

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



بـعـنـوان

أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة
-دراسة قياسية مؤسسة تسيير فندق الأوراسي 2011-2021-

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذة:
- لمياء بوتسطة

من إعداد الطالبين:
❖ أيمن بوعكاز
❖ نصر الدين لشهب

أعضاء لجنة التقييم

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: سهام عليوط
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: لامية بوتسطة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: إتهام بوحبيبة

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و عرفان

يقول تعالى في كتابه : " لئن شكرتم لأزيدنكم "

فالحمد لله الذي يقلل مع جلاله حمد الحامدين

والشكر له على ما تفضل وأنعم.

لنقدم لخالص الشكر والتقدير للأستاذة والدكتورة الفاضلة

" بوترسطة لامية "

التي كان لها نعم المعين وشرفنا أيما شرفه بقبولها الإشراف على

هذا العمل،

وعلى توجيهاتها القيمة، فلما منّا جزيل الشكر والعرفان.

كما نتقدم أيضا بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة فرداً فرداً،

وإلى عمال المكتبة الجامعية وإلى كل من ساعدنا

في هذا العمل من قريب أو بعيد.

إهداء

إلى من حققت لهما الطاعة بعد الله ورسوله
إلى من أحمل إسمه بإقتدار سندي في الحياة أبي الغالي
إلى من جعلت الجنة تحت أقدامها وكانت الحكمة والصبر
عبرها أمي الغالية
إلى من شاركوني حلو الحياة ومرها وكانوا خير سند
كل إخوتي.

إلى كل زملائي وزميلاتي وأحبائي وأقربائي
وإلى كل الأصدقاء

نهدي ثمرة هذا العمل

أيمن و نصر الدين

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	البسمة
II	الشكر والعرفان
III	الإهداء
IV	فهرس المحتويات
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	ملخص
أ-ج	مقدمة
الفصل الأول: مدخل عام إلى الهيكل المالي	
07	تمهيد
08	المبحث الأول: عموميات حول الهيكل المالي
08	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي
10	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة للهيكل المالي
11	المطلب الثالث: مصادر التمويل
16	المبحث الثاني: تكلفة التمويل وتقديره في المؤسسة
16	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل
17	المطلب الثاني: تقدير تكاليف المكونات الأساسية للهيكل المالي
25	المطلب الثالث: تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
27	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: قيمة المؤسسة ونظريات الهيكل المالي	
29	تمهيد
30	المبحث الأول: مدخل عام إلى قيمة المؤسسة

30	المطلب الأول: تعريف قيمة المؤسسة
31	المطلب الثاني: أنواع قيمة المؤسسة
35	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة
37	المبحث الثاني: نظريات الهيكل المالي
37	المطلب الأول: النظريات المفسرة في حالة كمال السوق
41	المطلب الثاني: النظريات المفسرة في حالة عدم كمال السوق
47	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الحديثة
51	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة الأوراسي	
53	تمهيد
54	المبحث الأول: التعريف بمؤسسة الأوراسي
54	المطلب الأول: نبذة تاريخية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي
55	المطلب الثاني: فروع مؤسسة الأوراسي
56	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الأوراسي
58	المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة
58	المطلب الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة
68	المطلب الثاني: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
77	خلاصة الفصل
79	الخاتمة
83	المصادر والمراجع
-	الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
59	تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة	01
68	ملخص اختبار (ADF) لدراسة إستقرارية المتغيرات	02
69	ملخص اختبار (PP) لدراسة إستقرارية المتغيرات	03
70	نتائج تحديد درجة التأخير للنموذج VAR	04
70	نتائج اختبار الأثر	05
71	نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى	06
75	تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة	07

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
10	الشكل العام للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.	01
39	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي.	02
40	يوضح لنا أثر الاستدانة إلى التكلفة الكلية للأموال وكذا على تكلفة أموال الملكية	03
41	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)	04
57	الهيكل التنظيمي لإدارة فندق الأوراسي	05
76	دوال الاستجابة لمتغير قيمة المؤسسة	06

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	الملحق
01	نتائج الاستقرارية لاختبار
02	نتائج الاستقرارية لاختبار PP
03	تقدير نموذج VAR(1)
04	نتائج الاستقرار الهيكلي
05	نتائج الارتباط الذاتي
06	الحالة المالية 2011 - 2021

مقدمة

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها في الاستمرارية وتعظيم الأرباح ، وفي إطار هذا المسعى فإن المؤسسة تبحث عن توفير الأموال اللازمة لتغطية استثماراتها أو احتياجاتها التمويلية. إنَّ اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها يمنح المؤسسة الاقتصادية فرص التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

وباعتبار المؤسسة مركز القرار، فإن الهيكل التمويلي الذي تتخذه المؤسسة والمتعلق بتمويل الأنشطة الإنتاجية والتشغيلية ينبغي أن يأخذ بعين الاعتبار جانبيين أساسيين هما العائد المتوقع تحقيقه جراء استخدام هذه الأموال والمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مقابل الحصول على هذا العائد ، ولاتخاذ القرار المالي السليم لابد من عملية التخطيط المالي والتي تعتمد على تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة قبل فترة زمنية مناسبة.

إنَّ تحديد الهيكل المالي الأمثل لازال محلّ خلاف بين المفكرين والباحثين الماليين، وقد أثار جدالا واسعا بينهم ،فقد رفض البعض وجود أي تأثير لتشكيلة مصادر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وربحيتها (انعدام هيكل مالي أمثل)، بينما أيد البعض فكرة وجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومن ثم وجود هيكل تمويلي أمثل تكون فيه تكلفة التمويل في أدنى حدودها وتبلغ قيمة المؤسسة أقصاها.

ولمعرفة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة قمنا بهذه الدراسة من أجل الوصول الى معرفة طبيعة هذه العلاقة.

I. إشكالية الدراسة:

يمكن حصر إشكالية البحث في هذا التساؤل الرئيسي:

هل يؤثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في الفترة (2011-2021) ؟

و يمكن إدراج أسئلة فرعية ضمن هذه الإشكالية الرئيسية كالتالي:

- ما هو الهيكل المالي، وما هي العوامل المؤثرة عليه ؟
- ما هي قيمة المؤسسة؟ وما هي العوامل المؤثرة عليها ؟
- ما هي أهم النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة ؟

- هل يؤثر الهيكل المالي لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي على قيمتها السوقية خلال الفترة 2011-2021 ؟

II. فرضيات الدراسة:

لتحليل إشكالية الدراسة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

- يوجد تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

- يوجد تأثير ايجابي ذو دلالة إحصائية لإجمالي الديون على القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

III. أهداف الدراسة:

يدعم هذا البحث مجموعة من الأهداف وهي:

- التعريف بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ومكوناته؛

- إبراز محددات اختيار مصادر تمويل المؤسسة؛

- التطرق إلى مختلف وجهات نظر الباحثين حول العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة؛

- اختبار العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من خلال إجراء دراسة ميدانية على مؤسسة اقتصادية متمثلة في مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.

IV. المنهج والأدوات المستخدمة:

لوصول إلى نتائج الدراسة وأهدافها، تم الاعتماد على المناهج الآتية:

- المنهج الوصفي: استخدمنا المنهج الوصفي خلال تقديم الإطار العام للهيكل المالي وتحليل مصادر التمويل إضافة إلى تكلفة التمويل والتطرق لأهم النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

- المنهج التحليلي: استخدمنا المنهج التحليلي من أجل تحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وتفسيرها واستخلاص النتائج الممكنة.

-المنهج التاريخي : من أجل دراسة أثر الهيكل المالي علي قيمة مؤسسة التسيير الفندقية لأوراسي المدرجة في بورصة الجزائر انطلاقا من التطور التاريخي للمؤسسة وأهم التحولات التي مرت بها المؤسسة.

بالنسبة لمصادر جمع المعلومات والبيانات المالية فقد استخدمنا العديد منها :الكتبوالمجلات المتخصصة، الأطروحات والرسائل الجامعية، المواقع الالكترونيةبالنسبة لجمع البيانات المالية للمؤسسة قيد الدراسة، أما البرنامج الإحصائي المستخدم في معالجة البيانات فهو برنامج EVIEWS 12.

V.أهمية الدراسة:

لازال اختيار الهيكل المالي موضوعا يتسم بعدم الوضوح خاصة في ظل وجود عدة نظريات اهتمت بدراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، إذ أن اختيار تركيبات مختلفة لرأس المال بدون الأخذ بعين الاعتبار محددات الهيكل المالي ينتج عنه تكاليف مختلفة وبالتالي قرارات تمويلية مختلفة، التي بدورها تؤدي إلى قرارات استثمارية أخرى قد تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة مما يعيق الوصول إلى الأهداف المرجوة ، وهنا تبرز أهمية الدراسة حيث تركز على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة سواء بالاعتماد على أدوات الدين أو حقوق الملكية لتمويل احتياجاتها خاصة وأن اختيار الطريقة الصحيحة للتمويل يضمن للمؤسسة تحقيق الأهداف الاستراتيجية. مما سبق يمكن القول بان هذه الدراسة تعود بالنفع على المؤسسات الصناعية والخدماتية، ذلك لأن اتخاذ القرار التمويلي السليم والكفاء يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للمؤسسة وبالتالي الرفع من قيمتها السوقية.

VI. أسباب اختيار الموضوع:

هناك عدة اعتبارات من وراء اختيار الموضوع منها:

- الرغبة الشخصية بسبب ارتباط موضوع الدراسة بطبيعة التخصص؛
- محاولة معالجة موضوع جوهريهو تمويل المؤسسة لما يطرحه من مشاكل وانعكاسات عديدة على القرارات المالية والاستثمارية على حدّ سواء، ويرهن بالتالي بقاءها واستمراريتها.
- الجدل القائم بين الباحثين والمفكرين حول تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ؛

VII. الدراسات السابقة:

-دراسة حفيظة بربار ، قدمت هذه الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة ، تخصص محاسبة في جامعة مولاي الطاهر، الجزائر، 2007 بعنوان “ العوامل المؤثرة على الهيكل المالي في شركات المساهمة الأردنية ”

هدفت هذه الدراسة لمعرفة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للشركات الأردنية خلال الفترة ما بين (2005-2008) ، كما سعت لمعرفة مدى اختلاف العوامل باختلاف الصناعة، والحكم على مدى تطابق سياسات التمويل بالشركات محل الدراسة، مع أسس نظرية ترتيب أولوية التمويل.

-دراسة ضيف ياسين، زوزي محمد، جامعة قاصدي مباح، الجزائر، 2005، تحت عنوان "تأثير الهيكل المالي في السوق المالي السعودي خلال الفترة بين (2009-2012) "

هدفت الدراسة إلى معرفة كيفية اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع من القيمة السوقية (قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة ما بين (2009-2012) حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة.

-دراسة دلفوف سفيان، 2018، تحت عنوان “ اثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي للمؤسسة من وجهة نظر إسلامية في السوق المالي الماليزي. ”

وهدفت الدراسة إلى معرفة طريقة التمويل الأمثل للرفع من قيمة المؤسسة من خلال البحث عن مدى مشروعية مقاربات وطرق تقييم المؤسسات.

VIII. حدود الدراسة:

تحددت هذه الدراسة بالمجالات التالية:

-المجال المكاني: تم تطبيق هذه الدراسة في مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي.
-المجال الزمني: تمت دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الفترة ما بين 2011 - 2021.

-المجال الموضوعي : هدفت هذه الدراسة إلى توضيح تأثير الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي المدرجة في بورصة الجزائر.

IX. هيكل الدراسة:

تمّ في هذه الدراسة، وللوصول إلى الأهداف المرجوة، تقسيم البحث إلى ثلاث فصول، فصلين نظريين وفصل تطبيقي :

الفصل الأول ‘ بعنوان الهيكل المالي وتكلفته ‘، يضمّ مبحثين، المبحث الأول عالجننا فيهمختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، أما المبحث الثاني فتطرقتنا فيه الى تكلفة التمويل وتقديرها في المؤسسة.

أما في الفصل الثاني والذي كان بعنوان ‘قيمة المؤسسة ونظريات الهيكل المالي ‘ تمّ تقسيمه إلى مبحثين ، المبحث الأول تناولنا فيه عموميات حول قيمة المؤسسة وأهم العوامل المؤثرة عليها، أما المبحث الثاني فكان عبارة عن أهم النظريات التي تناولت بالدراسة علاقة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

وأخيرا الفصل الثالث الذي كان بعنوان ‘أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي خلال الفترة 2011-2021 ‘ فقسمناه إلى مبحثين ، المبحث الأول قدّمنا فيه نبذة عن مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي من خلال إبراز تطورها تاريخيا، فروعها ثم هيكلها التنظيمي ، أما المبحث الثاني فخصصناه للدراسة التحليلية وتفسير نتائج الدراسة انطلاقا من البيانات المالية للمؤسسة (ميزانية وجدول حسابات النتائج)

صعوبات الدراسة:

-صعوبة الحصول على المعلومات الكافية من المؤسسة والاكتفاء بما تنشره المؤسسة من بياناتها المالية في موقعها الإلكتروني أو في الموقع الرسمي لبورصة الجزائر .
-ظروف ذاتية عملية .

الفصل الأول:

مدخل عام إلى الهيكل المالي

تمهيد

يعتبر تحديد الهيكل المالي للمؤسسة من بين المواضيع التي تحظى باهتمام واسع بين المفكرين والباحثين الماليين لما له من أهمية كبيرة في تحديد بقاء، استمرارية ونمو المؤسسة وذلك من خلال تحقيق الاستقرار المالي بتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة. ويعتمد تحديد الهيكل المالي على المفاضلة بين جملة من مصادر التمويل واختيار أفضلها، وإيجاد النسبة المثلى بين الموارد الذاتية ونسبة الديون من أجل تكوين هيكل مالي متوازن وجيد يوفّر للمؤسسة مصداقية أكبر ويزيد من قدرتها على تخفيض تكاليف التمويل ويدعم عمليات النمو والتوسع من خلال توفير التمويل الكافي للاستثمار في مشاريع جديدة وتحسين صورتها في السوق. وبغرض الإلمام بعناصر الفصل قمنا بتقسيمه إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: عموميات حول الهيكل المالي.

المبحث الثاني: تكلفة التمويل وتقديرها في المؤسسة.

المبحث الأول: عموميات حول الهيكل المالي

تقوم المؤسسة الاقتصادية باتخاذ سلسلة من القرارات المالية تتمثل أساسا في قرارات تمويلية، قرارات استثمارية وقرارات توزيع الأرباح، إذ تمثل القرارات التمويلية التي تبحث في المصادر التمويلية المتاحة والاختيار فيما بينها (فيما يعرف بالهيكل المالي) حجر الأساس لقيام المؤسسة بمجموع أنشطتها الاستثمارية والحصول من ثم على الأرباح القابلة للتوزيع. وللإحاطة بالجوانب الأساسية للهيكل المالي، سنتطرق لمفهومه في المطلب الأول، ثم شرح مختلف مصادره في المطلب الثاني.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

للإحاطة بمفهوم الهيكل المالي سنستعرض مختلف التعاريف التي تداولها المفكرون الماليون وبرز خصائصه مع تقديم بعض الصور التي يمكن أن يأخذها شكله

أولا: تعريف الهيكل المالي

لا يوجد تعريف واحد متفق عليه لمفهوم الهيكل المالي وذلك بسبب أن هذا المفهوم واسع، لكن سنتطرق لأهمها وأكثرها تداولاً:

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية"¹

يعرف أيضا بأنه يتشكل من جميع أشكال وأنواع التمويل، سواء كانت ملكية أو اقتراض وأيضاً سواء من مصادر قصيرة أو طويلة الأجل.

وبالتالي عرف الهيكل المالي هنا على أساس مصادر التمويل التي تمول بها المؤسسة نشاطها، من أموال قصيرة وطويلة الأجل، وأموال مقترضة وممتلكة.²

كما يعرف على أنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية المتمثلة في الموارد المالية.¹

¹ - عنان تابه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، إدارة مالية متقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م، ص: 349.

² - عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص: 120.

ويقصد أيضا بالهيكل المالي على أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية ، وحسب هذا التعريف الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية.²

من خلال ما سبق يمكن القول أن مفهوم الهيكل المالي هو كل ما يتعلق بتحليل المصادر المختلفة المتاحة لتمويل أصول المؤسسة، سواء كانت خارجية مثل القروض والدائنين، أو داخلية مثل الأرباح المحتجزة... إلخ، وذلك للمفاضلة بين كلفة كل مصدر من المصادر حسب طبيعته والمخاطر المترتبة عليه.

ثانيا- خصائص الهيكل المالي:

لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة يجب تحديد هيكل مالي مناسب، الذي من شأنه أن يؤدي للاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وبدوره إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر.

من خلال ما سبق يمكن تحديد خصائص الهيكل المالي كما يلي:³

1-الربحية والمرونة: بمعنى العمل على تحقيق أقصى عائد بالوقت المناسب وبأقل التكاليف، مع قابلية تعجيل مصادر التمويل المكونة له.

2-الرقابة: تتم من خلال التقليل من المخاطر لتسهيل عملية الرقابة والوقاية للمستثمرين على أداء المؤسسة.

3-السيولة: وتعني أن لا يتم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المؤسسة للعسر المالي.

¹- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، كلية

العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012، ص: 31.

²- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، نفس الصفحة.

³- أبو فتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية، مصر، ص: 38.

ثالثاً - الشكل العام للهيكل المالي:

من الميزانية المالية يمكن الحصول على عدة صور عن الهيكل المالي كالنسبة بين الديون قصيرة الأجل ورؤوس الأموال الدائمة مثلاً، بالإضافة إلى عدة نسب أخرى تختلف فيما بينها باختلاف الأهداف المرجوة من التحليل. وعلى العموم من بين أهم النسب المميزة للهيكل المالي نجد المجموعة التي تعرف بنسب الرفع المالي (Ratios de levier) ومنها نسبتا المديونية الكلية (Ratios d'endettement) التاليتين:¹

$$\frac{\text{الديون (الطويلة، المتوسطة والقصيرة الأجل)}}{\text{مجموع الخصوم}} *$$

$$\frac{\text{الديون (الطويلة، المتوسطة والقصيرة الأجل)}}{\text{الأموال الخاصة}} *$$

وكذلك نسبتا المديونية لأجل (Ratios d'endettement á terme)

$$\frac{\text{الديون (الطويلة ومتوسطة الأجل)}}{\text{رؤوس الأموال الدائمة}} *$$

$$\frac{\text{الديون (الطويلة ومتوسطة الأجل)}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وطبقاً لذلك يمكن للشكل العام للهيكل المالي أن يأخذ عدة صور ممكنة كما هو موضح في الجدول التالي:

¹- لامية بوتسطة ، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2008-2009، ص26.

الجدول رقم (01): الشكل العام للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

<p>رؤوس الأموال الدائمة</p> <hr/> <p>الديون قصيرة الأجل</p>	<p>الأموال الخاصة</p> <hr/> <p>الديون الطويلة ومتوسطة الأجل</p> <p>الديون قصيرة الأجل</p> <hr/> <p>الديون قصيرة الأجل</p>	<p>الأموال الخاصة</p> <hr/> <p>رؤوس الأموال المقترضة (الديون الطويلة، المتوسطة وقصيرة الأجل)</p>
---	---	--

Source :B .COLASSE ; La rentabilité de l'entreprise :analyse-prévision et control ;3^{em} édition ;Dunod ;Paris ;1982 ;p59

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على الهيكل المالي.

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة، التي يتحقق عندها تعظيم قيمة المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل متمثلة فيما يلي:¹

أولاً- نمو المبيعات: أي أن مبيعات المؤسسة في ازدياد مستمر يمكنها من تمويل هذا النمو اعتماداً على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من تراجع المبيعات.

ثانياً- استقرار المبيعات: توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقراراً كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، إن استقراره المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة، ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.²

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، طهران، 1993م، صص: 555-556.

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل للإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008م، ص: 404.

ثالثاً - درجة المنافسة: إن استقرار الأرباح يعتمد على درجة المنافسة، فكلما زادت حدة المنافسة بين المؤسسات انحسر هامش الربح، الأمر الذي يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون.

رابعاً - بنية الموجودات: توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للاقتراض، حيث تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة، مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

خامساً - موقف إدارة المؤسسة اتجاه المخاطر: لا شك أن موقف المؤسسة التمويلية اتجاه الخطر التمويلي للمؤسسة هو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، وبالتالي قدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار مزيج تمويلي مناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالباً ما تقوم المؤسسة بتوصيات الجهات المقترضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.¹

المطلب الثالث: مصادر التمويل.

يمكن للمؤسسة توفير الأموال عن طريق اللجوء إلى مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها ويمكن تلخيصها فيما يلي:

أولاً: التمويل بالملكية:

يشمل التمويل بالملكية الأموال التي تقع تحت تصرف المؤسسة طيلة حياتها أو لمدة طويلة وتتمثل في الأسهم بنوعها العادية والممتازة والاحتياطيات.

1- الأسهم :

تمثل الأسهم المصدر الأول للموارد المالية الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بصورة دائمة من قبل الملاك، حيث يتم التمييز بين نوعين أساسيين منها هما الأسهم العادية والأسهم الممتازة كما هو موضح فيما يلي:

¹ - محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 578.

أ- الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صفة قابلة للتداول، تعطي الحق لحاملها بالذمة المالية للجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال المؤسسة والمثبتة بشهادة السهم.¹

أ-1- قيمة الأسهم العادية: للسهم العادي أربع قيم تتمثل فيما يلي:²

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي تحدد عند الإصدار والاكنتاب العام؛
- القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية أي مقدار الأموال الخاصة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة؛
- القيمة السوقية: وهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية والتي تخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق؛
- القيمة الحقيقية: وهي خاصية أساسية للأسهم الصادرة عن مؤسسة ما، إذ تعد مؤشرا مقارنة لتحديد حركة التعاملات.

أ-2- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية:

للأسهم العادية مزايا وعيوب أهمها:

أ-2-1- مزايا الأسهم العادية: ³تتميز الأسهم العادية بالميزات التالية:

- جاذبية أكبر؛
- قابلية أكبر للتسويق؛
- تشكل مصدرا دائما للتمويل؛
- لا تتحمل المؤسسة أعباء ثابتة، إذ لا تلتزم المؤسسة بدفع أرباح لحملة هذه الأسهم إلا إذا تحققت أو اتخذ قرار توزيعها كليا أو جزئيا؛
- تعد حقا من حقوق الملكية.

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص30.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003، ص96.

³ فرد وستون، بوجين براجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عبد الرحمان، دعالة بيلا وعبد الفتاح السيد، دار المريخ، الرياض، المملكة السعودية، 1993، ص595.

أ-2-2- عيوب الاسهم العادية:¹

- ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال الجديدة نتيجة ارتفاع معدل العائد المتوقع منها؛
- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة، أي لا تستفيد المؤسسة بالتالي من الوفورات الضريبية؛
- تشتت للأصوات في الجمعية العمومية عند دخول مساهمين جدد.

ب- الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز على أنه ورقة مالية وحيدة تجمع بين سمات الأسهم العادية والسندات ولهما قيمة إسمية ودفترية وقيمة سوقية.²

ب-1- قيم الأسهم الممتازة:

وتتمثل في:

- **القيمة الإسمية:** هي القيمة المدونة على قيمة السهم الممتاز؛
- **القيمة الدفترية:** هي قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر على دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، إذ ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة؛
- **القيمة السوقية:** وهي سعر السهم الممتاز في الوقت الحالي وقد تكون أكبر أو تعادل أو أقل من القيمة الدفترية.

ب-2- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

للتمول بالأسهم العادية مزايا وعيوب نبرزها فيما يلي:

ب-2-1- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:³

- ليست ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- ليس لصاحبها حق التصويت في الجمعية العامة؛

¹ فيصل محمود الشاوررة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس والنظريات العلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 81.

² دريد كمال آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 204.

³ طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 14.

- إصدار هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمؤسسة.

