

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذة:

د. حياة نجار

إعداد الطلبة:

- جهينة صويلح

- إكرام شويعل

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	د. عمر قيرة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	د. حياة نجار
مناقشا	جامعة جيجل	د. ريم بونوالة

السنة الجامعية: 2021/2020

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية

دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف الأستاذة:

د. حياة نجار

إعداد الطلبة:

- جهينة صويلح

- إكرام شويعل

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	د. عمر قيرة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	د. حياة نجار
مناقشا	جامعة جيجل	د. ريم بونوالة

السنة الجامعية: 2021/2020

شكر وتقدير

لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بنعمة العلم ويسرت لنا سبله وأعنتنا على تحصيله وعلمتنا ما لم نكن نعلم، ثمّ الصلاة والسلام على خير المعلمين محمد سيد الخلق وعلى آله وصحبه أجمعين.

بدايةً لا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر وعظيم الامتنان والتقدير للأستاذة الدكتورة نجار حياة على تفضلها بالإشراف على هذه المذكرة، فمن خلال التوجيه والمتابعة لمسنا فيها التواضع والخلق الكريم، وفي هذا المقام نتوجه إلى المولى عزّ وجل أن يجزيها عنا خيرًا وأن يبارك لها في أهلها وعملها.

كما نتوجه بخالص الشكر الجزيل لكل من أسهم في تقديم يد العون لإنجاز هذا البحث من أساتذتنا الكرام.

كما لا يفوتنا أن نرفع أسمى عبارات الشكر والتقدير والامتنان إلى أعضاء لجنة المناقشة الموقرة الذين قبلوا وتحملوا عناء قراءة ومناقشة هذا العمل.

لكم منا أجمل عبارات التقدير والاحترام.



أهدي هذا العمل المتواضع

إلى من أوصى بهما الله ورسوله وجعل رضاها وطماعتها من طاعته إلى أعز وأقرب الناس
إلى قلبي وأغلى ما أملك في هذا الوجود والدي الكريمين حفظهما الله وأطال

عمرهما

إلى من قاسموني الحياة بجلوها ومرها إخوتي الأعزاء

إلى كل الأحابيد والأصدقاء دون استثناء

إلى جميع أفراد العائلة الكريمة

إكرام



أهدي هذا العمل المتواضع

إلى التي أنارت بنور حبها المتدفق وحنانها الفياض درج حياتي، زهرة قلبي التي
إن جمعت الزهور فلن أشم إلا عبيرها، والتي لو جمعت كل ورود وكنوز العالم
هدية لها لما وفيتها حقها،

قرة عيني وحببتي أمي الغالية حفظها الله.

إلى الغالي الذي أفنى من عمره السنين لنصل لهذا المستوى، مثلي الأعلى الذي
يَهوُّنُ عنى مصاعبي ويغمرني بحنانه وعطفه ودعمه،

أبي العزيز حفظه الله.

إلى كل أفراد عائلتي وكل أصدقائي،

وإلى جميع الطلبة في كل مكان.

جھينة

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	شكر وتقدير
II	الإهداء
IV	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الملاحق
XI	قائمة الرموز والمختصرات
أ-د	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للتكلفة المرجحة لرأس المال	
10	تمهيد
11	المبحث الأول: عموميات حول هيكل رأس المال
11	المطلب الأول: السياسات التمويلية للمؤسسة
13	المطلب الثاني: مفهوم هيكل رأس المال
14	المطلب الثالث: مكونات هيكل رأس المال
21	المطلب الرابع: العوامل المحددة لهيكل رأس المال
23	المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال
23	المطلب الأول: تعريف تكلفة رأس المال
25	المطلب الثاني: تكلفة الأموال الخاصة
30	المطلب الثالث: تكلفة الديون
31	المطلب الرابع: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC)
34	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال
34	المطلب الأول: النظريات التقليدية
39	المطلب الثاني: نظرية مديكلباني وميلر
42	المطلب الثالث: النظرية التوازن
45	المطلب الرابع: النظريات المتعددة الأشكال
48	خلاصة

	الفصل الثاني: مدخل إلى المردودية المالية
50	تمهيد
51	المبحث الأول: عموميات حول المردودية
51	المطلب الأول: مفهوم المردودية
53	المطلب الثاني: قياس المردودية
55	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على المردودية
57	المطلب الرابع: أنواع المردودية
60	المبحث الثاني: أساسيات المردودية المالية
60	المطلب الأول: مفهوم المردودية المالية
63	المطلب الثاني: مكونات المردودية المالية
65	المطلب الثالث: محددات المردودية المالية
68	المطلب الرابع: آليات التحكم في المردودية المالية
70	المبحث الثالث علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية
70	المطلب الأول: علاقة تكلفة الديون بالمردودية المالية
75	المطلب الثاني: علاقة تكلفة الأموال الخاصة بالمردودية المالية
76	المطلب الثالث: علاقة التكلفة الكلية لرأس المال والمردودية المالية
79	خلاصة
	الفصل الثالث: دراسة أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في CAC40
81	تمهيد
82	المبحث الأول: الإطار العام للدراسة
82	المطلب الأول: تقديم مؤشر CAC40
85	المطلب الثاني: كيفية حساب المؤشر CAC40
86	المطلب الثالث: مكونات مؤشر CAC40
88	المبحث الثاني: منهجية الدراسة الميدانية
88	المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة
90	المطلب الثاني: الأسلوب الإحصائي للدراسة
96	المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
96	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

102	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
105	خلاصة
106	الخاتمة
110	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
(01)	تقييم معدلات المردودية المالية	61
(02)	جدول حسابات النتائج	64
(03)	مكونات مؤشر cac40 خلال 2019	85
(04)	أكبر خمس مؤسسات تمثل مؤشر CAC40 ونسبة رأس المال السوقي لها	86
(05)	عرض متغيرات الدراسة	90
(06)	معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع	96
(07)	نتائج الانحدار الخطي البسيط	97
(08)	نتائج اختبار Breush-Godfrey	99
(09)	مصفوفة الارتباط بين المتغيرين المستقلين والمتغير التابع	100
(10)	نتائج الانحدار الخطي المتعدد	101

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
11	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المحافظة	(01)
12	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة المثلى	(02)
13	كيفية تمويل الأصول وفقا للسياسة الجريئة	(03)
35	العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة (نظرية صافي الربح)	(04)
35	العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاقتراض (نظرية صافي الربح)	(05)
37	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)	(06)
37	العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة (مدخل صافي ربح العمليات)	(07)
38	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)	(08)
38	العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة (المدخل التقليدي)	(09)
40	ثبات تكلفة رأس المال الكلية مهما تغير الهيكل المالي في غياب الضرائب (حسب مذكلياني وميلر)	(10)
41	كلفة رأس المال الكلية في ظل وجود الضرائب	(11)
45	الهيكل الأمثل في ظل تكلفة الوكالة	(12)
61	يمثل المفاهيم المرتبطة بالمردودية المالية	(13)
74	حالات أثر الرافعة المالية	(14)
74	دورة التمويل وتوزيع ثروة المؤسسة كتغذية رجعية	(15)
76	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الإستدانة	(16)
77	سلوك التكلفة الكلية لهيكل رأس المال	(17)
84	تطور مؤشر CAC40 خلال الفترة 1988-2021	(18)
95	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin watson)	(19)
98	التمثيل البياني لاختبار Durbin-Watson لنموذج الانحدار البسيط	(20)
102	التمثيل البياني لاختبار Durbin-Watson لنموذج الانحدار المتعدد	(21)

قائمة الملاحق

<u>العنوان</u>	<u>الرقم</u>
جدول التوزيع (student)	(01)
جدول التوزيع (Fisher)	(02)
جدول التوزيع (Durbin watson)	(03)
جدول التوزيع (CHI-Deux X^2)	(04)
القوائم المالية لـ (Accor)	(05)
القوائم المالية لـ (Air liquide)	(06)
القوائم المالية لـ (Alstom)	(07)
القوائم المالية لـ (Atos)	(08)
القوائم المالية لـ (Bouygues)	(09)
القوائم المالية لـ (Cap_Gemini)	(10)
القوائم المالية لـ (Carrefour)	(11)
القوائم المالية لـ (Danone)	(12)
القوائم المالية لـ (Dassault_Systemes)	(13)
القوائم المالية لـ (EssilorLuxottica)	(14)
القوائم المالية لـ (Hermes_International)	(15)
القوائم المالية لـ (kering)	(16)
القوائم المالية لـ (l'oreal)	(17)
القوائم المالية لـ (Legrand)	(18)
القوائم المالية لـ (LVMH)	(19)
القوائم المالية لـ (Michelin)	(20)
القوائم المالية لـ (Peugeot)	(21)
القوائم المالية لـ (Publicis_Groupe_SA)	(22)
القوائم المالية لـ (Renault)	(23)
القوائم المالية لـ (Safran)	(24)
القوائم المالية لـ (Saint_Gobain)	(25)
القوائم المالية لـ (Sanofi)	(26)

(Schneider_Electric) ل القوائم المالية ل	(27)
(Sedex) ل القوائم المالية ل	(28)
(Teleperformance) ل القوائم المالية ل	(29)
(Thales) ل القوائم المالية ل	(30)
(Total) ل القوائم المالية ل	(31)
(Veolia) ل القوائم المالية ل	(32)
(Vinci) ل القوائم المالية ل	(33)
(vivendi) ل القوائم المالية ل	(34)

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
ϵ	الخطأ العشوائي
C	
CAMP	طريقة تسعير الأصول الرأسمالية
CMPC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
D	
D	قيمة الديون
E	
E	قيمة الأموال الخاصة
I	
i	معدل الفائدة على الديون
k	
K_0	تكلفة رأس المال
K_d	تكلفة الديون
K_e	تكلفة الأموال الخاصة
R	
R_e	المردودية الاقتصادية
R_f	المردودية المالية
T	
T	معدل الضريبة
W	
WACC	التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

مقدمة

تحتل سياسة التمويل مكانة هامة في صياغة الاستراتيجية المالية للمؤسسات الاقتصادية، إذ يعتبر نشاط التمويل محددًا هامًا من محددات التوجهات الاستراتيجية، فمزاولة هذه المؤسسات لعملها يتطلب تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف الأنشطة بكفاءة وفعالية، وذلك من خلال البحث عن مصادر التمويل الملائمة سواء مصادر داخلية أو خارجية، ويتم ذلك بتحديد البدائل المتاحة ومن ثم مقارنة تكلفة كل بديل واختيار الأقل تكلفة وهذا من أجل الوصول إلى هيكل تمويلي أمثل الذي يضمن لها أعلى مردودية ممكنة.

ونظرًا لاختلاف مصادر التمويل المتاحة، فإن المؤسسة تجد صعوبة في اتخاذ قرار التمويل الذي يضمن لها تشكيل الثروة، خاصة بعد ظهور أساليب وطرق تمويل لم تكن متاحة من قبل. وبالنظر إلى أن كل مصدر من هذه المصادر يرتبط بقدر معين من المخاطر فإن أصحاب هذه الأموال سيطلبون بمستويات متفاوتة من العوائد تبعًا لمستوى المخاطر المحتملة.

وبما أن التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن تكلفة رأس المال تختلف باختلاف طبيعة ونسبة كل مصدر ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة، لذلك تصبح قضية تكوين هيكل تمويلي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة، وبين العائد والمخاطر من جهة أخرى من أهم المشكلات المطروحة حاليًا.

أولاً- إشكالية البحث

بناء على ما سبق يمكن حصر الغرض الرئيسي لهذه الدراسة في تحديد طبيعة العلاقة بين التكلفة المرجحة لرأس المال والمردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، وعليه فإنه يمكن صياغة الإشكالية التي تعالجها هذه الدراسة في السؤال الرئيسي التالي: ما هو أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة فرنسا؟

للإجابة على هذا السؤال، استوقفنا مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو أثر تكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟
- ما هو أثر تكلفة الديون على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟

ثانياً- الفرضيات

كمحاولة للإجابة على الطرح المقدم بأسئلته الفرعية، تمت صياغة فرضية رئيسية وفرضيتين فرعيتين وذلك وفق الآتي:

- الفرضية الرئيسية: وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة فرنسا عند مستوى معنوية $(\alpha=0.05)$ ؛

- الفرضية الفرعية 1: وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة فرنسا عند مستوى معنوية ($a=0.05$)؛
- الفرضية الفرعية 2: وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الديون على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة فرنسا عند مستوى معنوية ($a=0.05$).

ثالثا-أهمية الدراسة

يعتبر التحديد الأمثل لمصادر التمويل ونسبة كل مصدر من هذه المصادر من المواضيع ذات أهمية لنجاح المؤسسات والحفاظ على استمراريتها، وأن تكلفة رأس المال تمثل أحد العناصر الهامة التي تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات التمويلية المتعلقة بتحديد هيكل رأس المال، وتتبع أهمية الدراسة من أهمية موضوع تكلفة رأس المال وتوضيح أثره على المردودية المالية، خاصة في ظل غياب الاستراتيجية أو الرؤية الواضحة حول تحديد أثر تكلفة رأس المال على المردودية المالية للمؤسسات.

رابعا-أهداف الدراسة

يهدف البحث الى دراسة وتحليل أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، بالإضافة الى تحقيق مجموعة من الأهداف الأخرى:
 -دراسة وتوضيح أهمية التمويل بالنسبة للمؤسسات، وأثرها على الأداء العام للمؤسسة؛
 -دراسة وتحليل أهم الجوانب النظرية المتعلقة بالتكلفة المرجحة لرأس المال والمردودية المالية، مع توضيح أهميتهما وطرق حسابهما؛
 -دراسة أثر التكلفة الديون والمردودية المالية؛
 -دراسة أثر التكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية.

خامسا-منهج الدراسة والأدوات المستخدمة

من أجل الوصول إلى الهدف المتوخى من هذه الدراسة سوف نقوم بعملية المزج بين مجموعة من المناهج العلمية، حيث سنقوم باستخدام المنهج الوصفي التحليلي في جميع فصول الدراسة، وذلك لوصف الإطار النظري لمتغيرات الدراسة المتمثلة في تكلفة رأس المال والمردودية المالية، وتحليل المعطيات والجداول وطبيعة الأثر بين متغيرات الدراسة. كما سنعتمد على المنهج الاستنباطي في الفصل الثالث من الدراسة والذي يعتمد على التفكير المنطقي الاستنتاجي لمحاول الربط بطريقة منطقية بين متغيرات الدراسة (متغيرات مستقلة والمتغير التابع). ولبلوغ أهداف الدراسة سوف نقوم بإنجاز الدراسة الميدانية من خلال جمع البيانات المالية لـ 30 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة فرنسا والتي تمثل عينة الدراسة، وهذا من أجل حساب المردودية المالية للمؤسسات وتكلفة رأس المال المرجحة (تكلفة الديون وحقوق الملكية)، وسنستخدم البرنامج الإحصائي (Eviews10). ومن أهم الأساليب

الإحصائية التي سنقوم باستخدامها نذكر معامل الارتباط لقياس درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع المتمثل في المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، معامل التحديد، إحصائية Durbin Watson، اختبار معنوية المعامل المقدرة بالاعتماد على إحصائية (student)، اختبار المعنوية الكلية إحصائية (Fisher).

سادسا-أسباب اختيار الموضوع

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع المذكرة والذي جاء تحت عنوان: "أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية" يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:

- 1- الاهتمام الشخصي بالموضوع نظرا لارتباطه بمجال تخصص الإدارة المالية؛
- 2- أهمية موضوع تكلفة رأس المال وتوضيح طريقة قياسه من جهة وأثره على المردودية المالية من جهة أخرى؛
- 3- نقص البحوث المتعلقة بدراسة أثر تكلفة رأس المال على المتغيرات المرتبطة بأداء المؤسسات مثل السيولة والربحية والمردودية والأرباح والنمو... الخ، وهو ما ولد الرغبة في فتح المجال لبحوث أخرى في هذا الموضوع.

سابعا-إطار الدراسة

قمنا بإعداد هذه الدراسة الموسومة بأثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية خلال السنة الجامعية 2020-2021، من خلال دراسة وتحليل البيانات المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس خلال سنة 2019، وقد شملت هذه الدراسة 30 مؤسسة مدرجة في المؤشر، وهذا من بين 40 مؤسسة نظرا لعدم القدرة على الحصول على البيانات المالية لكل المؤسسات.

ثامنا-الدراسات السابقة

من خلال عملية المسح البيبليوغرافي الذي قمنا به، يمكن الإشارة إلى أهم الدراسات التي لها علاقة بالموضوع قيد الدراسة:

*الدراسات باللغة العربية:

1- دراسة غسان محمد نومان المشهداني سنة 2017 بعنوان: "أثر تكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك: دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان: وهي عبارة عن رسالة ماجستير في تخصص المحاسبة، هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك في مجموعة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وقد تم اختيار 30 مؤسسة من بين المؤسسات التي تتوفر بياناتها المالية خلال الفترة 2011-2015.

لتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في إجراء الدراسة، وتم قياس تعظيم ثروة الملاك من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام نموذج

الانحدار المتعدد، وقد أظهرت النتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة احصائية للتكلفة المرجحة لرأس المال مقاسة بكل من تكلفة حقوق الملكية و تكلفة الديون على تعظيم ثروة الملاك مقاسة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للمؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، وأوصت الدراسة بأن تقوم إدارة المؤسسات بالاعتماد على الهيكل التمويلي الأنسب لها من خلال احتساب تكلفة رأس المال وذلك من أجل ضمان تعظيم أرباحها وحماية ثروة ملاكها.

2- دراسة بلخير بكاي وعبد الرحمان دغوم سنة 2017 بعنوان: دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة 2009-2014: وقد هدف الباحثان الى دراسة وتحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسات البترولية الوطنية العاملة بمنطقة حاسي مسعود، حيث تم أخذ عينة مكونة من خمس شركات خلال الفترة الممتدة من 2019 إلى غاية 2014، وتم استخدام أسلوب البيانات الطولية "Panel data" لدراسة العلاقة الرفع المالي كمتغير مستقل مقاسا بالديون إلى الأموال الخاصة، والمردودية المالية كمتغير تابع رئيسي بالإضافة إلى متغيرات تابعة فرعية أخرى تتمثل في مركبات المردودية المالية، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews 7)، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هو وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية للرفع المالي على كل من المردودية المالية، ومركباتها المتمثلة في نسبة الربحية الاجمالية ومعدل دوران الأصول والنسبة الهيكلية، ومن ثم يتوجب التقليل من حجم الديون المالية لارتفاع أعبائها المالية التي بدورها تؤثر سلبا على المردودية المالية.

3- دراسة عكوش محمد أمين سنة 2011 بعنوان: أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية (دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن ومؤسسة مدبغة روية): وهي عبارة عن رسالة ماجستير تخصص محاسبة وتدقيق، وقد هدفت هذه الرسالة الى دراسة وتحليل وتقييم أثر تبني معايير المحاسبة الدولية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية باعتبارها من أهم النسب التي تقيّم على أساسها المؤسسة، وذلك من خلال المقارنة بين المعالجات الجديدة التي جاءت بها المعايير، وما كان معمول به سابقا في المخطط المحاسبي الوطني، مع محاولة استخراج الآثار الممكنة على المردودية المالية، حيث وبعد استعراض تاريخي لسير التوافق المحاسبي إقليميا ودوليا وكذا مختلف الهيئات التي نادى به، والتعرض لأعمال التوحيد والمعايير في الجزائر والتي انتهت بتجسيد معايير المحاسبة الدولية من خلال النظام المحاسبي المالي، تم حصر وتحديد وشرح المعايير التي يمكن أن تؤثر بشكل أو بآخر على محددات المردودية المالية (النتيجة والأموال الخاصة)، وهذا أخذا بعين الاعتبار المواضيع التي تعالجها المعايير وعلاقتها بهته المحددات، وكذلك بالاعتماد على بعض الدراسات والتقارير حول هذا الأثر والتي شملت مؤسسات عالمية سبقة في تبني هذه المرجعية الدولية، ثم جاءت بعد ذلك الدراسة التطبيقية في محاولة لإعطاء صورة أكثر وضوحا عن ما تم تناوله نظريا ومدى امكانية تحققه على أرض الواقع، وذلك بالتطرق إلى حالة مؤسستين اقتصاديتين جزائريتين، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة نذكر:

-تطبيق معايير المحاسبة الدولية في المؤسستين محل الدراسة ام يكن له أثر كبير على مردوديتهما المالية.

-وجود مشاكل كبيرة ناجمة عن تطبيق معايير المحاسبة الدولية.

4-دراسة بسام الأغا سنة 2005 بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار (دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين: وهي عبارة عن رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص إدارة الأعمال، وقد سعت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة الدين، وأثرهما على معدل العائد على الاستثمار، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة خلال الفترة (1999-2003)، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم لشركات العينة، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها دراسة، وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار، كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الامكان مع مراعاة درجة المخاطرة.

*الدراسات باللغة الأجنبية:

1-دراسة ايمان ايت سعد وايت محمد مراد سنة 2018 بعنوان: " L'effet de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise"، هدفت هذه الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي على مردودية المؤسسة الجزائرية TRANSMEX / SPA (فرع من جمع سونلغاز)، حيث تم تحليل الهيكل المالي ودراسة كل من المردودية الاقتصادية والمالية وتقييم أثر المديونية على المردودية باعتماد على منهج تحليلي للفترة من 2013 إلى 2015، من أهم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة:

- الدور المهيمن للأموال الخاصة كمصدر تمويلي، الأمر الذي يعكس الاستقلال المالي الذي يمثل فائدة كبيرة تتمثل بها المؤسسة.

-الحصول على الاقتراض في المؤسسة محل الدراسة أدى الى زيادة ملحوظة في ربحيتها، لان تكلفة ديونها كانت أقل من ربحيتها الاقتصادية، مما جعل من الممكن الاستفادة من تأثير الرافعة المالية.

-بالإضافة إلى اللجوء إلى الديون، تتميز فترة الدراسة بوضع اقتصادي ملائم يتميز بأنه شرط أساسي للاستفادة من تأثير الرافعة المالية الإيجابي.

2-دراسة محمد عبد الستار سنة 2015 بعنوان: **Cost of Capital – The Effect to The Firm Value and Profitability ; Empirical Evidences in Case of Personnal goods (Textile) Sector of KSE 100 index**، سعت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كانت المعلومات المحاسبية حول شركة ما تظهر في تكلفة رأس المال، كما هدفت إلى التعرف على أثر تكلفة المال على القيمة السوقية للشركة وربحيتها، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الكمي التحليلي ولتحقيق أهداف الدراسة قامت باختيار عينة من شركات مدرجة في بورصة الكويت متمثلة بتمثلة (04) شركات وذلك خلال الفترة (2004-2013)، وتم استخدام الانحدار الخطي المتعددة ومن أجل الحصول على نتائج الدراسة، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر المعلومات المحاسبية على التكلفة

المرجحة لرأس المال وربحيتها، كما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي للتكلفة المرجحة لرأس المال على كل من القيمة السوقية والعائد على الأصول ، ووجود أثر إيجابي بين حجم الشركة والعائد على الأصول ، كما أنه لا يوجد تأثير نسبة الديون على العائد على الأصول.

3- دراسة سيد وقار الحسين وغزنفري علي وزيا اسلام سنة 2012 بعنوان: **impact of WACC on Corporate Profitability**، حاول الباحثون دراسة العلاقة بين تكلفة رأس المال وربحية الشركة، وهذا من خلال تطبيق نموذج على صناعة الاسمنت في دولة باكستان حيث حلت جميع الشركات من اجمالي الشركات العاملة (اسمنت)، اقتصر التحليل على بيانات خلال الفترة 2003-2008 واعتمد الباحثون في هذه الدراسة على منهج كمي تحليلي، ومن أهم نتائج التي توصلت إليها الدراسة هي:
-تعد تكلفة رأس المال أحد المحددات الرئيسية التي تحدد مدى وحجم الأرباح.

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتكلفة WACC على عائد حقوق ملكية، وإمكانية تحسين النموذج إذا كانت هناك بعض العوامل الكمية الأخرى ذات الصلة التي تؤثر على ربحية الشركة مثل التضخم، معدل صرف العملات الأجنبية، والعوامل النوعية مثل أسلوب الإدارة وتأثير قرارات الاستثمار ومصلحة المساهمين.

-التأثير النسبي لتكلفة رأس المال على العائد على حقوق المساهمين في صناعة الاسمنت بدولة باكستان، وهذا بسبب اعتبارات مرتبطة حجم التشغيل ومستوى الكفاءة الإدارية في الشركات محل الدراسة.

4- دراسة أشا شارما سنة 2012 بعنوان: **Cost of Capital And Profitability Analysis**، هدفت الدراسة الى قياس أثر تكلفة رأس المال على متغيرات عديدة تحدد أداء شركات الاتصالات في الهند كالربحية ومعدل النمو والسيولة وسياسة توزيع الأرباح، من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن التكلفة المرتفعة لرأس المال تؤثر سلباً على ربحية الشركات، فمع زيادة تكلفة رأس المال ستخفض أرباح الشركات تلقائياً، كما توصلت الى أنه هناك علاقة طردية بين تكلفة رأس المال ونمو الشركات، بسبب استخدام المزيد من الأموال للنمو، أما بالنسبة للعلاقة بين تكلفة رأس المال والسيولة هي علاقة عكسية، أي أن زيادة تكلفة رأس المال تؤثر سلباً على السيولة.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تسعى هذه الدراسة إلى معرفة فيما إذا كان هناك أثر للتكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية، للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40.

بناءً على ذلك تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث المجتمع الذي تم تطبيق هذه الدراسة عليه، وهو المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، إضافة إلى حداثة هذه الدراسة مقارنة مع الدراسات السابقة، حيث قد تمت خلال الفترة الزمنية المحددة بسنة واحدة الموافقة لسنة 2019.

كما تميزت الدراسة في موضوعها المتمثل في محاولة الربط بين التكلفة المرجحة لرأس المال ودراسة أثرها على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية، حيث تبين من خلال البحث وجود ندرة في الدراسات العربية

التي تناولت هذا الموضوع بشكل مباشرة وهو أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

تاسعا - صعوبات الدراسة

من أهم الصعوبات التي صادفتنا في إطار اعدادنا لهذه المذكرة نذكر:

- نقص البيانات المالية المنشورة والمتعلقة بالمؤسسات محل الدراسة والمدرجة في مؤشر cac40، هو ما أدى إلى الاكتفاء بالمؤسسات التي استطعنا الحصول على بياناتها وعددها 30 مؤسسة هذا بالرغم من صعوبة تجميعها؛
- نقص كبير في الدراسات السابقة التي تناولت التكلفة المتوسطة لرأس المال وعلاقتها بالمتغيرات التي تعكس أداء المؤسسات بصفة عامة من خلال بعض المؤشرات كالربحية والمردودية والسيولة... الخ.

عاشرا - خطة الدراسة

بناءً على الأهداف والفرضيات الموضوعية سابقا، وفي حدود الإشكالية المطروحة، سوف نقوم بتقسيم

الدراسة إلى ثلاثة فصول وذلك على النحو الآتي:

- **الفصل الأول** والذي سوف ندرجه تحت عنوان: " **الإطار النظري للتكلفة المرجحة لرأس المال** " وسنقوم بتقسيمه إلى أربعة مباحث أساسية. نتناول في المبحث الأول منه عموميات حول هيكل رأس المال. كما سنتطرق في المبحث الثاني إلى تكلفة هيكل رأس المال عن طريق عرض مفاهيمها وخصائصها وأهمية تحديدها. كما سنقوم بدراسة كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة التي تمثل عناصر تكلفة رأس المال، أما المبحث الثالث والأخير لهذا الفصل فسيخصص لدراسة النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، من خلال عرض النظريات التقليدية، نظرية ماركلياني وميلر، نظرية التوازن، والنظريات المتعددة الأشكال من خلال أربعة مطالب على الترتيب.
- أما **الفصل الثاني** والذي سوف يأتي تحت عنوان: " **مدخل إلى المردودية المالية** " فسوف نقوم بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث، حيث سنتعرض في المبحث الأول منه إلى عموميات حول المردودية من خلال دراسة إطارها المفاهيمي وتوضيح أهميتها وأنواعها وأهدافها والعوامل المؤثرة عليها. أما المبحث الثاني فسنتطرق فيه إلى أساسيات حول المردودية المالية مع التركيز على مكوناتها والسياسات المحددة لها وآليات التحكم فيها. في حين سنتناول في المبحث الثالث دراسة علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية.
- أما **الفصل الثالث** والأخير فسوف يخصص لدراسة وتحليل أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 ليورصة باريس للأوراق المالية، فبعد تحديد الإطار العام للدراسة من خلال تقديم مؤشر cac40 ومكوناته وطرق حسابه والتطورات الإحصائية للمؤسسات المدرجة في المبحث الأول، ثم سنقوم في المبحث الثاني بعرض منهجية الدراسة الميدانية من خلال توضيح عينة الدراسة ومتغيراتها، مع

توضيح أسباب اختيار هذه العينة. كما سنعرض من خلال المبحث الثاني الأسلوب الإحصائي المستعمل في الدراسة، مع شرح وتفسير للأدوات الإحصائية التي سيتم استعمالها في الدراسة من أجل الوصول الى الهدف واختبار صحة الفرضيات، والتي من أهمها معامل التحديد واختبار معنوية المعالم، الارتباط الذاتي للأخطاء... الخ. أما في المبحث الثالث والأخير فسنقوم بعرض وتحليل ومناقشة نتائج الانحدار الخطي البسيط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد المستخرجة من البرنامج الإحصائي (Eviews10) وهذا باستخدام الأساليب الإحصائية المشار إليها أعلاه.

الفصل الأول: الإطار النظري للتكلفة المرجحة لرأس المال

تمهيد:

إن المؤسسة ومن خلال هدفها في المحافظة على تواجدها واستمرارها في عالم الأعمال، لابد عليها مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات الاستراتيجية المتواجدة ضمن محيطها الداخلي والخارجي، ومن الملاحظ أن أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات بمختلف أنواعها و أحجامها هو مشكل التمويل واختيار التوليفة المثلى لهيكل رأس المال، وينبع هذا المشكل من خصوصية المؤسسات في حد ذاتها والتي تفرض عليها محدودية الخيارات والبدائل التمويلية التي تطرح أمامها والتكلفة المترتب عن هذه البدائل، لذلك تسعى المؤسسة للحصول على مختلف المصادر التمويلية بأفضل الشروط، مما يحقق أقل تكلفة ممكنة لهذا المزيج التمويلي وبدرجة خطر مقبولة.

وبالتالي فإن اختيار المناسب لمصادر التمويل المختلفة يعد من أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين في مجال الإدارة المالية، مما أسفر عن ظهور العديد من الدراسات التي تحاول إبراز المحددات الأساسية لتشكيل هيكل رأس المال، وكذا تركيبة المصادر التمويلية التي تحقق هيكل أمثل لرأس المال.

ولتوضيح ما سبق فقد حاولنا في هذا الفصل التعرف على أساسيات هيكل رأس المال بالإضافة إلى معرفة تكلفته والنظريات المفسرة له، وذلك من خلال التعرض لثلاث مباحث أساسية وفق ما يلي:

-المبحث الأول: عموميات حول هيكل رأس المال.

-المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال.

-المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.

المبحث الأول: عموميات حول هيكل رأس المال

في ضوء السياسة التمويلية الخاصة بالمؤسسة يتم تحديد هيكل رأس المال المناسب حسب احتياجاتها، وتختلف مكوناته باختلاف طبيعة ملكيتها ودرجة المخاطر التي يمكن أن تتحملها. تخضع عملية اختيار هيكل رأس المال المناسب وما يتضمنه من مصادر تمويل مملوكة وأخرى مقترضة إلى دراسة عدة عوامل هي بمثابة محددات لهذا الأخير. لذلك سيكون تركيزنا في هذا المبحث منصبا على مفهوم هيكل رأس المال ومكوناته والعوامل المؤثرة فيه بالإضافة إلى السياسات التمويلية للمؤسسة.

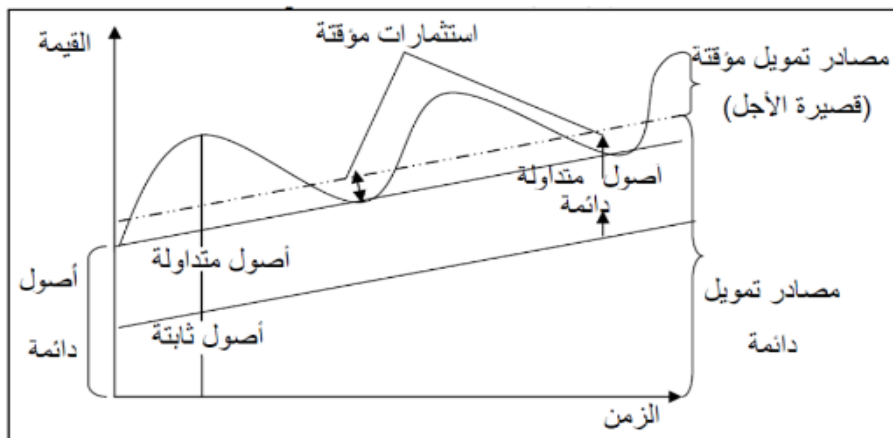
المطلب الأول: السياسات التمويلية للمؤسسة

من أهم السياسات التمويلية للمؤسسة نجد سياسة التمويل المتحفظة، سياسة التمويل المجازفة، وسياسة التمويل المثلى.

