios de couverture des dettes par F,P	1,336	1,141	1,215	1,336	1,302	1,390
Fonds de roulement	1 246 284 921,87	4 156 302 432,25	4 384 632 779,96	4 400 013 168,56	5 031 647 127,00	5 470 490 382,19
B.A Bénéfice net par action	37,981	48,229	45,623	54,748	87,215	132,860
P.E.R (price earning ratio)	13,428	7,879	7,562	8,037	4,586	2,860

ملحق 20: البيانات الخاصة بـ AUR

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Les Ratios de liquidité							
Liquidité Globale	0,257	0,353	0,422	0,437	0,423	0,542	0,650
Liquidité Intermediaire	0,223	0,315	0,315	0,386	0,374	0,490	0,603
Liquidité Immédiate	0,098	0,059	0,056	0,090	0,141	0,076	0,411
Ratios de rentabilité							
Rentabilité financière	13,33%	15,23%	16,46%	20,80%	29,79%	26,02%	25,00%
Rentabilité économique	5,62%	6,45%	6,94%	8,48%	11,84%	11,00%	13,50%
Ratios d'endettement							
Ratio d'autonomie financière	0,522	0,512	0,509	0,508	0,484	0,467	0,452
Ratios de couverture des dettes par F,P	1,238	1,208	1,206	1,246	1,219	1,106	1,213
Fonds de roulement en MD	348 131	544 255	791 236	941 577	945 857	1 425 555	1 736 254
B.A Bénéfice net par action	41,647	50,312	59,416	78,810	113,277	114,650	124,871
P.E.R (price earning ratio)	5,763	5,168	4,628	3,807	3,399	3,576	3,604

فہر س المحتویات

فهرس المحتويات

<u>الصفحة</u>	<u>المحتويات</u>
I	الإهداء.....
II	شكر وتقدير.....
أ - هـ	المقدمة العامة.....
الفصل الأول:	
تكلفة ومصادر التمويل المالي	
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: ماهية مصادر التمويل.....
3	المطلب الأول: التمويل عن طريق أموال الملكية.....
4	1- الأسهم العادية.....
8	2- الأسهم الممتازة.....
9	3- التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.....
11	المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل.....
11	1- السندات.....
14	2- القروض المباشرة طويلة الأجل.....
15	3- القروض متوسطة الأجل.....
16	المطلب الثالث: مصادر أخرى للتمويل.....
16	1- التمويل قصير الأجل.....
18	2- التمويل التأجيلي.....
21	3- محددات الاختيار بين المصادر التمويلية.....
23	المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل.....
23	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل.....
23	1- تعريف تكلفة التمويل.....
24	2- مفاهيم مختلفة حول تكلفة التمويل.....
25	3- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل.....
26	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل.....
26	1- تقدير تكلفة القروض طويلة الأجل.....
29	2- تكلفة الأسهم الممتازة.....

31	.....	3- تكلفة الأسهم العادية
34	.....	4- تكلفة الأرباح المحتجزة
37	.....	المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
37	.....	1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها
38	.....	2- مداخل حساب التكلفة المتوسطة المرجحة
41	.....	المبحث الثالث: محددات الهيكل المالي
41	.....	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
41	.....	1- تعريفه
41	.....	2- محددات الهيكل المالي
43	.....	3- تكوين هيكل مالي مناسب للمؤسسة
44	.....	المطلب الثاني: تحليل الرفع
44	.....	1- مفهوم الرفع
45	.....	2- الرفع التشغيلي
47	.....	3- الرفع المالي
49	.....	المطلب الثالث: إختيار هيكل رأس المال
49	.....	1- تحليل التعادل
51	.....	2- الرفع الكلي
52	.....	3- المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة
54	.....	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني:		
النظريات المفسرة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة		
56	.....	تمهيد
57	.....	المبحث الأول: قيمة المؤسسة
57	.....	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسة
57	.....	1- خصائص ومفهوم المؤسسة الاقتصادية
59	.....	2- أهداف المؤسسة وأهم أشكالها
65	.....	المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة
65	.....	1- مفهوم قيمة المؤسسة
66	.....	2- طرق تحديد قيمة المؤسسة

68	..... آليات ومدخل تحديد قيمة المؤسسة	3-
71	..... المطلب الثالث: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة	
71	..... 1- قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة	
75	..... 2- قيمة المؤسسة التي لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة	
78	..... المبحث الثاني: المدخل الأساسية المفسرة لتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة	
78	..... 1- المدخل التقليدي	
80	..... 2- مدخل صافي الربح	
81	..... 3- مدخل صافي ربح العمليات	
83	..... 4- مدخل مدجلياني وميلر	
87	..... 5- مدخل مدجلياني وميلر في ظل وجود الضريبة	
89	..... 6- نموذج ميلر	
92	..... 7- نموذج الفطيرة	
94	..... المبحث الثالث: المدخل المعاصرة	
94	..... 1- نظرية التبادل	
95	..... 2- تكلفة العسر المالي	
96	..... 3- تكلفة الوكالة	
98	..... 4- تكاليف الإفلاس	
100	..... 5- نظرية الالتقاط	
102	..... 6- نظرية عدم تماثل المعلومات	
103	..... 7- نظرية الإشارة	
105	..... خلاصة الفصل الثاني	

الفصل الثالث:

سياسة التوزيعات وقيمة السهم

107	..... تمهيد	
108	..... المبحث الأول: الجانب النظري لسياسة توزيعات الأرباح	
108	..... المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيعات الأرباح	
108	..... 1- المفهوم	
108	..... 2- سياسات توزيع الأرباح	
110	..... 3- آلية دفع التوزيعات	

112	.....	4-	خطط إعادة استثمار التوزيعات
115	.....		المطلب الثاني: قرار توزيعات الأرباح
113	.....	1-	قرار التوزيعات
114	.....	2-	أشكال التوزيعات
119	.....		المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سياسة التوزيعات
119	.....	1-	خصائص توزيعات الأرباح
120	.....	2-	قيود سياسة توزيعات الأرباح
123	.....		المبحث الثاني: سياسة التوزيعات وأثرها على قيمة السهم في ظل فروض السوق الكامل
123	.....		المطلب الأول: أولى النظريات التي عالجت القضية
123	.....	1-	نظرية الفائض للتوزيعات
124	.....	2-	نموذج والتر
126	.....		المطلب الثاني: سياسات التوزيع في ظل التأكد التام
126	.....	1-	وجهة نظر مدكلياني وميلر
129	.....	2-	وجهة نظر جوردن
131	.....		المطلب الثالث: سياسة التوزيع في ظل عدم التأكد
131	.....	1-	وجهة نظر مدكلياني وميلر
132	.....	2-	وجهة نظر جوردن ولنتر
134	.....		المبحث الثالث: سياسات التوزيعات في ظل إسقاط فرض السوق الكامل
134	.....		المطلب الأول: إسقاط فرض عدم وجود ضرائب
134	.....	1-	أثر التوزيعات في حال تباين معدل الضريبة
	.....	2-	تأثير سياسة التوزيعات الأرباح في ظل تساوي معدل الضريبة على الأرباح
138	.....		الرأسمالية والتوزيعات
139	.....		المطلب الثاني: إسقاط فروض : عدم وجود تكلفة الإصدار، تكلفة المعاملات
139	.....	1-	تكلفة الإصدار
139	.....	2-	تكلفة المعاملات
140	.....	3-	حوكمة الشركات وسياسة التوزيعات
140	.....	4-	تأثير العميل
141	.....		المطلب الثالث: التوجهات الحالية
141	.....	1-	التدفقات النقدية المتاحة، دورة حياة المؤسسة والتوزيعات

144	.....	2- الوكالة.
145	.....	3- التوزيعات ونظرية الإشارة.
146	.....	4- نظرية التزود للتوزيعات <i>The Catering Theory of dividends</i>
148	.....	خلاصة الفصل الثالث.....
الفصل الرابع:		
دراسة تحليلية لمجموعة مؤسسات مدرجة في البورصة		
150	.....	تمهيد.....
151	.....	المبحث الأول: التعريف بمجال الدراسة.....
151	.....	المطلب الأول: التعريف بالمؤسسات قيد الدراسة.....
151	.....	1- المؤسسات الجزائرية.....
153	.....	2- المؤسسات الأجنبية.....
154	.....	المطلب الثاني: البورصة.....
159	.....	المطلب الثالث: بورصة الجزائر.....
167	.....	المبحث الثاني: منهجية الدراسة.....
167	.....	المطلب الأول: طرق جمع ومعالجة البيانات.....
168	.....	المطلب الثاني: ملخص عن بيانات المؤسسات المدروسة.....
172	.....	المطلب الثالث: النموذج الإحصائي المعتمد عليه.....
174	.....	المبحث الثالث: عرض وتحليل النتائج.....
174	.....	المطلب الأول: المؤسسات الجزائرية.....
177	.....	المطلب الثاني: المؤسسات الأجنبية.....
180	.....	المطلب الثالث: تقييم نتائج الدراسة.....
185	.....	خلاصة الفصل الرابع.....
186	.....	الخاتمة العامة.....
190	.....	قائمة المراجع.....
197	.....	قائمة الجداول والأشكال.....
201	.....	الملاحق.....
217	.....	فهرس المحتويات.....

الملخص:

تسعى المؤسسة لتعزيز قيمتها السوقية وذلك من خلال إستغلال أفضلية إستعمال بعض المصادر النموية وذلك في حدود الخطر المقبول والعائد المطلوب، ولا يأتى لها ذلك إلا من خلال بناء هيكل مالي مثالي، والتي تحقق عندها تكلفة التمويل أدنى حد لها وفي المقابل تعظم من قيمتها .

ولعل الأرباح المحنجة من أهم مكونات الهيكل المالي، إذ تحكم هذه الأخيرة سياسة توزيعات الأرباح، التي تحدد من خلالها نسب كل من الأرباح المحنجة والموزعة، وتعمل المؤسسة من خلال هذه السياسة على تعظيم قيمة أسهمها قدر المستطاع.

الكلمات المفتاحية:

مصادر التمويل ، تكلفة التمويل ، الهيكل المالي ، قيمة المؤسسة ، سياسة توزيعات الأرباح ، القيمة السوقية للسهم.

Abstract :

The company's main aim is to increase its market value by grasping the advantage of using some financial resources within the limits of acceptable risk and required revenue, which comes only through the construction of a perfect financial structure. Thus the cost of funding reaches the minimum which would increase its value. Maybe one of the most important part of financial structure is the retained earnings. This latter is controlled by the dividend policy which determines the rates of both the retained and distributed profits. The company works through this policy to increase its stock value as much as possible.

Keywords : *sources of finance, financing cost, financial structure, firm value, dividend policy, stock market value.*