ب-2-2- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

وتتمثل في:¹

- معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات التي تكلفتها تفوق تكلفة الاقتراض؛

- التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تمنح أي وفر ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

ج- الأرباح المحتجزة:

تشكل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا للتمويل وستتعرف عليها ونبرز خصائصها فيما يلي:

ج-1- تعريفها: تتمثل الأرباح المحتجزة في تلك الأرباح غير الموزعة أو الأرباح الصافي الذي وفرته

المؤسسة لنفسها والذي يعد في نفس الوقت قياسا للإثراء الذي حققته، بحيث يوجه خصيصا لاقتناء

تجهيزات إضافية توسع بها المؤسسة طاقتها الإنتاجية وتطورها.²

ج-2- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح:³

تخضع حجم الأرباح المحتجزة لسياسة توزيع الأرباح التي بدورها تخضع للعديد من العوامل والمتغيرات

الداخلية والخارجية منها:

- القوانين؛

- حالة السيولة؛

- ضرورة تسديد الديون؛

- القيود المتضمنة في عقد الاقتراض؛

- معدل نمو الأصول؛

- استقرار الأرباح؛

- الدخول إلى الأسواق المالية؛

- الرقابة؛

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الجامعية الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 479.

² لامية بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³ فردوستون، بوجين براجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمان دعاللة بيلة وعبد الفتاح السيد رياض، دار المريخ، الرياض، المملكة السعودية، 1993، ص 378-383.

- الوضع الضريبي للمساهمين.

ج-3- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة:

يتضمن التمويل بالأرباح المحتجزة مزايا كما أنّ له عيوباً نبرزها فيما يلي:

ج-3-1- المزايا:

- إن الأرباح المحتجزة تساعد المؤسسة في زيادة رأس المال الخاص دون أن يترتب عنها زيادة في عدد الأسهم، وبالتالي فإن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم العائدات على الأسهم؛
- إن الأرباح المحتجزة ترفع من قدرة المؤسسة في الحصول على قروض جديدة والتي تزيد من كمية الوفر الضريبي وبالتالي تخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛
- تعتبر الأرباح المحتجزة رأسمال يضمن استقرار ونمو المؤسسة وضمان للتعويض وتسديد القروض.

ج-3-2- العيوب:¹

- إن عدم التوزيع قد يدفع بعض المساهمين إلى بيع أسهمهم وبالتالي تتعرض أسعار هذه الأسهم للانخفاض؛
- عندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفعاً فإنه يصبح من مصلحة المؤسسة المتاجرة بملكية الغير من خلال الاعتماد على القروض؛
- عندما لا تقوم المؤسسة بالتوزيع فإنها قد تعتقد أن هذا المصدر للتمويل هو قليل التكلفة وهذا قد يدفعها إلى توظيفها في استثمارات منخفضة المردودية.

ثانياً: التمويل بالاقتراض

تتنوع مصادر الأموال المقترضة بين مصادر طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل كما يلي:

1- مصادر الأموال المقترضة متوسطة وطويلة الأجل.

يشمل الاقتراض طويل ومتوسط الأجل ما يلي:

أ- السندات:

تعتبر السندات بمثابة صكوك تعترف بموجبها المؤسسات المصدرة لها بمدى نيبتها على الشخص الذي يملكها بالقيمة المحددة في السند وتعد بالسداد في نهاية فترة متفق عليها، وكذا دفع

¹ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهمي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1997، صص

فائدة سنوية محددة في السند.¹

ب- القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل:

تعرف القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل بأنها مبالغ نقدية تقوم المؤسسات باقتراضها من البنوك والمؤسسات المالية المختلفة الأخرى وذلك بفرض تمويل عملياتها الاستثمارية بالدرجة الأولى .

2-التمويل التاجيري:

تعتبر عملية التمويل التاجيري عن عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ مالية محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة.²

أو هي حالة شراء حق استخدام الأصل لفترة معينة دون امتلاكه.³

3- مصادر الأموال المقترضة قصيرة الأجل:

يمكن حصر مصادر الاقتراض قصيرة الأجل في فئتين رئيسيتين هما:

3-1- الائتمان التجاري:

تحصل المؤسسة على الائتمان التجاري من الموردين وهو يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة من السلع الصناعية أو التجارية، كما يطلق عليه الائتمان التلقائي نظرا لزيادته ونقصه طبقا للتقلبات في حجم النشاط.⁴

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار الوراق، عمان، الأردن، 2004، ص966.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2000، ص152.

³ محمد شفيق حسين طنين، محمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997، ص149.

⁴ منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الاولى، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر 1997 ص46.

3-2- الائتمان المصرفي قصير الأجل:

يعتبر الائتمان المصرفي قصير الأجل من القروض التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك وهيئات مالية أخرى لفترة لا تتعدى السنة الواحدة، وذلك لمواجهة متطلبات رأس المال التشغيلي وتدفع فائدة على هذه القروض قد تختلف أحيانا حسب سمعة المؤسسة المقترضة.¹

المبحث الثاني: تكلفة التمويل وتقديرها في المؤسسة

تعتبر تكلفة التمويل عنصرا أساسيا في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، تحديد تركيبة هيكل التمويل، وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ولهذا فإن تقديرها يعتبر من المهام الأساسية للإدارة المالية لأي مؤسسة مهما كان نشاطها وحجمها، وسنحاول في هذا المبحث الاحاطة بمفهوم تكلفة التمويل كيفية حساب تكلفة كل مصدر تمويلي وصولا إلى تكلفة التمويل الكلية أو ما يعرف بالتكلفة الوسطية المرجحة للأموال .

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

تهتم الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية بتقدير وتحديد تكلفة كل مصدر تمويلي لما له من أهمية بالغة في اتخاذ قراراتها التمويلية والاستثمارية على حدّ سواء، وسنقوم في هذا المطلب بتوضيح تكلفة التمويل وإبراز أهميتها.

أولا-تعريف تكلفة التمويل:

اختلفت الآراء حول تحديد مفهوم تكلفة التمويل، لكن سنقوم بذكر أهمها كما يلي:

عرفت تكلفة التمويل على أنها الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من استثمار الأموال المتاحة.²

كما عرفت بأنها تكلفة الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال، أي الخليط المكون لمصادر

التمويل طويل الأجل الذي يتمثل في الاقتراض طويل الأجل، والأسهم الممتازة وحقوق الملكية.¹

¹ محمد القريوتي، الاقتصاد الصناعي، الطبعة الثانية، دار وائل ، عمان، الأردن، 2005، ص237.

² عدنان هاشم السامرائي ، الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997م، ص: 244.

وعرفت أيضا بأنها الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة.²

تكلفة التمويل يقصد بها تكلفة جميع مصادر التمويل الدائمة (الطويلة الأجل) التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته، أي الأموال الخاصة (حقوق الملكية) والديون المتوسطة والطويلة الأجل.

من خلال التعريفات السابقة، يستنتج الباحثين أن تكلفة التمويل هي :

- الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمار؛

- مجموع تكلفة مصادر التمويل؛

- ما تدفعه المؤسسة مقابل الحصول على الأموال.

ثانيا- أهمية تكلفة التمويل

إن جميع القرارات المالية في المؤسسات تهدف إلى تعظيم ثروة الملاك، وتوسع الإدارة المالية لتوفير مصادر التمويل بأقل التكاليف بما ينعكس على قيمة المؤسسة أو سعر سهم المؤسسة في السوق المالي، وتتمثل أهمية تحديد تكلفة التمويل في الآتي³:

1- اتخاذ قرارات الموازنة في عملية خصم التدفقات النقدية التي تتم بالاعتماد على تكلفة التمويل كمعدل خصم تخصم به التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة " NPV " أو معدل العائد الداخلي "IRR"؛

2- تحقيق هدف المدير المالي وهو تعظيم ثروة الملاك ولا يتحقق ذلك إلا بتخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة التمويل؛

3- تحديد تكلفة التمويل يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية ذلك لأن أي مشروع استثماري لا يضمن عائدا متوقعا يساوي على الأقل تكلفة تمويل ذلك المشروع فإنه يتم رفضه، بمعنى أن تكلفة التمويل تعتبر أحد معايير قبول المشروعات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية؛

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 71.

² - محمد صالح الحناوي، أساسيات الإدارة المالية، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر، 2001م، ص: 392.

³ - أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص ص:

339-340.

4- الاقتراض هو أدنى مصادر تكلفة التمويل، بسبب ميزة الوفورات الضريبية، ولكن يجب أن تستخدم الإدارة المالية هذا المصدر بحذر وحكمة وعدم المبالغة بالاقتراض لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المؤسسة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون.

المطلب الثاني: تقدير تكاليف المكونات الأساسية للهيكل المالي :

نستعرض فيما يلي كيفية حساب تكلفة كل مصدر تمويلي من المصادر المتاحة أمام المؤسسة سواء كان مملوكا لها أو مقترضا من جهات ممولة أخرى
أولا: تكاليف الأموال المملوكة :

تختلف تكاليف الأموال المملوكة باختلاف أنواع هذه الأموال من الأسهم العادية إلى الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، وذلك كما هو موضح فيما يلي:
1- تكلفة الأسهم العادية:

لحساب تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية لابد من أن نأخذ بالاعتبار حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار الرأسمالي المقترح وسعر الإصدار للسهم العادي الواحد وسعر السهم حاليا في السوق والأرباح المتوقع توزيعها لكل سهم عادي، آخذين بالاعتبار الزيادة المتوقعة للحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الاستثمار الممول بالأسهم العادية، إضافة إلى تكلفة الإصدار والعمولات المترتبة على المؤسسة وعدد الأسهم المصدرة.¹

يرى الباحثين أن تقديرات تكلفة الأسهم العادية لا تتصف بالدقة لأنها تعتمد على التنبؤ، وأن الإصدارات الجديدة عادة يتم بيعها بسعر أقل من سعر السوق الجاري للسهم بعد تخفيض تكاليف الإصدار للسهم مايعني الحصول على قيمة صافية من التمويل أقل من قيمة بيع السهم في السوق حاليا.

ويتم استخدام طريقتين لحساب تكلفة الأسهم العادية كمايلي:²

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

² - دريد كمال آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 179-180.

أ. توزيع كافة الأرباح على المساهمين:

$$\frac{\text{عائد الأسهم}}{\text{قيمة الأسهم السوقية}} = \text{تكلفة التمويل للأسهم العادية}$$

ب. توزيع قسم من الأرباح واحتجاز القسم الآخر:

$$\frac{\text{عائد الأسهم} + \text{معدل النمو}}{\text{قيمة السهم السوقية}} = \text{تكلفة الأسهم العادية}$$

ويرى الباحثين استخدام هذه المعادلة أجدى:

$$\frac{\text{الربح المتوقع توزيعه} + \text{معدل النمو}}{\text{السوقية القيمة - مصروفات أو عمولات الإصدار}} = \text{تكلفة الأسهم العادية}$$

- الربح المتوقع توزيعه = الربح الموزع (1+معدل النمو) .
- معدل النمو = نسبة الاحتجاز × معدل العائد المطلوب.

2- تكلفة الأسهم الممتازة:

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها عبارة عن معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة، وبما أن المؤسسة تدفع لحملة الأسهم الممتازة معدل يجب المقارنة بين هذه الأرباح التي ستدفعها المؤسسة لحملة الأسهم ثمنها لها، والمبلغ الذي يحصل عليه حملة الأسهم

الممتازة هو عبارة عن عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم.¹

وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة كالاتي:

¹- عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، دار الأصيل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1995، ص ص: 115-116.

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم الممتاز الواحد من الأرباح}}{\text{صافي سعر السهم الممتاز}}$$

3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا داخليا للمؤسسة وهي أرباح مفترض توزيعها للمساهمين تم احتجازها، وبالطبع لا تستطيع المؤسسة احتجاز الأرباح دون موافقة المساهمين، وأن المساهم لن يوافق على احتجازها إلا إذا كان معدل العائد للأموال المحتجزة مساويا على الأقل للعائد الذي يحصل عليه هؤلاء المساهمون في حالة أخذ أرباحهم واستثمارها في مشروعات خارج المؤسسة، كما يمكن النظر إلى تكلفة الأرباح المحتجزة على أنها مساوية لتكلفة الفرصة الناتجة من عدم توزيع الأرباح على المساهمين، فإذا لم يكن في استطاعة المؤسسة تحقيق أرباح "عائد" يساوي ذلك العائد الذي تحققه المؤسسات الأخرى في درجة المخاطرة نفسها، فإن المساهمين في هذه الحالة سوف يطالبون بتوزيع الأرباح بدلا من احتجازها ومن ثم استثمارها خارج المؤسسة. ومن جهة أخرى إذا تم النظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها إصدار أو اكتتاب بالكامل لأسهم عادية إضافية، ففي هذه الحالة يمكن اعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة مساوية لتكلفة السهم العادي¹، ولكن بنظرة عملية يمكن القول بأن تكلفة الأرباح المحتجزة قد تكون أقل من تكلفة التمويل عن طريق إصداره الأسهم العادية خاصة إذا كانت الأرباح الموزعة تخضع لضريبة الدخل الشخصي وأن المؤسسة تدفع تكاليف الإصدار وأن السهم العادي قد يباع بأقل من سعره، إن احتجاز الأرباح في هذه الحالات يوفر على المؤسسة نفقات الإصدار. ويتم التعبير عن تكلفة الأرباح المحتجزة بهذه المعادلة²:

$$K_{re} = k_e(1-t)(1-z)$$

حيث:

K_{re} : التكلفة الفعلية للتمويل بالأرباح المحتجزة.

¹ - عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، إدارة مالية متقدمة، مطابع السروات، الرياض، 2011، ص: 161.

² - عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 139.

K_e : تكلفة التمويل بالسهم العادي.

t : معدل ضريبة دخل الفرد.

Z : نسبة نفقات الإصدار أو عمولة الإصدار.

وبطريقة أخرى فإن تكلفتها مقارنة لتكلفة السهم العادي، فيمكن حساب تكلفتها بنفس طريقة حساب السهم العادي¹.

حساب ربح السهم العادي = الربح المتوقع للسهم + معدل النمو.

ثانياً: تكاليف الأموال المقرضة

تشكل الأموال المقرضة جزءاً هاماً من تمويل المؤسسة، لذا يجب الأخذ بعين الاعتبار التكلفة الحقيقية لكل مصدر تمويلي مقترض، كما سيتم توضيحه فيما يلي:

1- تكاليف الأموال المقرضة متوسطة وطويلة الأجل :

يختلف الاعتماد على الأموال المقرضة متوسطة وطويلة الأجل بحسب الشكل القانوني للمؤسسة، وعلى العموم تحسب تكلفة كل منها كما يلي:

أ- تكلفة السندات:

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض طويلة الأجل تصدرها المؤسسة بهدف الحصول على أموال، ولها قيم، القيمة الإسمية وهو سعر الإصدار، ويكون موحداً.

القيمة السوقية: تتغير قيمة السند أثناء التداول هبوطاً وصعوداً بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم، بحيث أن هنالك علاقة عكسية بين القيمة للسند وسعر الفائدة المصرفي، أي كلما ارتفع سعر الفائدة انخفضت قيمة السند.

وتتمثل تكلفة السندات في الآتي²:

¹ - Brian Hock, Lynn Roden, **FINANCIAL DECISION MAKING CMA P2**, Hock international, llc, oxford, 2011, p269.

² - دريد كمال آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 171.

- الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الإسمية؛
- مصاريف وعمولات الإصدار؛
- عمولة توزيع السندات؛
- خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الإسمية.

$$\text{تكلفة التمويل للسند الواحد} = \frac{\text{إجمالي التكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}}$$

حيث أن:

إجمالي تكلفة السند = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد توزيعها على سنوات السند.

$$\text{بمعنى آخر: السند غير المسترد} = \frac{\text{قيمة الفوائد السنوية} \times 100}{\text{الإسمية القيمة - مصاريف الإصدار}}$$

أما في حالة السندات المستردة يمكن استخدام مفهوم معدل العائد الداخلي وهو العائد الذي يساوي بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة ويتم استخدام قانون تقسيم المسافة بين المعدلين.

$$\text{قانون تقسيم المسافة} = \frac{\text{صافي القيمة الحالية للمعدل الأصغر (بينهما الفرق)}}{\text{صافي القيمة الحالية للمعدل الأصغر} + \text{صافي القيمة الحالية للمعدل الأكبر}}$$

ب- تكلفة القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل:

تحدد تكلفة القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل على أساس سعر الفائدة التفصيلي وهو عبارة عن مقدار الفائدة التي يتقاضاه البنك من أفضل عملائه، أي الأعلى جداره بالائتمان وهذا المعدل يتميز بتقلبات تعكس التغيرات التي تحدث في الأسواق النقدية من حيث توافر أو عدم توافر النقدية للمؤسسة

المحتاجة إليها وتعتمد على معدل الخصم ومعدل الفائدة ونوع البنك فإن هنالك بنوكاً مستقرة وفي حالة نمو مستقر.

يعتمد معدل الفائدة على مقدار الفائدة الفعلي الذي يدفعه المقترض وعلى معدل الفائدة المعلن

المنقوع عليها " وعلى الطريقة التي يتبعها البنك في تحصيل الفائدة عند استحقاق القرض وعليه فإن معدل الفائدة المعلن لا يساوي معدل الفائدة الحقيقي.

$$\text{معدل الفائدة} = \frac{\text{مجملة الفائدة}}{\text{المبلغ المقترض}}$$

إذا حصل البنك على مجمل الفائدة مقدماً عند منح القرض " أي إذا خصم القرض " فإن المعدل الحقيقي للفائدة يرتفع.

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{\text{الفائدة مجمل}}{\text{المقترض المبلغ - مبلغ الخصم}}$$

وعموماً يتم حساب الائتمان المصرفي بالمعادلة الآتية:¹

أ. في حالة القرض المسدد في خلال سنة واحدة : فإن:

$$\text{تكلفة الائتمان المصرفي} = \frac{\text{قيمة الفوائد السنوية} \times 100}{\text{قيمة القرض} - \text{الرصيد المعوض إن وجد}}$$

ب. في حالة السداد بالأقساط الربع سنوية

فإن :

حيث :

¹سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر، 1997م، ص: 263.

$$\frac{2 \times n \times f}{(1+n)^n} = \text{تكلفة الائتمان المصرفي}$$

ن = عدد الأقساط.

ف = قيمة الفوائد.

ق = قيمة القرض.

ج- تكلفة التمويل التأجيري :

إن حساب تكلفة التمويل التأجيري تتطلب تحليل التدفقات النقدية التالية:¹

- الوفر النقدي المساوي لتكلفة الأصل المؤجرة، والتي لا تزيد المؤسسة أن تتكبدها إذا قررت استئجار الأصل بدلاً من شرائه.

- التدفق المساوي للقيمة الحالية لأقساط الاستئجار يعد الضرائب: $(1-T)$ التي يجب أن تدفعها المؤسسة عند الاستئجار.

- القيمة الحالية للتكلفة البديلة المساوية للوفر الضريبي من امتلاك الأصل والتي ستفقدتها المؤسسة إذا قامت باستئجار الأصل بدلاً من شرائه.

كما يجدر أن نشير في هذا الصدد إلى أن القيمة المتبقية للأصل تؤدي إلى انخفاض تكلفة

استئجاره، وعليه تعطى معادلة حساب تكلفة التمويل التأجيري على النحو التالي:²

$$I_0 = \sum_{i=1}^n \frac{IT(1-T) + A_i \cdot T}{(1+KL)^i} + \frac{ZN}{(1+KL)^N}$$

¹فرد وستون، يوجين برجام: التمويل الإداري، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص 445.

² نفس المرجع الأنف الذكر، ص 445

حيث:

I_0 : تمثل قيمة الأصل المستأجر؛

L_t : تمثل قسط الإيجار النوعي؛

A_t : تمثل قسط الاهتلاك السنوي؛

T : تمثل معدل الضريبة؛

Z_n : تمثل القيمة المتبقية للأصل في نهاية السنة n ؛

K_L : تمثل معدل تكلفة التأجير.

2- تكاليف الأموال المقترضة قصيرة الأجل :

وتتمثل في تكلفة كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي كما سنوضحها فيما يلي:

أ- تكلفة الائتمان التجاري:

تعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه، فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل قد يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة، وهذا الأمر إذا طال أمره يفقد المؤسسة مركزها التنافسي بل ويخرجها من السوق،

فإذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملياتهم فإن تكلفة التمويل سوف تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة تستفيد بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم إذ ستخفض نتيجة استعادتها من الخصومات المالية الممنوحة

أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملياتهم فإن المؤسسة لن تستفيد من سداد قيمة الفواتير بعد فترة الخصم وستتحمل بالتالي تكلفة ضمنية في حال قيام منافسيها بالاستفادة من هذه الخصومات المالية.

وعلى العموم تحسب وفق الصيغة التالية:

$$K_{CF} = \frac{360}{P - P.C} * \frac{D\%}{1 - D\%}$$

حيث:

D%: نسبة الخصم النقدي.

P : فترة السماح.

P.C: فترة الائتمان.

ب-تكلفة الائتمان المصرفي

لا تقتصر تكلفة الائتمان المصرفي على سعر الفائدة المصرفي، والذي يمثل نسبة معينة من قيمة القرض، بل تتعداه لتشمل تكلفة إضافية ناتجة عن شروط الاقتراض ذاتها، وتصبح التكلفة الحقيقية للائتمان متمثلة في الفائدة المصرفية مضافا إليها التكلفة الإضافية، أي:

التكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي = سعر الفائدة المصرفي + تكلفة شروط الائتمان.

كما يمكن حساب تكلفة الائتمان المصرفي قصير الأجل وفق الصيغة التالية:¹

$$\text{سعر الفائدة الفعلي} = \frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\text{القيمة الحقيقية للقرض}}$$

وذلك على اعتبار أن قيمة الفوائد تدفع في الواقع على المبلغ الفعلي الذي تحصل عليه المؤسسة بعد تطبيق الشروط التي يفرضها البنك.

المطلب الثالث: تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال :

تعتبر التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال عن معدل العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة على استثماراتها للمحافظة على قيمة أسهمها أو هو المعيار الذي تستخدمه المؤسسة لتقييم الأداء المالي لديها.²

ولتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال يتعين إتباع الخطوات التالية:¹

¹ عدنان هاشم السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص 268.

² حمزة محمود الزبيدي: مرجع سبق ذكره، ص 731.

- تحديد مصادر التمويل المختلفة داخل الهيكل المالي؛
- تقدير تكلفة الأموال الخاصة بكل عنصر من عناصر التمويل المقترحة؛
- تحديد الوزن النسبي لقيمة كل مصدر من مصادر التمويل المقترحة، استناداً إلى المعادلة التالية:

$$\text{الوزن النسبي للمصدر (p)} = \frac{\text{قيمة أموال المصدر}}{\text{مجموع قيمة جميع المصادر}}$$

- تحدد تكلفة الأموال المرجحة الخاصة بكل مصدر من مصادر التمويل المقترحة استناداً إلى المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة لكل مصدر} \times \text{تكلفة المصدر (k)} = \text{الوزن النسبي للمصدر (p)}$$

- حساب متوسط تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان للهيكل المالي المقترح استناداً إلى المعادلة التالية:

$$\text{CMPC} = k_1P_1 + K_2P_2 + \dots + K_nP_n$$

- إذن، بعد التطرق إلى كيفية تقدير وحساب كل عنصر من عناصر التمويل وهي القروض بأشكالها المختلفة، الأسهم الممتازة والعادية والأرباح المحتجزة، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال تساوي:

$$\text{CMPC} = k_A \frac{A}{C_P + D} + K_{AS} \frac{AS}{C_P + D} + K_r \frac{R}{C_P + D} + K_D (1 - T) \frac{D}{C_P + D}$$

حيث:

Cp: قيمة إجمالي الأموال الخاصة.

D: قيمة إجمالي القروض.

A: قيمة الأسهم العادية في الهيكل المالي.

K_A: تكلفة الأسهم العادية.

A_S: قيمة الأسهم الممتازة في الهيكل المالي.

K_{AS}: تكلفة الأسهم الممتازة.

R: قيمة الأرباح المحتجزة.

¹ نفس المرجع، الأنف الذكر، ص731.

K_r : تكلفة الأرباح المحتجزة.

K : تكلفة الافتراض.

T : نسبة الضريبة على الأرباح.