1- سياسة التمويل المتحفظة

هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، حيث تعتمد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرتها على تسديد التزاماتها، من شأن هذه السياسة أن تخفف من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقعين¹، والشكل رقم (1) الموالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة:

الشكل رقم (01): كيفية تمويل الأصول وفقاً للسياسة المحافظة



- المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 226.

¹ بسام الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص ص 38-39.

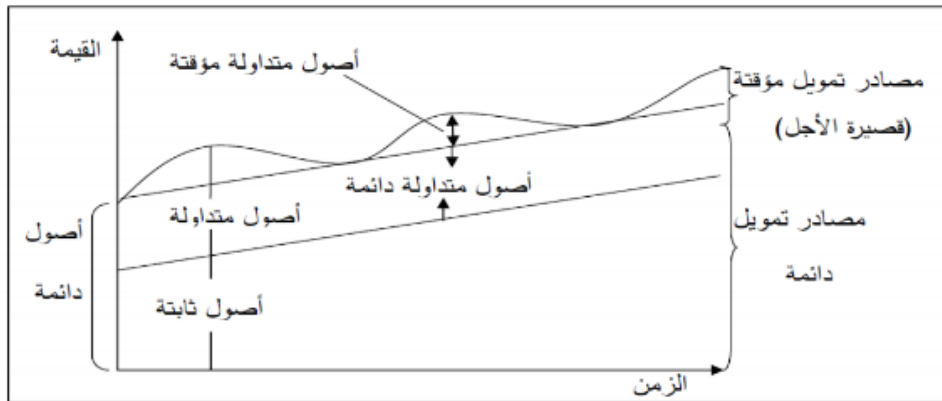
من الشكل رقم (01) يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كلياً من مصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدام هذا المصدر لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة.¹

2- سياسة تمويل المثلى (المطابقة)

ويقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقتضي ضرورة ملاءمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله. وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل.²

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة ومصادر التمويل الطويلة يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقاً لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل³، والشكل رقم (02) يبين سياسة التمويل المثلى:

الشكل رقم (02): كيفية تمويل الأصول وفقاً للسياسة المثلى



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 225.

يوضح الشكل رقم (02) أعلاه أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها كلياً من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل (المتتمثلة في رأس المال العامل المؤقت).⁴

3- سياسة تمويل الجريئة (المجازفة)

¹ غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، منكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2012، ص 26.

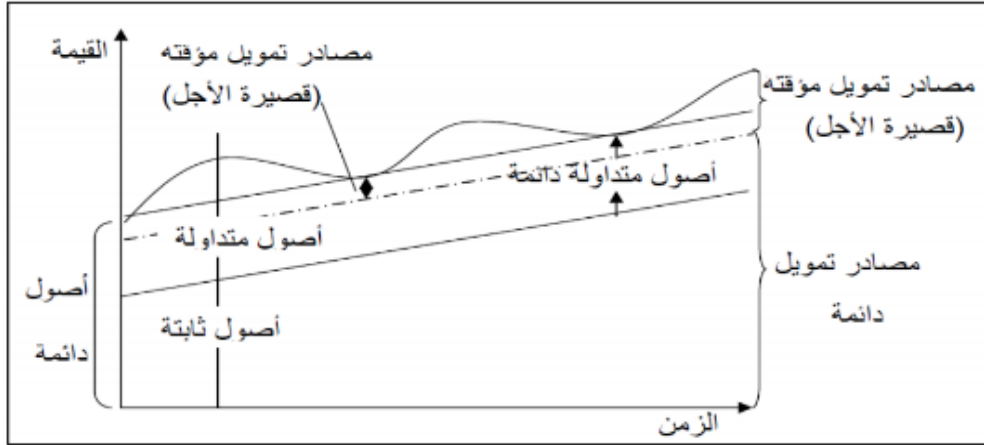
² بسام الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 40.

³ غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 26.

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر¹. والشكل رقم (03) يبين سياسة التمويل الجريئة:

الشكل رقم (03): كيفية تمويل الأصول وفقاً للسياسة الجريئة



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 226.

من خلال المقارنة بين الشكلين رقم (02) و(03) يتضح أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة (الجارية) على حساب الخصوم غير متداولة (غير الجارية)، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف المركز المالي من حيث السيولة مما يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي.²

المطلب الثاني: مفهوم هيكل رأس المال

سنحاول من خلال هذا المطلب تقديم أهم التعاريف المقدمة لهيكل رأس المال وتحديد الهيكل الأمثل له.

1- تعريف هيكل رأس المال

قبل التطرق إلى تعريف هيكل رأس المال نشير إلى أن هناك فرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال حيث يقصد بالهيكل المالي جميع مصادر التمويل التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية³، أي أن:

$$\text{الهيكل المالي} = \text{المطلوبات المتداولة} + \text{المطلوبات طويلة الأجل} + \text{حقوق المساهمين}$$

أما هيكل رأس المال فهو يقتصر على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، أي أن:

$$\text{هيكل رأس المال} = \text{المطلوبات طويلة الأجل} + \text{حقوق المساهمين}$$

¹ منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2004، ص 210.

² غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

³ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الإثراء للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2013، ص 339.

- هناك من يعرف هيكل رأس المال بأنه: " الجمع بين الدين والملكية لتمويل مشاريع المؤسسة أي أن هيكل رأس المال يتكون من مزيج الدين والأسهم العادية والأرباح المحتجزة ".¹
- في حين رأي آخر يعرف هيكل رأس المال بأنه "تمويل الشركة الدائم الذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل".²
- بناءً على التعريفات المذكورة يتضح أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي يتضمن مطلوبات المؤسسة طويلة الأجل المتمثلة في القروض التي تحصل عليها من المؤسسات المالية، وحقوق الملكية التي تمثل رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة.³

2-الهيكل الأمثل لرأس المال

يعرف هيكل رأس المال الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة رأس المال في أدنى حد ممكن، حيث إذا تمكنت المؤسسة من تحقيق ذلك، فإنها ستتمكن من تعظيم ثروة المالكين.

يوضح لنا هذا التعرف أن الهيكل الأمثل لرأس المال يتعلق بتكلفة الأموال التي تتوقف على نوعية المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه. حيث كلما انخفضت تكلفة الأموال، كان لذلك أثره الإيجابي على قيمة المؤسسة أي القيمة السوقية لأسهمها العادية نتيجة للعلاقة العكسية بينهما.

تتضمن تركيبة رأس المال المفاضلة بين العائد والمخاطر، فاستخدام دين كبير يزيد من مخاطر المؤسسة، وزيادة المخاطر تؤثر سلباً على قيمة سهم المؤسسة (تؤدي إلى انخفاضه)، وفي الوقت ذاته فإن استخدام دين كبير يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع بسبب ما يعرف بالرفع المالي.

إن زيادة العائد المتوقع تؤدي إلى رفع قيمة سهم المؤسسة، فإذا أخذنا بعين الاعتبار هدف الإدارة المالية المتمثل في تعظيم ثروة أصحاب المشروع، فلا بد من الموازنة بين العائد والمخاطر للوصول إلى أعظم قيمة للسهم في السوق، وعندها تكون المؤسسة قد حققت ما يسمى بالتركيبة المثلى لرأس المال.⁴

المطلب الثالث: مكونات هيكل رأس المال

بشكل عام يتضمن هيكل رأس المال مصادر تمويل طويلة الأجل وهي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات طويلة الأجل أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة وتقسّم إلى قسمين هما أموال الملكية والأموال المقترضة.

¹ حاكم محسن الربيعي، نظرية التوقيت السوق وتأثيرها في هيكل رأس المال، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العراق، بدون سنة، ص 09.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 360.

³ أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة أعمال، جامعة الأزهر غزة، فلسطين، 2016، ص 32.

⁴ سلوى صويلح، أثر الرفع المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2017-2018، ص ص 8-9.

1. أموال الملكية

تتكون مصادر الأموال المملوكة المتاحة للمؤسسة من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة كما هو موضح فيما يلي:

1-1 الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، وتعتمد شركات المساهمة اعتمادا يكاد يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها الدائم خصوصا عند بدء التكوين.

1-1-1 تعريف السهم العادي: هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها وليس لها تاريخ استحقاق¹. يتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك المؤسسة على مجموعة من الحقوق تحدد بدقة، أهمها الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها، والحق في حضور الجمعيات العمومية والحق في التصويت وحق الأولوية في الاكتتاب، وحق نقل ملكية الأسهم، وأخيرا حق الاشتراك في موجودات المؤسسة عند تصفيتها².

1-1-2 القيم المختلفة للسهم العادي: توجد عدة قيم للسهم العادي تتمثل في:

***القيمة الاسمية للسهم:** هي تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة وقوانينها وأنظمتها الداخلية وتظهر هذه القيمة عادة على قسيمة السهم نفسه.

***القيمة الدفترية للسهم:** هي تلك القيمة التي تعكسها سجلات المؤسسة المحاسبية وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح الغير موزعة، ويمكن حسابها كما يلي:

* القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية - الأسهم الممتازة ÷ عدد الأسهم المصدرة.

***القيمة السوقية للسهم:** وهي تلك القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق العرض والطلب، وتتميز هذه القيمة بعدم الثبات وكثرة التقلب خلال التعامل اليومي، وبالتالي فهي تمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة³.

***القيمة التصفية للسهم:** وهي قيمة السهم التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية المؤسسة، بعد سداد حقوق حملة السندات والأسهم الممتازة وكل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية.

***قيمة السهم حسب العائد:** هي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع اليه مقابل استثمار أمواله⁴.

1-1-3 مزايا وعيوب التمويل بإصدار الأسهم العادية: من أهم المزايا نذكر:

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص 201-200.
² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999، ص ص 307-308.
³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 202-204.
⁴ محمد شفيق حسين طنيب، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997، ص ص 167-168.

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على المؤسسة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إلا أن توزيع الأرباح يكون بعد أن تحقق المؤسسة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها؛
 - إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمشروع وانخفاض درجة الخطر؛
 - إن إصدار الأسهم العادية يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفف من خطر الرافعة المالية ويعطي ضمانات إضافية للدائنين؛
- أما عيوب التمويل بإصدار الأسهم العادية فتتمحور حول:
- إن توسيع قاعدة الملكية ينعكس على إدارة المؤسسة في حالة ارتفاع نسبة مساهمة الأعضاء الجدد في رأس المال يؤدي الى تغيير طريقة إدارة المؤسسة وأحيانا السيطرة على قرارات مجلس الادارة؛
 - ان توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدامى، ومشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحققة سابقا (الأرباح المحتجزة)؛
 - عدم تخفيض العبء الضريبي على المؤسسة لأن الأرباح توزع على حملة الأسهم بعد احتساب الضريبة؛
 - إن إصدار الأسهم والاكتتاب فيها بواسطة المؤسسات المالية يكون لقاء عمولات ومصاريف تتحملها المؤسسة المصدرة.¹

1-2 الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات.

1-2-1 تعريف الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تكون ثابتة تشبه دفعات الفائدة ويتعين دفعها قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم، ولكن إن لم تحقق المؤسسة أرباحا لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة، كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية.² ومن جهة أخرى تشبه الأسهم العادية باعتبارها سند ملكية له قيمة إسمية وقيمة سوقية ويرتبط أجله بوجود واستمرار المؤسسة، وتتماثل كل من الأسهم العادية والأسهم الممتازة من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لكل منها من التكاليف الواجبة الخصم وصولا لوعاء الضريبة على الدخل.³

1-2-2 خصائص الأسهم الممتازة: من بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم عن غيرها ما يلي:

- تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية، كون أن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة افلاس المؤسسة وتصفيته وأيضا تمتلك الأولوية عند توزيع الأرباح؛
- إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها لمدة سنة أو أكثر وذلك عن طريق تدويرها إلى سنوات لاحقة؛
- إمكانية وحق التحول إلى أسهم عادية وهذا يعبر عن قدرة الأسهم الممتازة على التحول إلى أسهم عادية؛

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 204-206.

² Aswath Damodaran, *Pratique de la finance D'entreprise*, 1^{iere} Edition, Groupe de Boeck, Bruxelles, 2010, p 269.

³ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 377.

- السهم الممتاز ذو قيمة إسمية ثابتة يجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية المؤسسة.¹
- 1-2-3 حالات إصدار الأسهم الممتازة:** من أهم حالات إصدار الأسهم الممتازة نذكر:²
- في حالة عدم إمكانية حصول المؤسسة على القروض من المؤسسات المالية نظرا لارتفاع مديونيتها أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية؛
- الاستفادة من المتاجرة بالملكية أي في حالة كون تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من تكلفة إصدار الأسهم العادية؛
- في حالة ارتفاع مديونية المؤسسة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، يفضل التمويل بالأسهم الممتازة لأنه يتم منح حاملها نصيبهم من الأرباح عند تحقيقها واتخاذ قرار التوزيع، على عكس التمويل بواسطة السندات الذي يترتب عنه التزامات كدفع الأقساط والفوائد سواء حققت ربح أو لم تحققه؛
- تلجأ المؤسسة إلى التمويل بإصدار أسهم ممتازة لعدم مشاركة حاملها في إدارة المؤسسة والتصويت في الجمعية العمومية، وبالتالي تكون المؤسسة حرة في الإدارة أي لا يوجد خطر فقدان السيطرة على المشروع.
- 1-2-4 مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:** من أهم المزايا نذكر:³
- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس المؤسسة كما هي الحال في فوائد السندات؛
- عوائدها محددة بنسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح؛
- ليست لها أصوات (إلا في حالات معينة)، لدى لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في سيطرة الإدارة؛
- إعطاء المؤسسة ميزة استبدالها واستدائها بوسائل دين أقل كلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد؛
- تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للمؤسسة المصدرة؛
- تقلل احتمالات تأثر المؤسسة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.
- أما عيوب التمويل بهذا النوع من الأسهم فتتمثل في الآتي:⁴
- يحصل حملة الأسهم الممتازة دائما على حقوقهم حتى ولو لم توزع المؤسسة أرباحا؛
- تعتبر تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات؛
- لا تخصم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم من ضريبة الدخل؛
- عند تصفية المؤسسة يحصل أصحاب القروض أولا على أموالهم ثم حملة الأسهم الممتازة.
- 1-3 الأرباح المحتجزة:** الأرباح المحتجزة تمثل مصدر تمويل داخلي هام لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل للمؤسسة.⁵

¹ عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص159.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص208.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتب المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2008، ص460.

⁴ هيثم محمد الزغبني، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، صص91-92.

⁵ حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015، ص34.

1-3-1 تعريف الأرباح المحتجزة: يتم الحصول عليها من خلال حجز جزء من الأرباح تستخدمه المؤسسة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها ومواجهة الطوارئ، والباقي سيتم توزيعه على المساهمين في حالة تحقق أرباح. تعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة بالرفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى زيادة قدرتها الاقتراضية.¹

1-3-2 مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر الشركة: من أهم مزاياها أن تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة بالمقارنة مع غيرها ولا تحتاج لرهن موجوداتها. كما أنه كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم. أما بالنسبة للعيوب فإن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات لرفع هذه الأرباح، كما قد يتعذر على الشركات المساهمة المبتدئة الاستعادة من هذا المصدر، يتطلب أحيانا من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.²

2- الأموال المقترضة

يمكن الحصول عليها بواسطة إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل.

1-2 السندات: يختلف السند عن الأنواع الأخرى للقروض كونه يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو للمؤسسات المالية، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر محددة.³

1-1-2 تعريف السند: هو ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعبّر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم الشركة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنويا أو كل ستة أشهر أو حسب ما يتفق عليه.

2-1-2 أنواع السندات: يمكن لمؤسسات الأعمال أن تصدر عدة أنواع من السندات كأدوات للحصول على الأموال لتمويل استثماراتها، ومن بين هذه الأنواع ما يلي:

***سندات الرهن:** وتسمى كذلك بالسندات المضمونة. هذا النوع من السندات يكون مدعوما بموجودات ثابتة تقدمها المؤسسة كضمان لحملة السندات، أي تلجأ إلى بيع موجوداتها المرهونة للوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين في حالة افلاس المؤسسة.⁴

¹ الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 99.

² علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 282.

³ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 255.

⁴ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 272.

***سندات غير مضمونة:** وهي سندات غير مضمونة بأي أصول وترتبط أساسا بطبيعة أصول المشروع وقوة مركزه الائتماني. وتأسيسا على ذلك يمكن القول ان قدرة المؤسسة على إصدار هذه السندات ترتفع بزيادة ما تمتلكه من أصول ثابتة وبارتفاع قوة مركزها الائتماني.

***سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:** تعطي هذه السندات لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية عند أي وقت، وفي مقابل هذه الميزة تصدر هذه السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية، ويتم التحويل على أساس ما يسمى بمعدل التحويل وسعر التحويل.

سعر التحويل = القيمة الاسمية السند/ عدد الأسهم المستلمة.

نسبة التحويل = قيمة السند المحولة / سعر التحويل¹.

***سندات قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يحق للمؤسسة التي أصدرتها تسديدها قبل حلول موعد الاستحقاق. ويتميز هذا النوع بأن المؤسسة تستطيع استدعاءه في حالة ارتفاع أسعار سندات السوقية، وإصدار سندات جديدة بسعر فائدة أقل².

***سندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم:** وهي سندات تصدرها المؤسسات بأسعار فائدة منخفضة نسبيا يحصل

حائزها على صك يعطي الحق في شراء أسهم في تاريخ لاحق، بسعر يحدد عند شراء السند، وتتيح هذه السندات للمؤسسات فرصة توفير أموال بتكلفة منخفضة مقارنة بالأسهم العادية.

***سندات القابلة للبيع:** تتيح هذه السندات للمستثمر فرصة إرجاع السندات للمؤسسة المصدرة في مقابل الحصول على نفس القيمة الإسمية، نتيجة لتمتع هذه السندات بهذه الخاصية يكون معدل عائدها أقل من معدل العائد على السندات العادية.

***سندات الدخل:** الأصل في هذا النوع من السندات أنها لا تتيح عوائد لحاملها إلا إذا حققت المؤسسة المصدرة لها أرباحا تسمح بسداد الفائدة المستحقة على السندات. وثمة صيغة أخرى لهذه السندات قد تسمح لحامل السند أن يحصل على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أي أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، وتنص عقود سندات الدخل على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح في صندوق يهدف لاستهلاك هذه السندات ويخصص لسداد قيمة السندات حينما يحين أجل استحقاقها³.

***سندات ذات سعر فائدة متغير:** تمثل وعد بدفع سعر فائدة على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح، ويعاد النظر فيه دوريا بهدف تعديله ليتلاءم مع المعدلات السارية في السوق⁴.

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 282-283.

² محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إنترنا للشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 401.

³ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 284-285.

⁴ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 255.

2-1-3 مزايا وعيوب السندات: من وجهة نظر حملة السندات كمزايا عموما يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة، كما يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت. ومن عيوب الاستثمارات في بعض السندات هو أن الدخل الذي يحصل عليه حاملها يتأثر بعوامل التضخم في السوق ويتسبب في تأكلها من وقت لآخر. أما من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرت السندات فمزاياها أن الفوائد التي تدفعها لحاملي السندات تخصم من الضرائب المدفوعة للحكومة، باعتبارها نفقات تتحملها الشركة، غالبا ما تكون كلفة السند أقل من كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى. أما العيوب فتتمحور حول التشريعات القانونية التي تحد من الاستفادة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبالغ التي يمكن اقتراضها، كما أن المؤسسة تخصص سنويا مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها وبالتالي فهي تشكل عبء عليها، وبما أن السندات أداة دين طويلة الأجل، فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس.¹

2-2 القروض المصرفية طويلة الأجل

2-2-1 تعريف القروض المصرفية: تمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو الخارجية من خارجه. ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقرض في المواعيد التي يتفق عليها على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين.²

2-2-2 شروط القروض المصرفية: ويتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه؛
- الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض؛
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

تتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين. من أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب، وفي بعض الأحيان يكون هذا النوع من الاقتراض أقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر التمويل.

2-2-3 مزايا وعيوب القروض المصرفية: لا تختلف آثار ومزايا وعيوب القروض طويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 275.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 218.

حالة انخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة باعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض والمقترض، وتبعاً لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية مما يمكن المؤسسة من الحصول على احتياجاتها بسرعة. وتتصف القروض بخاصية المرونة مقارنة بالسندات، وتتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد بطريقة مباشرة في حالة حدوث تغيرات في الظروف الاقتصادية يستدعي تغيير هذه الشروط الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل.¹

المطلب الرابع: العوامل المحددة لهيكل رأس المال

هناك عوامل تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلق باستخدام أموال الملكية أو أموال الاقتراض لسد حاجة المؤسسة وأهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار ما يلي:

1. السيطرة

إن بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي قد تلعب دوراً بارزاً في تخطيط مصادر التمويل، ولذلك يلجأ المالكون الحاليون إلى التمويل عن طريق الاقتراض أو الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار أسهم عادية ودخول مساهمين جدد، وذلك من أجل إبقاء القرار الإداري في المؤسسة تحت سيطرة المساهمين القدامى مع أن هذا الأمر لا يمكن المحافظة عليه باستمرار لكون التوسع في التمويل من خلال الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة، وهو الأمر الذي يفرض عليها التضحية بجزء من سيطرتها على المؤسسة والتوجه مضطراً إلى التمويل عن طريق زيادة رأس المال ودخول مساهمين آخرين.²

2. الميزة الضريبية

أحد الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات الفوائد تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى الدخل الخاضع للضريبة الأمر الذي يخفض من عبء الضرائب أو قد تمنح المؤسسة حوافز ضريبية تخفض من الوعاء الضريبي كالاقتراض المعجل أو السماح بترحيل الخسائر للأمام أو الخلف لعدة سنوات. ويؤدي تمتع المؤسسة بالإعفاء الضريبي أو بالحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض، كمصدر للتمويل، لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.³

3. الملاءمة

وهو ما يُقصد به الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول، بمعنى يجب أن تكون الأموال التي تحصل عليها المؤسسة مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة وتتماشى مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل تخصص لتمويل الاحتياجات طويلة الأجل والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل.⁴

¹ غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 52-53.

² فيصل محمود الشاور، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 83.

³ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402.

⁴ عبد الحلیم كراجة واخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 109-110.

4. التوقيت

ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة ويصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة أن تصدر السندات وبيعها بتكلفة معقولة، لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من أنواع الأوراق المالية¹.

5. المرونة

وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقصان تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجات إلى هذه الأموال. وعليه نجد أن القروض قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال حتى تتماشى مع التقلبات الموسمية في الأصول المتداولة².

6. التكلفة

لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر³.

7. المخاطرة

المقصود بالخطر هنا هو مخاطر عدم الوفاء، أي احتمال عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات تجاه أصحاب الأموال، وما يترتب على ذلك من نتائج قد تكون مصيرية بالنسبة للشركة خاصة إذا كانت الأخيرة هذه تعتمد بشكل كبير على الأموال المقترضة⁴.

8. الالتزام بمعايير المديونية

هو ما يقصد به الالتزام بمستويات المديونية المتعارف عليها في القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة، من أمثلة هذه المعايير نذكر نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات ونسبة الديون إلى صافي حقوق المساهمين...إلخ، وينبغي الحرص على عدم خروج حجم المديونية عما هو سائد في المؤسسات المتماثلة، لأن ذلك سوف يولد الشك والريبة لدى المقرضين في مدى سلامة الموقف المالي، الأمر الذي من شأنه أن يقلل من القدرة على الاقتراض بأفضل الشروط.

9. الظروف الاقتصادية المحيطة

إن الظروف الاقتصادية المحيطة التي يسودها الانتعاش هي غير الظروف الاقتصادية التي يسودها الانكماش أو الركود؛ فالأولى تشجع على الاقتراض بدل اللجوء إلى زيادة رأس المال، والثانية تشجع على زيادة

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 377-378.

² عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 113-114.

³ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2011/2012، ص 43.

⁴ بسام الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 43.

رأس المال أو التحفظ بدلا من اللجوء إلى الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية.

10- حجم المؤسسة

حجم المؤسسة قد يقاس بحجم رأس المال أو حجم الموجودات أو حجم المبيعات أو عدد العاملين... إلخ. وفي كل الأحوال فهو يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض دون تردد، الأمر الذي يعزز من ثقة المقرضين على اعتبار أن المؤسسة التي تتميز برأس مال مرتفع ومصادر مالية متعددة وحجم إنتاجي واسع ومتنوع تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية مقارنة مع غيرها من المؤسسات.¹ من خلال ما سبق نستنتج أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي حيث يتضمن مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل والمتمثلة في أموال الملكية والأموال المقترضة، وأن كل صنف منها ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية، حيث من بين أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية وممتازة أو التمويل بالأرباح المحتجزة، أما تمويل عن طريق الأموال المقترضة يكون بإصدار سندات أو أخذ قروض مصرفية، كما توصلنا إلى وجود عوامل مؤثرة في هيكل رأس المال تدخل في صياغة قرار التمويل.

المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال

بعد قيام المؤسسة بتقدير احتياجاتها المالية وتحديد مصادر التمويل المختلفة التي يمكنها اللجوء إليها للحصول على تلك الأموال، يجب أن تقدر تكلفة كل عنصر من عناصر المكونة لهيكل رأس المال أي تكلفة كل مصدر تمويلي، وصولا إلى تكلفة الكلية التي تشمل مختلف المصادر. سنتناول في هذا المبحث كيفية تقدير تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال تمهيدا للوصول إلى التكلفة الكلية (المرجحة) لرأس المال، ولكن في البداية سنتطرق إلى تعريف وخصائص تكلفة رأس المال وأهميتها وصعوبات قياسها.

المطلب الأول: تكلفة رأس المال

لتوضيح مفهوم تكلفة رأس المال ينبغي في البداية تعريف رأس المال، ثم دراسة خصائصها وأهمية تحديدها وصعوبات قياسها.

1- تعريف تكلفة رأس المال

يقصد برأس المال مصادر التمويل التي يتم استخدامها من قبل المؤسسة بهدف تمويل الموجودات وتمويل المشتريات²، ويعتبر أحد العوامل الضرورية للإنتاج، وأنه كأي عامل له كلفته، ومجموعة هذه التكاليف يطلق عليها كلفة رأس المال ونجد عدة تعاريف لها ولعل أبرزها هي:

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق ذكره، ص 84-85.

² غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم قيمة ثروة الملاك، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط عمان، الأردن، 2017، ص 19.

-هي كلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته وتأتي أهمية دراسة تكلفة رأس المال من طبيعة الموارد المالية التي تتصف بالندرة وارتفاع أهميتها النسبية في تكاليف المشروع، وهذا يتطلب اختيار وتخصيص الموارد المتاحة بأسلوب أمثل لتحقيق أهداف المشروع"¹.

-وتعرف كذلك على أنها: " المعدل الذي سوف يمكن المؤسسة من بيع أسهم جديدة عند مستويات السعر الحالي، حيث يكون لدى المؤسسة امكانية استخدام أموال جديدة بواسطة طرق من شأنها توليد عوائد كافية لتغطية المعدل الخالي من المخاطر والعلووة المطلوبة لمقابلة المخاطر"².

-تعرف أيضا بأنها: "المتوسط الحسابي المرجح لمختلف أنواع التمويل التي تستخدمها المؤسسة"³.

استنادا إلى التعريفات السابقة ندرج التعريف الشامل التالي: " تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من أموال الاقتراض أو من كليهما معا بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو تؤدي إلى زيادة سعره في سوق الأوراق المالية"⁴.

2-خصائص تكلفة رأس المال

تتمثل أهم خصائصها فيما يلي:⁵

- تكلفة رأس المال هي معدل العائد المتوقع الذي يطلبه السوق لاجتذاب الأموال إلى استثمار معين وهو ما يقوم على توقعات المستثمرين، وتعتمد هذه التكلفة على الاستثمار وليس المستثمر، أي على درجة مخاطر الاستثمار وليس على خصائص مخاطر المستثمر،

-من المنظور الاقتصادي تمثل تكلفة رأس المال تكلفة فرصة بديلة أي تكلفة التنازل عن الاستثمار البديل الأفضل؛

-يقوم مفهوم تكلفة رأس المال على مبدأ الإحلال، فالمستثمر لن يستثمر في أصل معين إذا كان هناك بديل أكثر جاذبية، وهذه التكلفة يحركها السوق، فهي معدل العائد التنافسي المتاح في السوق على استثمار مماثل أو قابل للمقارنة؛

-المكون الأكثر أهمية في قابلية المقارنة هو المخاطرة التي هي درجة التأكد (أو عدمه) من أن المستثمر سيحقق العوائد المتوقعة في الأوقات المحددة، حيث أن المخاطرة لا يمكن دائما مراقبتها مباشرة فقد طور المحللون طرق عديدة لتقديرها باستخدام بيانات السوق المتاحة (وهذه تقوم عموما على فترة ماضية ما)،
-كل مكون في هيكل رأس المال المؤسسة (مثل الديون وحقوق الملكية) له تكلفة رأس المال.

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص313.

² أمين السيد لطفي، دراسة الجدوى المشروعات الاستثمارية، طبعة الأولى، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص70.

³ Khemissi chiha, **finance d'entreprise : Approche stratégique**, houma éditions, Alger,2009, p 151

⁴ Van Horne, James C, **Financial Management and Policy**, 9th edition, prentice Hall, New jersey, 1989, p235.

⁵ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008، ص297.

3- أهمية تحديد تكلفة رأس المال

تكمن أهمية تكلفة رأس المال فيما يلي:¹

-إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة رأس المال؛

-إن كلفة رأس المال بالنهاية هي نسبة مئوية ولكن حساب هذه النسبة يتطلب تحليل مكونات رأس المال (وهي متعددة من تمويل ممتلك إلى المقترض)، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف، وبالمقابل فإن لكل مصدر من مصادر التمويل مخاطرة تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر، وبالتالي من الضروري اتخاذ هكذا قرار للموازنة بين التكاليف والمخاطر المرافقة؛

-إن تحديد كلفة رأس المال يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أن أي مشروع استثماري لا يضمن عائد متوقعا يساوي على الأقل كلفة تمويل ذلك المشروع يتم رفضه، بمعنى أن كلفة رأس المال تعتبر أحد معايير قبول أو رفض المشروعات؛

-من المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل كلفة، بسبب ميزة الوفرة الضريبية، لكن يجب أن تستخدم الإدارة المالية هذا المصدر بحذر لأنه بزيادة الاعتماد على الاقتراض تتحمل المؤسسة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية أو مخاطر الرفع المالي مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون.

4- صعوبات قياس تكلفة رأس المال : من أهم صعوبات قياس تكلفة رأس المال نذكر:²

- صعوبة تحديد الأوزان.

-استخدام سعر خصم ثابت لجميع سنوات التدفق النقدي ولجميع مصادر التمويل.

-وجود قيم احتمالية غير محددة بالنسبة لبنود تكلفة رأس المال من مصادر متنوعة.

-اشتراط بعض جهات التمويل تعديل أسعار الخصم دوريا بسبب ظروف التضخم مما يجعل من الصعب حساب تكلفة التمويل بدقة مسبقا.

-عدم توفر معلومات دقيقة عن مصادر التمويل وتكاليف التمويل لكل مصدر حتى يستطيع المدير المالي اتخاذ القرار السليم في اختيار نوع التمويل وتكلفة التمويل المثالية له.

المطلب الثاني: تكلفة الأموال الخاصة

تعد تكلفة الأموال الخاصة إحدى مركبات تكلفة رأس المال، وتعرف بأنها معدل المردودية المالية المفروضة من طرف المساهمين في رأس المال المؤسسة³، وتتكون تكلفة الأموال الخاصة من تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 339-340.

² فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 316.

³ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص 108.