وحتى تمتاز التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال بدرجة عالية من الوثوق والموضوعية فإن ذلك يعتمد على التقدير الجيد لتكاليف كل مصدر من مصادر التمويل، إضافة إلى القواعد التي تطبق في اختيار نظام الترخيص.¹

¹ Nathalie MORGUES ;**financement et cout du capital de l'entreprise** ;Economica ;Paris ;1993; p79

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل الذي تعرفنا على أهم النقاط المتعلقة بالهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل المالي الذي يترجم للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر المختلفة لتمويل أصولها، كما بينا مكونات الهيكل المالي والعوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اختيار أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة، وتتنوع مصادر التمويل بين مصادر طويلة الأجل قد تكون مملوكة أو مقترضة ومصادر قصيرة الأجل تتمثل في الخصوم الجارية، ولكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة التي يتعين على المؤسسة تقديرها وتحديدها بدقة لما لها من بالغ التأثير في حساب التكلفة الكلية للأموال التي تستخدمها في تمويل نشاطاتها واستثماراتها المختلفة، والتي بدورها تؤثر على قدرة المؤسسة في اتخاذ قرارات استثمارية صائبة، وفي قدرتها على توليد الأرباح الملائمة، وبالتالي فهي قد تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة كما سنتعرف عليه في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

قيمة المؤسسة ونظريات الهيكل المالي

تمهيد:

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات الاقتصادية، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى، لذا يعتبر تعظيم القيمة من بين الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمرارها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضحا ومباشرا وذلك لكونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بقيمة المؤسسة وأنواعها وكذلك جوانبها، ولتعظيم قيمتها لابد من توفر مؤشرات مختلفة وطرق التقييم الدالة على النمو وخلق القيمة، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل من خلال تقسيمه إلى بحثين

المبحث الأول:مدخل عام إلى قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني:النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: مدخل عام إلى قيمة المؤسسة

تنشأ الإدارة المالية من خلال اتخاذ مختلف القرارات المالية تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة باعتبارها أهم الأهداف التي يسعى ملاك المؤسسة من حملة الأسهم العادية لتحقيقها من استثمار أموالهم بهذه المؤسسة، وهذا من أجل المحافظة على استمراريته في السوق وبيان قوتها ، وللتعرف على قيمة المؤسسة سنتطرق إلى مفهومها في المطلب الأول وأنواعها في المطلب الثاني، وحصر أبرز العوامل المؤثرة عليها في المطلب الثالث.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة.

القيمة في الاقتصاد تعني قوة السلعة للسيطرة على السلع الأخرى في التبادل، فالقيمة ترتبط بالأشكال التي يتم فيها تبادل سلعة معينة من قبل الآخرين ولكي نحصل على القيمة فإن السلعة يجب ان تشمل على المنفعة ويجب أن تمتلك القوة لتلبية الحاجة ولكي يكون للسلعة قيمة يجب أن تمتلك خاصيتين أي أن تمتلك منافع محتملة وحيازتها يجب أن ترتبط بالكلفة.

هناك تعاريف عديدة لمفهوم القيمة إذ يتحدد مفهوم القيمة من خلال البحث في تحديد قيمة الأشياء، إن لمصطلح القيمة معاني مختلفة لدى المحاسبين ورجال الاقتصاد ومسؤولي الضرائب. أن القيمة تمثل في جوهرها مفهوم معنوي يتعلق بتحديد ما يستحقه الشيء، وذلك من حيث القدر أو مدى الأهمية، لذا فمنفعة الشيء أو قدرته الذاتية على الإشباع هي أساس قيمته.

كما أن القيمة هي عبارة عن العلاقة بين الأشياء وتقدر قيمة الأشياء بقدر ما يبذل فيها من ثمن أي من نقود كأداة وسيطة للحصول على الأشياء، كما أن قيمة الشيء تمثل قابلية ذلك الشيء على إرضاء رغبة لدى الإنسان من خلال فائدة ذلك الشيء وما بذل فيه من جهد معبرا عنه بالنقود.

فضلا على مفهوم القيمة التي تم توضيحه أنفا هناك مفاهيم أخرى لها تتمثل في الجوانب

الآتية:

أولاً- المفهوم اللغوي للقيمة (linguistic concept of value):

عرفت القيمة كما يلي: «تقاوموا الشيء: قدروا ثمنه، قيمة الشيء قدره أو قوم وقيم السلعة واستقامتها أي قدرها».¹

¹حسن الشريف ناظم ، سعود جايد مشكور العامري، المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعلمية في حساب قيمة الشركات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص5.

ثانيا - المفهوم الاقتصادي للقيمة (Economic concept of value):

احتلت القيمة أهمية كبيرة في الدراسات الاقتصادية حيث استخدم الإنسان النقود بوصفها أداة بسيطة للحصول على حاجاته بدلا من المقايضة، وبدأ الإنسان يتساءل عن مقدار النقود التي يحصل عليها مقابل السلعة التي يرغب في بيعها وما هو مقدار ما يطلب دفعه لشراء سلعة. وفي الفكر الاقتصادية هناك ثلاث نظريات لتحديد القيمة:¹

1- النظريات التي تنسب القيمة إلى العمل (Théorie Attributions to Works).

ومن هؤلاء المفكرين آدم سميت، وريكاردو وماركس وجميعهم نسبوا قيمة الشيء إلى كمية العمل التي بذلت في إنتاج ذلك الشيء. لقد اعترف ريكاردو أو آدم سميت بأهمية رأس المال، فالآلات وأنواع رأس المال الأخرى هي عمل مدخر واستعماله يساعد في خلق القيمة.

2- نظرية نفقة الإنتاج (Theory of Production expédition).

لا تعتمد هذه النظرية على العمل حصرا كأساس للقيمة وإنما تأخذ في الاعتبار العناصر المكونة لنفقة الإنتاج بما في ذلك الأرباح التي يستحقها الممول، كما أن قيمة الشيء يمكن أن تتغير بدون حدوث أي تغيرات في تكاليف الإنتاج، فقد تنخفض إذا ما انخفضت رغبة الأفراد على ذلك الشيء وقد تزداد القيمة إذا ما حدث العكس.

3- نظرية المنفعة النهائية (Theory of Final benefit) .

بموجب هذه النظرية تمثل المنفعة مصدر القيمة فضلا عن أهمية الندرة في قيمة الأشياء فقيم الأشياء ترتفع إذا كانت تلك الأشياء نادرة وتنخفض إذا ما كانت متوفرة ولكن ارتفاعها أو انخفاضها لا لعامل الندرة فحسب ولكن لتوفر المنفعة.

ثالثا - المفهوم المحاسبي للقيمة:

إن طبيعة النظرية المحاسبية تتطلب من المحاسبين التعرف على مفهوم القيمة، إذ أن مفاهيم القيمة التي تتعامل معها المحاسبة هي: قيمة السوق، قيمة الاستمرار، القيمة الجارية، قيمة التبادل، إضافة إلى قيمة التصفية، القيمة الحالية.

¹ حسن الشريف ناظم ، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص:5-6.

المطلب الثاني: أنواع قيمة المؤسسة

لقيمة المؤسسة أنواع عديدة يمكن أن نوجزها فيما يلي:

أولاً- القيمة السوقية و القيمة الاستثمارية:

تعرف القيمة السوقية أيضا بالقيمة العادلة وهي الأكثر شيوعا كتقدير للقيمة ويمكن تعريفها كما يلي: «المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم انتقال ملكية أصل من بائع راغب إلى مشتري راغب ويوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منها لأي نوع من الإكراه»¹، كما تعبر عن قيمة الأصل في السوق تحدد مثلا على أساس تقييم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للمؤسسة».

أما القيمة الاستثمارية فيمكن تعريفها على أنها: «قيمة المنافع المستقبلية الناتجة عن امتلاك أصل ما بالنسبة لمشتري معين، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما:²

* القيمة الإضافية التي يمكن أن تحقق خلال السنوات اللاحقة؛

* حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف الاقتصادية.

ثانيا- القيمة الدفترية:

وتعتبر مفهوما ضربيا و اقتصاديا وهي الأكثر تضليلا في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصا منها الاهتلاك المتراكم³، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه الكامل ولن تبقى له قيمة اقتصادية لأنه مستمر في الإنتاج ويولد مبيعات وأرباح مستمرة وتساوي القيمة الدفترية للمؤسسة إلى صافي حقوق المساهمين.⁴

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص14.

² المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

³ محمود المهدي غدير، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014، ص42.

⁴ المرجع نفسه، الصفحة نفسها.

ثالثا - قيمة الاقتناء وقيمة الإنتاج:

تتمثل قيمة الاقتناء للأصل في تكلفة الحصول عليه والتي يدرج بها في دفاتر المؤسسة لأول مرة وتشمل سعر الشراء وجميع المصاريف الملحقة، بالإضافة إلى المصاريف الضرورية لجعل الأصل في الحالة والوضع المرغوب فيه وقابلا للاستعمال بالإضافة إلى مصاريف التجريب أما قيمة إنتاج الأصل فتعبر عن جميع التكاليف المباشرة غير المباشرة (كالموارد الأولية واللوازم واليد العاملة... إلخ)، الضرورية التي ينبغي على المؤسسة تحملها لإنتاجه دون اللجوء لاقتنائه من الغير.¹

رابعا - القيمة المتبقية وقيمة التصفية

القيمة المتبقية هي قيمة الأصل بعد اهتلاكه كليا أو محاسبيا ولكن لا يزال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه والقيمة المتبقية تختلف عن القيمة الخردة التي يفترض أن الأصل لا فائدة من ورائه.²

أما قيمة التصفية: تعتبر ظرفا من خلاله يتم تحديد أو تقييم المؤسسة التي تمثل المبلغ الصافي الممكن تحقيقه إذا ما تم إنهاء أعمال المؤسسة، وهذا ببيع كل أصولها والوفاء بكل التزاماتها وهذه التصفية تكون إجبارية أو منظمة.³

خامسا - شهرة المحل و القيمة الحقيقية

شهرة المحل هي عبارة عن مجموعة الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس بدقة والتي تجذب الزبائن إلى مؤسسة معينة.⁴

أما القيمة الحقيقية تعبر عن المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية ومرافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية.

¹ بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المالية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011، ص42.

² محمد رزقي، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 208، ص41.

³ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص650.

⁴ السعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009، ص4.

سادسا- قيمة التصفية و قيمة المؤسسة المستمرة

تظهر قيمة التصفية عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها، فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة.¹

تعتبر قيمة المؤسسة المستمرة عن قيمة المؤسسة باعتبارها مستمرة النشاط وتعني وجود شهرة المحل أو قيمة معنوية بالإضافة لقيمة العناصر المالية.²

سابعا- قيمة المنفعة، قيمة الإحلال و قيمة التأمين:

تتمثل قيمة المنفعة في القيمة المعينة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعة.

وتتمثل القيمة الإحلالية للأصل في تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية لمنفعته أصل معين.³ أما قيمة التأمين فهي القيمة التي يتم تحديدها عن طريق تقرير خبرة، وتتجلى هذه القيمة عند تقسيم المؤسسات وذلك خلال عملية مراجعة التغطية التأمينية للمباني والمعدات.⁴

ثامنا- القيمة الجارية:

القيمة الجارية هي أساس للتقييم تنتج عن مراعاة التغيير في أسعار الأصول (التغيرات للأسعار) وهناك مفاهيم أساسية للقيمة الجارية.⁵

1- سعر الدخول الجاري:

يسمى أيضا تكلفة الاستبدال وتمثل المبلغ النقدي أو ما يعادله والذي يتعين دفعه للحصول على أصل مماثل أو مكافئ لأصل موجود وقد استخدمت تفسيرات جديدة لها:

أ- قيمة استبدال الأصول المستخدمة:

وهي المبلغ اللازم للحصول على أصل مماثل له لنفس العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، غير أن هذا المفهوم غير عملي لنقص أسواق منظمة لهذا النوع من الأصول الموجودة.

¹ بلخير بكاري، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر، 2009-2010، ص14.

² علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي رباح، ورقلة، 2009، ص4.

³ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص11.

⁴ بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص116.

⁵ بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص43.

ب- تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة:

وهي المبلغ المطلوب من أجل إعادة إنتاج أصل مماثل للأصول الموجودة.

ج- تكلفة الأصول الجديدة:

التي تعبر عن استبدال القدرة الإنتاجية للأصل لتعكس التغير التكنولوجي.

2- سعر الخروج الجاري:

يسمى أيضا صافي القيمة البيعية، وتمثل مبلغ النقدية أو ما في حكمها الذي يمكن الحصول عليه حاليا إذا تم بيع الأصل في السوق بعد طرح المصاريف اللازمة لإتمام عملية البيع، ويعتمد في هذه الطريقة على تقسيم الأصول بقيمتها البيعية الصافية إذا لم يمكن تقديرها بشكل مباشر بالاعتماد على أسعار السوق يتم التعديل باستخدام الأرقام القياسية الخاصة أو الخبرة المهنية في التقدير.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

هناك العديد من الباحثين يرون أن قيمة المؤسسة تعرف من خلال التكلفة الإجمالية للملكية (Cost of property) وحقوق الملكية التابعة لها (Propertyrights) وبالتالي القيمة هي المؤشر الأكثر شمولاً على كفاءة العمل في المؤسسة بما في ذلك الحالة المالية والمخاطر الحالية ومدى تطورها وهي تتغير بسبب العديد من العوامل أهمها:

أولاً- أدوات السياسة المالية وقيمة المؤسسة:

يمكن عرض أهم أدوات السياسة المالية التي يمكن أن تؤثر على قيمة المؤسسة فيما يلي:

1- الإنفاق الحكومي:

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو منظمة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع ومنه زيادة الطلب على أسهم الشركات الناشطة في ذلك القطاع أي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

2- الضرائب:

الضرائب المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، وكذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو أما أثر الضرائب على دخل الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل للتصرف فيه مما يخفض الطلب على

السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، ففي أي مرحلة سواء كانت حالة ركود أو كساد في النشاط الاقتصادي ينخفض الطلب الإجمالي على السلع والخدمات ويتراجع الاستثمار، نتيجة لذلك تتجه السلطات المعينة بإتباع سياسة توسعية عن طريق خفض معدلات الضرائب مما يؤدي إلى زيادة قيمتها والعكس كما في حالة زيادة معدلات الضرائب.

كما قد يؤدي تخفيض معدل الضريبة على دخل الفرد إلى زيادة دخله ومن ثم زيادة الاستهلاك وبالتالي زيادة الطلب على منتجات المؤسسة وهذا يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة، هذا عن الضرائب المباشرة، أما بالنسبة للضرائب غير المباشرة فعلى الرغم أنها لا تمثل عبئا على المؤسسة إلا أنها لها أثر كبير على قيمة المؤسسة سواء بطريقة مباشرة عن طريق الأثر السلبي الذي قد تتركه على خزينة المؤسسة أو بطريقة غير مباشرة عن طريق التأثير على أسعار منتجات المؤسسة.

تفرض الضريبة على دخل المؤسسة بعد خصم فوائد الدين ونتيجة لهذا الإجراء المحاسبي لمعالجة الفائدة باعتبارها مصروفا فإنها تضمن ما يعرف بالوفر الضريبي وهذا ماله من تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة.

3- سعر الصرف:

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة وانفتاح الأسواق العالمية خصوصا في ظل منظمة التجارة العالمية أهمية بالغة بسبب خاصية حرية انتقال رؤوس الموال، حيث زادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية، فسر الصرف يشكل خطرا في المؤسسات عموما وخصوصا التي تعمل في مجال الاستيراد والتصدير، فالمسير وجب عليه تسيير هذا الخطر بجميع التقنيات والطرق المتاحة، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية وعقود الخيارات لمواجهة التهديدات التي تترتب ببقاء المؤسسة في حالة نشاط، فإذا كانت هذه التغطية فعالة هذا ما يسمح برفع قيمة المؤسسة السوقية وهذا عن طريق تجنب الخسائر من جهة أو مضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى.¹

ثانيا- كفاءة سوق الأوراق المالية وقيمة المؤسسة:

يقصد بالسوق الكفاء تلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، فيما تعلق هذه المعلومات بالقوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل

¹ علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص46.

الإعلام، أو السجل التجاري لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو في تحليلات تخص آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على قيمة السهم، وبالتالي وفي ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي يتولد عنها عائد كاف لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من المخاطر.¹

أو بتعبير آخر تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناتجة عن امتلاكه خصوصا بمعدل عائد على الاستثمار كاف لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شرائه وأي سعر السهم في السوق الكفاء يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

إنّ تفسير اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة من أهم وأصعب المسائل التي تواجهها، لذا حظي هذا الموضوع باهتمام الكثير من الباحثين مما نتج عنه ظهور العديد من النظريات، حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، والذي يقصد به مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون وبالشكل الذي يؤدي إلى تدني تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا ما سنتعرف عليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: النظريات المفسرة في حالة كمال السوق

في هذا المطلب سنتطرق لمختلف النظريات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق والمتمثلة في: نظرية صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات، النموذج التقليدي، نموذج مودكلياني وميلار في ظل الضريبة وتكلفة الإفلاس.

أولا - نظرية صافي الربح:

ويرتكز مفهوم مدخل صافي الربح NI على أن المؤسسة وعن طريق القروض، الرفع المالي لها إمكانية رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ويستند تحليل مدخل صافي الربح

¹ عصمت مجد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص135.

NI إلى القروض التي اعتمد عليها المدخل التقليدي إلى جانب بعض القروض الأخرى والتي نذكر منها ما يلي:¹

- إن استخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة لن يغير الخطر بالنسبة للمساهمين ولذلك تبقى كل من كلفة إصدار الأسهم الجديدة K_e ومعدل الفائدة الفعلي K_D ثابتة مع التغير في درجة الرفع المالي، وذلك وفق العلاقة التالية:

$$K_D = R/D$$

حيث أن: R: قيمة الفوائد

D: قيمة القروض

$$K_e = lp + g$$

حيث أن: L: هي نصيب الأسهم من الأرباح المحققة

E: نصيب السهم من الأرباح الموزعة

P: القيمة السوقية للسهم

G: معدل نمو الأرباح ($G = 0$)

تحت فرضية ($G = 0; E = L$) تصبح العلاقة كما يلي

$$K_e = E/P$$

تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة أموال الملكية $K_e > K_D$

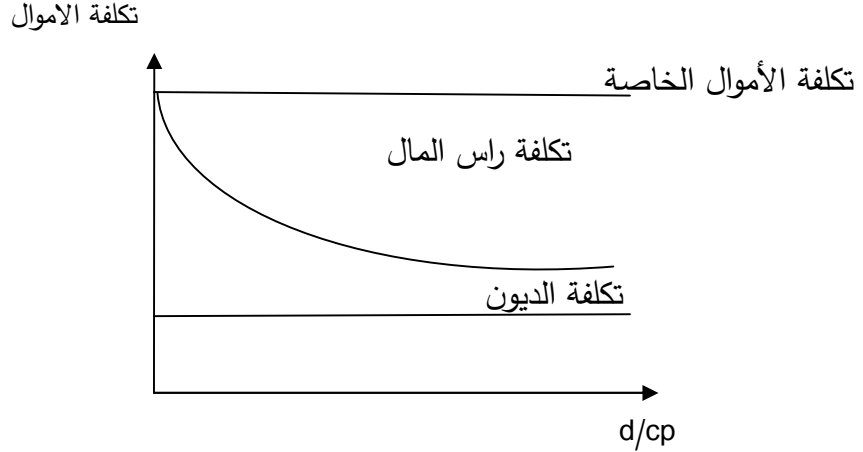
من خلال الفروض السالفة الذكر نستخلص أن الاستخدام المتزايد للقروض يخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، وعليه يرفع من القيمة السوقية الكلية للمؤسسة من خلال ارتفاع قيمة السهم.

لإيجاد الهيكل المالي الأمثل لهذه المؤسسة وفقا لمدخل الدخل الصافي نقوم بفرض عدة مستويات للاقتراض، مستوى الافتراض الذي يحقق أدنى تكلفة كلية للأموال وأعظم قيمة سوقية للمؤسسة، هو الذي يمثل مستوى الاستدانة الأمثل وعلى أساسه يحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة،

¹ شعبان مجد، نحو إختيار هيكل أمثل للمؤسسة، مذكرة لنيل الماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009 - 2010، ص 53-54.

والشكل الموالي يوضح العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي.

الشكل رقم (02): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي.



المصدر: زغود تبر " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية "، مذكرة ماجستير في علوم التسيير - مالية المؤسسة - ، جامعة ورقلة، الجزائر، 2008، 2009، ص56.

ثانيا : مدخل صافي ربح العمليات:

يؤكد مؤيدو نظرية صافي الربح العمليات في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في كلفة الأموال المرجحة، ولا في القيمة السوقية للمؤسسة، وسوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة¹.

ويقوم مدخل صافي ربح العمليات على بعض الفروض الإضافية وهي كالآتي:²

- 1- تكلفة أموال الاقتراض K_d ثابتة؛
- 2- تكلفة أموال الملكية K_e متغيرة، استجابة للتغيير في درجة المخاطرة لحملة الأسهم الناتج بدوره على استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة؛
- 3- أهمية التفريق بين أموال الملكية والقروض، لأن تقييم السوق للمؤسسة يأتي ككل متكامل؛
- 4- نفرض أن التكلفة الكلية للأموال تتعلق فقط بعنصر خطر الأعمال فإذا فرضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت التكلفة الكلية للأموال K_0 ثابتة.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، عمان، 2009، ص769.

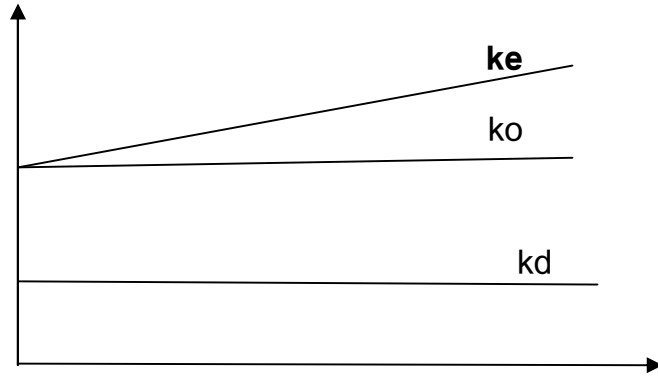
² شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 53-54.

5- تكلفة أموال الملكية K_e أكبر من تكلفة أموال الاستدانة K_d .

انطلاقاً من الفروض التي يقوم عليها مدخل صافي ربح العمليات، نستنتج أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة K_0 ، نتيجة لثبات تكلفة أموال الاقتراض، وتغيير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع ازدياد حضور الاستدانة في الهيكل المالي، نتيجة لارتفاع المخاطر التي تدفع المساهمين بالمطالبة بزيادة العائد المطلوب وعليه فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الاقتراض سوف يعوضها الارتفاع في تكلفة أموال الملكية، مما يجعل التكلفة الكلية للأموال ثابتة دون تغيير مهما تغيرت تركيبة الهيكل المالي.

الشكل رقم (03): أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال و على تكلفة أموال الملكية

التكلفة الكلية للأموال



نسبة الاقتراض إلى أموال الملكية

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال المصادر التمويل، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 185.

ثالثاً: المدخل التقليدي:¹ على عكس مدخل صافي ربح العمليات، يفترض المدخل التقليدي

TRADITION APPOCH وجود هيكل مالي مثالي، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها

تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (ملاك ودائنون)

يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، وذلك حسب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون

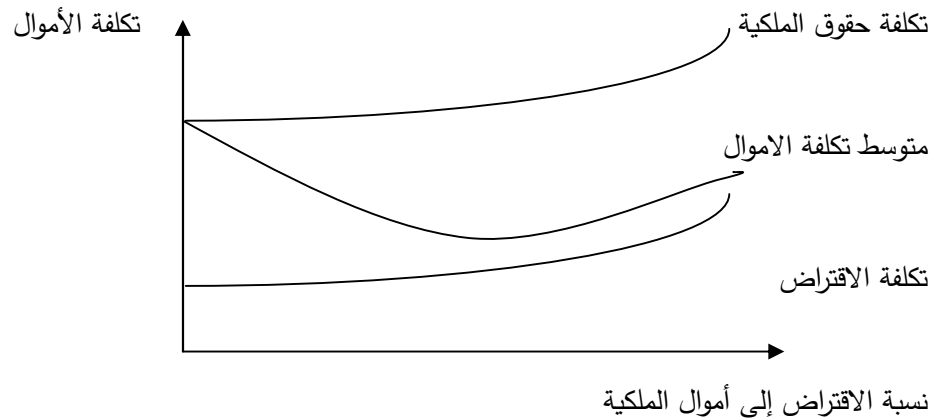
الحصول عليه إذا كانت نسبة الاقتراض ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق

الملكية، فكيف تتحدد نسبة الاقتراض ؟

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 631 - 632.