1- تكلفة الأسهم العادية

تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها: "العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية لقاء امتلاكهم لها، وتمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة¹. وتعتبر تكلفة الأسهم العادية تقديرية كونها لا تدفع مباشرة في حالة الحصول على التمويل²، ولذلك فهناك عدة طرق لقياس تكلفة الأسهم العادية:

1-1 طريقة تسعير الأصول الرأسمالية **CAPM**: يعتبر نموذج **CAPM** النموذج الأكثر شيوعاً في تقدير تكلفة حقوق الملكية (الأسهم العادية)³، ويستند هذا النموذج على آلية قياس المخاطرة في استثمار ما، ويربط قياس تلك المخاطرة بمعدل العائد الذي يجب أن يقدم إلى المستثمرين.

ولاستخدام هذا النموذج نتبع الخطوات التالية:⁴

- تقدير السعر الخالي من المخاطر إما على أساس سعر السندات الحكومية الطويلة الأجل أو قصيرة الأجل؛
- تقدير معامل بيتا للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطر التي يواجهها السهم؛
- تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي؛
- إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الموجودات الرأسمالية لتكلفة الأسهم العادية وفق الصيغة الرياضية التالية:⁵

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث ان:⁶

- *معدل العائد الخالي من المخاطر R_f : هو سعر الفائدة على الاستثمارات الحكومية قصيرة الأجل مثل (حوالات الخزينة) التي تتعدم مخاطرة الاستثمار فيها، إذ تساوى معدل العائد المتوقع مع المتوقع.
- *معدل عائد محفظة السوق R_m : هو المعدل أو متوسط معدلات العائد المتوقع للأسهم في السوق المالية موزوناً بقيمتها السوقية أو الدفترية.
- *معامل بيتا β : يعد واحد من أهم المؤشرات المالية على صعيد الاستثمارات بالأسهم، ويحسب من العلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المحققة وعوائد محفظة السوق المالية.

¹ حمزة غربي، عيسى بدروني، «العوامل المحددة لتكلفة رأس المال في المؤسسة»، مجلة الحوكمة: المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، العدد 2، 2019، ص 149.

² Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, *gestion Financière : manuel et applications*, Dunod, 9^{ème} édition, paris, 2000, p153.

³ Mauro Bini, *Implied Cost of Capital: How to Calculate It and How to Use It*, Business Valuation OIV Journal Fall, vol .9, Nos 2-3, 2018, P5.

⁴ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 172.

⁵ عبد الكريم بوحادرة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص 35.

⁶ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2008، ص 375.

وعلى الرغم من دقة هذه الطريقة إلا أنه لا يوجد خلاف على استخدام السندات الحكومية الطويلة أو القصيرة الأجل للحصول على عائد خالي من المخاطر، وكذلك يصعب تقدير قيمة بيتا وعلاوة المخاطر السوقية، ويقاس معامل بيتا بالصيغة التالية:¹

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma^2 R_m}$$

حيث:

Rm: العائد على محفظة السوق

cov (Ri,Rm): التباين المشترك

$\sigma^2 R_m$: معامل التباين للعائد السوقي للسهم

Ri : العائد السوقي للسهم الواحد

1-2 طريقة جوردن وشابيرو (Gorden Shapiro):

يطلق عليه نموذج تقييم الحصة أو نموذج (Gordan)، تم تطويره من قبل (Gorden & shapiro) سنة 1959²، ونظرا لصعوبة تقدير الأرباح المتوقعة في المستقبل ولتبسيط هذا النموذج افترض Gorden et Shapiro أن الأرباح تتزايد كل سنة بمعدل ثابت ولمدة غير محددة³، وذلك وفقا للمعادلة التالية⁴:

$$Ke = \frac{D}{P_0} + g$$

حيث:

D_1 : الأرباح الموزعة.

P_0 : القيمة السوقية للسهم.

g: معدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق.

يعد نموذج جوردن وشابيرو من أكثر النماذج شيوعا في التطبيق لوضوح طبيعة ومعالم النموذج، إلا أن المأخذ على النموذج افتراض ثبات معدل نمو مقسوم الأرباح، الذي يعد في الواقع أمرا مثاليا، بالإضافة إلى أن افتراض ثبات معدل العائد المطلوب عبر الزمن أمر غير مقبول وذلك لتأثر العائد بالعديد من العوامل على سبيل المثال أسعار الفائدة (معدل العائد الخالي من المخاطرة) هذا من جهة. من جهة أخرى يمكن استخدام

¹ إبراهيم يعقوب إسماعيل، جلال يوسف صالح، «إمكانية تطبيق القيم العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية»، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2016، ص14.

² بسام الأغا، مرجع سبق ذكره، ص67.

³ زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009، ص36.

⁴ هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص47.

النموذج إذا كان معدل العائد المطلوب (K) أكبر من معدل نمو مقسوم الأرباح (g) فقط، أما في حالة كون معدل نمو مقسوم الأرباح أكبر من معدل العائد المطلوب، فإن القيمة العادلة (الحقيقية) للسهم ستكون سالبة¹.
1-3 طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية : من أهم الطرق التي تستعمل في قياس العوائد التي يتحصل عليها حملة الأسهم العادية هي التوزيعات السنوية للأرباح، حيث أن هذه الأرباح تعبر عن معدل العائد الأدنى المطلوب من قبلهم مقابل السماح للمؤسسة باستغلال أموالهم². وتحسب تكلفة الأسهم العادية في هذه الطريقة وفق المعادلة التالية حيث تم استبعاد مصاريف الاصدار باعتبار أن الاحتجاز لا تترتب عليه مثل هذه المصاريف:

$$Ke = \frac{D}{p_o(1 - f)} + g$$

حيث أن: ³

Ke: تكلفة السهم العادي
 P_o: السعر السوقي للسهم
 f: كلفة اصدار السهم
 D: توزيعات الأرباح للسهم العادي
 g: الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة.

1-4 طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم : تقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتقوم على أساس أن كلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضاً بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة حيث أن هذه الاستثمارات ترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته، ويمكن حسابها بالطريقة التالية : ⁴

$$ke = \frac{V}{P_o(1 - f)}$$

حيث:

v: الأرباح الحالية للسهم العادي الواحد
 p: السعر السوقي للسهم
 ke: تكلفة السهم العادي
 f: كلفة اصدار السهم

2- تكلفة الأسهم الممتاز

¹ حسنين كاظم عوجه وآخرون، «قياس القيمة العادلة الاقتصادية للأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية»، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد التاسع والعشرون، جامعة الكوفة، العراق، السنة التاسعة، ص199.

² عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جابر العامري، الإدارة المالية: أثر نظرية وحالات عملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص227.

³ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص43.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009، ص ص: 318-319.

يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز، فهي إذن تمثل نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم¹، وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي القيمة التي تحصل عليها المؤسسة مع بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم². ويمكن حساب تكلفتها كما يلي:³

2-1 في حالة غياب مصاريف الإصدار :

$$Kp = \frac{Dp}{Pm}$$

حيث أن:

Kp: تكلفة الأسهم الممتازة Dp: توزيعات الأرباح للسهم الممتاز Pm: قيمة السهم.

2-2 في حالة وجود مصاريف الإصدار: تؤدي مصاريف الإصدار (f) إلى ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة لذلك يجب أخذها بعين الاعتبار مثلما هو موضح في المعادلة التالية:

$$Kp = \frac{Dp}{Pm(1 - f)}$$

3- تكلفة الأرباح المحتجزة

يمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في عدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، حيث تقوم المؤسسة باحتجازها لحين الحاجة إليها. وتعادل تكلفة الفرصة البديلة تلك الأرباح التي تم احتجازها، أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح⁴. تعد تكلفة الأرباح المحتجزة تكلفة ضمنية تساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وتنخفض تكلفتها عن تكلفة الأسهم العادية لعدم خضوع الأرباح المحتجزة للضريبة على الدخل، وهذا ما يعني أن التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية وذلك لسببين:

الأول: أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة؛

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص171.

² محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص303.

³ نفس المرجع السابق، ص303.

⁴ عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جابر العامري، مرجع سبق ذكره، ص 228-229.

الثاني: أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء. هذا معناه أن التمويل باستخدام الأموال المتراكمة من الأرباح المحتجزة أقل كلفة من التمويل بالأسهم العادية لاستبعاد كلفة الضريبة والعمولة المشار إليها¹. وبالتالي يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق المعادلة الآتية:²

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{تكلفة الأسهم العادية} (1 - \text{نسبة الضريبة}) (1 - \text{نسبة عمولة الوساطة})$$

أي:

$$Kr = Ke(1 - T)(1 - B)$$

المطلب الثالث: تكلفة الديون

بوجه عام يمكن تعريف تكلفة الديون بأنها معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين.³ ويمكن تعريف بأنها معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل عدم تأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية، وعليه، فإن تكلفة الأموال المقترضة هي في حد ذاتها معدل الفائدة على القرض، ولحساب تكلفة الدين يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة وتكلفة الحقيقية:⁴

1- التكلفة الظاهرة

هي المعدل الذي تتساوى عنده القيم الحالية لمجموع التدفقات النقدية الخارجة المتعلقة بالقروض والقيمة الصافية للمبلغ المقترض المتاح للمؤسسة، ويمكن صياغة هذه الفكرة في المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الصافية للمبلغ المقترض} = \text{القيمة الحالية للفوائد} + \text{القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة}$$

إن هذا التعريف ينطبق مع المبدأ القائل بأن المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توقع الحصول على ربح لقاء عملية الاستثمار وتعويض الأخطار التي سيتعرض لها.

2- التكلفة الحقيقية

تعرف التكلفة الحقيقية للقروض بأنها عبارة عن التكلفة الحقيقية التي تتحملها المؤسسة فعلا بعد الاستقادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها

¹ دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص323-324.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص724.

³ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص165.

⁴ بسام الاغا، مرجع سبق ذكره، ص ص65-66.

المؤسسات لقاء الأموال المقترضة تكلفة، وهي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصراً من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المؤسسات قبل دفع الضرائب. ومن هذا يمكننا حساب التكلفة الحقيقية للقرض كالتالي:

$$Kd = I(1 - T)$$

حيث أن: Kd: تكلفة الحقيقة للقرض I: معدل الفائدة T: معدل الضريبة

المطلب الرابع: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (CMPC)

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وكيفية تقديرها وكذلك العوامل المؤثرة عليها وأهم المداخل المعتمدة في اختيار الأوزان النسبية للترجيح.

1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تعرف متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بأنها متوسط تكلفة حقوق الملكية والديون مرجحة بالقيمة السوقية للأسهم والديون، أو ما يعرف أيضاً بمتوسط العائد المستثمر المرجح في المؤسسة.¹ يقصد بالتكلفة المرجحة لرأس المال كلفة المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه، أي كلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويلي في هيكل رأسمال الشركة للوصول إلى تكوين الهيكل الأمثل لرأسمال الشركة²، وبما أن مصادر التشكيلة ليست متساوية كما أن تكلفة كل عنصر منها مختلفة فلا يمكن استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه تكلفة، وإنما يفضل استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان³. لذلك يجب توزيع مصادر الأموال من الاقتراض والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة إلى جانب تكلفة هذه العناصر مجتمعة لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال أو ما يسمى بالمتوسط المرجح لتكاليف مكونات هيكل رأسمال للشركة⁴.

2- تقدير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

بناء على ما سبق يمكن تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال باتباع الخطوات التالية:
الخطوة الأولى: تحديد نسبة كل مكون من مكونات رأس المال: يمكن للمحلل أن يستخدم واحد من الأساليب عند تقدير نسبة كل مكون من مكونات رأس المال، إما اعتماد القيمة الدفترية لتلك المكونات، وإما اعتماد القيمة السوقية للمكونات. وقد تواجه المحلل بعض الصعوبات عند اعتماده القيمة السوقية لتقدير نسب المكونات، تتمثل في أن بعض الشركات قد تكون أوراقها المالية لا يتم تداولها بشكل عام.

¹ Olivier Garnier & Ronan Mahieu & Jean-Pierre Villettele, **Cout du Capital**, Rapport du groupe de travail, Conseil national de l'information Statistique, France, Juillet 2015, P28.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص195.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008، ص349.

⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص195.

الخطوة الثانية: تحديد كلفة كل مصدر تمويلي من مكونات رأس المال: في هذه الخطوة يتم حساب تكلفة كل مكون من مكونات رأس المال المستخدمة في تمويل الأصول، أي معرفة معدل الفائدة قبل الضريبة ومعدل الفائدة بعد الضريبة عند حساب تكلفة التمويل المقترض، والأخذ بعين الاعتبار تكلفة التعويم (الإصدار) عند تقدير تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية، ومعدل نمو الأرباح والمقسوم عند حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة.

الخطوة الثالثة: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة: بالاستفادة من الخطوتين السابقتين يمكن للمحلل أن يقوم بتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال ضرب تكلفة كل مصدر تمويلي بالوزن النسبي لمساهمة في هيكل رأس المال وجمع النتيجة¹.

ويمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة التالية:²

$$CMPC = Ke \left[\frac{E}{D + E} \right] + Kd \left[\frac{D}{D + E} \right] (1 - t)$$

حيث:

Ke: تكلفة حقوق الملكية Kd: تكلفة الديون t: معدل الضريبة

E: القيمة السوقية لحقوق الملكية D: القيمة السوقية لديون

3- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال

تنقسم العوامل التي تؤثر على تكلفة الأموال في المؤسسات إلى عوامل خارجية وعوامل داخلية:

3-1 العوامل الخارجية: هي العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة مثل أسعار الفائدة التي تؤثر على تكلفة التمويل بالسندات والقروض المصرفية، ومعدلات الضرائب التي تؤثر على تكلفة جميع مصادر الأموال، لأن الضريبة تؤخذ بعين الاعتبار عند حساب تكلفة الأموال المقترضة، وكذلك الحال بالنسبة للأسهم العادية في حالة انخفاض الضريبة على الأرباح.

3-2 العوامل الداخلية: هي العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة وأهمها سياسات تحديد مكونات الهيكل المالي للشركة والأوزان النسبية لمصادر الأموال، وكذلك الحال مع سياسات توزيع الأرباح وحجم الأرباح المحتجزة، والسياسات الاستثمارية المتبعة في الشركة، ودرجة مخاطر الأصول الحالية، ومدى كون الاستثمارات الإضافية تتجه نحو أصول تختلف عن الأصول الحالية ما يؤدي إلى التغيير في المخاطر على أصول الشركة وينعكس ذلك على هيكل التمويل³.

¹ عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص423.

² Christian Zambotto, Corine Zambotto, *Gestion Financière Finance d'entreprise*, 8^{ème} Edition, Dunod, paris, 2009, p122.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص196.

4- المداخل المعتمدة في اختيار الأوزان النسبية للترجيح :

يقع الاختيار بين المداخل الرئيسية للترجيح لحساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وهذه المداخل هي:
4-1 مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية: يتم حساب تكلفة الأموال المرجحة اعتمادا على قيم فعلية لكل عنصر من عناصر التمويل، ويفترض هذا المدخل أن الهيكل المالي السائد هو هيكل مالي مثالي ومستقر، وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال لكل مصدر من مصادر التمويل استنادا إلى الهيكل المالي الحالي ودرجة المخاطرة المرتبطة به، ثم يتم حساب الأوزان النسبية التي يتم على أساسها الحصول على تكلفة الأموال المرجحة الخاصة بكل مصدر استنادا إلى القيمة الدفترية (المحاسبية) لمصادر التمويل أو إلى قيمتها السوقية وفق الآتي:
4-1-1 التكلفة المتوسطة المرجحة على أساس القيمة المحاسبية : يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أساس القيمة الدفترية أو المحاسبية بالرجوع إلى دفاتر المؤسسة، حيث يشير جانب خصوم ميزانيتها إلى قيمة مختلف مصادر التمويل ثم تتم بعدها عملية الترجيح وفقا لهذه القيم.

4-1-2 التكلفة المتوسطة المرجحة على أساس القيمة السوقية : وفق هذه الطريقة يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أساس القيمة السوقية لكل الأسهم العادية والممتازة والسندات من خلال المعلومات المتوفرة في سوق الأوراق المالية، أما قيمة القروض فيتم تقديرها بقيمتها الدفترية حيث لا توجد لها قيمة سوقية وتعد هذه الطريقة الأنسب في التقدير مقارنة مع الطريقة الأولى¹.

4-2 مدخل الأوزان المستهدفة : يقوم أساس هذا المدخل على قيام الإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى لتحقيقه، ويتم توضيح كل المصادر المالية وأوزانها النسبية المستخدمة في هذا الهيكل المالي. وبناءً على هذه المعلومات يمكن إيجاد التكلفة الكلية المستهدفة للأموال. إن ما يميز التكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها ثابتة لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد لهيكل رأس المال المستهدف. وما يعاب على هذا المدخل أنه إذا لم يتم تحقيق الهيكل المالي المستهدف بصورة كلية على أرض الواقع وفي الوقت ذاته كانت تكلفة الأموال وفقا للهيكل التمويلي المستهدف أقل من تكلفتها في الهيكل المالي الفعلي، وهذا يمكن أن يتسبب في قبول الشركة لاستثمارات بمعدلات عائد أقل من التكلفة الفعلية للأموال المستخدمة في عملية التمويل².
4-المدخل الحدي للترجيح: هذا المدخل يهتم بقياس تكلفة مصادر التمويل التي تحصل عليها المؤسسة في المستقبل، وهو بذلك يعكس التغيرات التي تحدث في مصادر الأموال والتكلفة، ويرى البعض أن هذا المدخل يعد أكثر ملاءمة في تقدير تكلفة الأموال المرجحة في الفرص الاستثمارية التي تتغير تكلفة مصادرها بتغير نسبة تلك المصادر داخل الهيكل المالي المقترح. كما أن التكلفة الحدية للأموال تعتمد على حجم الموارد المطلوبة لتمويل

¹ لامية بوتسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، جامعة جيجل، الجزائر، 2009/2008، ص93.

² محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010/2009، ص ص 45-46.

الفرص الاستثمارية محل الدراسة، ومع ثبات العوامل الأخرى، فكلما زاد حجم الموارد المطلوبة كلما كان من المتوقع ارتفاع تكلفة الأموال وزيادة حجم المخاطرة المرتبطة بها.¹

تطرقنا في هذا المبحث إلى كيفية تقدير تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال تمهيدا للوصول إلى التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، التي تكتسي درجة كبيرة من الأهمية باعتبارها تستخدم كمعيار للمفاضلة بين مصادر التمويل وتحقيق هيكل رأسمال أمثل. ولحسابها يتم تحديد الأوزان النسبية للعناصر التمويلية المكونة لهيكل رأس المال سواء بطريقة القيمة الدفترية أو القيمة السوقية، وذلك من خلال ثلاثة مداخل وهي مدخل الأوزان الفعلية، المستهدفة، والحدية.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

يعتبر موضوع المفاضلة بين مصادر التمويل وتحديد هيكل رأس المال بالنسبة للمؤسسة من أكثر الموضوعات جدلا بين المفكرين في ميدان الإدارة المالية، حيث تسعى المؤسسة إلى تخفيض تكلفة مصادر التمويل المكونة لهيكل رأسمالها إلى أدنى حد ممكن تعظيما لربحيتها. في هذا الإطار ظهرت العديد من الأطروحات والنظريات التي حاولت ولازالت تحاول تفسير هذه المشكلة. سنحاول من خلال هذا المبحث دراسة أهم النظريات المفسرة لهيكل رأس المال كالنظرية التقليدية ونظرية Modigliani et Miller ونظرية التوازن والنظريات متعددة الأشكال.

المطلب الأول: النظريات التقليدية

قبل دراسة أهم النظريات الأساسية للفكر التقليدي، سنقوم بدراسة أهم الفرضيات الأساسية التي يقوم عليها هذا الفكر.

1- الفرضيات الأساسية للفكر التقليدي

- يقوم الفكر التقليدي في مجال الإدارة المالية على أساس العديد من الفروض يمكن إجمالها فيما يلي:²
- عدم وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس: يعتبر افتراض غياب تكلفة الإفلاس افتراضا واقعا لا سيما في ظل انخفاض نسبة الاقتراض، وعلى العموم سوف يتم إسقاط هذا الفرض كلية في مرحلة لاحقة؛
 - لا توجد تكلفة الإصدار أو تكلفة المعاملات: هو افتراض يهدف إلى تبسيط التحليل، غير أنه لا يعكس الواقع حيث أن هذه التكاليف تعتبر من أهم العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل؛
 - سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير: يهدف هذا الفرض إلى جعل الموارد المالية للمؤسسة مستقرة لا تتأثر بقرارات التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة).
 - السندات التي تصدرها المؤسسة من النوع الدائم، وذلك لاستبعاد تأثير مخاطر إعادة الاستثمار؛

¹ لامية بوتسطة، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2005، ص ص 91-93.

الفصل الأول..... الإطار المفاهيمي للتكلفة المرجحة لرأس المال

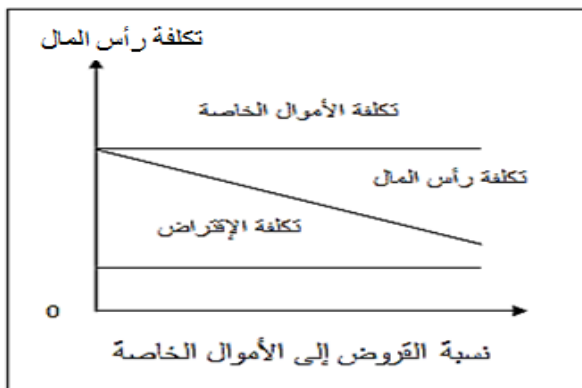
- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة وهذا راجع إلى ثبات حجم الاستثمار وتغير تركيبة هيكل رأس المال؛
- تجانس توقعات المستثمرين حول التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات.

2- مدخل صافي الربح

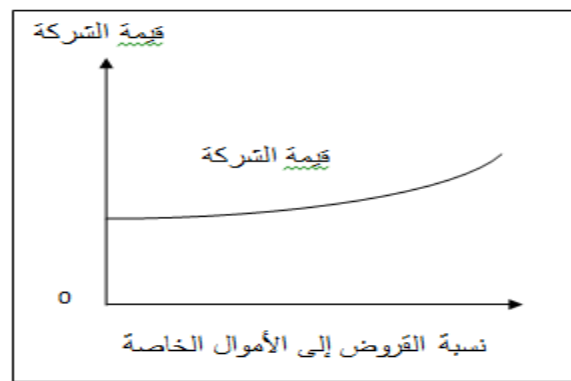
يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية والاقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليهما ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الخاصة، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية لرأس المال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة.¹ ويقوم هذا المدخل على مجموعة من الفروض بالإضافة إلى الفروض السابقة:²

- الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على الاقتراض لا تتغير بتغير نسب الرفع المالي أي تظل ثابتة؛
- تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، وبالتالي فإن معدل العائد المطلوب من طرف الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (السندات)، والشكلان المواليان يوضحان مدخل صافي الربح:

الشكل رقم (05): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض حسب نظرية صافي الربح



الشكل رقم (04): العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة



المصدر: منير إواهم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

يتضح من خلال الشكل رقم (05) أن تكلفة رأس المال تتخفض كلما زادت نسبة الأموال المقترضة وانخفضت الأموال الخاصة، وذلك مع ملاحظة أن تكلفة الأسهم العادية وتكلفة السندات ثابتة عند المستويات المختلفة من الاقتراض، كما أن انخفاض تكلفة رأس المال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن أفضل هيكل رأسمال

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 427-428.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 324.

في ظل هذا المدخل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كان 100%) من الأموال المقترضة وهو ما يوضحه الشكل (04).¹

يعاني هذا المدخل من نقطة ضعف أساسية وبالتالي لا يمكن اعتبار هذه النظرية متوافقة مع هيكل التمويل الأمثل لأنها تفترض أن تكاليف الديون ثابتة عند جميع مستويات الدين، وهذا الأمر غير واقعي. كما أنها تتجاهل فكرة أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين يزيد من المخاطر المالية التي قد تواجهها المؤسسة، إضافة أنها تفترض أن الأرباح توزع بنسبة 100%، ولا يوجد ضرائب على الشركات. وبالتالي فإن هذه النظرية تبقى ضمن نطاق الدراسات النظرية ولا يمكن الاعتماد عليها وتطبيقها على أرض الواقع خصوصا في الوقت الراهن.²

3-مدخل صافي ربح العمليات

ويفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك، فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، بسبب المخاطر المالية أو ما يعرف بأثر الرفع المالي. كما يفترض هذا المدخل أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة الناتجة بدورها عن زيادة نسبة الاقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض، باعتبارها مصدر تمويلي منخفض التكلفة نسبيا، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض³، من أهم الفروض التي يقوم عليها هذا المدخل:⁴

- أن تقدير السوق لقيمة المشروع تأتي ككل متكامل، ومنه تصبح التفرقة بين أموال الملكية والقروض بدون أهمية؛
 - يستخدم السوق التكلفة الكلية للأموال (K_0) لرسملة صافي الدخل التشغيلي، وتتوقف قيمة (K_0) على عنصر خطر الأعمال، فإذا افترضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت K_0 ثابتة القيمة بالتبعية؛
 - إن استخدام القروض ذات التكلفة الأقل من تكلفة الأموال الخاصة (K_e) ينتج عنه زيادة درجة المخاطرة بالنسبة لحاملي الأسهم وهذا يؤدي إلى زيادة (K_e) بنسبة الميزة المحققة تماما من القروض ذات التكلفة الأقل؛
 - أن تكلفة القروض ثابتة ولا وجود للضرائب على دخل المؤسسة
- ويمكن توضيح هذا المدخل من خلال الشكلين المواليين:

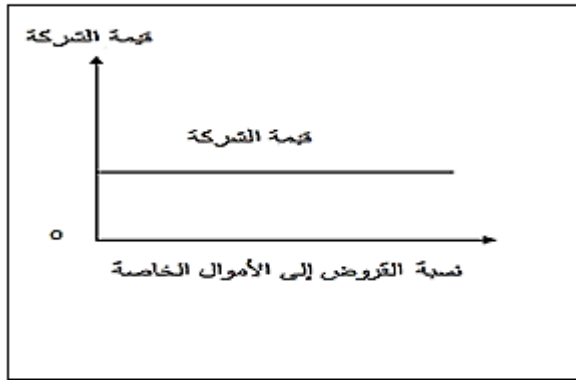
¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² رضوان العمار، دنيا إبراهيم غيا، «نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة»، مجلة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 06، 2018، ص 67.

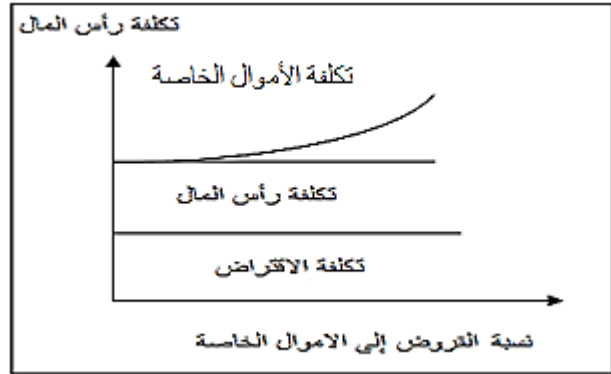
³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 100.

⁴ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 220.

الشكل رقم (07): العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة



الشكل رقم (06): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)



المصدر: منير إواهم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص:104.

يشير الشكل رقم (06) إلى ثبات تكلفة التمويل بالسندات، كما يشير إلى وجود علاقة طردية بين الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة التمويل بالأسهم العادية، ولما كنا نفترض في ظل هذا المدخل أن الزيادة في تكلفة رأس المال التي تنجم عن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية (بسبب زيادة نسبة الاقتراض) سوف يعوضها انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة (الاقتراض)، وبالتالي يتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة كما يوضحه الشكل رقم (07)¹.

تعرض هذا المدخل لمجموعة انتقادات من أهمها:²

-افتراض أن تكلفة الأموال الكلية تبقى ثابتة مهما كانت درجة الرفع المالي في المؤسسة، فالزيادة في استعمال الديون سوف يقابله زيادة في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة حيث أن لجوئهم إلى رفع هذا المعدل عند كل اقتراض جديد يجعل الدائنون كذلك يلجؤون إلى رفع معدل الفائدة وخاصة إذا كانت المؤسسة متقلبة بالديون وذلك لارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بهم وهو ما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال.
-إن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية (مثلا ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر ايجابي في بعض الحالات وأثر سلبي في البعض الآخر، بالإضافة إلى ذلك فإن كلا من المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة (ليس من الضروري نفسه) زيادة في الخطر والذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية المطلوب منهم، الشيء الذي يغير من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص:103.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في علوم الاقتصادية، جامعة خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص:187.

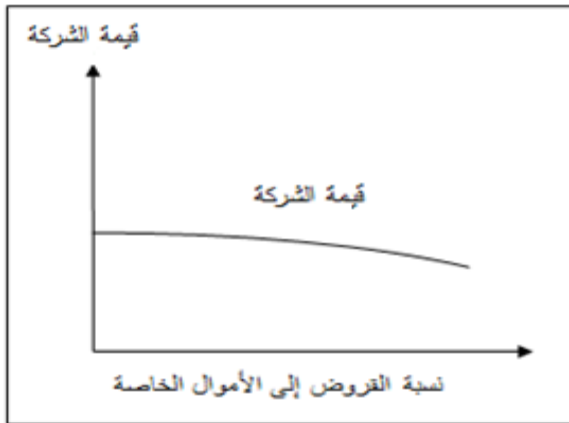
4- المدخل التقليدي

يعتبر المدخل التقليدي مفهوماً وسطاً بين مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات¹، حيث يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى تتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال الخاصة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والخاصة تجعل تكلفة المرجحة لرأس المال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي².

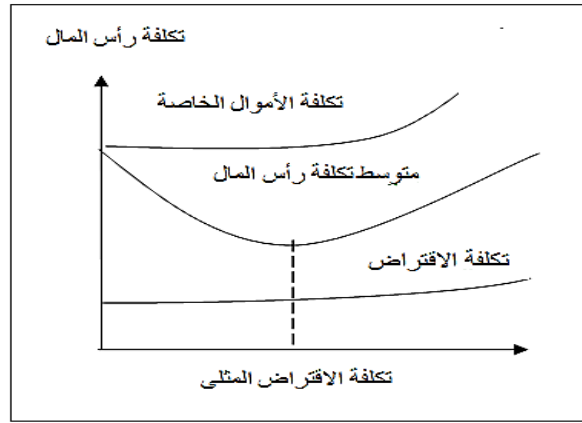
وتقوم هذه النظرية من خلال مجموعة من الفرضيات أهمها:³

- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستشارات جديدة.
 - توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة.
 - المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا يوجد تكاليف المعاملات.
- ويمكن توضيح النظرية التقليدية من خلال الشكلان المواليان:

الشكل رقم (09): العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة (المدخل التقليدي)



الشكل رقم (08): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)



المصدر: منير إواهم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 99

يشير الشكل رقم (08) أن تكلفة رأس المال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى نقطة معينة تكون عندها القيمة السوقية للمؤسسة في أقصى حد لها، وبعد هذه النقطة تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع وتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (09)، وتفسير ذلك أن الاقتراض، على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً، لا يزال مصدر تمويل رخيص، ومن ثم فإن زيادة نسبته في هيكل رأس المال

¹ سمير عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 223.

² Pierre Vernimmen, *Finance D'entreprise*, 8^e édition, Par Pascal Quiry Et Yann le FUR, Editions Dalloz, Paris, 2010, p785.

³ Alain Capiez, *Eléments De Gestion Financière*, 4^{ème} Edition, Masson, France, 1995, p 153.

تساهم إلى حد معين في تخفيض تكلفة رأس المال، حقا ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع زيادة نسبة الاقتراض مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، إلا أن الانخفاض في تكلفة رأس المال الناجم عن زيادة القروض (باعتبارها مصدر تمويل رخيص نسبيا) يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الناجمة عن ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة¹.

لقد تعرض هذا المدخل إلى انتقاد أساسي وهو قيامه على افتراض عدم وجود تكلفة الافلاس كما يهمل كذلك المخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية الأموال الخاصة لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الديون، ويحدث هذا حتى في ظل افتراض عدم وجود تكلفة الافلاس، كما أن هذه النظرية تنطلق من أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين يبقى ثابت وأن قيمة المؤسسة ترتفع بالاستفادة من أثر الرافعة الايجابي، فإنه ابتداء من نقطة معينة فإن المساهمون سوف يطالبون في الرفع تدريجيا في المردودية ومن جهة أخرى يصبح المقرضون هم كذلك يطالبون بمعدلات فائدة مرتفعة وهذا بسبب أخذهم بعين الاعتبار للمخاطر المالية المرتبطة بمديونية المؤسسة².

المطلب الثاني: نظرية مدكلياني وميلر

لقد قام العالمان الأمريكيان في مجال مالية المؤسسة بتقديم بناء على دراسات تجريبية تفسير لتأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958 و 1963 على التوالي في محيط يتميز بكفاءة الأسواق المالية حيث قدم تحليلهما نموذجين الأول يتميز باستبعاد أثر الضرائب، أما الثاني فيأخذ بعين الاعتبار أثر الضرائب³.

1- عدم الأخذ بعين الاعتبار للضرائب

قدم مدكلياني وميلر نموذجهما الأولي حول تفسير الهيكل المالي وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسة في سنة 1958 وذلك في محيط يتميز بغياب الضرائب على أرباح المؤسسة وقد قامت هذه النظرية على الافتراضات التالية:⁴

- مثولية الأسواق المالية، يمكن للأعوان الاقتصاديين الاقتراض والاقتراض بمعدل ثابت.
- لا يوجد الا نوعين من القيم (الأسهم والسندات)، آثار الضريبة لا تأخذ بعين الاعتبار، وعدم وجود تكلفة للإفلاس، عدم وجود توسع للمؤسسة أي التدفقات النقدية تبقى ثابتة عبر الزمن.
- يتحصل كل المستثمرين على نفس المعلومات (تماثل المعلومات بين مختلف المستثمرين والمؤسسة).
- لا يوجد هناك تعارض للمصالح والأهداف بين المسيرين والمساهمين، مع استقلالية قرارات التمويل عن قرارات الاستثمار.
- توجد كل المؤسسات في نفس مستوى الخطر وتحقق نفس المردودية.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 105.

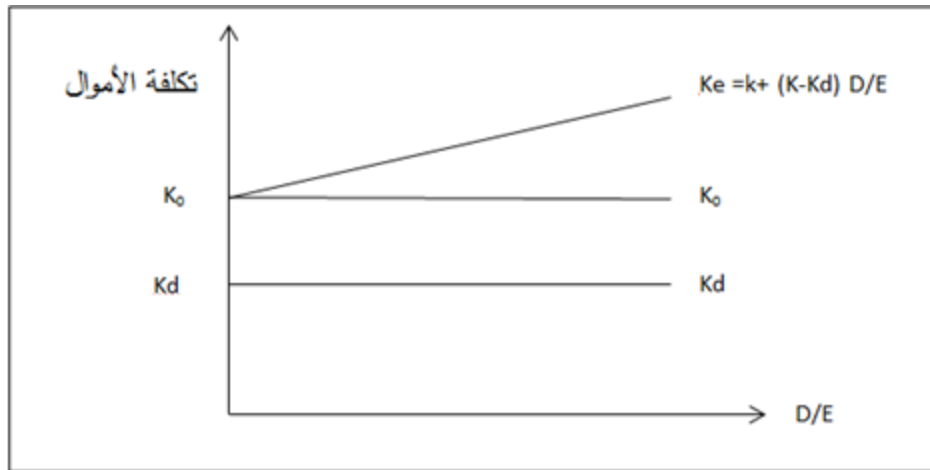
² Alain Capiez, op-cit, p 154

³ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 190.

⁴ ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص ص 17-18.

يقوم مدخل M & M على فكرة أساسية، وهي أن قيمة المؤسسة لا ترتبط بهيكلها التمويلي وأن تكلفة التمويل ثابتة مهما تغير الهيكل التمويلي، وبالتالي فإن المؤسسة ترتبط بقيمة استثماراتها، أي بالعائد المتوقع من وراء هذه الاستثمارات، كما تتوقف على درجة المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد، أي أن قيمة المؤسسات تتحدد بناءً على أدائها وحسن اتخاذها للقرارات الاستثمارية، وليس على مصادر تمويلها¹.
والشكل الموالي يوضح نظرية M & M في ظل غياب أثر الضرائب:

الشكل رقم (10): ثبات تكلفة رأس المال الكلية مهما تغير الهيكل المالي في غياب الضرائب (حسب مدكلياني وميلر)



source : Nathalie Mourgues, *Financement et cout du Capital de l'entreprise*, Economica, Paris, 1993, P

نلاحظ من الشكل رقم (10) أنه عندما تكون تكلفة الديون (k_d) في حالة ارتفاع فإن وتيرة الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة (k_e) تتباطأ بالقدر الذي تظل فيه (K) ثابتة وذلك يعود إلى كون المساهمين يتخلصون من جزء من مخاطرة المؤسسة الذي يتحول إلى المدينين بمجرد أن يكون مبلغ الدين كبيراً، وبالتالي في سوق متوازنة يكون الارتفاع في تكلفة الأموال مرتبطاً بأثر رافعة الاستدانة والارتفاع في المخاطرة يقل بالقدر الذي يجعل من قيمة السهم ثابتة²، من أهم الانتقادات الموجهة للنظرية نذكر:
-الفرض القائل ان المؤسسة والافراد يمكنهم الاقتراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة وهو فرض بعيد عن الواقع، فنجد أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من الذي يتمتع بها الأفراد باعتبارها تمتلك مجموعة من الأصول الثابتة تمنحها هذه الثقة عند طلب القرض.³

¹ منير ابراهيم الهندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص645.

² لامية بوتوسطة، مرجع سبق ذكره، صص125، 126.

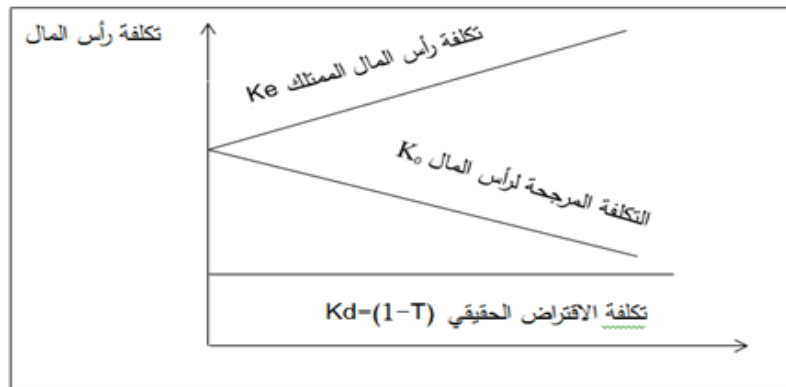
³ مليكة زغيب ونظيرة قلادي، «دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة»، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد01، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2014، ص101.

- وتم انتقاده من خلال فرضية عدم وجود أي نوع من الضرائب وهو افتراض غير واقعي في حين أن الفوائد على الديون قابلة للتخفيض في هيكل التكاليف وهو ما يؤدي إلى التخفيض من الوعاء الضريبي للمؤسسة، بينما المساهمون ليس لهم الحق في الأرباح إلا بعد الضرائب وهو ما يكون له تأثير على تكلفة الدين والأموال الخاصة،¹ كما ان افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات (تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية) أيضا افتراض غير واقعي، في ظل تحمل المستثمر لتكلفة العمليات أثناء قيامه بعملية المراجعة.²

2- الأخذ بعين الاعتبار للضرائب

أدرك مدكلياني وميلر في دراستهما عام 1963 أن اسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلنا إليه من قبل ذلك من ثبات تكلفة رأس المال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض وأن وجود الضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تتخفيض تكلفة رأس المال، وترتفع القيمة السوقية للشركة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة وتتنمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض³، وقد توصلنا إلى نتائج مفادها أن المؤسسات يجب أن تعتمد بشكل أساسي على الرفع المالي في التمويل.⁴ والشكل الموالي يوضح نظرية مدكلياني وميلر في ظل وجود أثر الضرائب:

الشكل رقم (11): كلفة رأس المال الكلية في ظل وجود الضرائب



Source : Michel Albouy, **Décisions Financières et Création De valeur**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003, P 347

¹ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 195.

² Hervé Hutin, **Toute la finance D'entreprise En Pratique**, 2^e Edition, éditions d'Organisation, Paris, 2002, p 276.

³ غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 74.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 794-795.

يبين الشكل رقم (11) أنه عند فرض الضريبة على دخل المؤسسة وباستخدام التمويل المقترض فإن المعدل الموزون لتكلفة رأس المال ينخفض، ذلك لأن الفائدة على القرض تعد مصاريف يتم طرحها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها.

تم توجيه العديد من الانتقادات لنظرية مذكلياني وميلر وأبرزها:¹

-يفترض الباحثان أن السوق مثالية: فعلى الرغم من تضمينها أثر الضرائب في البحث المنشور سنة 1963 إلا أنهما حافظا على ثبات بقية الافتراضات وهي عدم وجود تكاليف المعاملات أو تكاليف الإفلاس والمعلومات متوفرة للجميع في السوق سواء مؤسسات أو أفراد، وهذا الافتراض غير واقعي خصوصا في الأسواق الحالية.
-أثبتت التجارب العلمية أنه لا يمكن أن تتساوى الشروط التي تفرض على المؤسسات عند منحها القروض مع الشروط التي تفرض على الأفراد، لاعتبارها متعلقة بالملاءة المالية وحجم السيولة.
-لا يمكن أن تتساوى المؤسسات بالمخاطر التي تتعرض لها في السوق.

المطلب الثالث: نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers (1984) وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في اعدادها، في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج M & M وخلص إلى تحديد معدل استدانة أمثل في هذه الحالة ارتفاع الاستدانة تؤدي الى ارتفاع الرافعة وظهور تكلفة الإفلاس، وفي المرحلة الثانية عرفت تعديلات في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة.

1- تكلفة الإفلاس

تتفرد الشركات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض او كليهما، إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان الإفلاس للمؤسسة².
والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي³، يتضمن الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسة على تكاليف نصلح على تسميتها تكاليف الإفلاس والتي تنقسم إلى:⁴
-تكاليف مباشرة: وتشمل انخفاض قيمة الأصول نتيجة لتدهور قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية لها،
المصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة بالتصفية.

¹ Paramasivan and Subramanian, **Financial Management**, New age international Publishers, p58.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص813-814.

³ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص29.

⁴ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات مرجع سبق ذكره، ص169.

-تكاليف غير مباشرة: تشمل الانخفاض المتوقع للمبيعات والذي يرجع إلى شكوك العملاء ومدى الوثوق بالمؤسسة كمورد دائم، انخفاض الأرباح نتيجة انخفاض الكفاءة والأداء قبل حدوث الإفلاس إضافة إلى صعوبة الحصول على ائتمان التجاري من طرف الموردين.

بما أن احتمال حدوث الإفلاس والتكاليف الناجمة عنه وارد، فإن المقترضون يدركون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، وقد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل وبالتالي لكي يتجنب المقترضون مثل هذه المخاطرة إذا وقعت فإنهم يقومون منذ البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس، مما يعني تحمل الملاك وحدهم لمخاطر الإفلاس، وهذا ما يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه الملاك لتعويضهم عن هذه المخاطر¹، مما يدل على وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الاقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك²، وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

2- تكلفة الوكالة

علاقة الوكالة هي: "عقد بموجبه يقوم الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بمهام معينة نيابة عنه والتي تنطوي على تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل"³.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل، معتمدة في ذلك على مبدأ الكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة وتقتصر هذه النظرية أسلوبا لتسيير صراع الوكالة بشكل أمثل، خصوصا فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة، كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، ومحاولة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل⁴.

تنطلق هذه النظرية من فرضيتين الأولى أنه ليس بضرورة ان تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، والثانية أنهم ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالشركة ومحيطها لتحاول بذلك البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك هؤلاء، والتأثير على الهيكل المالي⁵.

وعلى هذا الأساس أدخل كل من Jensen & meckling عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة، والتي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان خاصة بالنسبة للمسيرين والمساهمين من جهة وذلك في حالة انفصال الملكية

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص814.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال التمويل، الجزء الثاني، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص251.

³ Jensen Michael & Meckling William, Theory of The Firm: Managerial Behavior agency costs and Ownership Structure, Journal of financial economics vol.03, No.4, July 1976, p308.

⁴ عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة قصدي مرياح ورقلة، الجزائر، العدد07، 2010، ص318.

⁵ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص381.

عن التسيير، أو بالنسبة للمقرضين وللمساهمين من جهة أخرى، وهذا ينجر عنه تكاليف تعرف بتكاليف الوكالة تعبر عن المصاريف الإضافية الواجبة الدفع للتأكد من تأدية الوكلاء للمهام الموكلة إليهم¹.

يمكن تصنيف هذه التكاليف إلى ثلاث أنواع وهي:

-**تكاليف المراقبة:** وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للمسير إن كان يسير وفقا لمصلحته، بمعنى التحقق من التسيير المنسجم مع أهداف الملاك.

-**تكاليف التبرير:** وهي مجسدة في النفقات التي يتحملها المسير ليبيدي سلوكه ويبرهن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته.

تكاليف الباقية: تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة².

بناء على ما سبق فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة كما يلي:

-**أثر تكلفة الوكالة على تكلفة الأموال الخاصة:**

بافتراض أن المؤسسة ملك لشخص واحد يعمل على تسييرها، فإنه من المتوقع أن تكون قراراته وسلوكياته مبنية على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتعظيم ثروته الشخصية في نفس الوقت، اما في حالة ما إذا دخل شركاء برأسمال دون أن يشتركوا في الإدارة، حينئذ قد يميل المساهم الأصلي (المسير المالك) إلى تخفيض مجهوده طالما أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة لن يعود بالنفع عليه وحده، كما يحتمل أن يقرر لنفسه المزيد من المكافآت طالما أن عبء هذه المكافآت يشترك في تحملها مع الآخرين ونفس الشيء يتوقع حدوثه مع المسير المالك، بل قد تأخذ المشكلة وضعا أكثر خطورة، و عليه فإن المساهمين سيعملون على وضع إجراءات مراقبة مكلفة من أجل ضمان حسن استعمال الأموال من طرف المسيرين، و هذا ما يطلق عليه بتكلفة الوكالة لرأس المال الخاص، وتصبح هذه التكلفة ضعيفة في حالة ما إذا كان المساهم الأصلي يمتلك نسبة قليلة من رأس مال المؤسسة، و بالتالي فإنه يعمل على الرفع من نسبة الاقتراض، و من ثم فإن تكلفة الوكالة للأموال الخاصة تتخفض مع زيادة هذه النسبة.

-**أثر تكلفة الوكالة على تكلفة الاقتراض:**

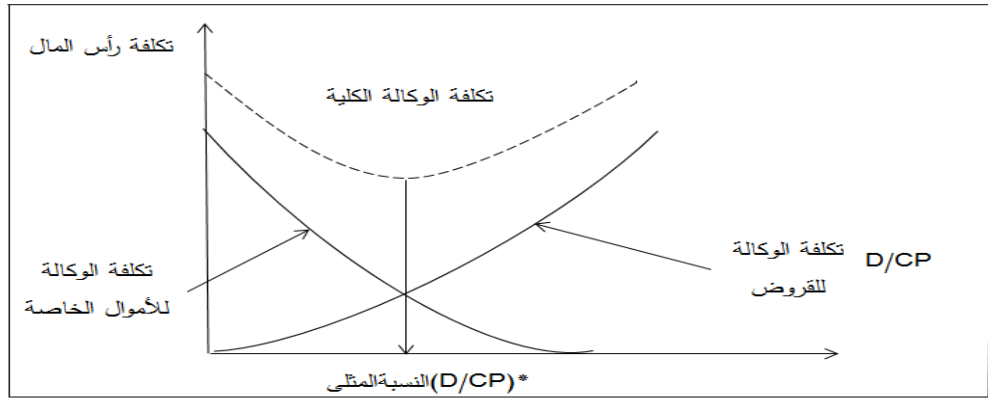
إن تكاليف الوكالة المرتبطة بالاستدانة ترتفع مع ارتفاع نسبة الاستدانة و هذا راجع إلى أن عقد الاقتراض قد ينص على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي يكون لها تأثير على مصالح هؤلاء المقرضين، ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة المقرضين نجد قرارات شراء أصول جديدة و القرارات الخاصة بإجراء توزيعات الأرباح ... الخ، وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين بالمطالبة

¹ كتره شرابي باية، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 03، 2013-2014، ص120.

² عبد الوهاب دادن، «الجدل القائم حول هياكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة»، مرجع سبق ذكره، ص121.

فورا بقيمة القرض (قبل تاريخ الاستحقاق) إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الاقتراض، والذي يقضي بضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها¹.

الشكل رقم (12): الهيكل الأمثل في ظل تكلفة الوكالة



Source: Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 4^eedition, paris, 2005, p:479.

ويمكن تلخيص كل ما سبق ذكره من خلال الشكل البياني الموالي، أين تتحدد نقطة الاستدانة المثالية عندما تكون تكلفة الوكالة الكلية في أدنى حد لها:

يتضح من خلال الشكل رقم (12) أن الهيكل المالي للمؤسسة هو الذي يمكنها من تخفيض تكلفة الوكالة إلى أدنى حد ممكن، لكن في المقابل فإن ظهور تكاليف الوكالة سوف يعمل على تخفيض نسبة الاقتراض المثالية في الهيكل المالي، والتي تتساوى أو تتوازن مع الوفورات الضريبية المحققة، وذلك في ظل نظرية التبادل.

المطلب الرابع: النظريات المتعددة الأشكال

تسمى بالنظرية الحديثة للمؤسسة، وظهرت منتصف السبعينات حيث أن أهم التيارات التي تتطوي عليها هي نظرية الإشارة ونظرية أفضلية مصادر تمويل، والتي سنتطرق إليها فيما يلي:

1- نظرية الإشارة:

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف (Ross) سنة 1977، وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات الذي يتصف به السوق، والواقع أن المعلومات التي تبنتها المؤسسات ليست بالضرورة صادقة²، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من صعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة³، وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:⁴

¹ كعزة شرابي باية، مرجع سبق ذكره، ص ص121-122.

² أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص32.

³ Myers. Stewart c, Majluf. Nicholas s, **Corporate Financing and investment: when Firms have information the investors do not have**, Journal of financial economies, vol 13, 1984, p189

⁴ دادن عبد الوهاب، «تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي»، مرجع سبق ذكره، ص111.

-نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون لدى المستثمرين.

-وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة.

تكون الإشارة المستعملة متعددة الأشكال، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصف لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح أو أيضا اللجوء الى أوراق مالية معقدة (مركبة) أو إلى شروط الخاصة في مختلفة أشكال الهيكل المالي¹.

لكن الإشكال يبقى في مدى صدق هذه الإشارات، فجوهر هذه النظرية يقوم على توفير معلومات للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة، وقيمة مشاريعها، وخاصة فيما يتعلق بجانب تكوين هيكلها المالي (الدين، الأسهم) فحسب ROSS مستوى المديونية يمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة، فهي بذلك ترسل اشارات إلى السوق تعكس التدفقات النقدية المتوقعة. كما ان اعتماد المؤسسة على اصدار الأسهم الجديدة في تمويل استثماراتها يعتبر كإشارة على أن التوقعات الخاصة، بمستقبل المؤسسة تكون سلبية، وهذا لتقلص سعر السهم وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية، خاصة عند توفر البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة وباعتبار أن المستثمر يسعى دائما للبحث عن الإشارات التي تنعكس عليه بعائد مغري، أو تقلص من درجة المخاطرة، فالإدارة بهذا التصرف، إنما تهدف إلى مشاركة الخسائر مع المستثمرين الجدد، مما يحدث انخفاض في أسهمها².

2-نظرية أفضلية مصادر التمويل

تعد نظريات أفضلية مصادر التمويل من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن العشرين وبشكل متزامن مع نظرية الوكالة، تقوم نظرية أفضلية مصادر التمويل على أساس نظرية عدم تناظر المعلومات وتفاعل قرارات الاستثمار³.

ترجع بدايات هذه النظرية إلى (Donaldson 1961) حيث بين أن المدراء المالكين في المؤسسات يفضلون الاعتماد على الأرباح المحتجزة لتمويل استثماراتهم وذلك بغض النظر عن حجم المؤسسة، وأن الاعتماد على الديون الخارجية سيبقى الخيار الأخير في قائمة مصادر التمويل المختلفة.

ثم قام (Myers) عام 1977 بتطوير نظرية (Donaldson) وتوصل إلى أن المؤسسات تسعى إلى الاعتماد على الأرباح المحتجزة طالما بإمكانها ذلك. وفي حال عدم كفاية هذه الأرباح تلجأ المؤسسات إلى الاقتراض وفي النهاية تلجأ إلى إصدار الأسهم ذلك لأن تكاليف إصدار الأسهم مرتفعة ويترتب عليها قيود كثيرة. وقد أكد Myers أن اعتماد المؤسسات على التمويل وفق التسلسل الهرمي السابق سيضمن لها رفع قيمتها السوقية⁴.

¹ غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص96.

² عبد الكريم بوحادة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، صص 103-104.

³ كنزة شرابي باية، مرجع سبق ذكره، ص103.

⁴ رضوان العمار، دنيا إبراهيم غيا، مرجع سبق ذكره، ص71.

ثم عرض (Myers and Majluf) عام 1984 تطويرا جديدا لنظرية التسلسل الهرمي تناول فكرة عدم تماثل المعلومات وأثرها في تكوين هيكل التمويل للمؤسسة¹، فإن المساهمين الجدد يفسرون اللجوء إلى الرفع من رأس المال كمؤشر على حالة عدم الملاءمة مما يولد التخفيض من قيمة المؤسسة، في هذه الإثناء، المساهمين القدماء يفضلون وضع الاستثمار لان ذلك يرفع من ثروتهم (رغم انخفاض قيمة المؤسسة). ومن أجل تقادي انخفاض سعر السهم، من مصلحة المسيرين استعمال تمويل آخر وذلك مهما كان الحال. وبالتالي التسلسل المختار يكون كالتالي: التمويل الذاتي، الديون غير الخطرة، الديون الخطرة والرفع من رأس المال².

أما في نموذج (Shapiro et Cornell 1987) فإن هدف المسير هو تعظيم قيمة المؤسسة. أما بالنسبة للشركاء الآخرين (المقرضين، الزبائن...) فإن الهدف هو تدنية المخاطر المرتبطة بشراء أو تمويل الاستثمارات الخاصة، تحقيق هذين الهدفين يفترض حسب الباحثان، تدنية تكاليف التعاقد الضمنية. من أجل تدنية تكاليف هذا التعاقد، من مصلحة المؤسسة ألا تستنفذ قدراتها على التمويل الذاتي والاستدانة قبل التاريخ الذي يجب عليها فيه الإيفاء بتعاقد الضمني. ففي هذا التاريخ إصدار أي سهم سيكلف كثيرا، والتسلسل الذي يجب اعتماده يكون إذا: الرفع من رأس المال والاستدانة كمالاذا أخير³.

وحسب Williamson عام 1988 يفترض أن مختلف الأطراف المتعاقدة في المؤسسة (مساهمون، مسيرون، مقترضون) لديهم رشادة محدودة، وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين بحيث وحسب الباحث يتم اختيار مصادر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ إلى الاستدانة⁴.

نستخلص من خلال هذا المبحث أن هناك العديد من النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الأموال إلى حدودها الدنيا، ومن بين أهم هذه النظريات نجد النظريات التقليدية المتمثلة في مدخل صافي الربح، مدخل صافي الربح التشغيلي، المدخل التقليدي، ومدخل M&M، والنظريات الحديثة وهي نظرية التوازن والنظريات متعددة الأشكال.

¹ نفس المرجع السابق، ص 71.

² إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة ورقلة، الجزائر، يوم 17-18 أبريل 2006، ص 432.

³ نفس المرجع السابق، ص 432.

⁴ إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 392.

خلاصة الفصل

تعرضنا من خلال هذا الفصل إلى هيكل رأس المال الذي هو جزء من الهيكل المالي حيث يتضمن مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل والمتمثلة في أموال الملكية والأموال المقترضة التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية. فبعد توضيح المفاهيم المتعلقة بهيكل رأس المال وأهم العوامل المؤثرة فيه والتي تدخل في صياغة قرار التمويل المتعلقة باستخدام أموال الملكية وأموال المقترضة لسد حاجات الشركة، تطرقنا إلى كيفية تقدير تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال تمهيدا للوصول إلى التكلفة الكلية لرأس المال، التي تكتسي درجة كبيرة من الأهمية باعتبارها تستخدم كمعيار للمفاضلة بين مصادر التمويل وتحقيق هيكل رأسمال أمثل. ولحسابها يتم تحديد الأوزان النسبية للعناصر التمويلية المكونة لهيكل رأس المال سواء بطريقة القيمة الدفترية أو القيمة السوقية، وذلك من خلال ثلاثة مداخل وهي مدخل الأوزان الفعلية، المستهدفة، الحدية. في نهاية الفصل تم استعراض مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال حيث اختلفت وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل بالنسبة للشركة، فنجد أن M&M يرفضان هذا الادعاء إذ يعتقدان أن هيكل رأس المال في ظل عدم وجود الضرائب لا يمكن أن تأثر على تكلفة رأس المال، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات (NOI)، أما في ظل وجود ضريبة على دخل الشركة فيعترف M&M أن هناك هيكل رأس مالي أمثل يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة وهذا ما يتفق مع مدخل صافي الربح ومدخل التقليدي ونظرية التوازن التي توازن بين تأثير الإيجابي للوفر الضريبي والأثر السلبي لتكلفة الوكالة وتكلفة الافلاس.

كما تشير النظريات المتعددة الأشكال (نظرية الإشارة ونظرية أفضلية مصادر التمويل) إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل، حيث تقوم النظريات على افتراض عدم تماثل المعلومات، إذ تقوم نظرية الإشارة على أساس إصدار إشارة خاصة تميز مؤسسة عن غيرها، أما نظرية أفضلية مصادر التمويل فإن الشركة تتبع ترتيبا تفضيليا لمصادر التمويل حسب الأهداف المراد تحقيقها من طرف الشركة.

الفصل الثاني: مدخل إلى المردودية المالية

-المبحث الأول: عموميات حول المردودية

-المبحث الثاني: أساسيات المردودية المالية

-المبحث الثالث: علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية

تمهيد

من ضمن الأهداف الأساسية للإدارة المالية تعظيم المردودية، لذلك نجد أن دراسات واهتمامات الإدارة المالية تصب في إطار السعي لتحقيق المردودية بصفة عامة والمردودية المالية بصفة خاصة، حيث تعد هذه الأخيرة مؤشرا من المؤشرات التي تستطيع من خلالها المؤسسة معرفة مدى فعاليتها المالية، خاصة أن الغاية الأولى للمؤسسة تكمن في كونها غاية مالية بحتة، بحيث أنها تسعى من خلال شتى الاستراتيجيات المتبناة إلى تعظيم ثروة المساهمين، الذين يطمحون دائما إلى تحسين مردودية رؤوس أموالهم المستثمرة في المؤسسة، هذا ما يسمح لها بتعزيز قوتها التمويلية، أي قدرتها على توفير الأموال اللازمة لتمويل نشاطاتها بأقل تكلفة ممكنة من جهة والرفع من قيمتها في السوق من جهة أخرى.

سنتناول بالدراسة في هذا الفصل الإطار المفاهيمي لمردودية المؤسسة عامة ومردوديتها المالية بشكل خاص محاولين الوقوف على العلاقة التي تربط هذه الأخير بالتكلفة المرجحة لرأس المال، وذلك وفق المباحث الثلاثة التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المردودية.

المبحث الثاني: أساسيات المردودية المالية.

المبحث الثالث: علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية للمؤسسة.

المبحث الأول: عموميات حول المردودية

تعتبر المردودية من بين أهم مؤشرات الأداء المالي التي تسعى كل المؤسسة إلى تحقيقها وذلك لما لها من أهمية بالغة في تطوير المؤسسة وضمان استمراريتها. لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى المفاهيم الأساسية حول المردودية مركزين في ذلك على مختلف التعاريف التي قدمت في هذا الإطار، بالإضافة إلى أهداف المردودية وأنواعها والعوامل المؤثرة فيها.

المطلب الأول: مفهوم المردودية

يعد مصطلح المردودية من المصطلحات الأكثر استعمالاً في الميدان المالي، ولقد تباينت وجهات النظر في تفسير مدلوله، لهذا سوف نحاول سرد أهم التعاريف الواردة عن المردودية بالإضافة إلى بيان الفرق بين هذا المصطلح والمفاهيم المرتبطة به.

1- تعريف المردودية

تعرف المردودية بأنها: "مدى قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج مقارنة بالإمكانات والوسائل التي سخرت لتحقيقها. ويقاس ذلك بنسبة النتيجة المستهدفة إلى الوسيلة التي خصصت لتحقيقها".¹ وبالرغم أن هناك الكثير من النسب التي تعبر عن نسبة النتيجة إلى الوسيلة، إلا أن أكثرها استخداماً هي كل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

تعريف آخر للمردودية بأنها: "مفهوم يتم تطبيقه على كل نشاط اقتصادي تستعمل فيه وسائل مادية، مالية، وبشرية"². في حين هناك من يعتبرها بأنها: "الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وتطبق على كل الأنشطة الاقتصادية بمعنى أنها عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة وتكلفة الأموال المستثمرة"³.

مما سبق يتضح ان تحقيق المردودية هو هدف المؤسسة ككل، ولا يتم تحقيق هذا الهدف الا من خلال التخصيص الأمثل للجهود والموارد المتاحة، كما انه يمكن حساب مردودية المؤسسة من خلال المقارنة بين النتائج والوسائل المستخدمة لتحقيقها.

2- خصائص المردودية:

تتمثل أهم خصائص المردودية فيما يلي:⁴

¹ Béatrice et Francis Grandguillot, *analyse financière*, 7^{ème} édition, Paris, 2003, p209.

² Piero Conso, *La gestion Financière de l'entreprise*, 7^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1997, p513.

³ سليم مجلخ، «أثر سعر الصرف على المردودية المالية للمؤسسة»، مجلة الحكمة للدراسات الاقتصادية، العدد 12، جامعة 08 ماي 1945 قالة، الجزائر، نوفمبر 2018، ص48.

⁴ السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2000، ص505.

- يمثل تحليل المردودية محاولة رشيدة في مقابلة النتائج المستخدمة، مما يسمح بإصدار حكم على مستوى كفاءة حتى يمكن من تعظيم مكافأة الأطراف المشتركة؛
- تمثل ظاهريا هدف متعارضا مع السيولة واليسر المالي خاصة في الأجل القصير، بينما في الواقع هما هدفان متكاملان لأن الحد الأدنى من السيولة لا يأتي إلا بمردودية مناسبة؛
- قياس المردودية لن يكون له معنى إلا بالنسبة إلى فترة محددة أو عملية معينة؛
- يرتبط مفهوم المردودية بالمؤسسة فلا يمكن إسناد تحقيقها لشخص بعينه، إلا أنه يمكن أن تكون نسبية أو جزئية؛
- يتمثل قياسها مفهوما تشغيليا لأنها خاضعة لمجال الحدث الاقتصادي ولكن تخطيطها يمثل مفهوما استراتيجيا لأنه يغطي نطاقا مؤسسا.

3- المفاهيم المرتبطة بالمردودية

من الضروري التمييز بين المفاهيم الأساسية التالية ذات العلاقة بالمردودية مثل: الربحية، الفائدة، الربح والتي نعرفها فيما يلي:

3-1 الربحية: تعبر الربحية عن مدى مقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح الناتجة عن المبيعات أي ما يمكن تحصيله من رقم أعمال معين وقد تكون بالقيمة المطلقة أو بالنسبة المئوية، ويرتبط بهامش الربح الذي تحققه المؤسسة وتسمح بالحكم على مستوى المبيعات، ويعبر عنها بصورة عامة بالعلاقة التالية:¹

$$\text{الربحية} = (\text{النتيجة} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من الربحية:

◀ ربحية الاستغلال: تقيس ربحية الاستغلال قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح انطلاقا من عملياتها خلال دورة الاستغلال ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{ربحية الاستغلال} = (\text{نتيجة الاستغلال} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

◀ الربحية العامة: يعبر عنها بالعلاقة بين النتيجة العامة المحققة من طرف المؤسسة ورقم الأعمال وتقاس وفق النسبة التالية:

¹ يوسف مامش وناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص15.

$$\text{الربحية العامة} = (\text{النتيجة العامة} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

حيث أن:

$$\text{النتيجة العامة} = \text{النتيجة الصافية قبل الضرائب والمصاريف المالية}$$

◀ ربحية أصحاب رأس المال: ويعبر عنها بالعلاقة بين نتيجة الصافية ورقم الأعمال طبقا للعلاقة التالية:

$$\text{ربحية أصحاب رأس المال} = (\text{النتيجة الصافية} / \text{رقم الأعمال}) \times 100$$

3-2 الفائدة : تستخدم الفائدة كانعكاس جيد لنجاح وفشل المؤسسة بالرغم من وجود بعض المشاكل المتعلقة بقياسها بالإضافة إلى أنها يمكن تطبيقها بشكل صحيح إذا كانت هي المحدد الوحيد، لذلك يمكن فحص الأرباح داخل مضمون مرجعي في ضوء الموارد المستثمرة، تنبؤاتها والأرباح القياسية أخذين بعين الاعتبار المنافسين والمعايير المهنية للنشاط¹. أما العائد فهو المقابل الذي يطمح المستثمر الحصول عليه في المستقبل نظير استثماره لأمواله، فالمستثمر يسعى دائما إلى استثمار أمواله بهدف الحصول على العائد وتنمية ثروته وتعظيم أملاكه، عرف أيضا بأنه ما يحصل عليه المستثمر من أموال في وقت لاحق مقابل التضحية بأمواله في الوقت الحاضر وذلك من خلال استثماره لهذه الأموال لفترة زمنية محددة².