إن الفكرة التي يقوم عليها المدخل التقليدي تشير ضمناً إلى أن تكلفة الأموال تتخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين، بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع ويطلق على نسبة الاقتراض التي تتحول عندها اتجاه الأموال بنسبة الاقتراض المثالية. ولكن كيف يمكن تفسير سلوك تكلفة الأموال على النحو المشار إليه ولكي نجيب على هذا السؤال قمنا بتصوير فكرة المدخل التقليدي في شكل بياني وهذا ما يلقي الضوء على العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، وهو ما يوضحه الشكل. حيث يشير الشكل إلى أن تكلفة الأموال تتخفض مع زيادة نسبة الاقتراض، إلى أن تصل النسبة إلى النقطة (م)، بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع وتفسير ذلك أن الاقتراض على الرغم من أن تكلفة ترتفع تدريجياً، إلا أنها تظل مصدراً أقل تكلفة من الأسهم العائدة ومن كم فإن زيادة الاعتماد عليه يساهم في تخفيض تكلفة الأموال.

الشكل رقم (04): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)



المصدر: منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره، ص185.

المطلب الثاني: النظريات المفسرة في حالة عدم كمال السوق

في هذا المطلب سنتطرق لمختلف النظريات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق والمتمثلة في: نظرية موديكلياني وميلر في حالة وجود الضريبة على دخل المؤسسة، نظرية تكلفة الإفلاس، نظرية تكلفة الوكالة.

أولاً: نظرية موديكلياني وميلر في حالة وجود الضريبة على دخل المؤسسة:

تم تعديل النموذج الأول لموديكلياني وميلر في 1963 والذي اهتم بدراسة الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب، حيث تم إدراج التأثير الضريبي في التحليل من خلال المقال الذي نشر سنة

1963 وتوصل فيه الباحثان إلى أن استخدام القروض في ظل وجود ضرائب على المؤسسات يترك أثر إيجابيا على القيمة السوقية للمؤسسة¹.

إن افتراض وجود ضريبة على أرباح الشركات وهو واقع معظم الاقتصاديات في العالم سيسمح بتفضيل القروض كمصدر للتمويل لأن الفوائد المدفوعة للدائنين تطرح من الأرباح قبل الضريبة، على عكس التوزيعات التي لا تطرح من الأرباح قبل الضريبة فالمساهمون يحصلون على عوائدهم بعد تسديد الضريبة²، وتسمح هذه الضرائب المفروضة على أرباح الشركات بتحقيق وفورات ضريبة تقدر قيمتها بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، وعليه في حالة خضوع المؤسسات للضريبة على الأرباح فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض والأموال الخاصة، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض³.

ويمكن التعبير عن النظرية بالمعادلة التالية⁴:

$$V = V^* + T.D$$

حيث: V: القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

V*: قيمة مؤسسة غير مقترضة

D: قيمة القرض

T: معدل الضريبة

أما القيمة (T.D) فتمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية، والتي تحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$VAFE = \frac{D \times Ka \times T}{Kd} = D - T$$

والملاحظ أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض في التمويل طالما كان دخل المؤسسة موجبا، وإذا كان الأمر كذلك فالهيكل المالي المثالي هو ذلك الذي تكون

¹Modigliani , F , and Miller , M ,H, **Correlate Income Taxes and the cost of capital correction**, American economic Review, vol.53.No.3.1963.pp 443-443

² Michel Albouy , **Financement et cout du capital des entprries**, 2^{ème} édition , Eyrolles ;paris , 1994 , p20.

³MonderBellala, **FinanceModerned'entreprise** , 2^{ème} édition , economica, paris, 2003 ,p 62.

⁴Farber,A and al , **finance**; pearson education, Paris, 2004, p198.

عنده نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن أي نسبة 100% بشرط أن تحقق المؤسسة أرباحا ولا تستفيد من إعفاءات ضريبية.

كما يرى موديكليانيو ملير أن هناك علاقة إيجابية بين التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ونسبة الرفع المالي، ويرى أيضا أن تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة المقترضة ينبغي أن تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مقترضة، وتكلفة الاقتراض يفترض الباحثان أنها ثابتة لكافة المؤسسات كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة ونسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة.¹

وتلخص هذه المعادلة أبعاد هذه النظرية²:

$$k = k * + (k * - kd)(1 - T) \cdot \frac{D}{S}$$

حيث: $k *$ تمثلتلكفة الأموال لمؤسسة غير مقترضة.

ثانيا: نظرية تكلفة الإفلاس:

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى المخاطر المالية بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فوائد القروض أو كليهما في تواريخ الاستحقاق ويترتب على الإفلاس الذي تتعرض له المؤسسات تحمل هذه الأخيرة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، جزء من تلك التكاليف مباشرة وهي المصاريف الإدارية والقانونية بالإضافة إلى الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، والجزء الآخر تكاليف غير مباشرة تتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.³

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص349.

²MonderBellala, op.cit. p64.

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص401.

ولهذا يجب أن تأخذ تكاليف الإفلاس المباشرة وغير المباشرة في الحسبان ويضيف (Brighon dal) أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها كلما زادت نسبة الأموال المقرضة.¹

ولكي يتجنب المقرض مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها للمؤسسة ما يعني أن الاقتراض في القيمة السوقية للمؤسسة للسندات قد يتم تغطيته كليا أو جزئيا من خلال المعدل المرتفع لسعر الفائدة.²

ومن هنا يدرك الدائنون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل لذا فإنهم (المقرضون) يقومون بنقل تكاليف الإفلاس إلى الملاك تحسبا لوقوعه وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس.³

إن قيام الدائنين بنقل تكلفة الإفلاس إلى الملاك يعني أنهم أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس لذلك يطالبون بمعدل أعلى استثماراتهم لتعويضهم عنها، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الاقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة الموال المرجحة مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

وعليه يترتب على زيادة نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة أثرين متضادين على تكلفة الأموال، فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليه تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفورات الضريبية كما يترتب عليها ظهور مخاطر الإفلاس وما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس المترتبة على قرار الاقتراض.

أما فيما يخص قيمة المؤسسة فإنها في المرحلة الأولى ترتفع كنتيجة للزيادة في مستوى المديونية بما يحقق للمؤسسة وفورات ضريبية لكن مع زيادة مخاطر الإفلاس بسبب ارتفاع مستوى الرفع المالي إلى حد معين يترتب على ذلك إلغاء تكاليف الإفلاس للميزة الجبائية للديون.

¹ فرد ويستون، يوحين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 324 - 325.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، 2004، ص 814.

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 401.

بعد ذلك إذا استمرت المؤسسة في زيادة نسبة الرفع المالي فستتفوق تكاليف الإفلاس قيمة الوفورات الضريبية، وعليه فكلما زادت نسبة القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة¹، وبالتالي تصبح القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مطروحا منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.²

وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$V = V * VAFE - VACF$$

ونحصل على نسبة الاقتراض المثلى عندما تتساوى القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.³

ثالثا: نظرية تكلفة الوكالة:

قد ينص في عقد القرض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ الإدارة لبعض القرارات التي تكون لها أثر على مصالحهم، مثل قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات الأرباح، وقرارات رفع مرتبات المديرين وما شابه ذلك وعادة ما ينص عقد القرض على إعطاء الحق للدائنين في المطالبة فورا بقيمة القرض إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الاقتراض والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى الدائنين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها.⁴

ويمكن تعريف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تتجز عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذي لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة.⁵

وتشير كتابات الإدارة إلى مصدرين أساسيين لتكلفة الوكالة، ينشأ المصدر الأول نتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين، أما المصدر الثاني فينشأ نتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حاملي السندات أو الدائنين.⁶

¹ Samira Rafiki et Abdessadek Sodaa "la Structure Financière de la Firme. A -t- elle une influence sur valeur ?" problème économique Revue de Financier, n^o2728, 2001, p p 26-27.

² Michel Albouy, op, cit, p21.

³ Farber, A and al, op, cit. p202.

⁴ منير إبراهيم هيذي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 254 - 255.

⁵ Jean Mairie Grognon et Nabil Khouri, Trate de gestion Financier, 2^{eme} édition, Québec, 1981, p p340-349

⁶ Zvi Bodie ; Robert Merton, Finance , Pearson éducation, Paris, 2001, p349.

وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن الدائنين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يفرضونها، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. ويعد تصرف الدائنين على هذا النحو مقبولاً على أساس أن الإدارة تسعى في المقام الأول لخدمة مصالح الملاك وليس مصلحة الدائنين، ففي نظرية المؤسسة التي قدمها (GértenMecklig) سنة 1976، يتوقع أن يؤدي الاقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تنطوي على قدر كبير من المخاطر مما قد يكون له أثراً إيجابياً على ثروة الملاك وأثراً عكسياً على ثروة الدائنين الحاليين، فإذا قامت الإدارة بالتخطيط لتنفيذ اقتراحات استثمارية تنطوي على مخاطر تفوق مخاطر الاستثمارات القائمة، ثم حاولت تمويل ذلك الاقتراح من خلال إصدار سندات فإن محاولتها قد تبوء بالفشل ما لم تحمل تلك السندات معدلات فائدة أعلى من سابقتها وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع هبوط القيمة السوقية للسندات القائمة مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى.¹

وإذا تم تنفيذ الاقتراح المذكور وأسفر عن أرباح غير عادية فإن المستفيد الوحيد هم الملاك طالما أن نصيب الدائنين محدد سلفاً بنسبة الفوائد، أما إذا فشل تنفيذ الاقتراح وأدى ذلك إلى تصفية المؤسسة فإن جانبا من الخسائر الناجمة عن ذلك قد يتكبده الدائنون الجدد والقدامى على حد سواء، غير أن شرط التعاقد الذي يعطي للدائنين الحق في وضع قيود على قرارات الإدارة لن يقتصر تكلفته (تكلفة الوكالة) على المصاريف الإدارية والقانونية بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود.

إن ظهور الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثلى للاقتراض التي في ظلها تعظم القيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تصبح القيمة السوقية للمؤسسة مقترضة مساوية للقيمة السوقية غير مقترضة مضافاً إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية وتطرح منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة.

وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$V = V * + VAFE - VACF - VACA$$

حيث: $VACA$: تمثل القيمة الحالية لتكلفة الوكالة

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 257.

وكما هو الحال بشأن تكلفة الإفلاس تنخفض قيمة المؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة وتصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى قيمة لها عندما تتعادل كل من القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع القيمة الحالية لكل من تكلفة الإفلاس والوكالة

ويضيف (B.RighomGaponki) أنه وإن كانت نظرية العلاقة التوازنية لمويدكلياني وميلر لا تزودنا بتحديد كمي للهيكل المالي الأمثل إلا أنها تزودنا بثلاث مؤشرات تضمن سلامة اتخاذ القرار بشأن الهيكل المالي وتتمثل فيما يلي:

- المؤسسة التي تتعرض لمستوى عالي من مخاطر الأعمال ينبغي أن تنخفض فيها نسبة الأموال المقترضة، فالتقلب الكبير في العائد يحمل في طياته احتمالا أكبر لتعرض المقترض لخطر الإفلاس لهذا يجب أن نتوقف هذه المؤسسة عن الاقتراض قبل أن تصل إلى النقطة التي تتعادل فيها قيمة الوفورات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة.
- المؤسسات التي تستخدم أصولا ملموسة في عملياتها وتلك التي تصل إلى استخدام تركيبات إنتاجية نمطية يمكنها التوسع في الاقتراض بدرجة أكبر مقارنة بالمؤسسات التي تعتمد على أصول غير ملموسة كشهرة المحل أو تعتمد على تركيبات إنتاجية أقل يعود هذا إلى أن إفلاس المؤسسات من النوع الثاني عادة ما تنتهي بحصيلة ضئيلة من أموال التصفية وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الإفلاس والوكالة وبالمقابل تخفيض نسبة الاقتراض المثالية.
- المؤسسات التي تتمتع بمستوى عالي من الربحية وتخضع بالتالي لشريحة ضريبية مرتفعة يكون من صالحها التوسع في الاقتراض مقارنة بمؤسسة مماثلة تخضع لشريحة ضريبية منخفضة، أما السبب فيرجع إلى أن الخضوع لشريحة ضريبية مرتفعة يعني ارتفاع حجم الوفورات الضريبية وهو ما يكفي لتغطية مستوى عال من تكلفة الإفلاس.

المطلب الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الحديثة

في هذا المطلب سنتطرق لمختلف النظريات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق والمتمثلة في: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، نظرية الإشارة.

أولا: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

أجرى (Donaldson 1961) دراسة ميدانية حول الكيفية التي ترتب على أساسها المؤسسات مصادر تمويلها وخرج بنظرية لترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات أسماها

(heoryhecking) طورت بعدها من طرف (Myer- Majluf 1984 ; 1984 Myers) كما أن لكل مصدر تمويل مزاياه وسلبياته فإن هذا يسمح للمؤسسة بالمفاضلة في اختيار مصدر التمويل المناسب هذه المفاضلة تؤكد على أن المؤسسات تتبع طرق سلمية في اختيار مصادر تمويلها وتتخلص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي.
- تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.
- تتبع المؤسسات سياسة ثابتة بشأن التوزيعات بمعنى أنها تتجنب أي تغيرات مفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على التخفيض في قيمة التوزيعات، وإذا ما أخذنا في الحسبان احتمال حدوث تقلب في الأرباح وفي الفرص الاستثمارية المتاحة فإن ثبات سياسة التوزيعات يعني أن الأرباح المحتجزة إضافة إلى مخصصات الاهتلاك قد تزيد أو تقل عن الاحتياجات الاستثمارية، وفي حالة وجود فائض يمكن أن يوجه لسداد جزء من ديون المؤسسة أو يوجه للاستثمار في أوراق مالية سهلة للتسويق، أما في حالة حدوث عجز في حجم الموارد اللازمة لتمويل استثمارات يصعب تأجيلها حينئذ تتجه المؤسسات لاستخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح أي أموال الخزينة أو تتصرف بالبيع في جزء من الأوراق المالية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياطات المالية حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الاقتراض بإصدار سندات أو الاقتراض من المؤسسات النقدية، يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار أوراق مالية هجينة، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

ونلاحظ أن المؤسسات تتبع سلمية في التمويل تتطابق مع سلمية المخاطر، حيث تعتمد على الأرباح المحتجزة وهي الأقل مخاطر بالمقارنة مع مصادر التمويل الأخرى، تأتي بعد ذلك القروض المضمونة وبعدها القروض غير المضمونة، وإذا لم تحصل المؤسسة على ما يلزمها من تمويل فإنها تلجأ إلى الأوراق المالية الهجينة وهي أكثر مخاطر من القروض وأقل من الأسهم العادية وتأتي هذه الأخيرة في المرتبة الأخيرة من حيث أفضلية التمويل نظراً لارتفاع مخاطرها.¹

بالإضافة إلى هذا يرجع الترتيب السلمي في مصادر التمويل إلى أن المؤسسة تحاول تخفيض مجهوداتها في الحصول على التمويل، لهذا جاء التمويل الذاتي في المرتبة الأولى، كذلك رغبة

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 257.

المؤسسة في خفض تكاليف الوساطة والعمليات لهذا جاءت عملية إصدار الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة والتي عادة ما تكون تكاليف عمليات كبيرة.¹

كما يمكن الخروج بنتيجة أساسية أخرى من خلال هذه النظرية وهي أن إصدار المؤسسات للأوراق المالية تفسر كإشارة للسوق الحالي حول الحالة المالية للمؤسسة لذلك فعملية إصدار أسهم عادية جديدة تفسر على أن قيمة هذه الأسهم مغالٍ فيها، والمؤسسة تسعى إلى استغلال المستثمرين المحتملين لخدمة الملاك القدامى في ظل عدم تماثل المعلومات تعتبر إشارة سلبية للسوق المالي على عكس إصدار السندات الذي يعطي صورة على أن المؤسسة قادرة على تسديد الأعباء المالية الإضافية الناتجة عن الاقتراض مما يعطي إشارة جيدة للسوق المالي حول الحصة المالية للمؤسسة وهذا ما يفسر الترتيب السلمي في التمويل.²

ثانيا: نظرية الإشارة:

ترتكز هذه النظرية على عدم تماثل للمعلومات وينشأ هذا الأخير عن نقطتين أساسيتين: أولا أن نفس المعلومات لا يتم تقاسمها بين الجميع ذلك أن إدارة المؤسسة تمتلك معلومات لا يمتلكها المستثمرون، والنقطة الثانية حتى إن تم اقتسام المعلومات بين الجميع فإن نفس المعلومات لا يتم تفسيرها بنفس الطريقة بين جميع الأطراف.

إذن فمن غير المعقول أن نظن أن المعلومات الموجودة لدى الإدارة موجودة لدى المستثمرين بمعنى أنها متماثلة كما جاء في مفهوم السوق الكامل ولكن العكس تماما فعدم تماثل المعلومات هي القاعدة العامة.

وعليه تلجا إدارة المؤسسة إلى إصدار إشارات مالية تعطي للمستثمرين تصور بأن التدفقات النقدية ستكون أحسن وأن المخاطر ستكون أقل مما يسمح بتوقع تحقيق أرباح رأسمالية، فالمستثمر دائم البحث عن إشارات مالية تسمح له باللجوء مردودية أكبر أو مخاطر أقل.³

من بين الإشارات المالية التي يمكن أن تصدرها الإدارة نجد السياسة التمويلية وسياسة التوزيعات يرى (Ross 1983) أنه من الواضح أن أي تغيير في السياسة التمويلية للمؤسسة سيعود إلى تغيير في اقتسام الأرباح التي تحققها المؤسسة إشارة للسوق المالي، وبما أن زيادة الاقتراض يرفع

¹ Pierre VERNIMMEN, *Finance d'Entreprise*, 5^{ème} édition, Dalloz, paris, 2002, p683

² Aswath DAMODARAN, *Finance d'entreprise ; théorie et pratique*, 2^{ème} édition ; De boeck ; Bruxelles ; 2004, p p 348-349.

³ Pierre VERNIMMEN, *op. cit* ; p p601- 680.

من تكلفة الأموال الخاصة بزيادته تعطي إشارة للسوق المالي على أن الوضعية المالية للمؤسسة جيدة، وأنها قادرة على دفع الأعباء المالية الإضافية مما يسمح للإدارة بالحصول على مكافآت.¹

وعلى هذا النقيض من الافتراض فإن إصدار أسهم عادية جديدة يعتبر إشارة سلبية للسوق المالي عادة ما تؤدي إلى انخفاض قيمه الأسهم المتداولة في البورصة ، وتشير الدراسات إلى أن هذا الانخفاض يصل في المتوسط إلى 3 من القيمة السوقية لأسهم المؤسسة وفي المقابل التمويل الذاتي أو الاقتراض بقروض مضمونة لن يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة في حين الاقتراض بواسطة قروض غير مضمونة يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة.²

كما أن بيع أي مسير لحصته من أسهم المؤسسة تميل إلى بيئة للسوق المالي، هذه الإشارة تفسر بوجود معلومات داخل المؤسسة على أن التدفقات النقدية المستقبلية تحمل مخاطر أكبر، مما ينبئ بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة والعكس صحيح.

وبالتالي فتخلي المساهمين الحاليين عن أسهمهم يشير إلى توقع هؤلاء في انخفاض قيمة هذه الأسهم، وهنا نفهم كذلك لماذا يقوم المسكرون في الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة بإشهار سنوي لما يمتلكونه من أسهم، فهذا الإشهار يمنح إشارة للسوق المالي بالتنبؤ بالوضعية المستقبلية للمؤسسة.³

ولم تمنح هذه النظرية طريقة علمية تمكن من تحديد نسبة الاقتراض المثلى، ولكن يرى (Ross, 1983) أن قيمة المؤسسة ترتفع مع كل زيادة في الرفع المالي غير أن وجود تكلفة الإفلاس تخفض من نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

¹Monder BELLALA, *op.cit.* p93- 94.

²Ibid, p94.

³Pierre VERNIMMEN, *op, cit.* p682.

خلاصة الفصل الثاني:

خلصنا في هذا الفصل إلى أنه لقيمة المؤسسة قيما عديدة منها القيمة الاستثمارية، القيمة الدفترية، القيمة الإنتاجية، القيمة السوقية... الخ.

وتعد القيمة السوقية الأكثر شيوعا فهي تعبر عن جوهر الشيء وعندما تتم عملية التبادل فإنها تصبح مجسدة في السعر

ولقد تباينت النظريات التي تناولت تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة فيما بينها، فبينما يرى بعض المفكرين ومنهم مفكرو المدخل التقليدي بوجود هيكل تمويل أمثل لرفع قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى بتدنيه التكاليف الكلية للأموال الناتجة عن الرفع المالي، (أي اللجوء للاقتراض)، يرى البعض الآخر عدم وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة ، إذ نجد أنّ (M-M) في ظل كمال السوق توصلا إلى أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلان تماما عن كل التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي، أي عدم وجود هيكل مالي أمثل.

وقد قدّم بعد ذلك العديد من العلماء إسقاط فرضية أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي أصبح هناك احتمال لظهور تكلفة الإفلاس كأثر مصاحب للاستدانة، وتكلفة الوكالة، وفي ظلّ هذين النوعين من التكاليف فقد يكون هناك هيكلًا ماليًا أمثلًا يرفع من قيمة المؤسسة.

إنّ تباين آراء المفكرين يقودنا لمحاولة اكتشاف أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة من خلال إجراء دراسة تطبيقية نستعرضها في الفصل الموالي.

الفصل الثالث:

أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة الأوراسي

خلال الفترة 2011-2021

تمهيد

تطرقنا في الفصلين الأول والثاني إلى مفاهيم عامة حول الهيكل المالي وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة وكذا النظريات التي فسرت هذه العلاقة.

سنقوم في هذا الفصل بإسقاط هذه المفاهيم في الجانب التطبيقي من خلال دراسة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة الممتدة بين 2011 إلى 2021. وبالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة للهيكل المالي وقيمة المؤسسة

وفي ها الإطار قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين: مبحث أول تمّ فيه التعريف بمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ونبذة تاريخية عنه إضافة إلى الهيكل التنظيمي له، ومبحث ثاني تمّ تخصيصه للدراسة التحليلية لمختلف متغيرات الدراسة، وعرض النتائج المتوصل إليها.

المبحث الأول: التعريف بمؤسسة الأوراسي

سنقوم في هذا المبحث بالتعرف على مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي من خلال إعطاء نبذة تاريخية عنها، وإبراز مختلف الفروع التابعة لها وأخيرا تقديم هيكلها التنظيمي

المطلب الأول: نبذة تاريخية لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة و الفندقية (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة و الفندقية (ALTOUR)

حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983. في ذلك العام، وضمن إطار عملية إعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) بموجب المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أبريل 1983. وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

لكن، وتماشياً مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

وتسعى مؤسسة تسيير فندق الأوراسي إلى المضي قدما نحو رفع مردودية خدماتها وتحسين صورتها التجارية ، في حين قدر رأسمالها ب 1500000000 دج تمثل 6000000 سهم بقيمة اسمية 250 دج/للسهم الواحد وبعدهد مساهمين يقدر ب 9590 مساهم.

المطلب الثاني: فروع مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

تضم مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي كلا من الفنادق التالية:

أولا-فندق الأوراسي:

فندق جزائري من فئة 5 نجوم ويقع وسط الجزائر العاصمة على بعد 15 كم من مطار هواري بومدين الدولي. افتتح فندق الأوراسي أبوابه للزبائن في 2 يونيو 1975. ويمثل جزء من تراث المؤسسات الوطنية سوناتور والتور والديوان الوطني للمؤتمرات والمحاضرات.

في سنة 1983 و في إطار إعادة الهيكلة، عين فندق الأوراسي كمؤسسة اشتراكية، وفي 12 فبراير 1991 إثر تغيير نظامه الأساسي أصبح مؤسسة اقتصادية عمومية ذات أسهم يبلغ رأس مالها 40 مليون دينار جزائري. وقد ارتفع اليوم رأس المال إلى 1.500.000.00 دج.

أهم الأحداث التاريخية التي احتضنها فندق الأوراسي:

-اجتماع جبهة الصمود والتصدي سنة 1978.

-اجتماع منظمة الدول المصدرة للبترول سنة 1981.

-اجتماع منظمة الدول العربية المصدرة للبترول سنة 1981.

-قمة رؤساء الدول العربية سنة 1988

يتوفر فندق الأوراسي على 455 غرفة، أي ما يعادل 775 سرير. كل الغرف واسعة ومجهزة بحمام كبير وحانة صغيرة وهاتف ومبرد و تلفاز ملون.

ثانيا-وحدة البستان بالمنية:

هذه المؤسسة تقع على بعد 270 كلم من وسط ولاية غرداية على الطريق الوطني رقم 01 للجنوب الكبير، وتصنف هذه المؤسسة في فئة 3 نجوم حيث أنها تتربع على مساحة 16402 م مربع ضمن أفضل وأجمل واحات الجنوب.