3-3 الربح: الربح كما هو معروف، هو الفرق بين ما تحصل عليه من عائدات المنتج السلعي (قبل استقطاع الضريبة على الدورة) وبين النفقات المبذولة، وإن هذا المعيار هو الأكثر شيوعا لحد الآن والمعتمد عليه في المؤسسات الانتاجية باعتباره يغطي جميع جوانب النشاط الإنتاجي وبالأخص الاقتصاد في نفقات العمل وتشكيل صناديق الحوافز المادية العاملين.

المطلب الثاني: قياس المردودية

1- كيفية قياس المردودية:

يمكن قياس المردودية اعتمادا على النتيجة المحصل عليها من طرف المؤسسة في فترة زمنية معينة والوسائل المستعملة للوصول إلى تلك النتيجة كالتالي:

$$\text{المردودية} = \frac{\text{النتيجة المستعملة}}{\text{الوسائل المستعملة}}$$

¹ غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص94.

² حنان بوطغان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أونت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2007، ص67.

³ ميلود ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة، مذكرة ماستر غير منشورة تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2013، ص07.

ويمكن التعبير على النتيجة اعتمادا على عدة معايير منها:

-نتيجة الاستغلال: وهي تقيس قدرة المؤسسة على تحصيل نتيجة من خلال نشاطها الإنتاجي من سلع وخدمات
-نتيجة النشاط: والتي تقيس قدرة المؤسسة على تكوين نتيجة بمقارنة مجموع نواتجها وتكاليفها سواء النشاط
الخاص بالاستغلال أو خارج الاستغلال.

-القيمة المضافة: تقيس الثروة الحقيقية التي تتولد نتيجة عن الوظيفة الإنتاجية.
2-أهمية قياس المردودية:

يمكن إبراز أهمية المردودية بالنسبة للمؤسسة من عدة جهات:¹

2-1 المردودية مصدر ثقة للأطراف المتعاملين مع الشركة:

ويتعلق هذا بمختلف المتعاملين الاقتصاديين من أطراف داخلية وخارجية:

*المساهمين: باعتبارهم الدعامة الأساسية للأموال المستثمرة في المؤسسة وبما أنهم يخاطرون بضياح
حصصهم، على المؤسسة بذل كل الجهود من أجل تحقيق نتائج جيدة تعود بالفائدة على الأموال المستثمرة من
طرف المساهمين، لأنه في حالة تحقيق مردودية ضعيفة فإن هذا يجعلهم يفقدون الثقة في المؤسسة ويلجؤون
للبحث عن مؤسسات أخرى ذات مردودية أكبر.

*المقرضين: يدرس المقرض قبل عملية الموافقة على الإقتراض مستويات المردودية التي حققتها المؤسسة خلال
مدة معينة وذلك من أجل عدم المخاطرة في منحها القروض التي تحتاجها.

*الزبائن: على المؤسسة أن تكون على علاقة وثيقة وجيدة مع الزبائن والعمل على توفير الطلبات المقدمة في
الآجال المتفق عليها، مع احترام الكميات والمواصفات واحترام معايير الجودة والعمل على اختيار الزبائن الأكثر
التزاما بتسديد المستحقات، وفي حالة سوء اختبار الزبائن يؤثر سلبا على المؤسسة بانخفاض رقم الأعمال
وبالتالي انخفاض المردودية.

*الموردين: يفضل الموردون التعامل مع المؤسسة التي تحقق مردودية مرتفعة لأن ذلك يعتبر ثروة بالنسبة لهم،
وذلك لأنها تضمن استمرار تمويلها بصفة منتظمة فالثقة تزداد بزيادة المردودية وتخفض بانخفاضها.

*الموظفين: تلعب المردودية دورا أساسيا بالنسبة للأجراء، لأن تحقيق مردودية مرتفعة تؤدي إلى حصول العامل
على أجره خاصة في حالة المؤسسة التي تحدد الأجور على أساس الإنتاج أو المبيعات المحققة، وبالتالي فإن
ارتفاع الإنتاج يؤدي إلى ارتفاع الأجور والعكس.

*الدولة: إن تحقيق مردودية مالية مرتفعة يؤدي إلى حصول الدولة على أرباح كبيرة، وذلك عن طريق فرض
الضريبة إلى جانب استفادتها من الصادرات التي تقوم بها المؤسسة في توازن ميزان مدفوعاتها.

2-2 المردودية ضرورة مالية بالنسبة للمؤسسة

¹ Bernard Colasse, *La rentabilité de l'entreprise analyse Prévisionnelle et contrôle*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 1982, p34.

وذلك من أجل تحقيق الأهداف المخططة والقدرة على مواجهة التطورات والاضطرابات غير المتوقعة والتي نذكر منها:

*تحقيق التطور والبقاء في السوق

تعمل إدارة المؤسسة جاهدة للحصول على المردودية من أجل ضمان بقاءها في السوق ويتم ذلك عن طريق مراقبة مردوديتها الخاصة، بعد أن تحول الانظار إلى مردودية وقيمة المؤسسة من منظور داخلي فقط إلى منظور خارجي والتمثل في وجهة نظر السوق المالي، فتحقيق مردودية جيدة يضمن لها النمو والتوسع في نشاطها عن طريق إعادة تشكيل الطاقة الإنتاجية التي تآكلت وتقدمت بفعل الاستعمال ومرور الزمن وهذا طريق استعمال الأرباح والمخصصات التي بحوزة المؤسسة.

*الحفاظ على استقلاليتها المالية:

إن الأرباح التي تحققها المؤسسة لها دور فعال في تحقيق الاستقلالية المالية وذلك من خلال تمويل مشاريعها الاستثمارية عن طريق الأرباح المحققة في شكل احتياطات، ويسمح لها التمويل الذاتي بعدم تحمل أعباء تعاقدية كدفع أو تسديد الديون الناجمة عن عملية اللجوء إلى الإئتمان وبالتالي الحفاظ على الاستقلالية المالية وتدعيم المركز المالي للمؤسسة.

3-اهداف قياس المردودية:

تتمثل أهداف المردودية فيما يلي:¹

- قياس كفاءة وعقلانية استخدام الموارد من أجل تعظيم عوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة؛
- تأمين تشغيل وتطوير الشركة عن طريق إنماء الموارد المتاحة؛
- تحقيق الحد الأدنى منها يمثل شرطا لا بديل له لدعم وصيانة التوازن المالي للمؤسسة؛
- تخصيص الأموال لأفضل الاستخدامات؛
- ضمان إشباع الاحتياجات الدنيا لكل القوى المنتجة في المؤسسة؛
- قياس القدرة الداخلية لتمويل الاحتياطات المستقبلية للمؤسسة.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في المردودية

تنقسم العوامل المؤثرة في المردودية بشكل عام إلى صنفين هما:

1-انخفاض هامش الربح:

ان انخفاض هامش الربح يكون نتيجة ارتفاع التكاليف او انخفاض رقم الاعمال وهذا بدوره يؤدي الى انخفاض مردودية المؤسسة.

¹ غنية الجوزي، مرجع سبق ذكره، ص94.

1-1 ارتفاع التكاليف: من الأسباب المؤثرة في التكاليف نذكر ما يلي:¹

1-1-1 ارتفاع تكاليف التمويل: تشكل تكاليف المواد واليد العاملة (تكاليف مباشرة) حوالي 50% إلى 70% من سعر التكلفة الإجمالي للمنتجات في أغلب الصناعات. ومن أهم الأسباب التي تؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل نذكر:

- عدم توفر موردين ملائمين، دائرة المشتريات لا تتحكم في الاحتياجات الحقيقية للمؤسسة؛
- عدم توفر مصلحة الشراء على معلومات كافية بخصوص المخزون المادي الموجود في المؤسسة؛
- ارتفاع مصاريف التخزين والنقل، الشراء بكميات قليلة يضيع على المؤسسة فرصة الحصول على تسهيلات نقدية وائتمانية (الخصم النقدي، مهلة السداد)، انقطاع المخزون، المخزونات التالفة، سوء تخطيط الطلبات. إلخ؛

1-1-2 ارتفاع تكاليف البيع والتسويق: يمكن إرجاع هذا الارتفاع إلى عدة عوامل مثل تقلص سلسلة المنتجات، عدم الوفاء بالطلبات، عدم احترام آجال التسليم، الجهل باحتياجات الزبائن، الجهل بسياسة المنافسين، انعدام الكفاءة لدى رجال البيع، ضعف خدمات ما بعد البيع... إلخ.

1-1-3 ارتفاع تكاليف الإنتاج: بسبب العجز في تخطيط الإنتاج (عدم وجود برمجة خطية لتعظيم الإنتاج)، امتلاك معدات متطورة وغير متحكم فيها، وجود ضياع للوقت عند تغيير الإنتاج (الانتقال من صنع منتج إلى منتج آخر)، فضلات ومهملات معتبرة بسبب رداءة نوعية المواد، وعدم مواكبة التطورات التكنولوجية، ضعف الرقابة على تكاليف الإنتاج وأسعار التكلفة.

1-1-4 ارتفاع تكاليف الهيكلة (الثابتة): وينتج عن عدة عوامل منها أن هياكل المؤسسة غير ملائمة مع إنعدام التنسيق والانسجام داخل هذه الهياكل، كثرة عدد الرؤساء مقارنة بالمؤوسين (ضيق نطاق الإشراف)، ضعف مستوى التأهيل لدى الأفراد، النظام المحاسبي لا يتلاءم مع الخصوصيات، غياب وسائل معالجة المعلومات، ارتفاع الفوائد والعملات نظرا لغياب تسيير عقلاني للمصالح المالية، سياسة التمويل غير ملائمة... إلخ.

1-1-5 الإهتلاكات: تشكل الإهتلاكات عادة عنصرا مهما ضمن هيكل أسعار التكلفة. تطبيق طريقة الإهتلاك الخطي لا يعكس دائما الانخفاض الحقيقي في قيمة التجهيزات والمخصصات المعدلة يتم حسابها عادة بشكل مستقل عن الاخطار الحقيقية.

1-1-6 المصاريف المالية: يبرز تأثيرها بوجه خاص في المؤسسات التي تعاني من عجز هيكلي في أموالها الدائمة حيث تكون الاحتياجات من رأس المال العامل أكبر من رأس المال العامل، ولتغطية هذا العجز تلجأ المؤسسة باستمرار إلى قروض بنكية قصيرة الأجل كالخصم، إئتمان الخزينة، تسهيلات الصندوق لتتحول هذه الأدوات إلى وسيلة تمويل دائمة تترتب عنها مصاريف كبيرة تضغط على مردودية المؤسسة.

¹ حنان بوطغان، مرجع سبق ذكره، ص ص76-80.

1-2 ضعف رقم الأعمال

يعكس ضعف رقم الأعمال انخفاض في حجم المبيعات أو انخفاض في أسعار البيع للمنتجات وهذا ينتج عنه انخفاض في مردودية المؤسسة

1-2-1 انخفاض حجم المبيعات: يعود إلى أسباب عديدة من بينها ضعف حصة المؤسسة في السوق، ضعف قدرتها التنافسية (العلامة التجارية)، أسعار البيع غير مناسبة مقارنة بأسعار المنافسين، منتجات لا تتمتع بنوعية جيدة، قنوات التوزيع غير ملائمة، ضعف الترويج للمبيعات، انعدام خدمات ما بعد البيع، نجاح المنافسين في تقديم منتجات بديلة.. إلخ. حيث يؤدي انخفاض المبيعات الى انخفاض مردودية المؤسسة بالإضافة الى إمكانية حدوث كساد في قطاع الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة او يتعرض لها الاقتصاد القومي.

1-2-2 انخفاض أسعار البيع: تتحد أسعار البيع في المؤسسة وفقا لعوامل داخلية (أسعار التكلفة وهامش الربح المخطط) ووفقا لعوامل خارجية (سلوك المنافسين، موقف الزبائن الرئيسيين...). وبالتالي فظروف السوق واشتداد حدة المنافسة قد يفرضان على المؤسسة البيع بأسعار غير ملائمة وقد تلجأ المؤسسة إلى تخفيض سعر البيع لزيادة الطلب على المنتجات، كما يضاف إلى ذلك التدخل الحكومي من وقت لآخر للتحكم في الأسعار، وهذا ما يؤثر سلبا على مردودية المؤسسة.

3- هيكل الانتاج ومعدل دوران الأموال

يقصد بمعدل دوران الأموال سرعة تحويل الأموال الموظفة في المشروع على شكل أصول إلى رقم أعمال. وتكون المؤسسة أكثر أداء من الناحية المالية عندما تستخدم مقدار أقل من رأس المال للحصول على نفس رقم المبيعات. فمثلا مساحة تجارية تطبق أسعار بيع مغرية، يمكنها تحقيق معدل ربحية ضعيف لكن نظرا لقلّة استثماراتها فإن معدل دوران الأموال المستثمرة يكون سريع مما يسمح لها بتحقيق مردودية مقبولة. وعلى عكس ذلك فالاحتياجات المالية الكبيرة التي تتطلبها عملية المكننة في الصناعة تؤدي إلى تباطؤ سرعة دوران رؤوس الأموال، ولتدرك هذه الوضعية لابد من تحسين معدل الربحية وإلا فإن مردودية المؤسسة سوف تتأثر بشكل كبير.

ومن أهم العوامل التي تؤثر على سرعة دوران الأموال نذكر على وجه الخصوص: درجة الكثافة الرأسمالية للمشروع، أي قيمة الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة والمخزون والذمم. فالمؤسسات التي كثافة رؤوس أموالها منخفضة تكون أكثر مردودية من منافسيها الذين يستحوذون على درجة كثافة عالية.

المطلب الرابع: أنواع المردودية

تنقسم المردودية إلى ثلاث أنواع أساسية هي:

1- المردودية التجارية: يطلق عليها اسم المردودية التجارية لأنها تسمح بتقييم الأداء التجاري أو البيعي للمؤسسة. فهي معيار مهم لتقييم الأداء في المؤسسات التجارية. وتتمثل هذه المردودية في قدرة المؤسسة على

استخلاص فائض من التشغيل أو هامش تجاري. وهي بذلك تقدم معلومات تساعد على إصدار حكم ذي قيمة حول فعالية وكفاءة النشاط التجاري والصناعي للمؤسسة¹.

كما تعتبر المردودية التجارية من وجهة نظر الاستغلال العادي الذي تمارسه المؤسسة، ذلك المقدار من الأرباح التي حققتها المؤسسة مقابل كل وحدة من صافي المبيعات، مما يسمح لإدارة المؤسسة بتحديد سعر البيع الواجب للوحدة، كما يمكن مقارنة هذه النسبة بنسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات (هامش الربح الإجمالي) للحكم على كفاءة إدارة المؤسسة في الرقابة على المبيعات².

وتعرف أيضا بأنها: "المردودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها وتحسب كما يلي:³

$$\text{معدل المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

هذه النسبة تبين كم من دينار واحد من رقم الأعمال يؤدي إلى نتيجة السنة، حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان هذا مؤشر على وضعية حسنة للمؤسسة، وبالتالي تعيين مدى مساهمة رقم الأعمال في تحقيق النتيجة. كما يمكن استخدام هذا المعدل في تركيبية المردودية المالية والتي سوف نتناولها في العناصر اللاحقة⁴.

2- المردودية الاقتصادية: تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة وتستبعد النشاطات الثانوية ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال المتحصل عليها من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية في الميزانية⁵.

وتمثل المردودية الاقتصادية "مردودية إجمالي رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة من دون أي اختلاف في نوعية هذه الأموال، سواء كانت خاصة أو أجنبية كما يمكن القول بأنها تخص عنصرين هما: النتيجة الاقتصادية ورؤوس الأموال المستثمرة". ويعبر عن المردودية الاقتصادية ب:⁶

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{النتيجة الاقتصادية}}{\text{رؤوس الأموال المستعملة}}$$

¹ وليد بشيشي واخرون، «أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية دراسة تطبيقية»، مجلة آفاق علمية، العدد 01، جامعة 08 ماي 1945 قالمة، الجزائر، 2021، ص 747.

² حنان بوطغان، مرجع سبق ذكره، ص 71.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنقىير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 87.

⁴ حنان بوطغان، مرجع سبق ذكره، ص 71.

⁵ غنية الجوزي، مرجع سبق ذكره، ص 97.

⁶ زكرياء لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، الطبعة الأولى، دار الوفاء للطباعة والنشر، الاسكندرية، مصر، 2014، ص ص 84-85.

كما يمكن تقسيم المردودية الاقتصادية إلى المركبات الآتية:

$$Re = \frac{REexp}{AE} = \frac{REexp}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

حيث أن:

*Re: المردودية الاقتصادية.

*REexp: نتيجة الاستغلال.

*AE: الأصل الاقتصادي.

*CA: رقم الأعمال.

حيث النسبة الأولى تدعى الهامش الاقتصادي (هامش الاستغلال)، وتعكس المردودية التجارية للمؤسسة أو الفعالية التجارية للمؤسسة. أما النسبة الثانية فتعكس نسبة دوران الأصل الاقتصادي. وعليه فالمردودية الاقتصادية تنتج عن هاذين المتغيرين، فتكون مبنية على هامش قوي مع نسبة دوران ضعيفة أو العكس.

3- المردودية المالية.

تعتبر المردودية المالية من أهم أنواع مردودية المؤسسة إلى جانب المردودية الاقتصادية، فهي بمثابة مرآة تعكس صورة السياسة التمويلية المتبعة من طرف المؤسسة. كما أنها تعد شرطاً لكل نمو، حيث لكي تتطور المؤسسة عليها أن تستثمر والاستثمارات يجب أن تمول وضمن هذه الحلقة لا بد من تدعيم الأموال الخاصة. هذا التدعيم الذي يعني اللجوء إلى المساهمين القدامى أو المستثمرين الجدد، وهذا لا يمكن أن يتم إذا لم يكن هناك دليل على قدرة المؤسسة على مكافئة هذه الأموال. إضافة إلى هذا فوجود مردودية مالية يطمئن المقرضين لأن الربح المخصص للشركاء هو بمثابة الضمان لهامش الأمان عند تغير شروط المردودية¹. وسوف نتطرق إلى المردودية المالية في المبحث الموالي من أجل توضيحها وشرحها مفصلاً باعتبارها موضوع دراستنا.

من خلال ما تم عرضه في مضمون هذا المبحث يمكن القول ان المردودية تتمثل بشكل عام في تلك العلاقة بين النتائج المحصلة خلال فترة معينة والوسائل التي استعملت من أجل الحصول على النتائج وتكتسي دوراً تكملياً هاماً في الحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييم ومعرفة مراكز القوة والضعف، وللمردودية عدة أنواع أهمها المردودية المالية والاقتصادية والتجارية.

¹حنان بوطغان، مرجع سبق ذكره، ص 71-72.

المبحث الثاني: أساسيات المردودية المالية

بعد التطرق في المبحث الأول لمفهوم المردودية بشكل عام وأنواعها، سوف يتم إبراز وتوضيح بشكل مفصل في هذا المبحث أهم الجوانب المتعلقة بالمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية من حيث مفهومها، والعناصر المكونة لها، ومحدداتها، وآليات التحكم فيها.

المطلب الأول: مفهوم المردودية المالية

تعد المردودية المالية من أهم المؤشرات المستعملة في التحليل، لذا فهي تحظى بالاهتمام البالغ من طرف المؤسسة والمتعاملين معها.

1- تعريف المردودية المالية

لقد وردت العديد من التعاريف المتعلقة بالمردودية المالية من طرف العديد من المفكرين، الكتاب والباحثين من بينها ما يلي:

- تعرف المردودية المالية أيضا بمردودية الأموال الخاصة، حيث تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر المالية، إذ أنها تعبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح عن طريق الأموال المقدمة من طرف المساهمين حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول الحسابات والأموال الخاصة من الميزانية¹.

- تعرف كذلك بأنها: "التدفق النقدي الذي يعود للمساهمين نتيجة استثمار أموالهم الخاصة، وتكون مرتبطة بمقدار النمو في ثروة المساهمين خلال الدورة"².

- كما يمكن تعريفها على أنها: النسبة التي تصل إليها المؤسسة وهذا من السياسة التجارية للمؤسسة، وذلك من خلال الهامش الصافي، والفعالية الإنتاجية للمؤسسة، التي تقاس بدوران الأصل الاقتصادي، بالإضافة إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة بواسطة الرافعة المالية (معدل الاستدانة)³.

- وتعرف أيضا بأنها: النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، نتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات⁴.

من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن المردودية المالية تدخل في مكوناتها جميع العناصر المالية، فهي تمثل قدرة المؤسسة على توليد الأرباح، والشكل رقم (13)، يوضح لنا أهم المفاهيم المرتبطة بالمردودية المالية:

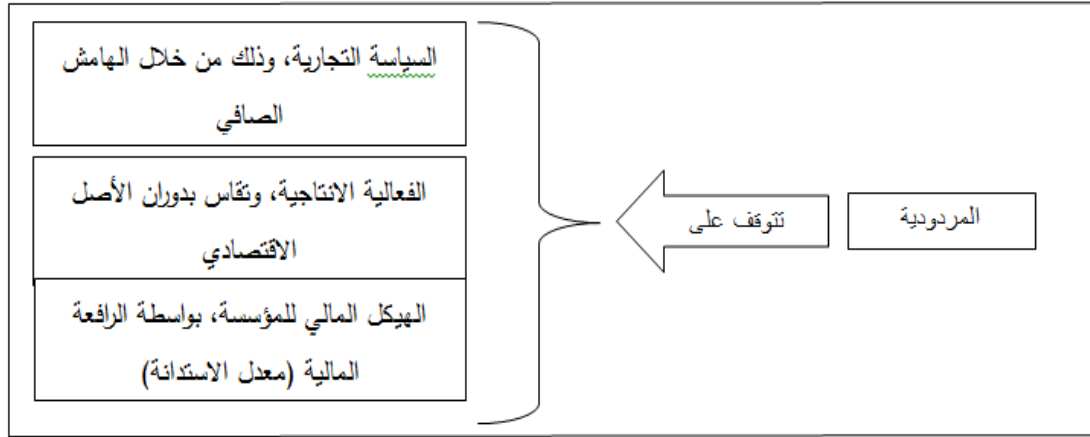
¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص268.

² Griffiths Stéphane, *Gestion Financière*, édition Chihab, Alger, 1996, p 81.

³ عبد المجيد قدي وعبد الوهاب دادن، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، يوم 08-09 مارس 2005، ص522.

⁴ اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، جامعة باتنة، الجزائر، 2008، ص55.

الشكل (13): يمثل المفاهيم المرتبطة بالمردودية المالية



المصدر: عبد المجيد قدي، عبد الوهاب دادن، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي، مرجع سبق ذكره، ص 522.

من خلال الشكل رقم (13) نلاحظ أن المردودية المالية تتوقف على السياسة التجارية والفعالية الإنتاجية والهيكل المالي للمؤسسة، وتحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية:¹

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وبالتالي هذه العلاقة تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة. ويمكن بقراءة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها المردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معلوم، والجدول التالي يوضح المعدلات الممكنة للمردودية المالية وتقييماتها:

الجدول (01): تقييم معدلات المردودية المالية

التقييم	معدل المردودية المالية
لا توجد مردودية مالية	$Rf \geq 0\%$
مردودية مالية ضعيفة	$5\% \geq Rf \geq 0\%$
مردودية متوسطة	$10\% \geq Rf \geq 5\%$
مردودية مرتفعة ومرضية	$Rf \leq 10\%$

المصدر: أمين عكوش، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2010-2011، ص 53.

¹ زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 102.

2- أهمية المردودية المالية

إن المستثمرين يهتمون بالدرجة الأولى بما ينجم من عائد على الأموال المستثمرة في المؤسسات وما حققته أو يمكن أن تحققه من قيمة مضافة، في مقابل المخاطر التي يمكن أن تتجر من ذلك. فالمساهم الحالي يبحث عن المفاضلة بين الاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها في المؤسسة أو التخلي عنها، أما المستثمر المرتقب فيحاول أن يفاضل بين قرار شراء أسهم المؤسسة أو لا، وهذا يعكس أهمية المردودية المالية بالنسبة لهم، حيث أن قراراتهم بهذا الشأن تبنى بالدرجة الأولى على هذه النسبة ومدى رضائهم عنها. هذه القرارات هي التي تحدد مستقبل المؤسسة سواء إيجابيا أو سلبيا. إذن فالمردودية المالية هدف تبتغيه كل مؤسسة سواء كانت تجارية أو صناعية، وتحقيقها يعبر عن سلامة مركزها المالي من جهة وصحة أسلوب التسيير الذي تنتهجه من جهة أخرى، وهي أيضا من أهم المؤشرات التي تقيس الفعالية الكلية للمؤسسة.¹

كما أن المردودية المالية ليست مجرد هدف فقط، بل هي أيضا من أهم المؤشرات الاستراتيجية لتطوير وتوسيع المؤسسة مثلا، أو خلق منتجات جديدة، ولها دور كبير تكميلي للحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييمها وبالتالي التعرف على مراكز القوة والضعف فيها، وكذا تحديد ومعرفة وضعيتها داخل القطاع الذي تنشط فيه، وتساعد في عملية اتخاذ القرارات وتتخذ كأساس لتصحيح الانحرافات.

وتجدر الإشارة إلى أنه من بين الوسائل التي تعتمد عليها المؤسسة هي الموارد الداخلية ولا يمكن لهذه الأخيرة أن تتجمع إن لم تحقق المؤسسة دوريا مردودية مالية، وتكمن أهميتها في هذا الإطار في القضاء على مشكلة التمويل أو على الأقل التخفيض من حدتها والقضاء تدريجيا على المخاطر المالية الخارجية.

3- قياس المردودية المالية

هناك عدة نسب تستعمل لحساب المردودية المالية، وهذا طبقا للغاية المرجوة من حسابها، ومن بين هذه النسب يمكن ذكر ما يلي:²

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية للاستغلال}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث أن: النتيجة الصافية للاستغلال، التي تسمى أيضا بالنتيجة الجارية بعد الضريبة، تساوي النتيجة الصافية للدورة دون الأخذ بعين الاعتبار العناصر الاستثنائية (مثل: نواتج التنازل عن الاستثمارات، أرباح الاستثمارات في الأوراق المالية... إلخ).

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{طاقة التمويل الذاتي}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

¹ سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

مع العلم بأن: قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية للدورة + أعباء أخرى غير نقدية- نواتج أخرى غير نقدية- نواتج التنازلات.

تعتبر هذه النسبة عن تعبير عن الفائض النقدي الإجمالي الصافي الناجم عن نشاط المؤسسة خلال الدورة الذي يمتلكه المساهمين مقابل كل دينار يستثمرونه في المؤسسة.

$$\frac{\text{التدفق النقدي}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

تعتبر هذه النسبة عن مقدار ما يحصل عليه المساهمون مقابل كل دينار يستثمرونه في استثمار ما، حيث يمثل التدفق النقدي التدفق الصافي الناجم عن استثمار ما بعد خصم كل التكاليف التي أنفقت فيه ويتم تحديده بالاعتماد على محاسبة أحادية القيد وفق المعادلة التالية:
التدفق النقدي = التدفق الداخل للخرينة- التدفق الخارج من الخزينة

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

تعد هذه النسبة من أكثر النسب تداولاً في أوساط المحللين الماليين (Colasse, Conso, Hutin,...) حيث تعبر عن الربح الصافي الذي يتحصل عليه المساهمون في المؤسسة لكل دينار يستثمرونه فيها.

المطلب الثاني: مكونات المردودية المالية

المردودية المالية يعبر عنها بنسبة نتيجة السنة المالية إلى الأموال الخاصة، بحيث يتم الحصول على تلك النتيجة من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية المالية. وفيما يلي عرض كل عنصر من هذه العناصر:

1- النتيجة المالية

النتيجة الصافية للسنة المالية هي الفارق بين مجموع المنتوجات ومجموع الأعباء لتلك السنة ويكون مطابقاً لتغير الأموال الخاصة بين بداية السنة المالية ونهايتها، ماعدا العمليات التي تؤثر مباشرة على مبلغ رؤوس الأموال الخاصة ولا تؤثر على الأعباء أو المنتوجات. وتمثل النتيجة الصافية ربها عند وجود فائض في

المنتجات على الأعباء وتمثل خسارة في الحالة العكسية¹ والتي تكون ممثلة في جدول حسابات النتائج (قائمة الدخل) مثلما هو موضح في الجدول رقم (02) الموالي:

الجدول (02): جدول حساب النتائج

البيان	ملاحظة	المبالغ
رقم الأعمال		
كلفة المبيعات		
هامش الربح الإجمالي		
منتجات أخرى عملياتية		
التكاليف التجارية		
الأعباء الإدارية		
أعباء أخرى عملياتية		
النتيجة العملياتية		
تقديم تفاصيل الأعباء حسب الطبيعة		
(مصاريف المستخدمين، التخصصات، الاشتراكات)		
منتجات مالية		
الأعباء المالية		
النتيجة العادية قبل الضريبة		
الضرائب الواجبة على النتائج العادية		
الضرائب المؤجلة على الضرائب العادية (التغيرات)		
النتيجة الصافية للأنشطة العادية		
الأعباء غير العادية		
المنتجات غير عادية		
النتيجة الصافية للسنة المالية		
حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتائج الصافية		
النتيجة الصافية للمجموع المدمج		
منها حصة ذوي الأقلية		
حصة المجمع ²		

*المصدر: القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 19، سنة 2009، ص31.

¹ حمزة خليفة، دور القوائم المالية في إعداد بطاقة الأداء المتوازن لتقييم المؤسسات الاقتصادية، مذكرة دكتوراه غير منشورة في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017-2018، ص49.

² لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

2- الأموال الخاصة

تمثل الأموال الخاصة في نسبة المردودية المالية، تلك الوسائل (الموارد المالية) المستعملة من قبل المؤسسة خلال سنة معينة، للحصول على النتيجة الصافية لنفس السنة المالية. ويمكن تعريفها بأنها وسائل التمويل المساهم بها أو المطلوب من طرف المالك أو المساهمين التي تكون تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة¹.

وتشمل الأموال الخاصة ما يلي:²

***رأس المال الصادر (أو حساب المستغل):** هو مجموع المبالغ الموضوعة بصفة دائمة تحت تصرف المؤسسة وتكون على شكل مساهمات نقدية أو مادية، كما تمثل القيمة الإسمية لأسهم الشركة أو حصصها؛
***رأس المال غير المطلوب:** هو رأس المال غير مستعان به.

*العلاوات والاحتياطات:

-**فارق التقييم:** يسجل فيه رصيد الأرباح والخسائر غير مقيدة في النتيجة والنتيجة عن تقييم بعض عناصر الميزانية بقيمتها الحقيقية (الأصول الثابتة المالية)؛

-**الاحتياطات (القانونية، الأساسية، العادية والمقننة):** وهي عبارة عن أرباح مخصصة بشكل دائم للمؤسسة.
***فارق إعادة تقييم:** يسجل فيه فوائض القيمة لإعادة التقييم الملحوظ في الأصول الثابتة التي تكون موضوع إعادة تقييم؛

***فارق المعادلة يستعمل في الحسابات المجمعة فقط:** وهو الفارق الملحوظ عندما تكون القيمة الإجمالية لسندات المؤسسة عن طريق المعادلة أعلى من سعر الشراء؛
***النتيجة الصافية.**

***الترحيل من جديد:** وهو جزء من النتيجة أجلت الجمعية العامة تخصيصه إلى قرار تخصيص نهائي لاحق ويسجل في هذا الحساب أيضا آثار تغيير الطرق المحاسبية وتصحيح الأخطاء.

المطلب الثالث: محددات المردودية المالية

من أجل معرفة محددات المردودية المالية لا بد من تفكيك نسبتها بالإضافة إلى معرفة السياسات التي تحققها، وذلك من خلال ما يلي:

1- تفكيك نسبة المردودية المالية

سبقت الإشارة إلى أن المردودية المالية تقاس في معظم الأحيان وفق الصيغة التالية:

¹ سعدان شباكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 102.
² القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008، يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 19، 2009، ص ص 33-53.

$$\frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{المردودية المالية}} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ويمكن من خلال هذه العلاقة تفكيك المردودية المالية على مرحلتين:¹

1-1 المرحلة الأولى من التفكيك:

لما نقوم بإدخال مفهوم: "مجموع الأصول الصافية" تصبح لدينا:

$$\frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{مجموع الأصول (الصافية)}} \times \frac{\text{مجموع الأصول (الصافية)}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث أن:

-نتيجة السنة المالية/مجموع الأصول الصافية: تمثل علاقة محددة للمردودية الاقتصادية.

-مجموع الأصول (الصافية)/الأموال الخاصة: تشير بشكل غير مباشر إلى درجة المديونية للمؤسسة وتسمى كذلك "بمعامل المديونية الكلية".

1-2 المرحلة الثانية من التفكيك:

يتم في هذه المرحلة تفكيك العلاقة السابقة المحددة للمردودية الاقتصادية، وكذلك بإدخال مفهوم رقم الأعمال

كما يلي:

$$\frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{مجموع الأصول (الصافية)}} = \frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{رقم الأعمال}} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول الصافية}}$$

حيث ان:²

-نتيجة السنة المالية/رقم الأعمال : تمثل الوحدات النقدية التي يمكن للمؤسسة أن تحققها من كل وحدة نقدية واحدة من رقم الأعمال، ويطلق عليها معدل هامش النتيجة.

-رقم الأعمال/مجموع الأصول الصافية : يمثل معدل دوران مجموع الأصول، أي عدد مرات تجدد الأصول خلال كل دورة.

¹ Bernard Colasse, *Gestion financière de l'entreprise*, 3^{ème} édition, paris, 1982, p44.

² زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص104.

من خلال ما سبق يتضح أن المحددات الأساسية للمردودية المالية تتمثل في كل من المردودية الاقتصادية ودرجة المديونية. وبتعبير آخر فإن مستوى المردودية المالية يتحدد تبعا لمستويات كل من معدل الهامش الصافي للاستثمار وسرعة دوران مجموع الأصول ودرجة المديونية للمؤسسة أي أن:

$$\text{المردودية المالية} = \text{هامش النتيجة} \times \text{حجم الأعمال} \times \text{درجة المديونية}$$

أو

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{درجة المديونية}$$

2- السياسات المحددة للمردودية المالية

ومن خلال المعادلة التالية يمكن القول ان المردودية المالية تحدد بناءً على ثلاث سياسات أساسية: ¹

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة السنة}}{\text{رقم الأعمال خارج الضريبة}} \times \frac{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}{\text{مجموع الأصول}} \times \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

مردودية تجارية دوران الأصول وزن الديون

النسبة (01) النسبة (02) النسبة (03)

النسبة (01): هذه النسبة تقدم كلاسيكيا الهامش الصافي للمؤسسة الذي يحدد السياسة التجارية مثل مصطلح السعر، الهامش يأخذ أيضا في الحساب مكانة المؤسسة من المنافسة في السوق على السلع والخدمات والمنتجات التي نقوم بإنتاجها.

النسبة (02): هذه النسبة تقدم معدل دوران الأصول الذي يوضح الفعالية الانتاجية للمؤسسة، من أجل واحد دينار جزائري لرأس المال المستثمر الدائم على المبيعات، كم من رقم الأعمال محقق؟ هذا المعدل يسمح بمقارنة الخيارات الصناعية والتكنولوجية للمؤسسة المتواجدة في نفس فرع النشاط.

النسبة (03): هذه النسبة تحدد سياسة التمويل بالنسبة للمؤسسة وبأكثر دقة تقيس معدل مديونية المؤسسة لأن رأس المال المستثمر يتكون من رأس المال الخاص والديون وعليه تسمح هذه النسبة بمعرفة مدى نجاعة المؤسسة في اختيارها لسياسة مالية معينة تسمح لها بتسجيل مستوى معين من النمو. ومن هنا يمكن أن نستخلص أن المردودية المالية تتكون من ثلاث أنواع من السياسات هي:

*السياسة التجارية: توضح الخصائص والسلوكيات التجارية في السوق.

*سياسة الدوران أو الانتاجية: نتيجة الاختيار التقني أو الصناعي المتعلق بالإنتاجية.

¹ حنان بوطغان، مرجع سبق ذكره، ص ص 100-101.

*سياسة التمويل: تلعب دور المعدل المبكر لاتخاذ القرارات التجارية والصناعية.

المطلب الرابع: آليات التحكم في المردودية المالية

حتى تتمكن المؤسسة من التحكم في مردوديتها المالية ومراقبتها يجب عليها أن تعمل على التحكم في العناصر المحددة لها أي التحكم في المردودية الاقتصادية لما تتضمن من هامش النتيجة وحجم الأعمال، بالإضافة إلى التحكم في درجة المديونية في آن واحد، لكن هذه الآليات تختلف من مؤسسة إلى أخرى للتفاوت الموجود في بعض مكونات المردودية المالية. ولكي تتمكن المؤسسة من ذلك عليها أن تركز اهتمامها ومجهوداتها على الأمد الطويل، المتوسط والقصير وذلك من خلال التحكم في العناصر التالية:

1- التحكم في المردودية الاقتصادية

تتمكن المؤسسة من تحديد نقاط ضعف نشاطها العادي من خلال المراقبة المستمرة لتطوير نسبة المردودية الاقتصادية، الشيء الذي يمكنها من اتخاذ القرارات والإجراءات التي من شأنها أن تصحح الأخطاء وتقوم النشاط، وبلوغ أفضل المستويات الممكنة يجب عليها أن تركز اهتمامها على هامش النتيجة وحجم الأعمال كما هو موضح فيما يلي:¹

1-1 التحكم في هامش النتيجة

يجب على المؤسسة أن تعمل على تحقيق أعلى مستوى ممكن لمعدل الهامش الصافي للاستغلال وذلك يكون من خلال توسيع حجم النشاط مع تخفيض التكاليف قدر الامكان وهذا ما يجب القيام به من طرف المسيرين الاقتصاديين والتقنيين للمؤسسة على المدى القصير وكذلك المتوسط والطويل.

1-1 على المدى القصير: يجب على المؤسسة تركيز اهتماماتها على تطبيق أنجع السياسات الرامية إلى توسيع حجم الانتاج والمبيعات على المدى القصير، ومثال ذلك استعمال القدرات الانتاجية إلى أقصى حدودها الممكنة وتغادي المشاكل التقنية التي تتسبب في تعطيل تنفيذ برامج الإنتاج وخاصة منها انقطاع مخزونات المواد الأولية واللوازم الأخرى، والاختناقات بين مختلف مراحل العملية الإنتاجية. إضافة إلى ذلك يجب السهر على احترام الجودة المطلوبة للمنتجات، الاستغلال العقلاني للوسائل المتاحة للقيام بنشاط البيع، ترقية المبيعات والإشهار، رفع الأسعار إلى أقصى الحدود المعقولة والممكنة...إلخ، وإلى جانب العمل على توسيع حجم النشاط وإيراداته، يجب أن توجه المؤسسة جهودها نحو التحكم في تكاليف الانتاج والمصاريف الأخرى، وتخفيضها إلى أدنى المستويات الممكنة من أجل ضمان الحصول على حد ممكن من النتائج. لأجل ذلك يتوجب عليها اتباع أفضل الطرق التي تتيح لها جمع وتوفير المعلومات الكافية والدقيقة عن تكاليفها مثل استعمال تقنيات المحاسبة التحليلية إلى جانب المحاسبة العامة تحليل الفروقات بين التنبؤات والانجازات...إلخ.

1-2 على المدى المتوسط والطويل: يجب أن ينصب اهتمام المؤسسة على المدى المتوسط والطويل خاصة

على البحث عن تحقيق نمو متجانس لأنشطتها المبرمجة وذلك من خلال ما يلي:

¹ Georges Depallens, *Gestion Financière de l'entreprise*, 07 édition, Dalloz – sirey, France, 1980, pp 270-271.

- اتباع سياسة تهدف إلى التطوير الداخلي، والذي يقصد به تحديد وتطوير القدرات الانتاجية والتسويقية مع الحرص على توجيه الاستثمارات إلى الأنشطة الأكثر ربحية والتخلي تدريجيا عن الأنشطة الأخرى ذات المردودية المنخفضة والمتدهورة باستمرار مع الاهتمام كذلك بالبحث العلمي ودراسات الأسواق لتكييف المنتجات حسب متطلبات وأذواق المستهلكين...إلخ؛

- إتباع سياسة ترمي إلى التوسع الخارجي حيث يمكن للمؤسسة أن تبحث عن المساهمة في رأس المال الاجتماعي لمؤسسة أخرى أو أكثر أو حتى شراء البعض منها إذا كانت الموارد المالية المتاحة لديها تسمح بذلك، وهذا العمل يندرج في إطار التكامل أو الاندماج الأفقي أي التوسيع الجغرافي للأنشطة أو كذلك في إطار التكامل أو الاندماج العمودي أي التوسع نحو الأنشطة الأمامية والخلفية للنشاط الرئيسي للمؤسسة، علما أن تطلعات المؤسسة إلى التوسع الخارجي يجب أن تستجيب بالدرجة الأولى إلى البحث عن فرصة إضافية لتحقيق أقصى ربح ممكن وليس من باب البحث عن الهيمنة والسلطة، لأن ضخامة حجم المؤسسة لا يعني بالضرورة تحقيق أكيد لأقصى ربح ممكن من المردودية.

2- التحكم في حجم الأعمال

يحرص التسيير المالي بالدرجة الأولى على تسريع حركة دوران عناصر الأصول وذلك على المدى القصير وال المدى المتوسط أو الطويل ويمكن تلخيص الخطوط العريضة لهذا العمل فيما يلي:

2-1 على المدى القصير

تمثل الأصول استثمارات متنوعة للأموال، حيث يترتب عن كل استعمال غير نافع ولو كان لمدة قصيرة تكلفة تتحملها المؤسسة، الشيء الذي يتوجب على هذه الأخيرة اجتناب ظهور تلك العناصر من الأصول العاطلة وغير مستعملة.

فبالنسبة للمخزونات من الضروري أن تكون دائما منخفضة قدر الإمكان بحيث يجب الاحتفاظ بالمستويات التي تتطلبها أمور التسيير ودورة الاستغلال لا أكثر. كما يجب على مصلحة البيع أن تحدد لنفسها هدف الحصول على أعلى مستوى ممكن لرقم الأعمال بواسطة أدنى مستويات ممكنة للمخزونات.

بالنسبة لحقوق المؤسسة على زبائنها يتطلب الأمر من إدارة البيع تفضيل وتشجيع التعامل مع الزبائن الذين يبدون استعدادا أكبر للتسديد الفوري أو في الآجال القريبة. أما فيما يخص الأموال الجاهزة ومن الأفضل السهر على تسييرها بشكل محكم من خلال تخصيصها أقرب الآجال إلى كل الاستثمارات الممكنة والأكثر نفعاً.

2-2 على المدى المتوسط والطويل

ترتكز عملية تحويل الأصول الثابتة إلى سيولة خاصة على تطبيق الإهلاكات تبعا للطرق التي يسمح بها التشريع الضريبي، وهذه العملية التي تهدف إلى إعادة تكوين الأموال المستثمرة تمتد على عدة سنوات مالية، من شأنها أن تسمح بتعزيز طاقة التمويل الذاتي للمؤسسة كما تعمل على تقليص وعاء الأرباح الخاضعة للضريبة.

في إطار الإسراع بعملية تحويل الأصول الثابتة إلى سيولة يجب أن تعمل المؤسسة على التخلص في أقرب الآجال من تلك الأصول التي لا يمكنها أن تكون مربحة خاصة منها التجهيزات الانتاجية العاطلة عن العمل باستمرار والمهتلكة كليا، إذ يمكن أن تكون عملية تصفيتها مربحة ومصدرا هاما لفوائض قيم معتبرة.

3- التحكم في درجة المديونية:¹

من ناحية المديونية على المؤسسة أن تلجأ إلى الاستدانة بالشكل الذي يحافظ لها على توازن هيكلها المالي، ويجعل أثر الرفع المالي إيجابيا على مردوديتها المالية وهذا الأمر يتطلب بطبيعة الحال أن تكون مردوديتها الاقتصادية قادرة على تغطية المصاريف المالية وخاصة منها فوائد القروض، ويعني في نفس الوقت أنه على المؤسسة أن تكون في موقع قوة (صحة مالية جيدة) عندما تشرع في التفاوض مع مقرضها بشأن القروض التي تطلب الحصول عليها وأن تتحصل عليها بشروط معقولة (آجال تسديد ومعدلات فائدة مقبولة)، وبالأحجام اللازمة التي لا تفقدها على الخصوص توازنها المالي والاستقلالية المالية.

يمكن أن نستخلص من خلال هذا المبحث أن المردودية المالية تعبر عن كفاءة المؤسسة ومدى قدرتها على خلق نتيجة ايجابية تكون على قدر أهمية الموارد المالية التي استعملت بغرض الحصول عليها خلال فترة معينة. وتدرج المردودية المالية ضمن كافة العناصر المالية والمتمثلة على وجه التحديد الأموال الخاصة ونتيجة السنة المالية، أما المحددات الأساسية للمردودية المالية يمكن حصرها في المردودية الاقتصادية (اي النتيجة وحجم الأعمال في آن واحد) ودرجة المديونية، بحيث تتطلب عملية مراقبة تطورها وتوجيهها نحو أمثل المستويات الممكنة أن يتم التحكم جيدا في تطور هاته المحددات على المدى القصير والمتوسط.

المبحث الثالث: علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية

سيتم في هذا المبحث التطرق إلى علاقة التكلفة المرجحة لرأس المال بالمردودية المالية والمتمثلة أساسا في علاقة كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية.

المطلب الأول: علاقة تكلفة الديون بالمردودية المالية

من أجل الوقوف على كيفية تأثير تكلفة الديون على المردودية المالية لا بد من دراسة أثر الرافعة المالية، وذلك بدءا بتعريف الرفع المالي وأهم نسبه تم التطرق إلى مدلول أثر الرافعة المالية.

1- مفهوم الرفع المالي:

سنتطرق في هذا الجزء إلى تعريف الرفع المالي وتحديد أهم نسبه.

1-1- تعريف الرفع المالي:

يعرف الرفع المالي بأنه توليفة من أموال المقرضين والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الموجودات، وأن درجة اعتماد المؤسسة في تمويل موجوداتها على الغير (سندات أو قروض أو أسهم ممتازة) يؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة الذي يتعرض لها هذا العائد.

¹ كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001، ص 309.

كما يعرف بأنه استخدام أموال الغير مقابل تكاليف مالية ثابتة تلتزم المؤسسة بدفعها، فبالتالي يرتبط الرفع المالي بهيكل رأس مال المؤسسة فكلما زاد الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي¹.

2-1-نسب الرفع المالي:

يقصد بنسب الرفع المالي النسب المستخدمة لمعرفة كيفية قيام المؤسسة ما بتمويل نشاطاتها وعملياتها التشغيلية أو كيفية الالتزامات المترتبة عليها، ومن أهم هذه النسب:

2-1-1-نسبة الديون على مجموع الأصول:

تشير إلى النسبة المئوية للأموال التي تم الحصول عليها من المقرضين:²

$$\text{نسبة الديون إلى مجموع الأصول} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

2-1-2-نسبة الديون إلى الأموال الخاصة:

وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في تمويل الأصول مقارنة مع الأموال الخاصة، وتقاس بالمعادلة التالية:³

$$\text{نسبة الديون إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

2-1-3-نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة:

تبين العلاقة بين التمويل الذي تم بديون طويلة الأجل إلى التمويل المقدم من أصحاب المشروع، وتشير إلى مدى إمكانية استخدام المشروع لأموال الديون طويلة الأجل في تعظيم أو زيادة عائد حقوق المساهمين. وتحسب وفق العلاقة التالية:⁴

$$\text{نسبة الديون إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

¹إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبحي، العلاقة بين الرفع وعوائد الأسهم، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 08، جامعة الموصل، ص151.

² سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص28.

³ سمير عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في اتخاذ القرارات، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، مصر، 2006، ص241.

⁴ سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص28.

2-مدلول أثر الرافعة المالية:

يقيس أثر الرافعة المالية أثر لجوء استنادة المؤسسة على مردوديتها المالية، بمعنى أن اثر الرفع المالي هو الأثر الإيجابي أو السلبي أو الحيادي للمديونية، أي أن باستطاعة المؤسسة تحسين مردوديتها المالية، باستعمال الديون بشرط ان تختلف الأموال الخاصة عن الصفر، وأن يكون معدل تكلفة هذه الديون أقل من معدل المردودية الاقتصادية، وأنه لا ينبغي الإفراط في الاستنادة - نظرا للتكلفة- التي تتحملها المؤسسة والمخاطر التي قد تتعرض لها، وعليه فهناك حد للاستنادة لا ينبغي تجاوزه.

2-1- صياغة أثر الرافعة المالية:

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالي:¹

نتيجة الاستغلال: RE ، نتيجة الصافية: Rnet ، المردودية الاقتصادية: Re ،
مردودية الأموال الخاصة: Rcp ، الأموال الخاصة: cp ، الإستنادة الصافية: D ، المصاريف المالية(تكلفة الإستنادة): i ، معدل الضريبة على أرباح الشركات، AE: الأصول الاقتصادية.

$$\begin{aligned} Rcp &= \frac{Rnet}{dx} = \frac{(RE - iD)(1 - Is)}{cp} \\ &= \frac{RE(1 - IS)}{cp} - \frac{iD(1 - IS)}{cp} \\ &= \frac{RE(1 - IS)}{AE} \times \frac{AE}{cp} - \frac{iD(1 - IS)}{cp} \\ &= Re \frac{(D + CP)(1 - IS)}{cp} - \frac{iD(1 - IS)}{cp} \\ &= Re \left[1 + \frac{D}{cp} \right] (1 - IS) - \frac{iD(1 - IS)}{cp} \\ &= \left[Re + \frac{D}{CP} (Re - i) \right] (1 - IS) \end{aligned}$$



$$Rcp = \left[Re + (Re - i) \frac{D}{CP} \right] (1 - IS)$$

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

¹ زكريا لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 111

ومن العلاقة نجد:

$$\frac{D}{cp} : \text{يمثل ذراع الرافعة (الاستدانة/الأموال الخاصة).}$$

(Re-i): يمثل فرق الرافعة (المردودة الاقتصادية- تكلفة الاستدانة بعد الضريبة).

$$\frac{D}{CP}(Re-i): \text{يمثل أثر الرافعة المالية.}$$

Re: المردودية الاقتصادية بعد الضريبة.

Rcp: مردودية الأموال الخاصة.

يفسر أثر الرافعة المالية مردودية الأموال الخاصة بدلالة الأصل الاقتصادي وتكلفة الديون.

2-2- آليات أثر الرافعة المالية

يوضح أثر الرافعة المالية تطور المردودية المالية للمؤسسة تبعا للمردودية الاقتصادية وكذا مستوى الاستدانة، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة هذه الأخيرة.

وبالتالي ففي حالة كون معدل المردودية الاقتصادية موجبا، فإنه يمكن التمييز بين ثلاث حالات لأثر الرافعة المالية، والتي يمكن تلخيصها كما يلي:¹

1- الحالة الأولى: الأثر الإيجابي للرافعة المالية: $(Re-i) > 0$

عندما يكون معدل المردودية الاقتصادية (Re) أكبر من معدل الفائدة (i) فإن معدل المردودية المالية (Rf) تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{cp}$ ، بالتالي يكون أثر الرافعة المالية إيجابيا.

2- الحالة الثانية: الأثر السلبي للرافعة المالية: $(Re-i) < 0$

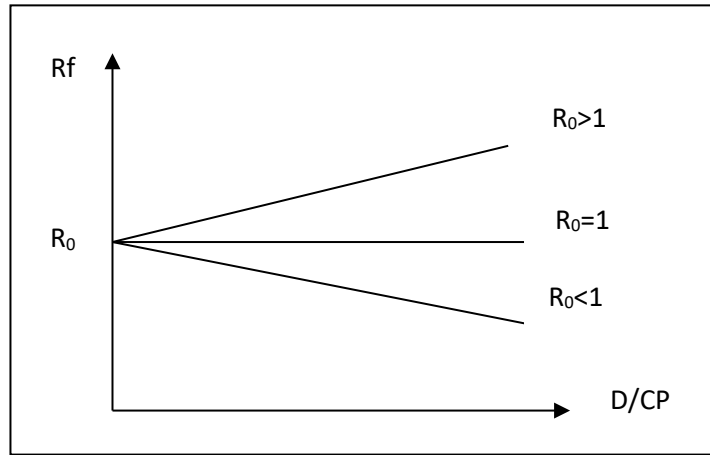
عندما يكون معدل المردودية الاقتصادية (Re) أصغر من معدل الفائدة (i)، فإن معدل المردودية المالية (Rf) ينخفض كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{cp}$ ، ويكون بالتالي أثر الرافعة المالية سلبيا.

3- الحالة الثالثة: الأثر الحيادي للرافعة المالي: $(Re-i) = 0$

عندما يكون معدل المردودية الاقتصادية (Re) مساويا لمعدل الفائدة (i)، فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي، وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كان مستوى الاستدانة. ويمكن تلخيص هذه الحالات في الشكل التالي:

¹ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-31.

الشكل رقم (14): حالات أثر الواجهة المالية

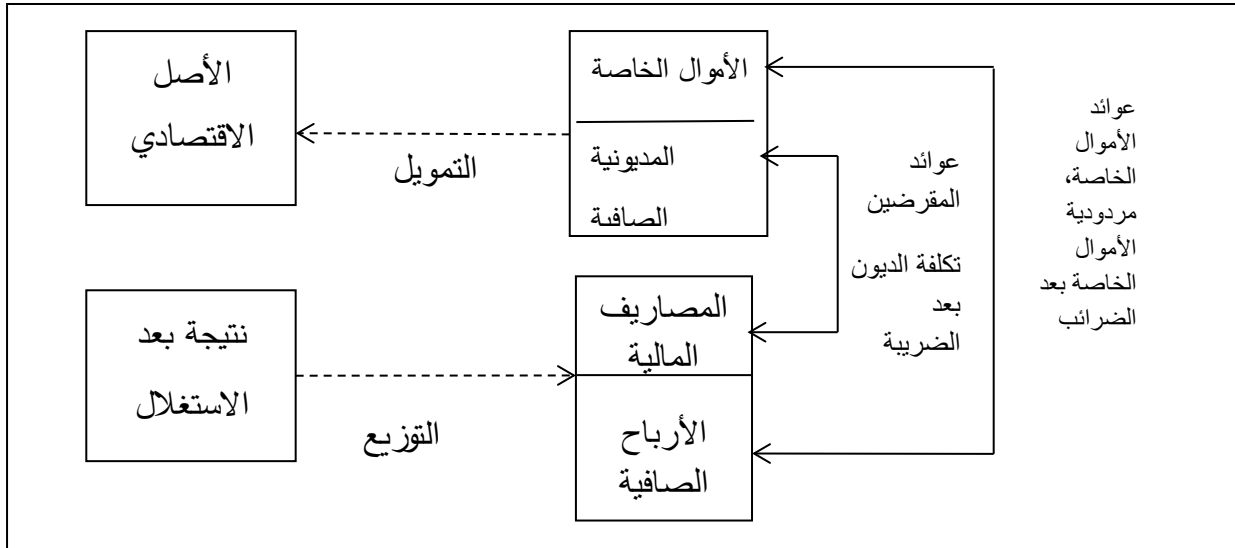


المصدر: يوسف مامش وناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 22-25.

3- أثر الرفع المالي على المردودية المالية:

كما سبق ووضحنا أنه يمكن التعبير عن المردودية المالية بدلالة كل من نسبة هيكل رأس المال والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة، إذ يعتبر هذا الشكل الجديد للمردودية يحوي العناصر المتحكمة في مصادر التمويل والذي يمكن استخدامه كألية لاتخاذ القرار التمويلي والشكل رقم (15) يوضح هذه العلاقة:¹

الشكل (15): دورة التمويل وتوزيع ثروة المؤسسة كتغذية رجعية



المصدر: زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 192.

¹ زكريا لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 111-112.

يوضح الشكل رقم (15) أن مجموعة الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين المتمثلة في الأموال الخاصة والأموال المقترضة تمثل موارد المؤسسة والتي يعبر عنها بالأصل الاقتصادي الذي يولد نتيجة الاستغلال، والتي بدورها تساهم من جديد في تمويل وتغطية تكلفة الديون المقترضة من الدائنين في شكل مصاريف مالية، أضف إلى ذلك الأرباح الصافية، والتي هي في الواقع تكلفة الأموال الخاصة من المنظور المحاسبي وأرباح المساهمين من المنظور الاقتصادي.

وكمحاولة للإحاطة بمختلف الجوانب ذات الصلة بأثر تكلفة الديون على المردودية المالية، ارتأينا تخصيص الجزء الموالي إلى معرفة تأثيرها في ظل وجود الضرائب وتكلفة الوكالة:

-تأثير تكلفة الديون في ظل وجود الضرائب

يمكن الاقتراض في ظل وجود ضرائب من تحقيق وفورات ضريبية والمتمثلة في:¹

الوفورات الضريبية= المصاريف المالية × معدل الضريبة

كما أن للضريبة أثرتين هما:

***أثر إيجابي:** ويتمثل الأثر الإيجابي للضريبة في أنها تتيح للمؤسسة امكانية الاستفادة من الوفر الضريبي وهذا بدوره يخفض من تكلفة رأس المال أو التمويل، مما يؤدي إلى زيادة مردوديتها المالية بشرط أن يكون تأثير المصاريف المالية على تخفيض الضرائب أكبر من تأثيرها على النتيجة الإجمالية.

***أثر سلبي:** ويكون عند إفراط المؤسسة في اللجوء للاقتراض فإن هذا يرفع من درجة المخاطرة والتي تؤدي بدورها إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض المردودية المالية للمؤسسة خاصة إذا كانت نسبة الزيادة في المصاريف المالية تؤثر على النتيجة الإجمالية بشكل أكبر من تأثيرها على الضرائب.

-تكلفة الوكالة

حسب ما قدم في نظرية المؤسسة ل: Jensen & Mecklincy يتوقع أن يؤدي الاقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تتطوي على قدر كبير من المخاطر مما قد يكون ذو أثر إيجابي على الملاك وأثر عكسي على ثروة الدائنين الحاليين وهذا ما يجعلهم يضعون شروط تعاقدية لن تقتصر تكلفتها على المصروفات الإدارية والقانونية بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود، بالإضافة إلى مطالبتهم بعوائد أكبر تتناسب مع شدة المخاطر التي يتعرضون لها، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة وانخفاض المردودية للمؤسسة بالإضافة إلى انخفاض قيمتها السوقية².

المطلب الثاني: العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية.

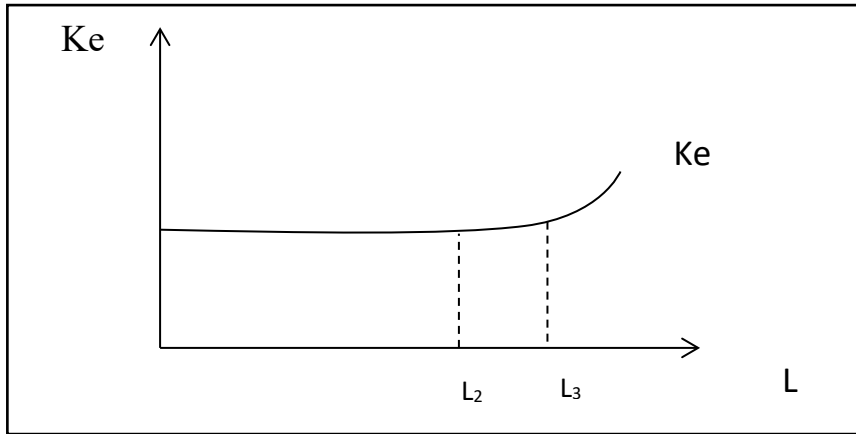
تعرف تكلفة الأموال لخاصة بأنها معدل العائد الأدنى المطلوب من طرف المساهمين.

¹ منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص146-147.

² نفس المرجع سابق، ص 317.

ان تحليل سلوك المساهمين مشابه لتحليل سلوك المقرضين في المؤسسة يقابلون الارتفاع في نسبة الاستدانة $L = \left(\frac{D}{CP}\right)$ بتقدير أعلى لمعدل المكافأة المنتظر من المؤسسة، أي تكلفة الأموال الخاصة Ke، والشكل الموالي يبين العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة:

الشكل رقم (16): العلاقة بين تكلفة الاموال الخاصة ونسبة الاستدانة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ص352.

ومن خلال الشكل رقم (16) نلاحظ وجود ثلاث مجالات للتغير:¹

* من أجل $0 < L < L_2$: يمثل مستويات منخفضة للاستدانة، حيث تبقى تكلفة الأموال الخاصة ثابتة وهذا يعني أن المردودية المالية تبقى ثابتة.

* من أجل $L_2 < L < L_3$ عند ارتفاع الاستدانة يبدأ المساهمين بالمطالبة بمكافأة متزايدة بمعدل ثابت، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة المردودية المالية.

* من أجل $L > L_3$ ، يعتقد المساهمين أنه تم تجاوز عتبة حرجة فيبدوون بالمطالبة بالرفع من معدل المردود بدون توقف وذلك كلما زادت $\frac{D}{CP}$ ، وهذا ما يرفع من المردودية المالية.

بما أن تكلفة الأموال الخاصة هي معدل العائد الأدنى المطلوب من طرف المساهمين، يمكن القول ان ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة يؤدي بدوره إلى زيادة المردودية المالية بسبب المخاطر الاضافية التي يتحملها المساهمين.

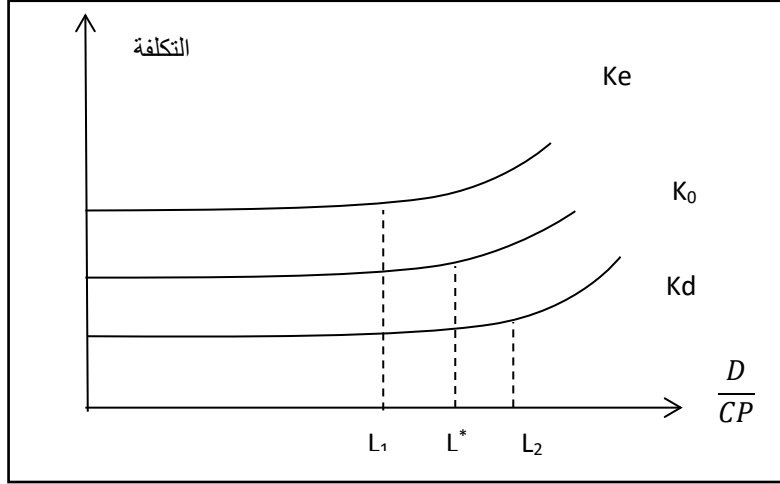
المطلب الثالث: العلاقة التكلفة الكلية لرأس المال والمردودية المالية

تعرف تكلفة رأس المال بالحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من الأموال الخاصة والمقترضين أو كليهما معا.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص352.

بعد استعراضنا لتحليل أثر تغيرات تكلفة الأموال الخاصة والاستدانة عند $\frac{D}{CP}$ في هذا الإطار سيتم تحليل العلاقة بين مختلف توليفات التمويل الممكنة والتكلفة الكلية (الإجمالية) لهيكل رأس المال في المؤسسة، والشكل الموالي يبين هذه العلاقة:

الشكل رقم (17): سلوك التكلفة الكلية لهيكل رأس المال



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ص353.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (17) أن التكلفة الكلية (الإجمالية) لرأس المال تتغير بتغير نسبة $\frac{D}{CP}$ لرأس المال ويوضح هذا التغير فيما يلي:¹

حيث L^* : تمثل هيكل رأس المال الأمثل

* من أجل $0 < L < L_1$: تكون تكلفة الديون K_d وتكلفة الأموال الخاصة k_e ثابتتين، كما أن k_e أكبر من k_d وبالتالي المؤسسة تستطيع ان تستفيد من أثر الرافعة المالية من مديونيتها، في هذه الحالة التكلفة الكلية (الإجمالية) لرأس المال تنخفض مع زيادة نسبة الاستدانة.

* من أجل القيم $L_1 < L < L^*$ تأثير أثر الرافعة يقتصر على الرفع من تكلفة الأموال الخاصة، أما التكلفة الإجمالية لرأس المال K_0 فتستمر في الانخفاض ولكن بشكل بطيء تدريجيا.