ثالثا- وحدة المهري بورقلة:

تقع هذه المؤسسة في وسط مدينة ورقلة، وتصنف هذه المؤسسة في فئة 3 نجوم وأنشئت على مساحة 25091 م مربع ، تستوعب المؤسسة قدر 118 سرير، 60 غرفة، مطعم مجهز يستوعب 100 شخص، ملعب تنس، موقف للسيارات ومسبح.

رابعا- وحدة الريم ببني بلعباس :

هذه الوحدة تبعد عن عاصمة ولاية بشار 240 كم، اقل قطعة لهذه المنشأة دشنت عام 1973 ووضعت اللمسات الأخيرة لهذا البناء عام 1986، هذه الوحدة تشغل 3.623.75 م مربع ، مجموع المساحة تقدر بـ : 22.147.86 م مربع.

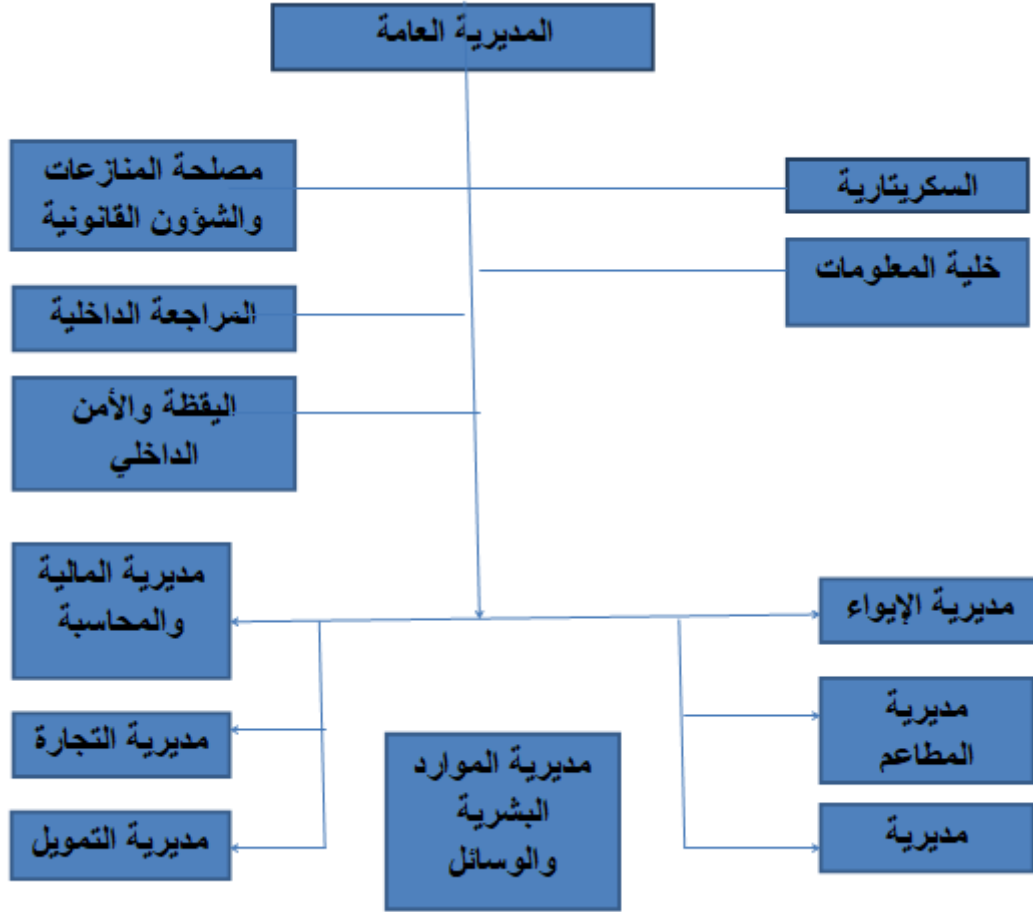
فندق الريم يجمع 120 غرفة، قاعة مطعم ذات سعة 240 شخص ، حانة متعددة المهام تستطيع اللجوء إلى دورات تثقيفية مع الآخرين ،ويضم الفندق مسبح وملعب كرة المضرب وموقف للسيارات ذات قدرة استيعاب 120 مكان وحمام.

هذه الوحدة تضم ثلاث مستويات طابق ارضي وطابقين يشرفان على مناظر وأماكن متنوعة مثل : أشجار النخيل والكتبان الرملية وكذا صومعة للصخر .

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي

بما أن مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي هي مؤسسة قائمة بذاتها فهي تستند في تنظيمها على هيكل تنظيمي يقسم إلى أقسام كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (05) : الهيكل التنظيمي لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي



المصدر: بن علي بن جدو، الإستراتيجية التنافسية ودورها في تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2014-2015، ص122

وتتمثل مهام الأقسام الرئيسية في المؤسسة فيما يلي:

أولاً- المديرية العامة:

تتحدد مهمة المديرية العامة في السهر على تسيير المؤسسة من خلال:

-تحديد الأهداف واتخاذ الاستراتيجيات المتعلقة بأداء المؤسسة؛

-مراقبة الأعمال على جميع المستويات ، والسهر على حسن التنسيق بين مختلف المصالح والمديريات

الأخرى؛

-الاجتماع بمجلس الإدارة للبحث في التطورات الجارية على مستوى الفندق،ومن مهامه معالجة أنشطة المجمع في نهاية السنة ، مخطط السنة الحالية والقادمة.

وتشرف المديرية العامة مباشرة على المصالح التالية:

1-السكرتارية: تتكفل بترتيب وتنظيم أعمال المديرية العامة

2- خلية المعلوماتية: تقوم بمتابعة تجهيزات وبرمج المعلوماتية الخاصة بإدارة المؤسسة.

3- مصلحة المنازعات والشؤون القانونية: تهتم بالشؤون القانونية التي تسيير المؤسسة خاصة المتعلقة بالنزاعات مع الأطراف الخارجية.

4-المراجعة الداخلية: مكلفة بتقييم الرقابة الداخلية وطرق تسيير المؤسسة بهدف المحافظة على ممتلكات المؤسسة، وتوجيه النصح للإدارة العامة لرفع وتحسين كفاءة التسيير .

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى الدراسة القياسية لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي، وذلك بتحليل العلاقة الديناميكية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، حيث سنتناول في المطلب الأول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، بالإضافة إلى المطلب الثاني لعرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها، وذلك من على النحو الآتي:

المطلب الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، حيث سنتناول عينة الدراسة بالإضافة الى المتغيرات المستخدمة في الدراسة، وفي الأخير الى المنهجية المستخدمة في الدراسة والمتمثلة في متجه الانحدار الذاتي (VAR)، وذلك كما يلي:

أولاً: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي والذي سبق التطرق إليه في المبحث السابق، حيث تم الاعتماد على بيانات فصلية لمجموعة المتغيرات المستخدمة في التقدير والتي تغطي الفترة من الربع الأول من سنة 2011 إلى غاية الربع الرابع من سنة 2021، حيث تم اختيار هذه الفترة وفقاً لتوفر البيانات والتي تعتبر كافية للتحليل القياسي.

ثانياً: متغيرات الدراسة

تم استخدام العديد من المتغيرات التي لها علاقة كبيرة بموضوع الدراسة وبالاعتماد على الدراسات السابقة، ويمكن تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة على النحو الآتي:

1. المتغير التابع (قيمة المؤسسة):

يتمثل المتغير التابع بالأساس في قيمة المؤسسة والذي يعبر على حاصل قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية، وتم الترميز له في هذه الدراسة بالرمز BPR.

2. المتغيرات المستقلة:

تم الاعتماد على ثلاثة متغيرات مستقلة للتعبير على متغير التنظيم الهيكلي والممثلة في:

أ-الديون طويلة الأجل:

يتم حساب الديون طويلة الأجل من خلال حاصل قسمة الديون طويلة الأجل على الأموال الخاصة، وتم الترميز له في هذه الدراسة بالرمز DLT.

ب-الديون قصيرة الأجل:

يتم حساب الديون قصيرة الأجل من خلال حاصل قسمة الديون قصيرة الأجل على الأموال الخاصة، وتم الترميز له في هذه الدراسة بالرمز DCT.

ج-إجمالي الديون: ويرمز له بالرمز DT، ويتمثل في نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة،

3- المتغيرات الضابطة:

تتمثل في مجموعة من المتغيرات المؤثرة في قيمة المتغير التابع (قيمة المؤسسة) وهي :

أ-المردودية الاقتصادية: ويرمز لها بالرمز RE، وتتمثل في حاصل قسمة نتيجة الاستغلال على إجمالي الأصول

ب-المردودية المالية: ويرمز لها بالرمز RF، وتتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة،

ج- حجم السيولة:

يتم حساب حجم السيولة من خلال حاصل قسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية وتم الترميز له في هذه الدراسة بالرمز DIS.

د- المخاطر التشغيلية:

يتم حساب المخاطر التشغيلية من خلال حاصل قسمة نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية وذلك قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول وتم الترميز له في هذه الدراسة بالرمز ARO.

والجدول الموالي يمثل تعريف لجميع المتغيرات المستخدمة على النحو الآتي:

الجدول رقم (01): تعريف المتغيرات المستخدمة في الدراسة

الوحدة	الرمز	تعريف المتغيرات	المتغيرات
الدينار الجزائري	BPR	قيمة المؤسسة	المتغير التابع
	DLT	الديون طويلة الأجل	المتغيرات المستقلة
	DCT	الديون قصيرة الأجل	
	DT	إجمالي الديون	
	RE	المردودية الاقتصادية	المتغيرات الضابطة
	RF	المردودية المالية	
	DIS	حجم السيولة	
	ARO	المخاطر التشغيلية	

المصدر: من إعداد الطالبين.

ثالثا: توصيف نموذج الدراسة

اشتملت الدراسة على مجموعة من المتغيرات ذات العلاقة الكبيرة بموضوع الدراسة، وبناء على ذات المتغيرات المدرجة في الدراسات السابقة التي تطرقت إلى ذات الموضوع مع اختلاف في أحد جوانبه، حيث تم الحرص على أن تشمل الدراسة جل المتغيرات دون إهمال أي منها لتكون ذات ميزة خصوصية على باقي الدراسات، مع مراعاة طبيعة العينة المدروسة والمتمثلة في مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي بالإضافة إلى مدى توفر البيانات لتكون الصياغة الرياضية العامة لنموذج الدراسة على النحو التالي:

$$BRP_t = \alpha + \beta_1 DLT_t + \beta_2 DCT_t + \beta_3 DT\tau + \beta_4 RE\tau + \beta_5 RF\tau + \beta_6 DIS_t + \beta_7 ARO_t + \varepsilon_t$$

رابعا: الأدوات المستخدمة في الدراسة

سيتم التطرق إلى تلك الأدوات المستخدمة في الدراسة، باستعراض الإطار القياسي المتبع في التحليل لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي باستخدام متجه الانحدار الذاتي، وذلك على النحو الآتي:

1. الاستقرارية:

السلسلة الزمنية هي مجموعة من القيم لمؤشر إحصائي معين مرتبة حسب تسلسل زمني، بحيث كل فترة زمنية يقابلها قيمة عددية للمؤشر تسمى مستوى السلسلة، وبمعنى آخر هي متتالية لقيم متغير إحصائي خلال مجالات زمنية متساوية (أسبوع، شهر، سنة...)¹، وينبغي عند بناء السلسلة الزمنية وقبل استخدامها في التحليل أو التوقع، لا بد من التأكد من أن مستوياتها قابلة للمقارنة فيما بينها وهو شرط أساسي لصحة أي تحليل وأي تقدير وأي توقع.

2. التكامل المشترك (Johansen-Juselius):

يستلزم إجراء اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات، أن تكون السلاسل الزمنية لهذه الأخيرة متكاملة من نفس الرتبة، لذلك يكون هذا الاختبار المرحلة الثانية بعد تحديد رتبة التكامل لكل متغير من المتغيرات المستخدمة في الدراسة باختبار جذر الوحدة، فعلي سبيل المثال ينبغي أن تكون كل سلسلة من هذه السلاسل متكاملة من الرتبة الأولى ومن ثم بعد معرفة هذه الخطوة التالية في التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة بواسطة اختبار التكامل المشترك².

كما ينص مبدأ التكامل المشترك حسب (Johansen and al) على أنه لما تكون هناك علاقة طويلة المدى بين متغيرين أو أكثر فإن الانحراف من التوازن طويل المدى يجب أن يكون محددًا وتكون

¹ Hocine Hamdani, *Statique Descriptive et Expression Graphique*, OPU, Alger ; 1988, P 299.

² زكرياء خلف الله، قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2017-2018، ص 224.

المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً، ولاختبار وجود تكامل مشترك بين السلاسل الزمنية اقترح (Johannsen-Juselius) لتحديد عدد متجهات التكامل المشترك إجراء اختبارين¹:

- اختبار الأثر (Trace)

- اختبار القيمة الذاتية القصوى

3. تقدير نموذج VAR:

من أجل فهم طبيعة أداء الاقتصاد الكلي ينبغي النظر إليه على أنه نموذج ديناميكي احتمالي يأخذ بعين الاعتبار الصدمات العشوائية الحالية والماضية، وهذا ما تعكسه حقيقة نماذج متجهات الانحدار الذاتي (Vector Auto Régressive) والتي تعد أدلة تجريبية مناسبة جداً لفهم طبيعة تأثير هذه الصدمات، أن منهجية نموذج (VAR) مشابهة لنمذجة المعادلات المتزامنة (المعادلات الآنية) أي أن هناك العديد من المتغيرات الداخلية الأخرى للنموذج، ولا توجد هناك متغيرات خارجية في النموذج، وإن البناء الهيكلي لنموذج المعادلات الآنية يستخدم في النظرية الاقتصادية في وصف العلاقة بين العديد من المتغيرات المهمة، ويكون نتائج النموذج هي المقدرات، حيث تستخدم هذه النتائج في اختبار العلاقة النظرية، ومن خلال إدخال الزمن بنظر الاعتبار فإن هذه النماذج من شأنها أن تميز بين الاستجابة القصيرة والاستجابة الطويلة للمتغير غير المستقل لوحدة التغير في قيمة المتغيرات التوضيحية².

4. تحليل التباين ودوال الاستجابة:

1.4 تحليل التباين:

يعكس تحليل التباين أهمية المتغيرات في النموذج فهو يقيس حجم التغير في الفترة h نتيجة لصدمة في المتغير نفسه أو المتغيرات الأخرى، وهي إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، يتم فيه قياس تأثير الصدمات على متغيرات النموذج عبر الزمن، ويتم ذلك بتقسيم تباين الخطأ لكل متغير

¹ جلال رعد علي وآخرون، تحليل اقتصادي لاستجابة محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للفترة 1980-2014، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، 17(01)، 2017، ص 281.

² نبيل مهدي الجنابي، نماذج السياسات النقدية والمالية: مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للفترة (2003-2011)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 8، العدد 2، 2012، ص 62.

إلى عدة أجزاء كل منها يخص متغيرات من متغيرات النموذج¹، ولمعرفة وزن أو نسبة مشاركة كل تباين نقوم بقسمة هذا التباين على تباين خطأ التنبؤ الكلي

2.4 دوال الاستجابة:

يهدف تحليل الصدمات إلى قياس أثر حدوث تغيير مفاجئ في أحد المتغيرات أو كلها والتي لها أثرين إما لحظي أي لفترة زمنية معينة تسمى هذه الصدمة نقطية، أو تأثير مستمر لفترة زمنية طويلة وتسمى صدمة مستمرة، كما أن التأثير يمكن أن يكون جزئي يمس متغير أو عدد محدود من المتغيرات أو كلي يمس كل المتغيرات ويؤثر فيها، فالدالة ما هي إلا تمثيل بياني يعمل على تتبع المسارات الزمنية لمختلف الصدمات المفاجئة التي تتعرض لها المتغيرات في نموذج الاختبار الذاتي (VAR)، وللتوضيح أكثر فإن المتغيرات تكون مستقرة ومتكاملة في فترة توازن، وأي صدمة سوف تؤثر على وضع التوازن فعند حدوث صدمة مقدارها انحراف معياري واحد في متغير ما نتيجة لسبب معين، فإن دالة الاستجابة تقيس تأثير ذلك على القيمة الحالية والمستقبلية لذلك المتغير والمتغيرات الأخرى، كما أن قياس الصدمة يكون بطريقتين إما بمقدار الانحراف المعياري أو بمقدار وحدة واحدة².

المطلب الثاني: عرض نموذج الدراسة ومناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وذلك من خلال تبيان استقرارية متغيرات الدراسة، بالإضافة إلى التعرف على وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة من عدمه، كما سيتم التطرق إلى نتائج تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي، وفي الأخير سيتم تحليل السلوك الديناميكي لمتغيرات الدراسة باستخدام تحليل التباين ودوال الاستجابة، وذلك على النحو الآتي:

أولاً- عرض متغيرات الدراسة

بعد قيامنا بتحديد متغيرات الدراسة التي تم جمعها بالاعتماد على قاعدة البيانات المتواجدة بالموقع،

¹ نوال محمود حمود، استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان أثر التغيرات النقدية والحقيقية في التضخم، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 183.

² آسيا موسى، زين الدين الوافي مغربي، دراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على سعر الصرف الجزائري خلال الفترة (1980-2017)، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 5، العدد 02، 2020، ص 35.

الفصل الثالث: أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2011-2021

سنقوم في هذه المرحلة بقياس هذه المتغيرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 الى سنة 2021 ، كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم: عرض متغيرات الدراسة

ARO	DIS	RF	RE	DT	DCT	DLT	BPR	المتغيرات السنوات
0.017	1.234	0.17-	0.55-	2.346	0.483	1.862	0.892	2011
0.171	1.088	0.139	0.593	2.01	0.02	1.712	0.661	2012
0.004	1.635	0.096	0.037	2.216	0.388	1.827	0.58	2013
0.009	5.159	0.187	0.079	2.056	0.417	1.638	0.641	2014
0.004	2.811	0.032	0.065	1.611	0.283	1.328	0.5	2015
0.02	2.27	0.07	0.04	1.54	0.32	1.22	0.62	2016
0.04	2.031	0.127	0.3	1.55	0.32	1.08	0.6	2017
0.038	1.996	0.08	0.061	1.37	0.29	1	0.55	2018
0.002	2.73	0.004	0.0078	1.29	0.22	1.06	0.52	2019
0.06-	2.529	0.16-	0.058-	1.55	0.28	1.27	0.52	2020
0.03-	2.366	0.08-	0.03-	1.74	0.34	1.39	0.52	2021

المصدر: من اعداد الطالبين بناء على الملحق 01

ثانيا- استخلاص نموذج الدراسة:

لاستخلاص نموذج الدراسة بتطبيق الصيغة الرياضية للنموذج المقترح سابقا نمر بالخطوات التالية:

1-الاستقرارية

من خلال هذا الاختبار سنقوم بتحديد درجة التكامل بالاعتماد على اختباري ديكي فير المطور (ADF) وفيليبس بيرون (PP)، ويظهر الجدول الموالي نتائج الاستقرارية لمتغيرات الدراسة باستخدام اختبار ديكي فير المطور (ADF) كما يلي:

الجدول رقم (02): ملخص اختبار (ADF) لدراسة استقرارية المتغيرات

القرار	عند الفرق الأول		عند المستوى		المتغير
	قاطعواتجاه	قاطع	قاطعواتجاه	قاطع	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-5.9645	-2.0969	-2.2286	BPR
	0.0000	0.0001	0.0361	0.4612	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-5.9556	-0.6243	-2.1260	DLT
	0.0000	0.0001	0.4404	0.5158	
مستقرة عند الفرق الأول	-8.5610	-7.2891	-1.0559	-1.9998	DCT
	0.0000	0.0000	0.2563	0.5786	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-1.9976	-1.0559	-0.7932	DIS
	0.0000	0.0000	0.2563	0.9576	
مستقرة عند الفرق الأول	-4.5653	-4.2773	-1.0659	-2.5332	ARO
	0.0000	0.0092	0.2533	0.3113	

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نجد أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار (ADF) غير مستقرة عند المستوى، وبالتالي فهي تحتوي على جذر الوحدة نظراً لأن مستوى المعنوية أكبر من 0.05 واستقرت جميعاً عند الفرق الأول لأن مستوى المعنوية أقل من 0.05، وبما أن جميع المتغيرات لها نفس درجة التكامل، فهناك إمكانية لوجود تكامل مشترك.

كما يمكن التأكد من النتائج التي تم التوصل إليها سابقاً باستخدام اختبار فيليبس بيرون (Philips

Perron) وذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): ملخص اختبار (PP) لدراسة استقرارية المتغيرات

القرار	عند الفرق الأول		عند المستوى		المتغير
	قاطعواتجاه	قاطع	قاطعواتجاه	قاطع	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-5.9645	-2.2413	-2.4190	BPR
	0.0000	0.0001	0.0258	0.3646	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-5.9556	-0.6331	-2.2534	DLT
	0.0000	0.0001	0.4366	0.4482	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-5.9684	-1.3386	-2.9345	DCT
	0.0000	0.0001	0.1644	0.1633	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-6.4416	-1.0559	-0.7291	DIS
	0.0000	0.0000	0.1112	0.9636	
مستقرة عند الفرق الأول	-6.0828	-6.4255	-1.7132	-2.4870	ARO
	0.0000	0.0000	0.0819	0.3325	

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه نجد أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار (PP) غير مستقرة عند المستوى، وبالتالي فهي تحتوي على جذر الوحدة نظراً لأن مستوى المعنوية أكبر من 0.05، واستقرت جميعاً عند الفرق الأول لأن مستوى المعنوية أقل من 0.05، وبما أن جميع المتغيرات لها نفس درجة التكامل، فهناك إمكانية لوجود تكامل مشترك، مما يؤكد نفس النتائج السابقة باستخدام اختبار (ADF).

2- اختبار التكامل المشترك لجوهانسون

قبل إجراء اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة يجب تحديد درجة التأخير، بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي تعنى بتحديد درجات التأخير المثلى، حيث يوضح الجدول الموالي نتائج تحديد درجة التأخير لهذا النموذج.

الجدول رقم (04): نتائج تحديد درجة التأخير للنموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria						
Endogenous variables: BPR DLT DCT DIS ARO						
Exogenous variables: C						
Date: 06/06/23 Time: 14:10						
Sample: 2011Q1 2020Q4						
Included observations: 37						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	52.00714	NA	5.42e-08	-2.540926	-2.323235	-2.464180
1	167.9317	194.2519*	4.04e-10*	-7.455767*	-6.149617*	-6.995288*
2	173.4848	7.804315	1.25e-09	-6.404581	-4.009974	-5.560370
3	185.1732	13.26794	3.17e-09	-5.685037	-2.201971	-4.457093

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

يتضح من الجدول أعلاه أن عدد التأخيرات المناسبة لتقدير نموذج VAR هي فترة واحدة (Lag=1)، بالتالي سيتم إجراء اختبار التكامل المشترك على النموذج VAR(1) لمعرفة إمكانية وجود علاقة طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وذلك بالاعتماد على اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى، حيث يوضح الجدول التالي النتائج التي تم التوصل إليها باستخدام اختبار الأثر كما يلي:

الجدول رقم (05): نتائج اختبار الأثر

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.331534	52.00159	69.81889	0.5493
At most 1	0.312798	36.69633	47.85613	0.3620
At most 2	0.224158	22.44151	29.79707	0.2746
At most 3	0.203856	12.79687	15.49471	0.1225
At most 4 *	0.103076	4.133802	3.841465	0.0420

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

يوضح الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أقل من القيمة المحدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما (r=0,1,2,3)، بالتالي قبول فرضية العدم التي تنص بعدم وجود علاقة تكامل عند هذا العدد من العلاقات، في حين نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أكبر من القيمة المحدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما (r=4)، بالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص بوجود على الأقل أربعة

علاقات تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، وللتأكد من النتائج التي تم التوصل إليها سابقا باستخدام اختبار الأثر يتم الاستعانة بالنتائج المتعلقة باختبار القيمة الذاتية العظمى كما يلي:

الجدول رقم(06): نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.331534	15.30525	33.87687	0.9702
At most 1	0.312798	14.25482	27.58434	0.8046
At most 2	0.224158	9.644638	21.13162	0.7773
At most 3	0.203856	8.663070	14.26460	0.3153
At most 4 *	0.103076	4.133802	3.841465	0.0420

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

توضح نتائج اختبار القيمة العظمى المبينة في الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أقل من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما (r=0,1,2,3)، بالتالي قبول فرضية العدم التي تنص بعدم وجود علاقة تكامل عند هذا العدد من العلاقات، في حين نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية الأثر أكبر من القيمة المجدولة لها عند مستوى معنوية 5% لما (r=4)، بالتالي قبول الفرضية البديلة التي تنص بوجود على الأقل أربعة علاقات تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، مما يدل على أن هذا الاختبار قد توصل الى نفس تلك النتائج التي تم التوصل إليها سابقا باستخدام اختبار الأثر ولا يوجد تعارض بينهما.