* من أجل $L = L^*$: التأثيرين اللذين يكونان على (K_0) يتم تحديدهما كلياً بحيث يسمح ذلك بتوليد تكلفة دنيا لرأس المال.

* من اجل $L > L^*$: التكلفة الإجمالية للتمويل ترتفع مع كل ارتفاع في المعدل L .

* كما نسجل ابتداءاً من L_2 الارتفاع في K_0 يؤدي إلى ارتفاع متزامن لكل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص353.

ومن هذا المنطلق، يمكننا استخلاص أن تكلفة رأس المال تعرف انخفاضا مستمرا مع زيادة نسبة الاستدانة، لكن بعد نقطة L^* تبدأ تكاليف الإفلاس في الظهور مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف رأس المال نتيجة ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه الملاك (المردودية المالية)، وذلك بسبب قيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى المساهمين، وهذا يعني أن المساهمين أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، وأنهم لا يستطيعون التخلص منها لأن هذه المخاطر تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة $(\frac{D}{CP})$ فلا يمكن التخلص منها بالتنوع، رغم أن الإفلاس يعتبر أساسا من بين المخاطر غير المنتظمة، ونتيجة لعدم القدرة على تجنب هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد لإقناع المستثمر بتحملها هو الحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضه عنها، ما يعني وجود علاقة مباشرة بين تكلفة الاستدانة وبين معدل المردودية الذي يطلبه المساهمين على الاستثمار، ونعلم أن ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يؤدي إلى ارتفاع العائد، لأنه كلما زادت التكلفة تزيد المخاطر وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد.

نستخلص من هذا المبحث أن تأثير الرفع المالي على المردودية المالية قد يؤدي إلى انخفاضها أو ارتفاعها وهذا يتوقف بناء على عاملين أساسيين هما: المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون. كما يتوجب على الإدارة المالية في المؤسسة عند وضعها لهيكل رأس المال أن تحدد فيه العناصر التي ينبغي أن يتكون منها وتكلفة كل عنصر فيه، وعلى هذا الأساس فعملية المفاضلة بين الهياكل المالية يقتضي قياس المردود الذي يتوقع أن يحصل عليه المساهمين والمقرضين ومقارنته مع تكاليف مصادر التمويل في ظل كل هيكل.

كما أن تأثير تكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية، يرجع إلى نسبة الاستدانة، فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة، وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة المردودية المطالب بها من قبل المساهمين (المردودية المالية)، بسبب المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها. وفي الأخير يمكن القول ان ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يؤدي إلى ارتفاع العائد، لأنه كلما زادت التكلفة تزيد المخاطر وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب من قبل المساهمين والمقرضين.

خلاصة الفصل

من خلال ما تم عرضه في مضمون هذا الفصل يمكن القول ان المردودية تتمثل بشكل عام في تلك العلاقة بين النتائج المحصلة خلال فترة معينة والوسائل التي استعملت من أجل الحصول على النتائج وتكتسي دورا تكميليا هاما في الحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييم ومعرفة مراكز القوة والضعف. وللمردودية عدة أنواع أهمها المردودية المالية والاقتصادية والتجارية.

تعتبر المردودية المالية عن كفاءة المؤسسة ومدى قدرتها على خلق نتيجة إيجابية تكون على قدر أهمية الموارد المالية التي استعملت بغرض الحصول عليها خلال فترة معينة. وتندرج المردودية المالية ضمن كافة العناصر المالية والمتمثلة على وجه التحديد الأموال الخاصة ونتيجة السنة المالية. أما المحددات الأساسية للمردودية المالية يمكن حصرها في المردودية الاقتصادية (أي النتيجة وحجم الأعمال في آن واحد) ومستوى المديونية، بحيث تتطلب عملية مراقبتها وتطورها وتوجيهها نحو أمثل المستويات الممكنة أن يتم التحكم جيدا في تطور هاته المحددات على المدى القصير والمتوسط.

كما نستخلص أن تأثير الرفع المالي على المردودية المالية قد يؤدي إلى انخفاضها أو ارتفاعها وهذا يتوقف بناء على عاملين أساسيين هما: المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون.

يتوجب على الإدارة المالية في المؤسسة عند وضعها لهيكل رأس المال أن تحدد فيه العناصر التي ينبغي أن يتكون منها وتكلفة كل عنصر فيه، وعلى هذا الأساس فعملية المفاضلة بين الهياكل المالية يقتضي قياس المردود الذي يتوقع أن يحصل عليه المساهمين والمقرضين ومقارنته مع تكاليف مصادر التمويل في ظل كل هيكل.

كما أن تأثير تكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية، يرجع إلى نسبة الإستدانة، فكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة، وهذا يؤدي بدوره إلى زيادة المردودية المطالب بها من قبل المساهمين (المردودية المالية)، بسبب المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها.

وفي الأخير يمكن القول ان ارتفاع التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يؤدي إلى ارتفاع العائد، لأنه كلما زادت التكلفة تزيد المخاطر وهذا ما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب من قبل المساهمين والمقرضين.

الفصل الثالث: دراسة أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في CAC40

-المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

-المبحث الثاني: منهجية الدراسة الميدانية

-المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

تمهيد

تطرقنا في هذا الفصل لدراسة وتحليل أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر cac40 لبورصة باريس للأوراق المالية، حيث سنقوم بحساب التكلفة المرجحة لرأس المال من خلال حساب تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة مع دراسة وتحليل أثر هذين المتغيرين المستقلين على المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة من خلال اعتماد نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي يوضح لنا طبيعة علاقة الأثر بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة كمتغيرين مستقلين من جهة والمتغير التابع من جهة أخرى، بالإضافة إلى اعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة الأثر بين التكلفة المرجحة لرأس المال والمردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة ، وهذا من خلال الاحصائيات المالية المنشورة والقوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة سنة 2019.

وبناءً عليه، فإن مضمون هذا الفصل يركز على ثلاث محاور رئيسية ستتم معالجتها من خلال ثلاث مباحث وهذا على النحو التالي:

- المبحث الأول: الإطار العام للدراسة.
- المبحث الثاني: منهجية الدراسة.
- المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

تعتبر بورصة باريس من أهم البورصات العالمية، ويعد مؤشر CAC40 المؤشر الرئيسي لهذه البورصة، حيث يعكس الأداء الإجمالي للسوق، ومختلف قطاعات البورصة. يمثل هذا الأخير أكبر 40 مؤسسة مدرجة في يورونكست باريس من حيث السيولة، ويشمل مؤسسات مثل لوريال ورينو وميشلان. تقريبا كل المؤسسات المدرجة في المؤشر هي مؤسسات فرنسية، ولكن العديد منها تعتبر مؤسسات دولية أو متعددة الجنسيات، حيث أن ثلثي أعمالها والقوى العاملة الخاصة بها تقع خارج فرنسا، حوالي 45% من أسهمها المدرجة مملوكة من قبل المستثمرين الأجانب.

المطلب الأول: تقديم مؤشر CAC40

مؤشر CAC40 هو أحد أهم مؤشرات بورصة باريس لأكثر أربعين مؤسسة فرنسية من حيث رأس المال وحجم التداول، هذا المؤشر يدار من قبل شركة يورونيكست وهو يكتسي أهمية خاصة لدى المستثمرين.

1- تعريف مؤشر السوق

لقد غدت مؤشرات السوق لا تفارق الحياة اليومية للمستثمرين في البورصة فهي تنشر في الصحف، التلفزيون وفي كل وسائل الإعلام المتخصصة. مؤشر السوق ما هو إلا طريقة لقياس الأداء المالي لمجموعة من الأسهم، وذلك عن طريق تشكيل سلة من الأسهم تلخص تغيراتها في رقم وحيد يسمى "مستوى المؤشر"، حسب المؤسسات المكونة له يمكن أن يستخدم هذا الأخير لقياس أداء قطاع اقتصادي معين أو لقياس أداء الاقتصاد الوطني ككل.¹

2- التعريف بمؤشر CAC40

يعتبر الكثيرون بورصة باريس أول بورصة أوروبية متكاملة، وقد تأسست هذه البورصة سنة 1724 باسم بورصة باريس، تم إنشاء يورونكست في وقت لاحق في عام 2000 عندما اندمجت بورصة باريس وبروكسل وأمستردام، وأعقب ذلك إضافة بورصة لشبونة في البرتغال في وقت لاحق، وبالنسبة لمؤشر CAC تأسس عندما بدأت شركات وكلاء الصرف العمل في بورصة باريس سنة 1801، ومع تطبيق قانون إصلاح الأوراق المالية سنة 1988، ألغيت شركات وكلاء الصرف أو ما يسمى بالفرنسية "Compagnie des Agents de Change"، وتأسست شركة البورصات الفرنسية كشركة محدودة، إلا أن الاسم لم يتغير وبقي مؤشر CAC هو الاسم المتداول وباحتوائه على 40 شركة، فتأسس الاسم الذي نعرفه حاليا CAC40، والذي أطلق عليه في وقت لاحق اسم (cotation assistée en continu) على أساس أن المؤشر يوفر الاستمرار وفكرة عن تطورات واتجاهات السوق.

¹ عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2011، ص 91.

ولد المؤشر رسمياً يوم 15 جوان 1988 مع قاعدة ثابتة بـ:1000 نقطة في 31 ديسمبر 1987، ويتعلق انشاءه بأزمة 1987 الذي عدل احتكار التداول البورصوي، كما يوحي اسمه cac40، فإنه مركب من عينة 40 قيمة (مؤسسة) فرنسية مسعرة من بين 100 قيمة الأولى ذات الرسملة البورصوية المعمومة، والتمثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي، والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل قائمة 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات، حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (لكل 3 أشهر) من قبل لجنة خبراء comité d'experts، وعندما يتم شطب شركة من المؤشر فإنه يتم باستبدالها من حيث المبدأ بقيم CAC Next20، والتي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40.¹

3- ادارة مؤشر السوق CAC40

تقوم لجنة توجيهية مستقلة بمراجعة تكوين مؤشر CAC 40 كل ثلاثة أشهر، وفي كل تاريخ مراجعة تقوم هذه الأخيرة بتصنيف الشركات المدرجة في يورونكست باريس وفقاً لرسملة السوق الحرة العائمة ومعدل دوران الأسهم في العام السابق، وعلى هذا الأساس يتم اختيار 40 شركة من أفضل 100 شركة لدخول CAC 40، وإذا كان لدى الشركة أكثر من فئة واحدة من الأسهم المتداولة في البورصة، فلن يتم قبول سوى أكثر الأسهم تداولاً في المؤشر، وفي هذا إطار مجلس خاص يشرف على إدارة مؤشر CAC40 يجتمع أربع مرات في السنة، على أن يتم إعلان التعديلات في ثالث جمعة من شهر مارس، جوان، سبتمبر وديسمبر بعد انتهاء يوم التداول الذي يجري فيه قيام المجلس بـ:²

- التأكد أن المؤسسات المكونة للمؤشر تطابق معايير الانضمام للمؤشر؛
- تحديد معاملات التعويم الحر لكل مؤسسة؛
- تحديد عامل السقف Capping Factor الذي لا يتجاوز أكثر من 15%؛
- تحديد المؤسسات الداخلة للمؤشر والشركات الخارجة منه: يتم اختيار أربعين أول مؤسسة على أساس معيارين هما معامل التعويم الحر على أساس القيمة السوقية وسرعة حركة السهم.

4- التطورات الاحصائية لمؤشر CAC40

يعتبر مؤشر CAC40 المؤشر الرئيسي لبورصة يورونكست باريس، على غرار مؤشر داو جونز الصناعي في الولايات المتحدة، مؤشر داكس في ألمانيا، ومؤشر نيكبي في اليابان. يعتبر مؤشر كاك الأكثر تمثيلاً لمعنويات واتجاه السوق الفرنسية. كما تمت الإشارة إليه سابقاً يتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر بواسطة لجنة تصنف أفضل 100 مؤسسة على يورونكست باريس على أساس القيمة السوقية ومعدل دوران الأسهم، من بين تلك الـ 100 مؤسسة يتم اختيار 40 لهذا المؤشر، ويعد CAC 40 مؤشراً مرجحاً، بحيث يتم احتساب

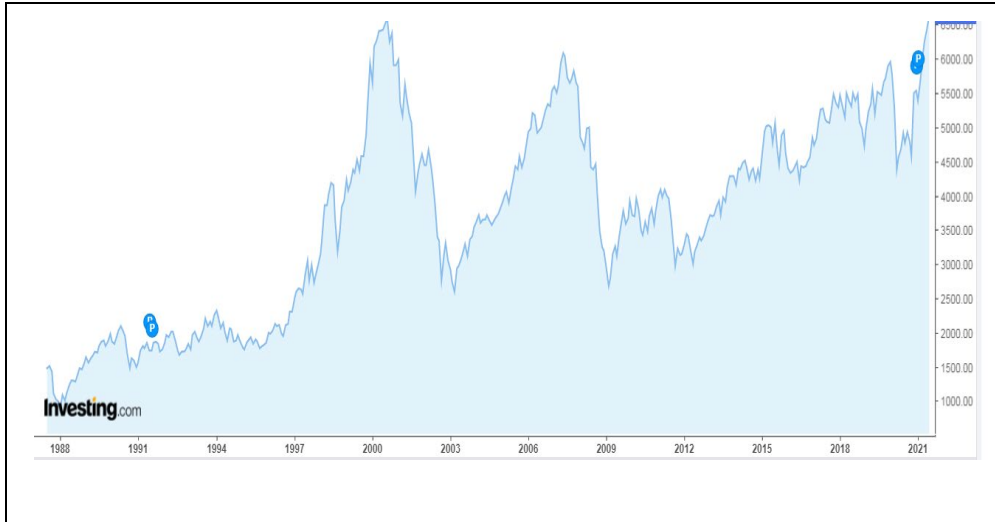
¹ عبد الوهاب دادن وحورية بديدة، تأثير توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر cac40، مجلة الباحث، العدد العاشر، جامعة قاصدي

مرباح، ورقة، 2012، ص ص: 2-3

² عماد الدين شرابي، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

القيمة السوقية للسوق بحسب سعر السهم مضروبًا في عدد الأسهم المتاحة للتداول العام، والشكل الموالي يوضح تطور المؤشر خلال الفترة الماضية.

الشكل رقم (18): تطور مؤشر CAC40 خلال الفترة 1988-2021



- source : <https://fr.investing.com/indices/france-40-chart>, consulté le 16/06/2021 à 22.32.

من خلال الشكل السابق نلاحظ تطور مؤشر كاك 40 منذ سنة 1988 إلى غاية 2021، وفي هذا الإطار يمكن عرض أهم الأحداث التي مر بها تطور هذا المؤشر منذ تاريخ تأسيسه:¹

- أنشئ المؤشر في أزمة أكتوبر 1987 وتم تحريره بـ 1000 نقطة في ديسمبر 1987؛
- في 29 جانفي 1988: كان المؤشر في أدنى مستوى له عند 893.82 نقطة؛
- في 3 ديسمبر 1988: سجل المؤشر أقوى زيادة في تاريخه عند 1573.94 نقطة؛
- سبتمبر 2000: وصل المؤشر إلى أعلى مستوى له على الإطلاق حيث بلغ 2944.7 نقطة؛
- مارس 2003: انهار المؤشر إلى 2404.15 نقطة وهو أدنى مستوى له منذ 1997؛
- عام 2007: ارتفع المؤشر من 6000 نقطة في ماي 2007 بعد ارتفاعه بنسبة 180% في حوالي أربع سنوات إلى 6168.15 نقطة في جوان 2007، وفي منتصف جويلية كان المؤشر يمثل 70% من إجمالي القيمة السوقية أي 1300 مليار يورو؛
- عام 2008: انخفض مؤشر CAC40 بشكل حاد وعاد إلى أقل من 4200 في جويلية ثم أقل من 3200 في 10 أكتوبر، أما في نوفمبر سجل CAC40 ثاني أفضل تقدم في تاريخه (+10.09) 3172.11 نقطة وذلك مع انخفاضه بنسبة 42.68% في عام 2008 بأكمله؛
- عام 2009: عاد سعره مستقرًا حيث سجل أدنى مستوى له في 09 مارس عند 2465.46 نقطة؛
- أوت 2011: بلغت قيمته السوقية 873 مليار يورو؛

¹ <https://Fn.m.wikipedia.org/wiki/cac40>, consulté le 10/05/2021 à 20:05.

-ديسمبر 2017: تجاوزت القيمة السوقية 1500 مليار يورو؛

-أفريل 2018: وصلت القيمة إلى 1673 مليار يورو؛

-عام 2019: تميز بتوزيع قياسي بلغ 60.2 مليار يورو، بما في ذلك 49.2 توزيعات الأرباح و 10.7 في عمليات إعادة شراء الأسهم.

المطلب الثاني: مكونات مؤشر CAC40

هناك مجموعة معايير وأحجام معينة للتداول تحدها بورصة يورونكست باريس يجب أن تتوفر في كل مؤسسة ترغب في أن تكون ضمن قائمة مؤشر CAC40، بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يكون مقر المؤسسة في فرنسا كشرط رئيسي. وسنحاول خلال هذا المطلب تقديم عرض لأهم المؤسسات التي تكون هذا المؤشر.

1- عرض للمؤسسات المكونة لمؤشر CAC40

كما تم ذكره سابقا، يتكون مؤشر CAC40 من 40 مؤسسة أغلبها متعدد الجنسيات ذات رؤوس أموال ضخمة. والجدول الموالي يوضح أسماء ورموز الشركات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال سنة 2019.

جدول رقم (03): مكونات مؤشر CAC40 خلال 2019

الرمز	اسم المؤسسة	الرقم	الرمز	اسم المؤسسة	الرقم
MC	Michelin	21	AC	Accor	01
ORAN	Orange	22	AL	Air liquide	02
RI	Perond Ricard	23	AS	ALSTOM	03
PEG	Peugeot	24	AIR	Air bus	04
PUB	Publicis Groupe	25	MTP	Arcelormittal	05
RNO	Renault	26	AT	Atos	06
SAF	Safran	27	CS	AXA	07
SGO	Saint Gobain	28	BNP	BNP Paribas	08
SAN	Sanofi	29	EN	Bouygues	09
SU	Schneider Electric	30	CAP	Cap Gemini	10
GLE	Société Générale	31	CA	Carrefour	11
SDX	Sodexo	32	ACA	Crédit Agricole	12
STM	STMicroelectronics	33	BN	Danone	13
TLP	Teleperformance	34	DAS	Dassault systèmes	14
THA	Thales	35	EL	Essilor Luxottica	15
FR	Total	36	HI	Hermes International	16
UR	Unibail-Rodamco-Wesfeld	37	KER	Kering	17
VIE	Veolia	38	OR	L'Oréal	18
DG	Vinci	39	LR	Legerand	19
VIV	Vivendi	40	MC	LVMH	20

source : <http://www.banins.org/archives/histocac/compcac.php>, consulté le :10/05/2021 à 20:45.

يوضح الجدول رقم (2) أعلاه جميع المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال سنة 2019.

وسنحاول تقديم تعريف مختصر لأهم هذه الشركات:

- Total: هي شركة نفط وغاز دولية مقرها فرنسا ولها عمليات في أكثر من 130 دولة.

- Sanofi: هي شركة رعاية صحية عالمية ومتنوعة مقرها فرنسا ولديها 55 مشروعاً في محفظة التطوير السريرية المتنوعة الخاصة بها.

- BNP Paribas: هي مجموعة مصرفية مقرها فرنسا وتركز على عمليات البيع بالتجزئة والاستثمار والعمليات المصرفية للشركات في جميع أنحاء العالم.

- Société Générale: هي مجموعة مصرفية مقرها فرنسا ولها عمليات في 85 دولة مختلفة.

- ArcelorMittal: هي شركة منتجة عالمية للصلب ومقرها فرنسا، حيث تصل شحنات الصلب إلى حوالي 85 مليون طن وإنتاج 90.6 مليون طن.

2- أكبر خمس مؤسسات المكونة لمؤشر CAC40

من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أنه يوضح أكبر خمس مؤسسات مدرجة في مؤشر CAC40 مع نسبة رأس المال السوقي لها.

الجدول رقم (04): أكبر خمس مؤسسات تمثل مؤشر CAC40 ونسبة رأس المال السوقي لها

المؤسسة	النسبة
Sanofi	12.19%
Total	11.96%
BNP Paribas	6.24%
LVMH	5.02%
Air Liquide	4.08%

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على الاحصائيات المنشورة في الموقع:

<https://www.avatrade.com/cfd-trading/indices/cac-40>، تم الاطلاع بتاريخ: 2021/04/15، على الساعة 20.30.

المطلب الثالث: حساب المؤشر cac40

سنحاول في هذا المطلب عرض أهم الطرق المتبعة في حساب مؤشر CAC40، مع شرح أهم العناصر التي تدخل في حسابه.

1- الحساب المرجح بالرسمة البورصية

يقصد بالرسمة البورصية المعومة flottante، ذلك الجزء من رأس مال المؤسسة المملوك من قبل جمهور المستثمرين، وطبقاً للتعديل المطبق على منهجية حساب المؤشر CAC40 فإن تقييم أوزان القيم المركبة لهذا المؤشر تأخذ في الحسبان نسبة المال المحتجز (المملوك) من قبل جمهور المستثمرين بدلاً من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات، ويتم حساب المؤشر السعري (الحساب مرجح بالرسمة البورصية) وفق الشكل التالي: ¹

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^N Q_{i=t} C_{it}}{B_0 K_t}$$

¹ عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، مرجع سبق ذكره، ص3.

حيث أن:

I_t : قيمة المؤشر في التاريخ t

t : يوم الحساب

N : عدد القيم في العينة

Q_{i-t} : عدد الأسهم (الأوراق المالية) المستخدمة في المؤسسة i في التاريخ t

C_{it} : سعر السهم (القيمة) i في التاريخ t

B_0 : الرسملة البورصية في يوم الأساس 1987/12/31

K_t : المعامل المعدل في التاريخ t للرسملة القاعدية ($K_{0=1}$)

2- الحساب على قاعدة التعويم الحر

منذ 1 ديسمبر 2003 أصبح المؤشر CAC40 والمؤشرات العالمية الكبرى تعتمد نظام التعويم الحر، الذي يأخذ في الحسبان، بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة له، عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق. هذا القرار أتخذ من طرف المجلس العلمي لمؤشرات أور ونكست باريس، مما يسمح بتأمين أكثر اتساق (ترابط) بي الواقع البورصي للشركات وترجمة هذا الواقع في المؤشرات، والحد من ظواهر التقلب الناتجة عن التشويه الكبير جدا بين وزن القيمة في المؤشر وحصه رأس المال المعوم المتاحة في السوق، ويتم حساب مؤشره السعري وفق الصيغة التالية:¹

$$I_t = 1000 \frac{\sum_{i=0}^N F_{i,t} F_{i,t} Q_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=0}^N Q_{i,0} C_{i,0}}$$

$F_{i,t}$: التعويم الحر للشركة i

$F_{i,t}$: المعامل الحر للشركة i

$Q_{i,0}$: عدد أسهم الشركة في 31 ديسمبر 1987م

$C_{i,0}$: سعر أسهم الشركة في 31 ديسمبر 1987م.

ختاما لهذا المبحث نستخلص أن مؤشر CAC40 من أكبر المؤشرات تداولاً في بورصة يورو نيكست المعروفة سابقاً ببورصة باريس، ويعكس المؤشر نشاط أكبر 40 مؤسسة فرنسية. كما أنه يعطي فكرة عامة عن صحة الاقتصاد الفرنسي وبورصة باريس. وقد شهدت قيم مؤشر CAC40 تذبذباً كبيراً منذ إنشائه حيث كانت في صعود وهبوط مستمرين.

لحساب هذا المؤشر يمكن التفريق بين طريقتين هما طريقة الحساب المرجح بالرسملة البورصية التي تعتمد على نسبة المال المملوك من قبل جمهور المستثمرين بدلا من رأس المال الإجمالي الصادر عن المؤسسات. وطريقة الحساب على قاعدة التعويم الحر التي تأخذ في الحسبان بالإضافة إلى الرسملة البورصية للمؤسسات المكونة للمؤشر عدد الأسهم المتاحة فعلا في السوق.

¹ نفس المرجع السابق، ص3.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة الميدانية

سنقوم في هذا المبحث بالتطرق لمنهجية الدراسة والتي سيتم من خلالها عرض عينة ومتغيرات الدراسة مع توضيح الأسلوب الإحصائي المعتمد.

المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة

من خلال هذا المطلب قمنا باختيار عينة الدراسة ووصفها وكذلك تحديد وعرض متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

1- مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات المدرجة في سوق باريس للأوراق المالية، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة من المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 وهو مؤشر أساسي لبورصة باريس الذي يعكس الأداء الإجمالي، حيث قمنا باختيار 30 مؤسسة من أصل 40، وتم استبعاد مجموعة من المؤسسات المالية والمؤسسات التي لا تتوفر عنها معطيات ومعلومات منشورة تتطلبها عملية إعداد هذه الدراسة، والمؤسسات المالية التي تم استبعادها من الدراسة هي BNP Paribas, AXA, société général, Crédit Agricole، بالإضافة إلى إلغاء المؤسسات المتمثلة في: Air Bus, ArcelorMittal, Orange, Pernod Ricard, STMicronics, Unibail-Rodamco-Wesfeld.

2- متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال كمتغير مستقل والمردودية المالية كمتغير تابع. وسنحاول توضيح طريقة حسابهما، مع عرض لقيمتها المحسوبة لجميع مؤسسات محل الدراسة والمدرجة في مؤشر CAC40 لسنة 2019 وفق الآتي:

2-1- تحديد متغيرات الدراسة

تتمحور هذه الدراسة حول توضيح العلاقة بين متغيرين أساسيين وهما التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والمردودية المالية في المؤسسات محل الدراسة المدرجة في مؤشر CAC40.

2-1-1- المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في المردودية المالية (Rf) وتتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وفقا للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

2-1-2- المتغير المستقل: يتمثل المتغير المستقل في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، يرمز له بالرمز (CMPC). لحسابه قمنا بجمع كل من تكلفة الأموال الخاصة مضروبة في وزن الأموال الخاصة إلى الهيكل المالي، وتكلفة الديون مضروبة في وزن الديون للهيكل المالي، وذلك وفق العلاقة التالية:

$$CMPC = Ke \left[\frac{ke}{kd + ke} \right] + Kd \left[\frac{kd}{kd + ke} \right] (1 - T)$$

وبما أن المؤسسات المدرجة في CAC40 تعتمد في تشكيل هيكل رأس مالها على نوعين من مصادر التمويل وهي الأموال الخاصة والديون، فإن تقدير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس مالها ستكون وفقا لهذا المزيج التمويلي:

*تكلفة الأموال الخاصة: يرمز لها بالرمز Ke ، ويتم حسابها بقسمة توزيعات السهم الواحد (DIV)، على سعر السهم عند الاغلاق (P) مضاف إليها معدل نمو التوزيعات، ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$Ke = \frac{DIV}{P_o} + g$$

*تكلفة الديون: يرمز له بالرمز Kd ، ويتم حسابها بضرب معدل الفائدة في واحد منقوص منه معدل الضريبة وذلك وفقا للمعادلة التالية:

$$Kd = I(1 - T)$$

2-2- عرض متغيرات الدراسة

سنقوم من خلال دراستنا بعملية جمع بيانات المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 من خلال الموقع الإلكتروني (bnains.org)، وهذا من أجل حساب المتغيرات لجميع المؤسسات محل الدراسة. والجدول رقم (3) الموالي يوضح كل من تكلفة رأس المال والمردودية المالية، تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون لجميع المؤسسات محل الدراسة، والتي تم حسابها من خلال الطرق والقوانين التي تم تحديدها.

الجدول رقم (05): عرض متغيرات الدراسة

Kd	Ke	CMP	RF	المتغيرات الشركة
0.012845	0.079394	0.054504	0.120966	AL
0.016437	0.025149	0.022639	0.069504	AC
0.227777	0.144205	0.159916	0.142427	AS
0.022016	0.028416	0.025689	0.116699	DN
0.030156	0.018837	0.021066	0.492592	AT
0.008442	0.019651	0.017072	0.223574	KER
0.015245	0.137447	0.108973	0.101199	CAP
0.018472	0.019559	0.019111	0.163553	LR
0.022202	0.146417	0.131883	0.202841	MC
0.039594	0.035288	0.036618	0.130773	ML
0.033975	0.120098	0.115533	0.127615	OR
0.024479	0.057746	0.049229	0.164396	PEG
0.01028	0.030769	0.023577	0.112291	CA
0.044604	0.026078	0.029134	0.000537	RNO
0.025007	0.325290	0.264332	0.197050	SAF
0.036165	0.037808	0.037246	0.071081	SGO
0.020459	0.112868	0.092815	0.109031	SU
0.020332	0.083128	0.053927	0.152512	SDX
0.01123	0.298642	0.174767	0.201756	THA
0.018563	0.274039	0.159584	0.155702	TLP
0.010202	0.223809	0.170620	0.101637	VIV
0.014858	0.030808	0.022290	0.141480	DG
0.03353	0.042176	0.037247	0.107453	VIE
0.03962	0.068637	0.060976	0.111864	EN
0.00432	0.004776	0.004563	0.115209	DAS
0.02362	0.028493	0.026623	0.114177	PUB
0.02097	0.035148	0.031546	0.053419	SAN
0.032017	0.054471	0.048049	0.095871	FR
0.040	0.016429	0.014376	0.033539	EL
0.00388	0.007505	0.007637	0.233437	HI

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على البيانات المالية للشركات المدرجة في مؤشر cac 40 والمنشورة في الموقع: banains.org.

المطلب الثاني: الأسلوب الإحصائي للدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح الأسلوب الإحصائي الذي سيتم اعتماده في الدراسة، وذلك من خلال عرض كل من النموذج الإحصائي والاختبارات المعتمدة في تحليل النتائج.

1-النموذج الاحصائي المعتمد

تعتمد الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي بنوعيه البسيط والمتعدد لإثبات مدى صحة فرضيات الدراسة، وقياس وتحليل الأثر الذي يطرأ على المتغير التابع المتمثل في المردودية تبعاً للقيم التي تأخذها المتغيرات المستقلة.

1-1- نموذج الانحدار الخطي البسيط

الانحدار الخطي البسيط هو عبارة عن علاقة دالية من الدرجة الأولى يهتم بدراسة تحليل أثر متغير مستقل واحد X على المتغير التابع Y ، وسمي انحدار خطي لأن المعادلة تأخذ الصورة الخطية في المعاملات (β_1, β_0) . ووصف بأنه بسيط لأن عدد المتغيرات مستقلة محل الدراسة متغير واحد فقط. وفيما يلي شكل نموذج الانحدار الخطي البسيط:¹

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \varepsilon_i$$

حيث أن:

Y_i : المتغير التابع.

X_i : المتغير المستقل.

β_0, β_1 : معاملات الانحدار الخطي.

β_0 : يمثل كل المتغيرات الخارجية التي يمكن أن تؤثر على العلاقة الموجودة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

β_1 : يعبر عن مقدار التغير في المتغير التابع إذا حدث تغير في المتغير المستقل بوحدة واحدة، ونوع إشارته تدل على ما إذا كان هناك تأثير طردي أو عكسي للمتغير المستقل على المتغير التابع.
 ε_i : يعبر الخطأ العشوائي.

يستند نموذج الانحدار الخطي البسيط على عدد من الافتراضات أهمها:²

- أن المتغير X محدد وثابت.

- أن الأخطاء العشوائية ε مستقلة، وكل منها لها توزيع طبيعي متوسطه صفر وتباينه δ^2 أي أن:

$$\varepsilon_i \sim N(0, \delta^2)$$

- أن كل مشاهدة من المشاهدات التابعة Y_i عند القيمة المحددة X_i ، لها توزيع طبيعي متوسطه هو الخط المستقيم، وتباينه هو تباين الخطأ العشوائي أي أن:

$$Y_i | X_i \sim N(\beta_0 + \beta_1 X_i, \delta^2)$$

- أن المتغير المستقل X_i مستقل عن الخطأ العشوائي ε_i ، أي أن:

$$COV(X, \varepsilon) = E(X \varepsilon) = 0$$

1-2- نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يستند نموذج الانحدار الخطي المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع Y_i وعدد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k ، وحد عشوائي U_i ، ويعبر عن هذه العلاقة، بالنسبة لـ n من المشاهدات و k من

¹ كنزة شرابي باية، مرجع سبق ذكره، ص ص 148-149.

² نفس المرجع السابق، ص 149.

المتغيرات المستقلة، بالشكل الآتي:¹

$$Y_i = B_0 + B_1 X_{i1} + B_2 X_{i2} + \dots + B_k X_{ik} + U_i$$

حيث أن:

Y_i : المتغير التابع.

X_i : المتغيرات المستقلة.