3-تقدير النموذج VAR(1)

سنحاول في هذا الجزء الاستعانة بالمعادلة 1 من نتائج تقدير نموذج VAR(1) باستخدام طريقة المربعات الصغرى (الملحق 3)، والتي تبين علاقة المتغير BRP بدلالة ذات المتغير والمتغيرات (DLT, ARO, DIS, DCT) عند فترة زمنية من التأخير ، والتي يمكن كتابتها على النحو الآتي:

$$BRP = 0.706679 * BRP(-1) - 0.007853 * DLT(-1) + 0.061007 * DCT(-1) - 0.056937 * DIS(-1) + 0.164404 * ARO(-1) - 0.003826$$

من خلال المعادلة 1 والملحق 3 يمكن استخلاص النتائج التالية:

- وجود علاقة طردية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) وقيمه السابقة عند فترة زمنية واحدة من التأخير، والتي قد تعكس تأثير التغيرات في الطلب على الفنادق والأداء السابق على تقييم المستثمرين للمؤسسة وبالتالي على قيمها، حيث إذا انخفضت قيمة المؤسسة في الفترة السابقة بسبب تراجع الطلب على الفنادق أو بسبب ارتفاع التكاليف، فإن المستثمرون قد يتوقعون أن هذا الأداء الضعيف يمكن أن يؤثر على أداء المؤسسة في المستقبل وعلى قيمتها، كما أن تراجع السياحة والسفر في بعض الفترات يؤدي الى انخفاض القيمة المؤسسية، وعلى الجانب الآخر اذا كانت قيمة المؤسسة قد ارتفعت في الفترة السابقة بسبب زيادة في الطلب على الفنادق أو بسبب تحسن في الأداء، فإن المستثمرون قد يتوقعون أن هذا الأداء الجيد سيستمر في المستقبل وبالتالي يزيد تقييم المؤسسة وقيمتها.

- وجود أثر سلبي بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير الديون طويلة الأجل (DLT) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، تعكس تأثير هيكل رأس المال ومستوى المخاطر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وبالتالي قيمتها، حيث يمكن تفسير ذلك بأن الديون طويلة الأجل تعد أحد عناصر التمويل الرئيسية للشركات وتؤثر بشكل كبير على هيكل رأس المال والقدرة على تحمل المخاطر، وعندما تزيد قيمة الديون طويلة الأجل في الفترة السابقة، فإنه يعني أن المؤسسة قد تحملت المزيد من المخاطر للحصول على التمويل مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وبالتالي على قيمتها، وبالتالي قد يتراجع تقييم المؤسسة وقيمتها إذا زادت قيمة الديون طويلة الأجل في الفترة السابقة، والعكس صحيح أيضا إذا تم تقليل الديون طويلة الأجل فإن المستثمرون قد يزيدون ثقتهم في المؤسسة ويزيدون تقييمهم لها، وبالتالي تزيد قيمتها

- وجود علاقة طردية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير الديون قصيرة الأجل (DCT) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، يمكن القول ان العلاقة الطردية بين قيمة المؤسسة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي والقيم السابقة عند فترة واحدة لمتغير الديون قصيرة الأجل، فالديون قصيرة الأجل تتطلب سدادها في فترة زمنية قصيرة، وهي تعبر عن مصدر تمويلي يساهم في تنشيط دورة الاستغلال للمؤسسة وتحقيق أرباح تشغيلية وعندما تزداد قيمة الديون قصيرة الاجل في الفترة السابقة هذا يعني أن المؤسسة تستفيد منها ، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة، وبالتالي قد يتزايد تقييم المؤسسة وقيمتها إذا زادت قيمة الديون قصيرة الأجل في الفترة السابقة

- وجود علاقة عكسية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير حجم السيولة (DIS) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، يمكن تفسير العلاقة العكسية بين متغير قيمة المؤسسة ومتغير حجم السيولة عند فترة زمنية

سابقة واحدة بتأثير القدرة على توليد السيولة النقدية بسرعة على تقييم المستثمرين لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي وبالتالي على قيمته، حيث تبرر تلك العلاقة بأن حجم السيولة هو المقدر على توليد السيولة النقدية بسرعة في حالة الحاجة، وعندما ينخفض حجم السيولة في الفترة السابقة فإنه يعني أن المؤسسة ربما تواجه صعوبة في تحمل المصاريف اليومية ودفع الديون المستحقة في الوقت المناسب، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وعلى قيمتها، والعكس صحيح أيضا إذا زاد حجم السيولة في الفترة السابقة فإن المستثمرين قد يزيدون ثقتهم في المؤسسة ويزيدون تقييمهم لها مما يساهم ذلك في رفع قيمة المؤسسة.

-وجود علاقة طردية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير المخاطر التشغيلية (ARO) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، يمكن تفسير هذه العلاقة بأن المؤسسة تقبل على تحمل المخاطر التي قد تنشأ عند قيام المؤسسة بمختلف الأنشطة الاستثمارية أو التشغيلية مقابل تحقيقها لمكاسب رأسمالية، وهذا يتوافق مع النظرية المالية التي تقضي بوجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، فعندما تزيد هذه المخاطر في الفترة السابقة فهذا يعني بأن المؤسسة تحقق الأرباح المستهدفة، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وقيمتها، وبالتالي قد يتزايد تقييم المؤسسة وقيمتها إذا زادت المخاطر التشغيلية في الفترة السابقة، والعكس صحيح أيضا

-عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين قيمة المؤسسة وكل من إجمالي الديون، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، عند مستوى $\alpha=0.05$

-وجود علاقة غير معنوية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) وقيمته السابقة وقيم المتغيرات (DCT, DIS, ARO) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، نظرا لأن جميع قيم ستيودنت المحسوبة لهاته المتغيرات أقل من قيم ستيودنت الجدولة عند مستوى معنوية 5%، ويعود ذلك إلى العدد الكبير للمعاملات والذي سببه فترات التأخير، مما يساهم في انخفاض درجة الحرية والذي بدوره يساهم في ضعف معنوية المعاملات، غير أن الأهمية من هذا النوع من النماذج تكمن في دراسة السلوك الديناميكي للمتغيرات وتحليل الصدمات ودوال الاستجابة؛

-وجود علاقة معنوية بين المتغير BRP وقيم المتغير DLT عند فترة زمنية واحدة من التأخير، نظرا لأن قيمة ستيودنت المحسوبة لهذا المتغير أكبر من قيمة ستيودنت الجدولة عند مستوى معنوية 5%؛
-وجود معنوية كلية للنموذج على اعتبار القيمة الاحتمالية لفيشر أكبر من القيمة الجدولة؛

-تشير قيمة معامل التحديد (0,5621) إلى أن التغيرات التي تحدث في BRP تعود إلى قيمه السابقة والقيم السابقة للمتغيرات (DLT, DCT, DIS, ARO) عند فترة زمنية واحدة من التأخير بنسبة 56,21%، أما النسبة المتبقية (43.79%) تعود إلى عوامل أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

4- الاختبارات التشخيصية للنموذج VAR(1)

بعد تقدير النموذج VAR(1) ووجب اجراء مجموعة من الاختبارات بغية الكشف عن صلاحية هذا النموذج كما يلي:

أ. الاستقرار الهيكلي:

بغية التأكد من استقرار النموذج VAR(1) يتم استخدام اختبار الجذور العكسية (Inverse Roots) حيث يعتبر النموذج مستقرا إذا كانت جميع الجذور أقل من الواحد أي أنها تقع داخل الدائرة الوحدوية وبالنظر الى الملحق رقم (4) يتبين أن جميع الجذور أقل من الواحد وتقع كلها داخل الدائرة الوحدوية بالتالي يمكن القول أن النموذج VAR(1) يستوفي شروط الاستقرار.

ب. الارتباط الذاتي:

للكشف على الارتباط الذاتي للبواقي يتم الاعتماد على اختبار مضاعف لاغرانج المتعدد (LM) حيث يعتبر غياب الارتباط الذاتي للبواقي من أهم الشروط الواجب توفرها في النماذج المستخدمة طريقة المربعات الصغرى في التقدير.

وبالاعتماد على النتائج الموضحة في الملحق رقم (5) والتي تم تطبيقها على درجات مختلفة للارتباط الذاتي بين البواقي فان احتمال الإحصائية (LM-Stat) أكبر من القيمة 0.05، مما يستدعي قبول الفرض الصفري الذي ينص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

5- تجزئة التباين (Décomposition de la variance)

إن الأهمية من تجزئة التباين هو قياس النسبة من تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما محل الدراسة، الناجمة عن تلك الصدمات التي تحدث لكل متغير من متغيرات النموذج على حدى ولفترات متتالية خلال فترة التنبؤ، والجدول الموالي يوضح نتائج تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة لعشرة سنوات مستقبلية.

الجدول رقم(07):تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة

Variance Decomposition of BPR:						
Period	S.E.	BPR	DLT	DCT	DIS	ARO
1	0.087037	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.106944	98.99182	0.038708	0.492067	0.099766	0.377645
3	0.116197	97.23225	0.118052	1.300523	0.318448	1.030729
4	0.121142	95.22430	0.216314	2.166669	0.630862	1.761858
5	0.124049	93.30720	0.311550	2.942078	1.004042	2.435133
6	0.125890	91.65455	0.389446	3.569053	1.406169	2.980783
7	0.127121	90.31917	0.444643	4.044806	1.811342	3.380040
8	0.127976	89.28419	0.478410	4.391360	2.200875	3.645161
9	0.128585	88.50181	0.495482	4.637200	2.562659	3.802844
10	0.129028	87.91681	0.501551	4.808564	2.889851	3.883226

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال الجدول 5 يتضح أنه عند حدوث صدمة في المتغيرات المستقلة الممثلة لمتغير الهيكل المالي (DLT, DCT, DIS, ARO) في الفترة الأولى، فإن ذلك لا يحدث أي تقلبات على مستوى قيمة المؤسسة، في حين تعود تقلبات قيمة المؤسسة إلى الصدمات التي تحدث على مستوى نفس المتغير بنسبة 100% عند ذات الفترة.

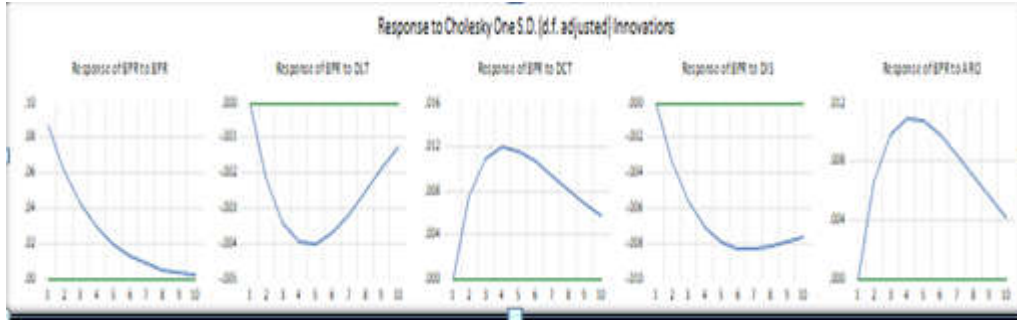
أما عند حدوث صدمة في الفترة الثانية لمتغير الديون طويلة الأجل تساهم بنسبة 0.03%، أما بالنسبة لمتغير الديون قصيرة الأجل فهي حوالي 0.49%، في حين حدوث صدمة في الفترة الثانية لمتغير حجم السيولة تساهم بنسبة 0.09%، أما بالنسبة لمتغير المخاطر التشغيلية فهي حوالي 0.37%، أما نسبة مساهمة متغير قيمة المؤسسة فهي حوالي 98.99% وبالتالي تبقى جد مرتفعة.

بالنسبة للأجل الطويل فإن حدوث صدمة في متغير الديون طويلة الأجل تساهم في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة بنسبة 0.50%، في حين نسبة مساهمة متغير الديون قصيرة الأجل فهي حوالي 4.80% وهي أعلى نسبة لمساهمة هذا المتغير في الأجل الطويل إذا ما قورنت بباقي المتغيرات في حين حدوث صدمة في الأجل الطويل لمتغير حجم السيولة تساهم في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة بنسبة 2.88%، أما بالنسبة لمتغير المخاطر التشغيلية فحدث صدمة في هذا المتغير في الأجل الطويل فهي تساهم بنسبة 3.83% في تفسير تقلبات تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المؤسسة، أما صدمات متغير قيمة المؤسسة فلقد تراجع مساهمتها في تفسير التقلبات لذات المتغير في الأجل الطويل إلا أنه تبقى هي المساهمة الأكثر أهمية بحوالي 87.91%.

6- تحليل دوال الاستجابة (Fonction des Réponse)

نهدف من خلال تحليل دوال الاستجابة في معرفة السلوك الديناميكي لمتغير قيمة المؤسسة والتي تقيس أثر صدمة بمقدار انحراف معياري واحد لإحدى المتغيرات في النموذج على القيم الحالية والمستقبلية لكل متغيرات النموذج، والجدول المالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (06): دوال الاستجابة لمتغير قيمة المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

من خلال الجدول رقم (6) الموضح أعلاه، يتبين أن نتائج دوال الاستجابة جاءت لتأكيد نفس النتائج المتحصل عليها سابقا في تحليل التباين، وتبين مدى تأثير متغير قيمة المؤسسة بالتغيرات التي تحدث في ذات المتغير، في حين يمكن القول بأن متغير قيمة المؤسسة يتأثر بالتغيرات التي تحدث على مستوى باقي المتغيرات بنسب ضعيفة ومتفاوتة.

خلاصة الفصل

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى 2021 ، من خلال الاعتماد على قيمة المؤسسة كمتغير تابع ، والذي يعكس ويفسر كفاءة أو أداء هذه المؤسسة ومعبرا عنها بمؤشر PBR والذي يقاس بالقيمة السوقية على القيمة الدفترية ، في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في الهيكل المالي والمعبر عنها بنسبة الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ، كما تمت الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة والتي يحتمل أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة محل الدراسة.

وباستخدام أسلوب الانحدار الذاتي VAR واعتمادا على البرنامج الإحصائي 12 EVEIWS تبين لنا أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حيث تأثير متوسط وبشكل موجب وفي حدود 56.21 %، أما النسبة المتبقية 43.79 % تعود إلى عوامل أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

الخاتمة

يعدّ هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من الأهداف الأساسية بالنسبة للإدارة المالية المعاصرة التي تسعى إليها من خلال اتخاذ سلسلة من القرارات المالية تهدف إلى تكوين هيكل مالي مثالي يمكنها من تعظيم قيمتها

يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر المختلفة لتمويل أصولها، والذي يتأثر بالعديد من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اختيار أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة، وتتنوع مصادر التمويل بين مصادر طويلة الأجل قد تكون مملوكة أو مقترضة ومصادر قصيرة الأجل تتمثل في الخصوم الجارية، ولكل مصدر من هذه المصادر تكلفته الخاصة التي يتعيّن على المؤسسة تقديرها وتحديدها بدقة لما لها من بالغ التأثير في حساب التكلفة الكلية للأموال التي تستخدمها في تمويل نشاطاتها واستثماراتها المختلفة، الأمر الذي أثار جدلاً واسعاً بين المفكرين الماليين حول إمكانية بناء هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال الكلية المستخدمة في تمويل المؤسسة ويرفع بالتالي من القيمة السوقية للمؤسسة.

وعليه فقد تمحورت اشكالية الدراسة حول إمكانية تأثير الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ، وفي إطار دراستنا للموضوع حول هذا المجمع، حاولنا أن نعالج بعض التساؤلات التي لاتزال محل نقاش في الفكر المالي بين الباحثين عن الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة ، حيث قمنا بدراسة إمكانية تأثير الديون على القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2021-2011

أولاً-اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا للموضوع توصلنا الى مجموعة من النتائج التي من خلالها تمكنا من اختبار صحة الفرضيات أو نفيها وذلك كالتالي:

-يوجد أثر ايجابي بين متغير الديون قصيرة الأجل(DCT) وقيمة مؤسسة(BRP)التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2021-2011ومنه نثبت صحة الفرضية الأولى

-يوجد أثر سلبي بين متغير الديون طويلة الأجل(DLT) وقيمة مؤسسة(BRP) التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2021-2011،ومنه نرفض صحة الفرضية الثانية.

-لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين متغير إجمالي الديون (DT) وقيمة مؤسسة(BRP) التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2021-2011 ومنه نرفض صحة الفرضية الثالثة

ثانيا-نتائج الدراسة:

بعد الدراسة النظرية والتحليلية لأثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي توصلنا إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية كالتالي:

1- نتائج الدراسة النظرية:

من خلال قيامنا بدراسة الجوانب النظرية توصلنا إلى النتائج التالية:

-يعتبر التمويل الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسات لتغطية مستلزماتها المالية ، التي تسعى من خلالها إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور حول تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى؛

-تهدف أي مؤسسة للوصول إلى تحقيق مزيج تمويلي أمثل من بين المصادر التمويلية المتاحة أمامها؛

-تختلف النظريات التي تطرقت لأثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، من حيث اتجاهاتها وأساليبها بين تقليدية وحديثة و في كيفية معالجتها للموضوع ، والنتائج المتوصل إليها بين مؤيد ومعارض لوجود هيكل مالي أمثل يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة؛

-عملية تقدير قيمة المؤسسة عملية صعبة وذلك لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة وكذلك ارتباطها بعوامل خارجية تؤدي إلى تعدد نماذج التقييم.

2- نتائج الدراسة التطبيقية :

يمكن ايجازها فيما يلي:

•وجود أثرعكسي بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP)ومتغير الديون طويلة الأجل (DLT) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، تعكس تأثير هيكل رأس المال ومستوى المخاطر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وبالتالي قيمتها، حيث انه عندما تزيد قيمة الديون طويلة الأجل في الفترة السابقة، فإنه يعني أن المؤسسة قد تحملت المزيد من المخاطر للحصول على التمويل، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للشركة وبالتالي على قيمتها، والعكس صحيح أيضا إذا تم تقليل الديون طويلة الأجل فإن المستثمرون قد يزيدون ثقتهم في المؤسسة ويزيدون تقييمهم لها، وبالتالي تزيد قيمتها.

•وجود أثر ايجابي بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP)ومتغير الديون قصيرة الأجل (DCT) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، يمكن القول أن العلاقة الطردية بين قيمة المؤسسة لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي والقيم السابقة عند فترة واحدة لمتغير الديون قصيرة الأجل، فالديون قصيرة الأجل تتطلب

سدادها في فترة زمنية قصيرة، وهي تعبر عن مصدر تمويلي يساهم في تنشيط دورة الاستغلال للمؤسسة وتحقيق أرباح تشغيلية وعندما تزداد قيمة الديون قصيرة الأجل في الفترة السابقة هذا يعني أن المؤسسة تستفيد منها ، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة، وبالتالي قد يتزايد تقييم المؤسسة وقيمتها إذا زادت قيمة الديون قصيرة الأجل في الفترة السابقة

• وجود علاقة عكسية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير حجم السيولة (DIS) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، فعندما ينخفض حجم السيولة في الفترة السابقة فإنه يعني أن المؤسسة ربما تواجه صعوبة في تحمل المصاريف اليومية ودفع الديون المستحقة في الوقت المناسب، وعند زيادة حجم السيولة في الفترة السابقة فإن المستثمرين قد يزيدون ثقتهم في المؤسسة ويزيدون تقييمهم لها مما يساهم ذلك في رفع قيمة المؤسسة.

• وجود علاقة طردية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) ومتغير المخاطر التشغيلية (ARO) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، يمكن تفسير هذه العلاقة بأن المؤسسة تقبل على تحمل المخاطر التي قد تنشأ عند قيام المؤسسة بمختلف الأنشطة الاستثمارية أو التشغيلية مقابل تحقيقها لمكاسب رأسمالية، وهذا يتوافق مع النظرية المالية التي تقضي بوجود علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، فعندما تزيد هذه المخاطر في الفترة السابقة فهذا يعني بأن المؤسسة تحقق الأرباح المستهدفة، مما يؤثر على تقييم المستثمرين للمؤسسة وقيمتها، وبالتالي قد يتزايد تقييم المؤسسة وقيمتها إذا زادت المخاطر التشغيلية في الفترة السابقة، والعكس صحيح أيضا

• عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين قيمة المؤسسة وكل من إجمالي الديون، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، عند مستوى $\alpha = 0.05$

• وجود علاقة غير معنوية بين المتغير قيمة المؤسسة (BRP) وقيمه السابقة وقيم المتغيرات (DCT, ARO, DIS) عند فترة زمنية واحدة من التأخير، نظرا لأن جميع قيم ستودنت المحسوبة لهاته المتغيرات أقل من قيم ستودنت الجدولة عند مستوى معنوية 0.05.

ثالثا- الاقتراحات والتوصيات:

بناء على النتائج المتوصل اليها توصلنا الى مجموعة من الاقتراحات والتوصيات، نوردها فيما يلي :

- يجب على المؤسسة (محل الدراسة) التنوع في مصادرها التمويلية وعدم المبالغة في مديونيتها للاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي مع مراعاة قدرتها على تحقيق مردودية اقتصادية كافية لتغطية مختلف التكاليف بما فيها التكاليف المالية؛

-على المؤسسة محل الدراسة توظيف السيولة المالية المتاحة في الأجل القصير لتحقيق أرباح تشغيلية وتجنب تجميد هذه السيولة التي تتحمل عليها تكاليف مالية مما يؤثر سلبا على التكلفة الكلية وبالتالي قيمتها السوقية؛

-على المؤسسة (محل الدراسة) ان تعطي الأهمية أيضا للمخاطر التي تواجهها ، والعمل على وضع الحلول الممكنة لتفاديها والخروج منها بشكل يساهم في الرفع من قيمتها السوقية،

- العمل على تفعيل البورصة لتوفير بيئة صحية ومنظمة وتعزيز الثقة في السوق المالية وتحقيق القيمة العادلة لأسهم المؤسسات المدرجة في البورصة، وهذا يعود بالفائدة على المؤسسات المدرجة والمستثمرين على حدّ سواء .

رابعاً- أفاق الدراسة :

من خلال بحثنا في هذا الموضوع تعرّفنا على العديد من المواضيع الهامة والتي من شأنها أن

تكون محلا للدراسات المستقبلية ونذكر منها:

-تأثير الهيكل المالي على السيولة في المؤسسة الاقتصادية؛

-تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة؛

-أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية؛

-تأثير هيكل رأس المال على أداء المؤسسة الاقتصادية.

قائمة المصادر والمراجع

باللغة العربية:

أولاً: الكتب

1. أبو فتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية، مصر، 1998.
2. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
3. الحناوي محمد صالح وإبراهيم العبد جلال ، الإدارة المالية، مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
4. الحنفي عبد الغفار، رسمية زكي قرياص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002.
5. آل شبيب دريد كمال، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان،الأردن، 2009.
6. الشاورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس والنظريات العلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
7. الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة، ، دار الوراق ، عمان، الأردن، 2004.
8. تايه النعيمي عدنان، أرشد فؤاد التميمي، إدارة مالية متقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009م.
9. حماد طارق عبد العال، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
10. حماد طارق عبد العال، دليل التعامل في البورصة، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
11. الحناوي محمد صالح وإسماعيل سلطان إبراهيم، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.
12. الحناوي محمد صالح، أساسيات الإدارة المالية، جامعة الإسكندرية،الإسكندرية، مصر، 2001م.
13. السامرائي عدنان هاشم، الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997م.
14. سمير محمد عبد العزيز،التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، مصر، 1997م.

15. طنين محمد شفيق حسين، عبيدات محمد إبراهيم، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، عمان، الأردن، 1997.
16. عزت الميداني محمد أيمن، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، طهران، 1993م.
17. عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2000.
18. العلي أسعد حميد ، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2010.
19. القريوتي محمد، الاقتصاد الصناعي، الطبعة الثانية، دار وائل ، عمان، الأردن، 2005.
20. كراجه عبد الحليم وآخرون، الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق، دار الأصيل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 1995.
21. كمال آل شبيب دريد ، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2012.
22. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهمي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن، 1997.
23. محمد أحمد عبد الله عبد القادر، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، إدارة مالية متقدمة، مطابع السروات، الرياض، 2011.
24. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2003.
25. ناظم حسن الشريف، سعود جايد مشكور العامري، المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعلمية في حساب قيمة الشركات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
26. هندي منير ابراهيم، الادارة المالية، مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة الأولى، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر 1997.
27. وستون فرد، برجام بوجين، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عبد الرحمان، دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد ، دار المريخ، الرياض ،المملكة السعودية، 1993.
28. وليم أندراوس عاطف، التمويل للإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008م.

ثانياً: المجلات

1. آسيا موسى ، مغربي زين الدين الوافي ، دراسة قياسية لأثر السياسة النقدية على سعر الصرف الجزائري خلال الفترة (1980-2017)، مجلة التنمية الاقتصادية، جامعة ورقلة، الجزائر، المجلد 5، العدد 02، 2020.
2. الجنابي نبيل مهدي، نماذج السياسات النقدية والمالية: مع تطبيق معادلة (St. Louis) على الاقتصاد العراقي للمدة (2003-2011)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 8، العدد 2، 2012.
3. بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009.
4. رغد علي جلال وآخرون، تحليل اقتصادي لاستجابة محصول الذرة الصفراء في العراق باستخدام نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ للمدة 1980-2014، مجلة جامعة تكريت للعلوم الزراعية، 17(01)، 2017.
5. محمود حمود نوال، استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان أثر التغيرات النقدية والحقيقية في التضخم، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011.

ثالثاً: المذكرات والرسائل الجامعية

1. بكاري بلخير، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير جامعة الجزائر، 2009 - 2010.
2. بن حمو عصمت محمد ، طرق ومحددات تقييم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015 - 2016.

3. خلف الله زكرياء ، قنوات تحويل السياسة النقدية في الاقتصاد الجزائري دراسة تحليلية قياسية للفترة (1990-2016)، أطروحة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: مالية وبنوك، جامعة أم البواقي، 2017-2018.
4. بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي رباح، ورقلة، 2009.
5. بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2008-2009.
6. بوحادة عبد الكريم، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
7. رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2008.
8. شعبان محمد، نحو إختيار هيكل أمثل للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009 - 2010.
6. غدير محمود المهدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014.
9. كيموش بلال، التقييم الدوري للعناصر المالية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011.
10. لزغم سمية، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012.

المراجع الأجنبية:

1. Albouy Michel, **Financement et cout du capital des entrprises**, 2ème édition , Eyrolles, paris , 1994
2. Bellala Monder, **Finance Moderned'entreprise** , 2èmeédition , economica, paris, 2003.
3. DAMODARAN Aswath, **Finance d'entreprise**, théorie et pratique, 2ème édition, De boeck, Bruxelles, 2004.
4. Farber,A and al , **finance**, pearson education, Paris, 2004.
5. Hamdani Hocine, Statique Descriptive et Expression Graphique, OPU, Alger, 198.Mairie Jean Grognon et NabilKhouri,**Trate de gestionFinancier**, 2eme édition, Québec, 1981.8.
6. Modigliani , F , and Miller , M ,H, Correlate Income Taxes and the cost of capital correction, American economic Review, vol.53.No.3.1963.
7. MORGUES Nathalie;**financement et cout du capital de l'entreprise**, Economica, Paris, 1993.
8. Rafiki Samira et AbdessadekSodaa"la StructureFinancière de la Firme, **A –t– elle une influence sur valeur ?" problèmeéconomique Revue de Financier**, n02728, 2001.
9. Roden Lynn,**FINANCIAL DECESION MAKING** CMA P2,Hock international,llc, oxford, 2011– Brian Hock
10. VERNIMMEN Pierre, Finance d'Enterprise, 5èmeédition, Dalloz, paris, 2002.
11. ZviBodie, Robert Merton, Finance ,Pearson éduction, Paris, 2001.

الملاحق

الملحق رقم (1): نتائج الاستقرارية لاختبار ADF

UNIT ROOT TEST TABLE (ADF)						
<u>At Level</u>		BPR	DLT	DCT	DIS	ARO
With Con...	t-Statistic	-2.2934	-2.1863	-0.6355	-1.4188	-2.1147
	Prob.	0.1791	0.2143	0.8483	0.5633	0.2404
		n0	n0	n0	n0	n0
With Con...	t-Statistic	-2.2286	-2.1260	-1.9998	-0.7932	-2.5332
	Prob.	0.4612	0.5158	0.5786	0.9576	0.3113
		n0	n0	n0	n0	n0
Without C...	t-Statistic	-2.0969	-0.6243	-1.0559	-1.4680	-1.0659
	Prob.	0.0361	0.4404	0.2563	0.1308	0.2533
		**	n0	n0	n0	n0
<u>At First Difference</u>		d(BPR)	d(DLT)	d(DCT)	d(DIS)	d(ARO)
With Con...	t-Statistic	-6.0031	-6.0140	-8.4009	-6.2280	-4.5180
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0010
		***	***	***	***	***
With Con...	t-Statistic	-5.9645	-5.9556	-7.2891	-1.9976	-4.2773
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0000	0.5823	0.0092
		***	***	***	n0	***
Without C...	t-Statistic	-6.0828	-6.0828	-8.5610	-6.0828	-4.5653
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

الملحق رقم (2): نتائج الاستقرارية لاختبار PP

UNIT ROOT TEST TABLE (PP)						
<u>At Level</u>		BPR	DLT	DCT	DIS	ARO
With Con...	t-Statistic	-2.4874	-2.2976	-3.0150	-1.4149	-3.2305
	Prob.	0.1262	0.1778	0.0422	0.5652	0.0256
		n0	n0	**	n0	**
With Con...	t-Statistic	-2.4190	-2.2534	-2.9345	-0.7291	-2.4870
	Prob.	0.3646	0.4482	0.1633	0.9636	0.3325
		n0	n0	n0	n0	n0
Without C...	t-Statistic	-2.2413	-0.6331	-1.3386	-1.5559	-1.7132
	Prob.	0.0258	0.4366	0.1644	0.1112	0.0819
		**	n0	n0	n0	*
<u>At First Difference</u>		d(BPR)	d(DLT)	d(DCT)	d(DIS)	d(ARO)
With Con...	t-Statistic	-6.0031	-6.0140	-6.0167	-6.2281	-6.2270
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***
With Con...	t-Statistic	-5.9645	-5.9556	-5.9684	-6.4416	-6.4255
	Prob.	0.0001	0.0001	0.0001	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***
Without C...	t-Statistic	-6.0828	-6.0828	-6.0828	-6.0828	-6.0828
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

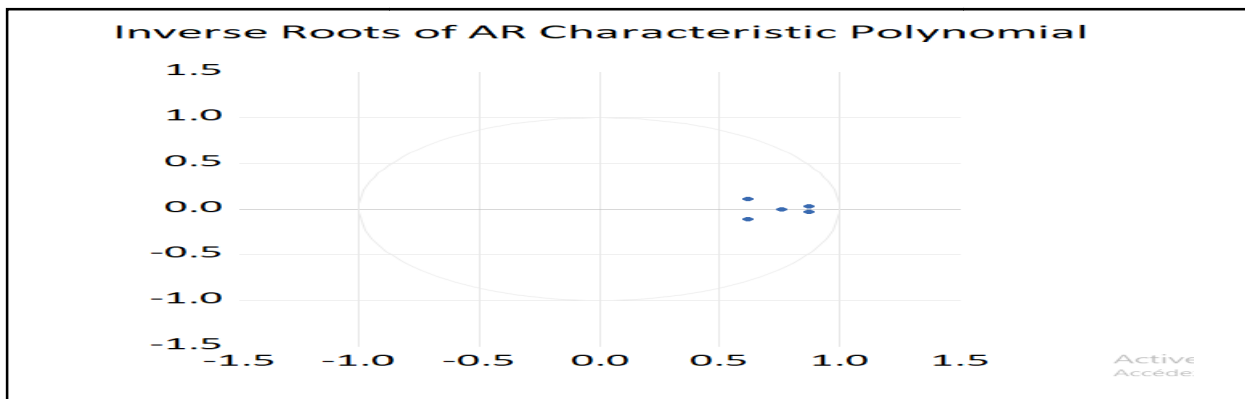
الملحق رقم (3): تقدير نموذج VAR(1)

Vector Autoregression Estimates
Date: 06/06/23 Time: 14:11
Sample (adjusted): 2011Q2 2020Q4
Included observations: 39 after adjustments
Standard errors in () & t-statistics in []

	BPR	DLT	DCT	DIS	ARO
BPR(-1)	0.706679 (0.13451) [5.25381]	0.556957 (1.03645) [0.53737]	-0.015820 (0.14525) [-0.10891]	0.002535 (0.12167) [0.02083]	-0.025593 (0.07480) [-0.34215]
DLT(-1)	-0.007853 (0.01518) [-0.51732]	0.689967 (0.11698) [5.89841]	-0.001149 (0.01639) [-0.07007]	-0.008853 (0.01373) [-0.64471]	-0.009060 (0.00844) [-1.07322]
DCT(-1)	0.061007 (0.14722) [0.41441]	1.444930 (1.13438) [1.27376]	0.681404 (0.15898) [4.28622]	-0.192885 (0.13317) [-1.44843]	0.038722 (0.08187) [0.47298]
DIS(-1)	-0.056937 (0.06088) [-0.93523]	0.714225 (0.46912) [1.52249]	0.049036 (0.06574) [0.74587]	0.947149 (0.05507) [17.1987]	0.018711 (0.03386) [0.55265]
ARO(-1)	0.164404 (0.19950) [0.82407]	-3.215179 (1.53726) [-2.09150]	-0.226432 (0.21544) [-1.05104]	0.043408 (0.18046) [0.24054]	0.729470 (0.11095) [6.57500]
C	-0.003826 (0.10575) [-0.03618]	1.247406 (0.81483) [1.53088]	0.164333 (0.11419) [1.43909]	0.111503 (0.09565) [1.16568]	0.140498 (0.05881) [2.38913]
R-squared	0.562156	0.678468	0.453006	0.944903	0.795187
Adj. R-squared	0.495815	0.629751	0.370128	0.936555	0.764155
Sum sq. resids	0.249987	14.84299	0.291517	0.204553	0.077312
S.E. equation	0.087037	0.670662	0.093989	0.078731	0.048402
F-statistic	8.473846	13.92671	5.465944	113.1881	25.62451
Log likelihood	43.13459	-36.50094	40.13766	47.04598	66.01897
Akaike AIC	-1.904338	2.179535	-1.750649	-2.104922	-3.077896
Schwarz SC	-1.648405	2.435468	-1.494717	-1.848989	-2.821963
Mean dependent	0.061513	2.377692	0.297436	1.388205	0.600769
S.D. dependent	0.122576	1.102190	0.118426	0.312569	0.099667

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

الملحق رقم (4): نتائج الاستقرار الهيكلي



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

الملحق رقم (5): نتائج الارتباط الذاتي

VAR Residual Serial Correlation LM Tests						
Date: 06/06/23 Time: 14:20						
Sample: 2011Q1 2020Q4						
Included observations: 39						
Null hypothesis: No serial correlation at lag h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	7.583656	25	0.9997	0.279442	(25, 90.7)	0.9997
2	3.710862	25	1.0000	0.134147	(25, 90.7)	1.0000
Null hypothesis: No serial correlation at lags 1 to h						
Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	7.583656	25	0.9997	0.279442	(25, 90.7)	0.9997
2	20.61127	50	0.9999	0.356727	(50, 90.0)	0.9999

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات (Eviews 12).

الملحق رقم 01: القوائم المالية

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

ACTIF	NOTE	Montants Bruts	N Amort-Prov	Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	54 878 045,42	51 170 825,30	3 707 220,12	4 883 484,31
Immobilisations corporelles	2	12 187 786 645,54	3 690 578 261,43	8 497 208 384,11	2 342 015 817,78
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 897,50
Bâtiments		7 003 927 597,19	2 048 553 977,37	4 955 373 619,82	1 143 809 639,36
Autres immobilisations corporelles		4 640 005 450,85	1 642 024 284,06	2 997 981 166,79	654 352 580,92
Immobilisation en concession		0,00		0,00	0,00
Immobilisations en cours	4	930 800 427,24		930 800 427,24	7 430 598 039,98
Equipements neufs en stocks		61 873 537,88		61 873 537,88	21 536 427,13
Immobilisations financières		187 483 072,34	165 994 600,00	21 488 472,34	20 524 158,42
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées	3	22 625 000,00	4 494 600,00	18 130 400,00	17 264 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	3 254 763,42
Prêts et autres actifs financiers non courants	3	164 858 072,34	161 500 000,00	3 358 072,34	4 995,00
Impôts différés actif		55 340 857,37		55 340 857,37	71 992 702,41
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		13 478 162 586,79	3 907 743 686,73	9 570 418 899,06	9 891 550 630,03
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours	5	509 105 622,65	46 106 387,53	462 999 235,12	417 410 657,39
Créances & emplois assimilés	6	1 084 792 719,72	78 164 783,27	1 006 627 936,45	609 671 253,14
Clients	6	452 021 446,14	77 878 283,27	374 143 162,87	425 359 799,06
Autres débiteurs	6	447 647 091,95	286 500,00	447 360 591,95	46 359 799,06
Impôts et assimilés		185 124 181,63		185 124 181,63	136 739 773,83
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	707 500,00
Disponibilités & assimilés	7	895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		895 299 873,70	6 604 809,57	888 695 064,13	199 301 881,86
TOTAL ACTIFS COURANTS		2 489 498 216,07	130 875 980,37	2 358 622 235,70	1 226 383 792,39
TOTAL GENERAL ACTIF		15 967 360 801,86	4 038 619 667,10	11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

BILAN PASSIF CUMULE ARRETE AU 31/12/2012

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 978 857,48	2 354 978 857,48
Résultat net de l'exercice 2012		527 880 732,27	-878 872 544,49
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		84 185 944,87	86 046 480,51
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-887 250 820,00	-127 878 413,82
TOTAL 1	8	3 779 775 714,60	3 247 475 359,66
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt auprès des établissements de crédits		6 144 281 944,05	5 778 373 263,25
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		37 064 972,88	22 221 817,82
Provisions p/pensions & obligations similaires		237 273 159,07	201 800 132,77
Dépôts & cautionnements reçus		15 547 828,10	10 445 815,10
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II	9	6 473 048 015,88	6 049 550 939,94
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		154 673 738,85	817 304 508,70
impôts		91 288 776,83	38 782 726,42
Autres dettes		854 513 083,81	880 389 243,70
Intérêts courus	11	26 028 362,85	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT	10	1 126 482 841,94	1 570 876 793,35
TOTALGENERAL PASSIF		11 379 306 572,42	10 867 903 092,95

BILAN ACTIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2012

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations incorporelles	1	50 488 309,40	45 905 455,09	4 583 484,31	12 729 615,26
Immobilisations corporelles	2	5 468 201 519,31	2 854 843 551,53	2 603 387 967,78	1 945 706 912,78
Immobilisations en cours	4	7 430 590 039,98		7 430 590 039,98	6 762 729 752,73
Equipements neufs en stocks	2	21 536 427,13		21 536 427,13	7 720 224,46
Immobilisations financières	3	187 384 758,42	196 960 600,00	20 524 158,42	23 632 711,48
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	5 360 600,00	17 264 400,00	22 412 500,00
Autres titres immobilisés		164 754 763,42	161 500 000,00	3 254 763,42	1 215 216,48
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		71 592 702,41		71 592 702,41	175 579 793,05
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 230 232 386,65	3 077 369 606,62	10 152 922 780,03	8 326 099 009,64
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours	5	468 216 449,66	50 805 792,27	417 410 657,39	309 609 354,90
Créances & emplois assimilés	6	710 473 696,55	100 802 443,41	609 671 253,14	266 899 049,47
Clients		525 675 742,47	109 515 943,41	426 369 799,06	113 197 663,98
Autres débiteurs		47 150 680,25	286 500,00	46 864 180,25	46 904 316,39
Impôts		136 739 773,63		136 739 773,63	105 767 636,76
Autres actifs courants		707 500,00		707 500,00	1 009 432,34
Disponibilités & assimilés	7	205 506 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 363 295 638,74
Placements & autres actifs financiers courants					300 000 000,00
Trésorerie		205 506 691,43	6 604 809,57	199 301 881,86	1 063 295 638,74
TOTAL ACTIF COURANT		1 384 596 837,64	158 213 945,25	1 226 383 792,39	1 939 804 063,11
TOTAL GENERAL ACTIF		14 614 829 224,29	3 235 522 551,87	11 379 306 572,42	10 867 903 062,95

BILAN PASSIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2011

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Primes & réserves		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Résultat net de l'exercice 2011		-575 872 544,49	112 752 335,58
Autres capitaux propres-Impact dû au passage PCN/SCF		98 046 480,51	50 035 338,30
Autres capitaux propres-Report à nouveau		-127 678 413,82	-73 632 749,57
TOTAL 1		3 247 475 359,66	3 944 134 781,77
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunt auprès des établissements de crédits		5 776 373 263,25	2 683 419 617,41
Emprunts trésor		38 910 111,00	38 910 111,00
Impôts différés passif		22 221 817,82	22 223 410,02
Provisions p/pensions & obligations similaires		201 600 132,77	217 891 069,55
Dépôts & cautionnements reçus		10 445 615,10	11 816 015,36
Comptes de liaison Etablissements & stés/Part		0,00	0,00
TOTAL PASSIF NON COURANT II		6 049 550 939,94	2 974 260 223,34
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		617 304 506,70	226 948 114,65
impôts		38 782 726,42	146 364 166,34
Autres dettes		890 389 243,70	1 303 540 732,96
Intérêts courus		24 400 316,33	24 400 316,33
TOTAL PASSIF COURANT		1 570 876 793,35	1 701 253 330,28
TOTALGENERAL PASSIF		10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

**BILAN ACTIF CUMULE
ARRETE AU 31/12/2011**

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Immobilisations Incorporelles		50 488 939,40	37 759 324,04	12 729 615,36	20 293 662,93
Immobilisations corporelles		5 024 718 154,84	3 079 011 242,06	1 945 706 912,78	2 083 217 066,01
Immobilisations en cours		6 762 729 752,73		6 762 729 752,73	3 443 785 638,34
Equipements neufs en stocks		7 720 224,46	-	7 720 224,46	4 581 220,66
Immobilisations financières		193 845 211,48	170 212 500,00	23 632 711,48	172 235 546,34
Autres participations & créances rattachées		22 825 000,00	212 500,00	22 412 500,00	21 125 000,00
Autres titres immobilisés		171 215 216,48	170 000 000,00	1 215 216,48	151 105 551,34
Prêts & autres actifs non courant		4 995,00		4 995,00	4 995,00
Impôts différés actif		175 579 793,03		175 579 793,03	10 244 821,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 215 082 075,94	3 286 983 066,10	8 928 099 009,84	5 734 357 955,39
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		310 967 997,71	1 358 602,81	309 609 394,90	309 615 383,63
Créances & emplois assimilés		388 092 596,84	121 193 547,37	266 899 049,47	941 036 757,78
Clients		234 104 711,35	120 907 047,37	113 197 663,98	363 479 999,68
Autres débiteurs		47 190 816,39	288 500,00	46 904 316,39	421 238 473,61
Impôts		105 787 836,76		105 787 836,76	156 226 322,83
Autres actifs courants		1 009 432,34		1 009 432,34	91 991,66
Disponibilités & assimilés		1 370 248 062,17	6 952 423,43	1 363 295 638,74	1 634 638 239,01
Placements & autres actifs financiers courants		300 000 000,00		300 000 000,00	300 000 000,00
Trésorerie		1 070 248 062,17	6 952 423,43	1 063 295 638,74	1 334 638 239,01
TOTAL ACTIF COURANT		2 069 308 656,72	129 504 573,61	1 939 804 083,11	2 885 290 380,42
TOTAL GENERAL ACTIF		14 284 390 732,66	3 416 487 639,71	10 867 903 092,95	8 619 648 335,81

**BILAN PASSIF CUMULÉ
DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021**

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (I))		2 858 602 621,01	2 858 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (I)			
Résultat net - Résultat net part. du groupe (I)		-508 920 133,02	-680 648 982,29
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-288 402 912,81	383 318 405,80
Part de la société consolidante (I)		3 585 189 575,18	4 081 270 124,52
Parts de minoritaires (I)			
TOTAL I	08	3 585 189 575,18	4 081 270 124,52
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 639 353 516,28	4 582 097 733,80
Impôts (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes		984 050,95	984 050,95
Provisions et produits constatés d'avance		515 598 584,18	610 836 686,16
Compte de liaison		0,00	-0,00
TOTAL II	09	5 155 936 100,41	5 183 918 489,91
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		198 785 847,50	128 308 381,89
Impôts		101 908 798,43	74 143 047,28
Autres dettes		470 142 611,74	947 267 188,98
Trésorerie passif		0,00	0,00
TOTAL III	10	768 838 255,67	1 149 719 618,15
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		9 499 963 931,26	10 424 908 232,58

BILAN ACTIF CUMULÉ
DU 01 JANVIER 2021 AU 31 DÉCEMBRE 2021

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1	
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS						
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00	
Immobilisations incorporelles	01	75 678 573,90	69 089 088,70	6 615 484,20	9 290 551,84	
Immobilisations corporelles	02	15 129 374 319,81	8 382 978 355,14	6 746 395 964,67	7 911 122 777,69	
Terrains		544 078 397,50		544 078 397,50	543 053 597,50	
Bâtements		8 197 636 233,20	3 577 113 182,77	4 620 523 050,43	4 982 345 958,86	
Autres immobilisations corporelles		6 387 059 689,11	4 805 865 172,37	1 581 194 516,74	1 904 829 220,44	
Immobilisations en concession		884 059,95		884 059,95	884 059,95	
Immobilisations en cours	04	57 005 484,46		57 005 484,46	57 830 284,46	
Équipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00	
Immobilisations financières	03	178 054 711,34	145 889 181,99	30 185 530,35	30 208 030,35	
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00	
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	642 500,00	21 982 500,00	22 005 000,00	
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants		153 429 111,34	145 226 681,99	8 203 030,35	8 203 030,35	
Impôts différés actif		106 792 418,97		106 792 418,97	106 811 724,04	
TOTAL ACTIF NON COURANT		16 545 989 568,43	8 587 910 826,03	6 947 978 942,40	7 598 247 428,04	
ACTIFS COURANTS						
Stocks et en cours	05	885 432 201,95	68 438 148,01	828 999 053,94	843 707 391,53	
Créances et emplois assimilés	06	941 429 919,39	123 276 457,52	818 147 361,87	1 264 997 418,76	
Clients		587 848 382,81	123 276 457,52	464 569 925,29	379 354 584,85	
Autres débiteurs		127 524 535,19		127 524 535,19	882 448 984,86	
Impôts et assimilés		228 062 891,59		228 062 891,59	223 083 889,05	
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00	
Disponibilités et assimilés	07	901 737 056,48	6 952 423,43	894 044 633,05	900 085 994,25	
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00	
Trésorerie		901 737 056,48	6 952 423,43	894 044 633,05	900 085 994,25	
TOTAL ACTIF COURANT		2 738 863 877,82	196 668 028,96	2 541 985 048,86	2 908 680 804,54	

Du 01/01/2020 Au 31/12/2020

BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 858 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		-650 648 992,29	22 512 054,63
Autres capitaux propres - Report à nouveau		383 316 495,80	472 314 437,75
Part de la société consolidante (1)		4 081 270 124,52	4 853 429 113,39
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	08	4 081 270 124,52	4 853 429 113,39
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 582 097 733,80	4 542 787 721,91
Impôts (différés et provisionnés)			0,00
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		610 836 696,16	631 528 235,03
Compte de liaison		-0,00	-0,00
TOTAL II	09	5 193 918 489,91	5 175 300 016,89
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		128 309 381,89	200 000 285,05
Impôts		74 143 047,28	72 999 308,78
Autres dettes		947 267 188,98	831 459 653,21
Trésorerie passif		0,00	489 443,49
TOTAL III	10	1 149 719 618,15	1 104 948 690,53
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		10 424 908 232,58	11 133 677 820,81

Du 01/01/2020 Au 31/12/2020

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	01	75 623 415,17	66 232 863,33	9 290 551,84	8 390 783,57
Immobilisations corporelles	02	15 117 223 081,39	7 806 100 303,79	7 311 122 777,60	6 308 102 078,14
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtimens		8 104 193 967,11	3 331 847 997,45	4 862 345 969,66	4 037 967 115,63
Autres immobilisations corporelles		6 379 175 526,78	4 474 252 306,34	1 904 923 220,44	1 726 281 365,81
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations en cours	04	57 830 284,46		57 830 284,46	1 650 928 462,96
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
Immobilisations financières	03	176 094 711,34	145 846 681,19	30 208 030,15	28 118 180,15
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	620 000,00	22 005 000,00	22 075 000,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		153 429 711,34	145 226 681,19	8 203 030,15	6 043 180,15
Impôts différés actif		106 811 724,04		106 811 724,04	116 246 933,11
TOTAL ACTIF NON COURANT		15 934 427 276,35	8 018 179 848,31	7 516 247 428,04	8 113 770 498,88
ACTIFS COURANTS					
Stocks et en cours	05	857 478 429,56	13 771 038,03	843 707 391,53	811 972 983,19
Créances et emplois assimilés	06	1 384 916 883,95	119 629 465,19	1 264 887 418,76	1 219 317 031,55
Clients		496 984 030,04	119 629 465,19	379 354 564,85	368 392 291,76
Autres débiteurs		887 448 984,86		885 448 984,86	850 924 739,79
Impôts et assimilés		223 083 869,05		223 083 869,05	190 623 481,77
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	07	807 018 417,88	6 952 423,43	800 065 994,25	888 617 307,19
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		807 018 417,88	6 952 423,43	800 065 994,25	888 617 307,19
TOTAL ACTIF COURANT		3 048 013 731,19	140 352 926,65	2 908 660 804,54	3 019 907 321,93
TOTAL GENERAL ACTIF		18 982 441 007,54	8 158 532 774,96	10 424 908 232,58	11 133 677 820,81

Du 01/01/2019 Au 31/12/2019

BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 858 602 621,01	2 688 602 621,01
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		22 512 054,63	439 611 183,43
Autres capitaux propres - Report à nouveau		472 314 437,75	331 811 207,86
Part de la société consolidante (1)		4 853 429 113,39	4 960 025 012,30
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	08	4 853 429 113,39	4 960 025 012,30
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 542 787 721,91	4 267 510 786,91
Impôts (différés et provisionnés)		0,00	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		631 528 235,03	633 008 427,25
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II	09	5 175 300 016,89	4 923 408 770,66
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		200 000 285,05	350 697 260,64
Impôts		72 999 308,78	166 861 697,92
Autres dettes		831 459 653,21	959 303 694,39
Trésorerie passif	11	489 443,49	2 373 024,41
TOTAL III	10	1 104 948 690,53	1 479 235 677,36
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		11 133 677 820,81	11 362 669 460,32

Du 01/01/2019 Au 31/12/2019

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	01	70 893 194,47	61 502 410,90	9 390 783,57	10 494 047,34
Immobilisations corporelles	02	13 515 648 792,25	7 207 546 713,11	6 308 102 079,14	6 747 064 093,60
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtimens		7 117 933 600,20	3 079 966 484,37	4 037 967 115,83	4 195 627 597,68
Autres immobilisations corporelles		5 853 861 594,55	4 127 580 228,74	1 726 281 365,81	2 007 582 898,42
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	04	1 650 928 462,96		1 650 928 462,96	1 528 922 952,32
Equipements neufs en stocks		0,00		0,00	0,00
Immobilisations financières		173 894 851,34	145 776 681,19	28 118 180,15	12 459 095,10
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	03	22 625 000,00	550 000,00	22 075 000,00	7 348 700,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		151 269 851,34	145 226 681,19	6 043 180,15	5 110 396,10
Impôts différés actif		116 246 933,11		116 246 933,11	110 157 269,81
TOTAL ACTIF NON COURANT		15 528 596 304,08	7 414 825 805,20	8 113 770 498,88	8 410 081 519,12
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	05	829 971 506,45	17 988 613,26	811 972 983,19	864 765 405,68
Créances et emplois assimilés	06	1 350 880 785,28	131 563 753,73	1 219 317 031,55	1 215 638 140,14
Clients		499 956 045,49	131 563 753,73	368 392 291,76	465 959 077,47
Autres débiteurs		660 301 248,02		660 301 248,02	636 538 006,06
Impôts et assimilés		190 623 491,77		190 623 491,77	213 141 056,61
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	07	995 569 730,62	6 952 423,43	988 617 307,19	772 184 395,38
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		995 569 730,62	6 952 423,43	988 617 307,19	772 184 395,38
TOTAL ACTIF COURANT		3 176 422 112,35	156 514 790,42	3 019 907 321,93	2 952 587 941,20
TOTAL GENERAL ACTIF		18 705 018 416,43	7 571 340 595,62	11 133 677 820,81	11 362 669 460,32

BILAN AU 30 JUIN 2018

U	PASSIF		DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (€)	Montants net (fr.)
	Montants net (fr.)	Montants net (€)				
0,00	0,00		CAPITAUX PROPRES			
4,57	61 430 244,62	2 400 193,80	- Capital émis	P 1	2 205 744 180,00	1 203 714 380,00
			- Capital non appelé		0,00	0,00
			- Primes et réserves (Réserves consolidées I)	P 2	362 924 803,80	279 710 094,00
4,26	407 943 326,00	497 841 370,00	- Ecart de réévaluation		0,00	0,00
2,48	306 211 704,00	306 211 426,53	- Ecart d'équivalence I	P 3	178 627 076,28	167 551 652,11
0,00	375 314 315,05	367 762 794,71	- Résultats net (Résultats net part du groupe I)	P 4	466 576 138,14	361 657 048,30
0,00	254 473 620,99	45 503 106,30	- Autres capitaux propres - divers à nouveau			
			- Part de la société consolidante I			
1,90	407 112 672,08	376 077 882,08	TOTAL I		3 143 042 278,32	2 976 827 777,20
0,00	1 270 000 000,00	1 650 000 000,00	PASSIF NON COURANT			
0,00	12 515 394,88	13 337 223,64	- Emprunts et dettes financières		0,00	0,00
			- Impôts différés et provisions	P 5	128 594 510,44	706 671 087,16
			- Autres dettes non courantes		0,00	0,00
			- Provisions réglementées	P 6	289 734 881,06	581 325 403,12
			- Fonds ou valeurs issus des assureurs			
			TOTAL II PASSIF COURANT		618 333 391,50	889 965 532,28
0,00	0,00		PASSIF COURANT			
0,00	366 971 325,32	348 804 631,48	- Provisions techniques d'assurances	P 7	2 587 404 246,51	2 250 800 940,13
0,00	29 873 965,90	64 880 738,81	- Opérations diverses			
2,21	2 678 629 964,88	2 627 629 404,11	- Acquisitions			
0,00	278 200 400,16	340 999 729,44	Pertes et ressources rattachées	P 08	637 764 102,80	208 434 078,32
0,00	110 970 420,07	311 810 956,49	- Créances, débits et comptes rattachés	P 09	425 594 563,26	348 919 078,84
			- Allocations et immobilisations d'assurance	P 10	880 260 007,99	874 131 942,00
			- Impôts	P 11	208 671 071,21	359 920 482,96
			- Autres dettes		0,00	0,00
0,00	750 000 000,00	326 000 000,00	- Trésorerie passif			
0,00	1 074 482 447,32	621 889 412,25	TOTAL III PASSIF COURANT		5 909 817 747,84	4 106 167 525,24
1,21	5 439 197 459,85	4 271 025 573,49	TOTAL III PASSIF COURANT		9 072 023 419,66	7 892 981 834,44
1,52	9 072 023 419,66	7 892 981 834,44	TOTAL GENERAL PASSIF		14 215 065 698,48	13 363 069 343,56

BILAN AU 30 JUIN 2018					
ACTIF					
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants nets	Montants nets (n-1)
ACTIF NON COURANT					
Ecarts d'évaluation - Goodwill positif ou négatif	A 1	0,00	0,00	0,00	0,00
- Immobilisations incorporelles		159 873 648,19	158 564 534,17	61 309 114,02	72 889 339,90
Immobilisations corporelles					
- Terrains	A 2	487 842 330,60		487 842 330,60	497 811 270,01
- Bâti	A 3	695 252 708,88	709 841 974,26	186 313 734,62	596 213 426,33
- Autres immobilisations corporelles	A 4	899 085 493,13	464 367 377,46	375 118 315,67	366 762 721,21
- Autres immobilisations financières	A 5	333 993 000,00	0,00	333 993 000,00	55 959 400,00
- Immobilisations en cours	A 6	254 479 826,99	0,00	254 479 826,99	48 869 336,50
- Titres mis en équivalence					0,00
- Autres participations et créances rattachées	A 7	420 212 624,68	0,00	420 212 624,68	376 077 362,68
- Autres titres immobilisés	A 8	1 270 000 000,00	0,00	1 270 000 000,00	1 620 000 000,00
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 9	12 859 392,88	0,00	12 859 392,88	13 337 233,64
- Impact différé actif					
- Autres charges et produits différés					
- Fourni au valeur déprécié chez les cédants					
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 349 999 836,13	712 778 876,31	3 637 221 959,82	3 621 966 260,96
ACTIF COURANT					
Provisions techniques d'assurances		0,00	0,00	0,00	0,00
- Part de la coassurance adhé	A 10	386 971 326,32	0,00	386 971 326,32	346 804 621,46
Créances et emplois assimilés					
- Créances et débiteurs	A 11	25 873 365,90	0,00	25 873 365,90	64 866 738,81
- Autres titres immobilisés d'assurance et comptes rattachés	A 12	2 764 652 907,09	85 563 822,21	2 679 089 084,88	2 627 659 404,11
- Autres débiteurs	A 13	228 787 458,48	0,00	228 787 458,48	243 998 229,48
- Impôts et assimilés	A 14	310 978 424,87	0,00	310 978 424,87	315 810 956,49
- Autres créances et emplois assimilés		0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés					
- Disponibilités et autres actifs financiers courants	A 15	776 000 000,00	0,00	776 000 000,00	250 000 000,00
- Trésorerie	A 16	1 078 482 447,32	0,00	1 078 482 447,32	621 889 632,05
TOTAL ACTIF COURANT		5 525 151 282,86	85 563 822,21	5 439 587 460,65	4 271 025 573,49
TOTAL GENERAL ACTIF		9 875 151 119,19	798 342 698,52	9 076 804 762,17	7 892 991 834,44



BILAN PASSIF CHAINE EL AURASSI

Du 01-01-2017 Au 31-12-2017

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 488 602 621,01	2 413 602 621,01
Ecarts de réévaluation			
Ecarts d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		549 187 994,87	331 873 991,79
Autres capitaux propres - Report à nouveau		348 292 732,12	355 689 283,32
Part de la société consolidante (1)	8	4 686 083 348,00	4 601 165 896,12
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		4 686 083 348,00	4 601 165 896,12
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		4 657 002 156,11	5 005 226 897,31
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		625 640 482,83	618 250 469,00
Compte de liaison			
TOTAL II	9	5 305 532 225,44	5 646 366 752,81
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		338 675 108,43	342 769 707,77
Impôts		169 656 866,80	107 576 890,84
Autres dettes		881 305 079,19	1 031 987 958,90
Trésorerie passif	11	337 853,68	503 863,80
TOTAL III		1 389 974 998,80	1 482 838 421,31
TOTAL PASSIF (I+ II + III)	10	11 581 590 569,24	11 730 371 070,24

(1) A utiliser uniquement pour la réévaluation d'états financiers consolidés.

BILAN ACTIF CHAINE EL AURASSI

Du 01-01-2017 Au 31-12-2017



ACTIF	Note	N		Net	N-1
		Montants Bruts	Amortissement, provisions et pertes de valeurs		
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles	1	67 744 654,47	53 456 353,74	14 288 300,73	14 479 546,58
Immobilisations corporelles	2	13 311 729 009,08	6 028 843 356,06	7 282 885 653,03	7 653 618 712,07
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		7 004 258 392,78	2 650 529 268,46	4 353 729 124,32	4 487 139 005,59
Autres immobilisations corporelles		5 763 617 018,80	3 378 314 087,59	2 385 302 931,21	2 622 626 108,98
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	984 059,95
Immobilisations encours	4	798 937 225,10		798 937 225,10	512 868 972,11
Equipements neufs en stocks					63 812 813,61
Immobilisations financières		181 541 290,97	167 519 200,00	14 022 090,97	13 416 495,54
Titres mis en équivalence					
Autres participations et créances rattachées	3	22 625 000,00	14 519 200,00	8 105 800,00	8 569 800,00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		158 916 290,97	163 000 000,00	5 916 290,97	4 846 895,54
Impôts différés actif		104 367 180,78		104 367 180,78	96 362 623,77
		14 465 303 420,35	6 249 818 909,79	8 215 484 510,56	8 355 541 523,63
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	874 598 488,75	18 793 820,90	855 804 667,85	851 091 332,71
Créances et emplois assimilés	6	1 422 571 328,93	131 139 285,37	1 291 432 043,56	1 237 792 508,57
Clients		623 581 123,46	130 854 285,37	492 726 838,08	431 373 522,30
Autres débiteurs		603 604 193,89	285 000,00	603 319 193,89	562 514 669,59
Impôts et assimilés		195 386 009,59		195 386 009,59	243 904 314,68
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés	7	1 225 126 544,98	6 257 195,71	1 218 869 349,27	1 275 945 707,33
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		1 225 126 544,98	6 257 195,71	1 218 869 349,27	1 275 945 707,33
		3 522 296 360,66	156 190 301,98	3 366 106 058,68	3 374 829 546,61
		17 987 599 781,01	6 406 009 211,77	11 581 590 569,24	11 730 371 070,24



BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 413 602 621,01	2 161 602 621,01
Ecart de réévaluation		-	-
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		831 873 991,79	609 333 773,22
Autres capitaux propres - Report à nouveau		355 689 283,32	330 808 860,86
Part de la société consolidante (1)		4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I	8	4 601 165 896,12	4 603 745 255,09
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 005 226 697,31	5 471 394 010,82
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		618 250 469,00	619 838 249,05
Compte de liaison		-	-
TOTAL II	9	5 646 366 752,81	6 114 121 846,37
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		342 727 506,49	158 648 325,04
Impôts		107 683 078,16	166 450 101,50
Autres dettes		1 032 141 440,16	963 098 117,23
Trésorerie passif	11	503 863,81	16 701 226,99
TOTAL III	10	1 483 055 888,62	1 304 897 770,76
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		11 730 588 537,55	12 022 764 872,22

* à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés.

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31-12-2016



ACTIF	Note	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		-	-	-	-
Immobilisations incorporelles	1	64 231 330,81	49 751 784,23	14 479 546,58	3 006 813,77
Immobilisations corporelles	2	13 011 514 952,70	5 357 896 240,63	7 653 618 712,07	7 107 832 242,23
Terrains		543 853 597,50	-	543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		6 912 355 212,19	2 425 216 206,60	4 487 139 005,59	4 079 825 072,50
Autres immobilisations corporelles		5 555 306 143,01	2 932 680 034,03	2 622 626 108,98	2 484 153 572,23
Immobilisations en concession		984 059,95	-	984 059,95	984 059,95
Immobilisations en cours	4	518 517 862,19	5 649 790,08	512 868 072,11	1 078 621 047,36
Equipements neufs en stocks		63 812 013,61	-	63 812 013,61	62 036 536,23
Immobilisations financières	3	180 471 695,54	167 055 200,00	13 416 495,54	12 061 890,13
Titres mis en équivalence		-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 055 200,00	8 569 800,00	8 322 000,00
Autres titres immobilisés		-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 846 695,54	153 000 000,00	4 846 695,54	3 739 890,13
Impôts différés actif		96 362 623,77	-	96 362 623,77	89 510 057,30
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 935 894 538,57	5 580 353 014,94	8 355 541 523,63	8 354 052 646,97
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	888 565 129,51	27 472 509,20	861 092 620,31	825 424 456,29
Créances et emplois assimilés	6	1 363 163 697,87	125 155 028,59	1 238 008 669,28	1 242 684 095,10
Clients		556 198 862,01	124 870 028,59	431 328 833,42	483 546 850,90
Autres débiteurs		562 953 150,86	285 000,00	562 668 150,86	538 899 027,65
Impôts et assimilés		244 011 685,00	-	244 011 685,00	220 238 221,55
Autres créances et emplois assimilés		-	-	-	-
Disponibilités et assimilés	7	1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
Placements et autres actifs financiers courants		-	-	-	-
Trésorerie		1 282 202 920,04	6 257 195,71	1 275 945 724,33	1 600 603 673,86
TOTAL ACTIF COURANT		3 533 931 747,42	158 884 733,50	3 375 047 013,92	3 668 712 225,25
TOTAL GENERAL ACTIF		17 469 826 285,99	5 739 237 748,44	11 730 588 537,55	12 022 764 872,22

Du 01/01/2015 Au 31/12/2015

BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé		-	-
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 163 602 621,01	2 229 414 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)		-	-
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		609 333 773,22	738 097 348,86
Autres capitaux propres - Report à nouveau		330 808 860,86	-531 344 310,73
Part de la société consolidante (1)		4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
Parts de minoritaires (1)		-	-
TOTAL I	8	4 603 745 255,09	3 936 167 895,59
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 471 394 010,82	5 843 002 544,33
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	984 059,95
Provisions et produits constatés d'avance		619 838 249,05	584 352 305,10
Compte de liaison		-0,00	-0,00
TOTAL II	9	6 114 121 846,37	6 450 244 435,93
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		158 648 325,04	142 289 745,27
Impôts		166 450 101,50	145 087 274,33
Autres dettes		963 098 117,23	1 338 007 064,67
Trésorerie passif	11	16 701 226,99	16 230 964,48
TOTAL III	10	1 304 897 770,76	1 641 615 048,75
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

Du 01/01/2015 Au 31/12/2015

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	N		N-1
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	50 746 816,31	47 740 002,54	3 006 813,77	4 229 704,39
Immobilisations corporelles	2	11 743 522 415,83	4 635 690 173,60	7 107 832 242,23	7 254 383 738,79
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtimens		6 264 236 596,90	2 184 411 524,40	4 079 825 072,50	3 926 234 040,78
Autres immobilisations corporelles		4 935 432 221,43	2 451 278 649,20	2 484 153 572,23	2 784 296 100,51
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations en cours	4	1 078 621 047,36		1 078 621 047,36	1 079 922 687,79
Equipements neufs en stocks		62 036 536,23		62 036 536,23	50 795 480,89
Immobilisations financières	3	179 364 890,13	167 303 000,00	12 061 890,13	25 640 537,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées		22 625 000,00	14 303 000,00	8 322 000,00	20 822 800,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants		156 739 890,13	153 000 000,00	3 739 890,13	4 817 737,12
Impôts différés actif		89 510 057,30		89 510 057,30	77 754 957,78
TOTAL ACTIF NON COURANT		13 204 785 823,11	4 850 733 176,14	8 354 052 646,97	8 493 711 166,71
ACTIFS COURANTS					
Stocks et en cours	5	859 628 228,94	34 203 772,65	825 424 456,29	664 344 673,16
Créances et emplois assimilés	6	1 351 388 306,18	108 704 211,08	1 242 684 095,10	1 138 482 401,20
Clients		591 964 561,98	108 417 711,08	483 546 850,90	484 281 042,03
Autres débiteurs		539 185 522,65	286 900,00	538 899 022,65	507 571 050,03
Impôts et assimilés		220 238 221,55		220 238 221,55	146 630 309,14
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	7	1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Tresorerie		1 606 860 869,57	6 257 195,71	1 600 603 673,86	1 731 489 139,20
TOTAL ACTIF COURANT		3 817 877 404,69	149 165 179,44	3 668 712 225,25	3 534 316 213,56
TOTAL GENERAL ACTIF		17 022 663 227,80	4 999 898 355,58	12 022 764 872,22	12 028 027 380,27

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (réserves consolidées (1))		2 229 414 857,48	2 354 979 857,48
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		738 097 348,86	358 855 178,32
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-531 344 310,73	-503 221 164,24
Part de la société consolidante (1)		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 843 002 544,33	6 240 425 177,52
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	
Provisions et produits constatés d'avance		584 352 305,10	515 560 149,48
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II		6 450 244 435,93	6 777 890 853,55
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		142 289 745,27	102 076 113,35
Impôts		145 087 274,33	48 438 268,71
Autres dettes		1 308 007 064,67	1 275 491 508,11
Tresorerie passif		16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III		1 611 615 048,75	1 442 236 409,67
TOTAL PASSIF (= I + II)		12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		50 882 516,31	46 733 111,92	4 229 794,39	3 707 220,12
Immobilisations corporelles		11 100 593 050,76	3 045 709 341,97	7 254 383 738,79	8 497 205 384,11
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		5 823 580 325,38	1 897 358 284,80	3 926 234 040,78	4 955 373 619,82
Autres immobilisations corporelles		4 732 649 127,88	1 948 353 057,17	2 784 295 100,51	2 097 981 166,79
Immobilisations en concession		864 059,95		864 059,95	0,00
Immobilisations en cours		1 079 822 687,79		1 079 822 687,79	930 809 427,24
Equipements neufs en stocks		50 795 480,89		50 795 480,89	61 873 537,88
Immobilisations financières		188 942 737,12	169 302 250,00	25 640 537,12	21 438 472,34
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	1 802 200,00	20 822 800,00	18 130 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courants		166 317 737,12	161 500 000,00	4 817 737,12	3 308 072,34
Impôts différés actif		77 754 957,78		77 754 957,78	55 540 857,37
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		12 949 458 820,80	4 055 744 653,89	8 493 711 166,71	9 670 418 859,05
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		698 700 170,08	34 355 505,02	664 344 673,16	452 999 235,12
Créances & emplois assimilés		1 243 605 938,62	105 123 138,42	1 138 482 401,20	1 026 627 936,45
Clients		589 117 680,45	104 808 038,42	484 281 042,03	374 143 162,67
Autres débiteurs		507 957 550,03	288 500,00	507 571 050,03	447 360 591,95
Impôts et assimilés		146 630 309,14		146 630 309,14	185 124 181,83
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 738 093 948,77	8 604 808,57	1 731 489 139,20	888 895 064,13
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 738 093 948,77	8 604 808,57	1 731 489 139,20	888 895 064,13
TOTAL ACTIFS COURANTS		3 683 399 657,47	148 083 453,91	3 634 316 213,56	2 958 322 238,79
TOTAL GENERAL ACTIF		16 229 958 488,07	4 203 828 107,80	12 028 927 380,27	11 928 741 194,78

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (I))		2 354 979 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence (I)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (I)		356 855 178,32	313 083 850,45
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-503 221 164,24	-687 250 820,00
PART DE LA SOCIÉTÉ CONSOLIDANTE (I)	8	3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PARTS DE MINORITAIRES (I)			
TOTAL I		3 708 613 871,54	3 564 978 832,78
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	9	6 240 425 177,52	6 183 172 055,05
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	37 054 972,66
Autres dettes non courantes			15 547 829,10
Provisions et produits constatés d'avance		515 560 149,48	237 273 159,07
Compte de liaison			
TOTAL II		6 777 890 853,55	6 473 048 015,88
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		102 076 113,35	154 673 738,65
impôts		48 438 268,71	44 693 508,65
Autres dettes	10	1 275 491 508,11	854 513 963,81
Trésorerie passif	II	16 230 519,50	26 026 362,65
TOTAL III		1 442 236 409,67	1 079 907 573,76
TOTAL PASSIF (I + II + III)		11 928 741 134,76	11 117 934 422,42

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ، ومن أجل هذا قمنا باختبار أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال الفترة 2011 - 2021، وقد تم الاعتماد على القوائم المالية واستخدام أسلوب الانحدار الذاتي لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة للهيكل المالي.

وقد توصلنا من خلال دراستنا إلى وجود أثر ايجابي بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة، المخاطر التشغيلية والقيمة السوقية للمؤسسة، في حين توصلنا إلى وجود أثر سلبي بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، حجم السيولة والقيمة السوقية للمؤسسة، في حين أثبتت الدراسة أن كل من إجمالي الديون ، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية لا يفسران التغيرات الحاصلة على القيمة السوقية لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، قيمة المؤسسة، تكلفة التمويل، مصادر التمويل.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the impact of the financial structure on the value of the enterprise. For this purpose, we tested the impact of the financial structure on the value of the Eurasian Hotel Management Institution during the period 2011 - 2021. The financial statements were relied upon and used the self-degradation method to study the relationship between the value of the enterprise as a subordinate variable and the independent variables of the financial structure.

Through our study, we have found a positive impact between the ratio of short-term debt to private funds. operational risks and the enterprise's market value, while finding a negative impact between the long-term debt ratio and private funds s liquidity and market value, while the study demonstrated that both total debt s market value during the study period.

Keywords: financial structure, enterprise value, funding cost, funding sources