B_0 : ثابت المعادلة يقيس أثر العوامل الأخرى المؤثرة في Y_i والمستبعدة من علاقة الانحدار.

B_k : معاملات جزئية للانحدار وهي تقيس مقدار التغير في قيمة المتغير التابع Y_i كنتيجة للتغير في المتغيرات بوحدة واحدة.

U_i : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير.

ويتم استخدام طريقة OLS (طريقة المربعات الصغرى) في تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد إذا توافرت الافتراضات التالية:

- القيمة المتوقعة لمتجه حد الخطأ تساوي صفر أي أن: $E(U_i) = 0$
 -تباين العناصر العشوائية ثابت، والتباين المشترك بينها يساوي صفر أي أن:

$$COV(U) = E(UU') = \sigma^2 I_n$$

2- الاختبارات الإحصائية المستعملة

من أهم الاختبارات الإحصائية التي سنقوم باستعمالها في هذه الدراسة نذكر:

2-1- اختبار إحصائية F-Statistique

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k على المتغير التابع Y ، ويعتمد على نوعين من الفروض:

الفرضية العدم H_0 : وتتص على انعدام العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k) وبين

المتغير التابع Y ، أي: $H_0: \hat{B}_1 = \hat{B}_2 = \dots = \hat{B}_k = 0$

الفرضية البديلة H_1 : وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_1: \hat{B}_1 \neq \hat{B}_2 \neq \dots \neq \hat{B}_k \neq 0$$

وبعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام ولمستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض H_0 أي أن العلاقة المدروسة معنوية، وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات، X_k ذو تأثير في Y ، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H_0 أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.²

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 135-137.

² نفس المرجع سابق، ص: 168، 169.

2-2- معامل التحديد (R^2) (Détermination Coefficient)

معامل التحديد (R^2) هو تربيع لمعامل الارتباط (r)، وهو معامل ذو دلالة احصائية وقياسية مهمة جدا، حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع. وتكون قيمته أصغر من قيمة معامل الارتباط عدا في حالة ($r=1$)، بسبب أن جذر كل كسر هو أكبر من الرقم الأصلي، وأن تربيع الكسر هو أصغر من الكسر الأصلي. ويستخدم معامل الانحدار والتحديد في اختبار جودة توفيق النماذج القياسية والاستدلال الاحصائي، كما أن له علاقة وثيقة مع الانحدار ومعامل الانحدار (b)¹.

ويعرف معامل التحديد (R^2) بأنه النسبة بين مجموعة مربعات الانحدار ومجموع المربعات الانحدار الكلي وبالتالي تزداد قيمة معامل التحديد اذ يستخدم هذا المعامل في تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع (Y) والمتغيرات المستقلة (X_k) ($k=1,2,\dots,k$)، ومنه يجب على الباحث أن يأخذ في الاعتبار الانخفاض الناتج عن درجات الحرية ($n-k$) بسبب إضافة أي متغير مفسر إلى معادلة الانحدار والذي من شأنه أن يجعل (R^2) متحيزا للأعلى².

وتكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 أي $0 < R^2 < 1$ حيث أن:

$R^2=1$: عندما تقع جميع نقاط الانتشار على خط الانحدار المقدر أي: $Y_i = \hat{Y}_1$ وهنا تكون العلاقة تامة.

$R^2=0$: (أو تقترب منه) عندما يكون خط انحدار العينة خطأ أفقيا أي: $\hat{Y}_i = \bar{Y}$ ومعنى ذلك لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

كل من هاتين الحالتين نادرة الحدوث، ففي الأحوال العادية يفسر خط الانحدار جزءا من التغيرات في

Y وبالتالي يكون هناك جزء آخر غير مفسر بواسطة الخط ومن ثم نجد في أغلب الحالات $0 < R^2 < 1$.

2-3- اختبار معنوية المعامل

يستخدم اختبار (t) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقل X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y في

النموذج الخطي المتعدد، وتعتمد على نوعين من الفروض:

فرضية العدم: $B_1=B_2=B_3=\dots=B_k$

الفرضية البديلة: $B_1 \neq B_2 \neq B_3 \neq \dots \neq B_k$

وبعد احتساب قيمة t تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر³.

فإذا كانت قيمة (t) المحسوبة أكبر من قيمة (t) الجدولية، يتم رفض فرضية العدم، وإذا كانت قيمة (t) المحسوبة أقل أو تساوي فلا يمكن رفض فرضية العدم إذ كانت الإشارة موجبة.

¹ وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العبية الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 77.

² محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والاحصائي للعلاقات الاقتصادية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 184.

³ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 161.

ومن ناحية أخرى يمكن الوصول إلى قرار بشأن قبول أو رفض فرضية العدم عن طريق قيمة الاحتمال (P) والتي يرمز لها البرنامج بـ (sig)، فإذا كانت أقل من (α منطقة الرفض)، فلا يمكن رفض فرضية العدم¹.

2-4- الارتباط الذاتي للأخطاء

يشير الارتباط الذاتي بوجه عام إلى ارتباط بين القيم المشاهدة لنفس المتغير وفي نماذج الانحدار عادة ما تشير مشكلة الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي، وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي (أو معامل التغاير) غير مساوية للصفر، وجود مشكلة ارتباط ذاتي يخل بأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية، وهي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما، ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفترة التالية بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة، أي أنه قد يوجد هناك خطأ واحد ولكنه يتكرر في كل الفترات التالية بما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند مستوى يختلف عن القيم الحقيقية².

إن الكشف عن المشكلة لغرض معالجتها والتخلص منها يستخدم ما يعرف باختبار Durban-Watson والذي يرمز له بالرمز (D.W). يعتمد هذا الاختبار على قيمتين إحداهما قيمة محسوبة وتعتمد بشكل رئيسي على قيم البواقي العشوائية والقيمة الأخرى هي قيمة جدولية تحت مستوى معنوية 1% و5% وقيمتين حرتين إحداهما القيمة الحرجة الصغرى والأخرى القيمة الحرجة العليا وذلك ضمن جدول مخصص لهذا الغرض، ويفترض الاختبار وجود فرضيتين أساسيتين هما:³

*فرضية العدم: $(P=0): H_0$ حيث: (H_0) : أن قيم (U) غير مرتبطة ببعضها ذاتيا ارتباطا من الدرجة الأولى.
*الفرضية البديلة: $(P \neq 0): H_1$ حيث: (H_1) : أن قيم (u) مرتبطة ببعضها ذاتيا ارتباطا من الدرجة الأولى.
ويتم الاختبار على أساس مقارنة قيمة (D-W) المحسوبة بقيم dL و du المجدولة لاتخاذ القرار الإحصائي المطلوب وذلك وفق الآتي:

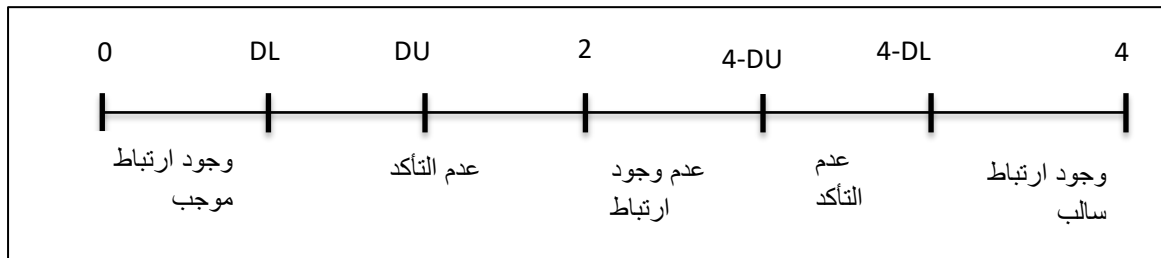
* $0 < D.W < dL$: ترفض H_0 وتقبل H_1 أي أن هناك مشكلة ارتباط ذاتي موجب.
* $dL < D.W < du$ أو $4 - dL < D.W < 4 - du$: يكون الاختبار غير محسوم وتترك الحرية للباحث بقبول أو رفض فرضية العدم، إذ قد يكون الاختبار غير محسوم وتترك الحرية للباحث بقبول أو رفض فرضية العدم، إذ قد يكون السبب في وجود المشكلة خطأ في صيغة النموذج وليس بسبب ارتباط الأخطاء.
* $du < D.W < 4 - dL$: نقبل H_0 أي انعدام وجود مشكلة الارتباط الذاتي.
* $4 - dL < D.W < 4$: نرفض H_0 ونقبل H_1 بمعنى أن هناك مشكلة ارتباط ذاتي سالب

¹ إيهاب عبد السلام محمود، تحليل البرنامج الإحصائي SPSS، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013، ص 175.

² عبد القادر محمد عب القادر عطية، الاقتصاد القياسي: بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص: 386.

³ محمد صالح تركي القرشي، مقدمة في الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2004، ص: 249.

الشكل رقم (19): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)



المصدر: جلال جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص103.

2-5- إختبار Breush Godfrey

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرونج والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة p يكتب على الشكل التالي:¹

$$\varepsilon_t = p_1\varepsilon_{t-1} + p_2\varepsilon_{t-2} + \dots + p_p\varepsilon_{t-p} + \mu_t$$

ليكن النموذج العام حيث أن الأخطاء مرتبطة ذاتيا:

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \dots + \beta_k X_{tk} + P_1 \varepsilon_{t-1} + P_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + P_p \varepsilon_{t-p} + \mu_t$$

وهناك خطوات لإجراء هذا الاختبار:

*تقدير النموذج العام بطريقة المربعات الصغرى العادية للحصول على البواقي.

*تحديد الانحدار المساعد وتقديره.

*يتم حساب معامل التحديد R^2 من الانحدار المساعد، حيث لوحظ أن $(n-m)R^2$ يخضع لتوزيع كاي تربيع X^2 .

*يتم تحديد الفرض العدمي والفرض البديل كما يلي:

$$H_0 = P_1 = P_2 = P_3 = 0$$

لا يوجد ارتباط ذاتي

$$H_1 = P_1 \neq P_2 \neq P_3 \neq 0$$

يوجد ارتباط ذاتي

*تقوم قاعدة هذا الاختبار على أنه:

-إذا كانت LM المحسوبة أكبر تماما من القيمة الجدولية لتوزيع فنرفض الفرضية الصفرية H_0 .

-إذا كانت LM المحسوبة أقل تماما من القيمة الجدولية لتوزيع فنرفض الفرضية الصفرية H_0 .

من خلال ما سبق تم توضيح كل من عينة ومتغيرات الدراسة فالأولى تتضمن 30 من أصل 40 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 لبورصة فرنسا، كما تم حساب متغيرات الدراسة المتمثلة في المردودية المالية والتكلفة المرجحة لرأس المال بالإضافة إلى تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة للمؤسسات محل الدراسة لسنة 2019، حيث تستعمل قيم هذه المتغيرات من أجل توضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في المبحث الموالي.

¹ Bourbonnais Régie, *Econométrie*, 9^{ème} édition, dunod, paris, 2015, pp:130-131.

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

بعد عرض الإطار العام للدراسة وتقديم مجتمع وعينة الدراسة وكذلك الأدوات الإحصائية المستعملة في المباحث السابقة، خصصنا هذا المبحث الثالث لعرض وتحليل ومناقشة النتائج المتحصل عليها كمخرجات من نموذج الانحدار البسيط ونموذج الانحدار المتعدد.

المطلب الاول: عرض نتائج الدراسة

سنحاول في هذا المطلب عرض نتائج الانحدار الخطي البسيط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد المستخرجة من البرنامج الإحصائي (Eviews10) وتحليلها باستخدام الأساليب الإحصائية السالفة الذكر.

1- عرض نتائج الانحدار الخطي البسيط

سنقوم من خلال هذا النموذج بعرض نتائج الانحدار البسيط وتقدير معاملات الدراسة، حيث يضم هذا النموذج المتغير التابع المتمثل في المردودية المالية (R_f) والمتغير المستقل المتمثل في التكلفة الوسطية المرجحة (CMP)، وسنقوم بتحليل معامل الارتباط بين المتغيرين ثم تحليل نتائج الانحدار البسيط.

1-1- تحليل معامل الارتباط

يقيس معامل الارتباط درجة الارتباط ما بين المتغير المستقل والمتغير التابع، بالإضافة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرين إن كانت طردية أو عكسية. والجدول الموالي يوضح معامل الارتباط بين المتغير المستقل (CMP) والمتغير التابع (R_f).

الجدول رقم(06): معامل الارتباط بين المتغير المستقل

	R_f	CMP
R_f	1.0000	0.5277
CMP	0.5277	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

نلاحظ من خلال الجدول رقم (06) أن الارتباط الثنائي بين التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMP) والمردودية المالية (R_f) ارتباط موجب، وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين المتغيرين، حيث بلغ الارتباط بينهما (52.77%).

1-2- تحليل نتائج الانحدار الخطي البسيط

سنقوم بعرض نتائج الانحدار الخطي البسيط ثم تحليله من خلال مجموعة من الاختبارات. والجدول رقم (07) الموالي يوضح هذه النتائج.

الجدول رقم (07): نتائج الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable: RF
Method: Least Squares
Date: 06/21/21 Time: 22:56
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.044822	0.025669	1.746185	0.0917
CMP	1.905588	0.579545	3.288075	0.0027
R-squared	0.278563	Mean dependent var		0.107197
Adjusted R-squared	0.252798	S.D. dependent var		0.109568
S.E. of regression	0.094711	Akaike info criterion		-1.811627
Sum squared resid	0.251166	Schwarz criterion		-1.718214
Log likelihood	29.17440	Hannan-Quinn criter.		-1.781743
F-statistic	10.81143	Durbin-Watson stat		1.439805
Prob(F-statistic)	0.002722			

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

من خلال الجدول رقم (07) أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي البسيط كما يلي:

$$R_f = 0.0448 + 1.9055CMP$$

1-2-1- اختبار جودة النموذج

يتم هذا الاختبار من خلال معامل التحديد R-Squared والذي يعبر عن قدرة التفسير المتغير المستقل للمتغير التابع.

يظهر الجدول رقم (07) أن قيمة معامل التحديد يساوي (0.2785) وبالتالي هذه القيمة محصورة بين 0 و 1 أي: $0 < R^2 < 1$; وهذا يدل على وجود علاقة معنوية غير تامة، بمعنى أن المتغير المستقل لهذا النموذج يفسر (27.85%) من التغيرات التي تطرأ على المردودية المالية، أما النسبة المتبقية (72.15%) تعود لمتغيرات مستقلة أخرى لم يتم إدراجها في النموذج تؤثر على المتغير التابع.

1-2-2- اختبار المعنوية الكلية

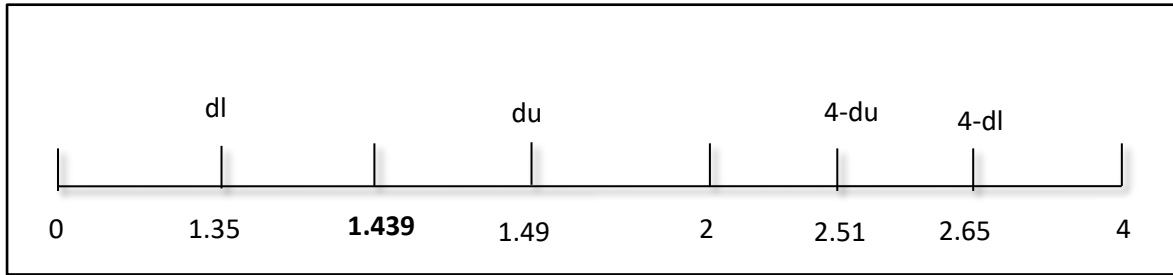
يتم اختبار المعنوية الكلية من خلال احصائية (Fisher)، ويقوم مبدأ الاختبار على أساس المقارنة بين القيمة المحسوبة (F-Statistic) والقيمة الجدولية $F(K, n-k, \alpha)$ ، بحيث إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية نقبل الفرضية الصفرية، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نقبل الفرضية البديلة، كما يمكن الحكم على المعنوية الكلية للنموذج من خلال قيمة مستوى الدلالة المرفقة بإحصائية فيشر $prob(F-Statistic)$ بحيث يكون النموذج ذو معنوية إذا كانت $prob$ أقل من نسبة المعنوية 5%.

يتضح من خلال الجدول رقم(07) أعلاه أن القيمة الاحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي (10.8114) وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية (2, 28,0.05) F التي تقدر بـ (3.340) عند درجة ثقة (95%)، كما أن مستوى Prob(F-satistic) والتي تقدر بـ (0.0027) أقل تماما من (0.05) مما يعني قبول فرضية H_1 أي أن النموذج يتمتع بمعنوية كلية والمعالم المقدرة تختلف كليا عن الصفر.

1-2-3- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يتم تقدير معالم الارتباط الذاتي من خلال طريقة اختبار المعامل (P) لمعرفة ما إذا كانت القيمة المحسوبة تقع داخل مجال استقلالية الأخطاء أو خارجها وذلك باستعمال احصائية Durbin-watson. ومن نتائج الجدول رقم (07)، يتضح أن احصائية (D-w) المحسوبة تساوي (1.439) وسنقوم بمقارنتها مع القيمتين (dl),(du) المستخرجة من جدول Durbin-watson واللذان تساويان (1.35) و(1.49) على التوالي وكذلك القيمتين (4-du) و (4-dl) اللتان تساويان (2.65) و (2.51) على التوالي، ويمكن تمثيل الاختبار كما يلي:

الشكل(20): التمثيل البياني لاختبار Durbin-watson لنموذج الانحدار البسيط



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على جدول (D W) ومخرجات برنامج Eviews10.

يتضح من خلال الشكل (20) أعلاه أن القيمة المحسوبة لـ (D.W) تقع في مجال $dl < D.W < du$ وهي منطقة الشك أي أنها تقع خارج مجال استقلالية الأخطاء من الدرجة الأولى. وبالتالي لا يمكن الحكم ما إذا كان هناك ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، لذلك يجب القيام باختبار ثاني وهو اختبار Breush Godfrey

1-2-4- اختبار Breush Godfrey

يرتكز اختبار على مضاعف لاغرونج والذي يتبع توزيع كاي مربع، ويستعمل لمعرفة وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من درجة أكبر من الواحد، أي من درجة ثانية فما فوق. وتقوم فرضية هذا الاختبار كما يلي:

$$H_0 : P_1 = P_2 = \dots = P_p = 0 \quad \text{وتعني لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.}$$

$$H_1 : P_1 \neq P_2 \neq \dots \neq P_p \neq 0 \quad \text{وتعني وجود ارتباط ذاتي للأخطاء.}$$

وعند تطبيق اختبار Breush-Godfrey توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول رقم(08): نتائج اختبار Breush-Godfrey

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	1.610203	Prob. F(2,26)	0.2191	
Obs*R-squared	3.306325	Prob. Chi-Square(2)	0.1914	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 06/21/21 Time: 22:06				
Sample: 1 30				
Included observations: 30				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002560	0.025256	0.101353	0.9200
CMP	-0.005583	0.571647	-0.009767	0.9923
RESID(-1)	0.187814	0.203664	0.922175	0.3649
RESID(-2)	0.254225	0.203440	1.249630	0.2226
R-squared	0.110211	Mean dependent var	-1.85E-18	
Adjusted R-squared	0.007543	S.D. dependent var	0.093064	
S.E. of regression	0.092712	Akaike info criterion	-1.795064	
Sum squared resid	0.223485	Schwarz criterion	-1.608238	
Log likelihood	30.92596	Hannan-Quinn criter.	-1.735297	
F-statistic	1.073468	Durbin-Watson stat	1.871867	
Prob(F-statistic)	0.377517			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

من الجدول رقم (08) أعلاه يتضح لنا أن قيمة LM(2) المحسوبة تساوي (3.3063) وهي أقل توزيع X^2 عند مستوى معنوية 5% والتي تساوي (5.991)، وهذا ما تبينه القيمة الاحتمالية المرفقة حيث بلغت (0.1914) وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي تُقبل فرضية الصفرية بمعنى أنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة (2).

1-2-5- اختبار معنوية المعالم المقدرة

يتم هذا الاختبار بالاعتماد على احصائية (student)، حيث يهدف هذا الاختبار إلى دراسة الدلالة الإحصائية لمتغيرات الدراسة، ويقوم مبدأ الاختبار على أساس القيمة المقارنة بين القيم المحسوبة للمعالم (t-statistic) مع القيمة الجدولية، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية الصفرية، وعكس ذلك نرفض الفرضية البديلة. كما يمكن الحكم على معنوية المعالم من خلال مستوى الدلالة (Prob) بحيث تكون المعالم ذات معنوية إذا كانت قيمة (Prob) أقل من مستوى معنوية 5%.

من خلال الجدول رقم (07) أعلاه نلاحظ أن قيمة احصائية (T) المحسوبة للتكلفة المرجحة لرأس المال (CMP) والمردودية المالية (Rf) تساوي بالقيمة المطلقة (3.2880) وهي أكبر من قيمة (T) الجدولية (2.92)

عند مستوى معنوية 5%، كما نلاحظ أن قيم الدلالة (Prob) أقل من 0.05 حيث قدرت بـ (0.0027)، وهذا يدل على معنوية القيم المحسوبة.

ومن أجل تأكيد الأثر الإيجابي للتكلفة المرجحة لرأس المال للمؤسسات المدرجة في CAC40 على مردوديتها المالية، ولمعرفة أي من التكاليف تحديدا تحقق هذا الأثر سنقوم بإجراء نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر مكونات التكلفة الوسطية المرجحة المتمثلة في تكلفة الديون (Kd) وتكلفة الأموال الخاصة (ke) على المردودية المالية (Rf).

2- عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد

سنحاول في هذا الإطار عرض وتحليل كل من مصفوفة الارتباط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة وذلك لاختبار معنوية النموذج.

2-1- تحليل مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول رقم (09) نتائج الارتباط بين المتغيرين المستقلين المتمثلين في تكلفة الدين (kd)، وتكلفة الأموال الخاصة (ke) على المتغير التابع المتمثل المردودية المالية (Rf).

الجدول رقم(09): مصفوفة الارتباط بين المتغيرين المستقلين

	RF	Ke	Kd
RF	1.0000	0.0494	0.7389
Ke	0.0494	1.0000	0.0789
Kd	0.7397	0.0789	1.0000

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

نلاحظ من خلال الجدول رقم (09) أن الارتباط الثنائي بين المتغيرين المستقلين (ke) و (kd) والمردودية المالية (Rf) يأخذ القيم التالية:

- قدر معامل الارتباط بين تكلفة الأموال الخاصة (ke) والمردودية المالية (Rf) بـ (4.94%). وهذا يدل على وجود علاقة موجبة إلا أنها ضعيفة؛

- قدرت نتائج الارتباط الثنائي بين تكلفة الدين (kd) والمردودية المالية (Rf) بـ: (73.89%)، ما يعني وجود علاقة موجبة قوية بينهما.

- من جهة أخرى نلاحظ من خلال الجدول رقم (09) أن معامل الارتباط بين المتغيرين المستقلين (kd) و (ke) قدر بـ (07.89%) أي وجود علاقة موجبة بينهما لكنها غير قوية.

2-2- تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد

سنقوم في هذا الجزء بعرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تقدير معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية له بدءا باختبار جودة النموذج ثم اختبار المعنوية الكلية والاختبار الذاتي للأخطاء وأخيرا اختبار معنوية المعالم المقدر.

بالاعتماد على النموذج الإحصائي Eviews10 تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (10) : نتائج الانحدار الخطي المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.047200	0.021654	2.179743	0.0382
KE	-0.010970	0.159729	-0.068681	0.9457
KD	2.073881	0.364642	5.687438	0.0000
R-squared	0.546161	Mean dependent var	0.107197	
Adjusted R-squared	0.512544	S.D. dependent var	0.109568	
S.E. of regression	0.076498	Akaike info criterion	-2.208463	
Sum squared resid	0.158003	Schwarz criterion	-2.068343	
Log likelihood	36.12694	Hannan-Quinn criter.	-2.163637	
F-statistic	16.24624	Durbin-Watson stat	1.651203	
Prob(F-statistic)	0.000023			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات Eviews10

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$Rf = 0.0472 - 0.0109 Ke + 2.07388 kd$$

2-2-1- اختبار جودة النموذج

يظهر الجدول (10) أعلاه أن قيمة معامل التحديد R-Squared تساوي (0.5461) وهذا يعني أن نسبة (54.61%) من التغير في المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 ترجع إلى المتغيرين (Kd) و (Ke). أما النسبة المتبقية (45.39%) فترجع لعوامل أخرى لم يتم ادراجها في النموذج.

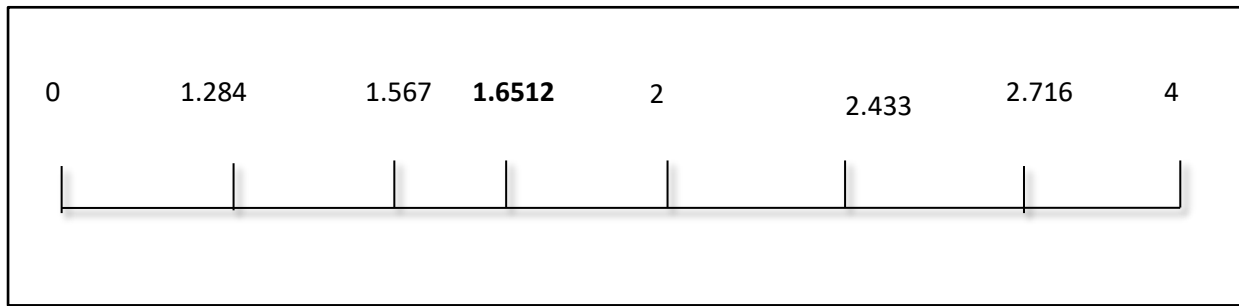
2-2-2- اختبار المعنوية الكلية

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10) أعلاه أن إحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي (16.2462) أكبر من القيمة الجدولية (F(3, 27, 0.05) والتي تساوي (0.960) عند مستوى معنوية 5%، كما أن مستوى الدلالة (F-Statistic) prob التي تقدر بـ (0.0000) أقل تماما من (0.05) مما يعني قبول الفرضية H_1 أي أن النموذج يتمتع بمعنوية كلية والمعالم تختلف كليا عن الصفر.

2-2-3- اختبار ذاتي للأخطاء

يتضح من خلال الجدول رقم (10) أن القيمة الاحصائية (Durbin-Watson) مساوية لـ (1.6512) وبعد مقارنتها مع قيمة (dl) و (du) الموضحة في الجدول (D.W) واللذان تساويان (1.284) و (1.567) على التوالي، إضافة إلى القيمتين (4-du) و (4-dl) واللذان تساويان (2.433) و (2.716) على التوالي، تم التوصل إلى أن القيمة الاحصائية المحسوبة تقع داخل مجال استقلالية الأخطاء ومنه عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (23) الموالي:

الشكل الرقم(21):التمثيل البياني لاختبار Durbin Watson لنموذج الانحدار المتعدد



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول (DW) ومخرجات برنامج Eviews10 .

2-2-4- اختبار معنوية المعالم

يلاحظ من خلال جدول رقم (10) أن احصائية (T) المحسوبة للمتغير المستقل (kd) والتي تساوي بالقيمة المطلقة 5.6874 أكبر من القيمة الجدولية التي تساوي (2.353) كما أن مستوى دلالة Prob أقل من (0.05) حيث قدر بـ (0.0000)، وهذا يدل على معنوية القيمة المحسوبة.

في حين نلاحظ عدم معنوية تكلفة الأموال الخاصة (ke)، حيث بلغت قيمتها المحسوبة بالقيمة المطلقة (0.6868) وهي أقل من القيمة الجدولية (2.353) كما أن قيمة prob أكبر من (0.05) والتي قدرت بـ (0.9457).

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بعد تحليل بيانات الدراسة يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها على النحو التالي:

- تبين نتائج نموذج الانحدار البسيط أن المتغير المستقل (CMP) يرتبط ارتباطا موجبا على المردودية المالية (Rf) للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 بما قيمته (52.77%)، حيث أن زيادة التكلفة الوسطية المرجحة بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع المردودية المالية بـ (1.9055) وحدة، والسبب في ذلك هو أن الزيادة في تكلفة رأس المال تؤدي إلى زيادة المخاطر وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع العائد المطلوب من طرف المساهمين والمقرضين. إلا أن هناك بعض الأدبيات المالية ترى أن الإدارة الرشيدة تتوجه نحو تخفيض التكلفة قدر الإمكان من خلال اختيار الهيكل التمويلي الأمثل، حيث أنه كلما قلت تكلفة رأس المال، أدى ذلك إلى زيادة أرباح

المؤسسة، وبالتالي تعظيم المردودية المالية والعكس صحيح، وقد تعارضت نتيجة دراستنا مع دراسات كل من محمد شداب (2015)، سعيد وقار حسين وآخرون (2012) و بسام الآغا (2005) و غسان محمد نومان (2017)، أشا شارما (2012)، كما لاحظنا من خلال بحثنا أنه لا توجد دراسات تتوافق نتائجها مع النتائج التي تحصلنا عليها.

وكما يمكن تفسير أثر كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية من خلال نتائج الانحدار الخطي المتعدد كالتالي:

- ترتبط تكلفة الديون ارتباطا موجبا مع المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 بما قيمته (73.89%)، حيث أن زيادة تكلفة الديون بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المردودية المالية ب(1.84) وحدة والسبب في ذلك يعود إلى أن الديون تعتبر مصدر تمويلي منخفض التكلفة نسبيا مقارنة بتكلفة التمويل برؤوس الأموال الخاصة وذلك لأن معدلات الفائدة التي تطالب بها البنوك وحملة السندات منخفضة بشكل كبير مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار التي يطالب به حملة الأسهم العادية، وكذلك استعادة المؤسسة من مزايا ضريبية من وراء التمويل بالقروض لأن المصاريف المالية المرتبطة بفوائد القروض تعتبر من الأعباء التي تخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، وهذا ما يجعل معدل الفائدة الفعلي للقروض أقل بكثير من معدل الفائدة الإسمي الظاهر في عقد الاقتراض، خاصة في حالة ارتفاع معدلات الضريبة. وبالتالي فإذا استخدمت المؤسسة التمويل بالديون وحققت مردودية اقتصادية أعلى من تكلفة الديون فإن الفرق بينهما سيعود إلى المساهمين، وكلما كان هذا الفرق أكبر وتمويل المساهمين أقل، كان العائد على حقوق المساهمين أكبر، أي أن التمويل بالديون يعظم المردودية المالية.

ومن جهة أخرى يمكن تفسير العلاقة الموجبة بين تكلفة الديون والمردودية المالية على أن الزيادة في استخدام الديون تؤدي إلى ارتفاع تكلفتها، وهذا ما ينتج عنه ظهور تكاليف الإفلاس، حيث يقوم المقرضون بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين، وبالتالي سوف يتحملون وهدفهم مخاطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بالحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضهم عن ذلك. وقد تعارضت هذه النتيجة مع دراسة كل من بسام الآغا (2005) وغسان محمد نومان (2017).

- لم تشر نتائج المعالجة الإحصائية إلى وجود تأثير معنوي لتكلفة الأموال الخاصة (Ke) على المردودية المالية (Rf) للمؤسسات المدرجة في CAC40 وقد يعود سبب ذلك إلى انخفاض نسبة التمويل بالأموال الخاصة في هذه المؤسسات واعتمادها بشكل كبير على الديون بسبب تخوف المساهمين من الوقوع في مخاطر تجميع السلطة ومخاطر تجميع الأرباح الموزعة. كما أن الأوضاع التي مر بها الاقتصاد بسبب جائحة كورونا جعل معظم المؤسسات محل الدراسة تخفض من نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين وهذا ما يفسر عدم معنوية تكلفة الأموال الخاصة.

لا تتفق هذه النتيجة مع ما جاءت به الأدبيات المالية التي تشير إلى وجود تأثير لتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية فهذه التكلفة تكون في الغالب مرتبطة بمعدل العائد الذي تحققه المؤسسة، حيث تقوم

الإدارات عند اتخاذها لقرارتها الاستثمارية بالأخذ بعين الاعتبار تحقيق عوائد تفوق التكاليف التي تتحملها جراء الاعتماد على أموالها الخاصة لأن الأموال الخاصة تكون آمنة ولا تشكل مخاطر، وبالتالي فإن المساهم لا يقبل أي فرصة استثمارية تكون فيها تكاليف الأموال الخاصة أكبر من العوائد المحققة في هذه المشاريع، وقد تعارضت هذه النتيجة أيضا مع دراسة كل من بسام الآغا (2005)، وغسان محمد نومان (2017).

خلاصت القول انه لمعرفة أثر التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر بالاعتماد على نموذج الانحدار البسيط، واعتمدنا أيضا على نموذج الانحدار المتعدد لمعرفة أثر كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة. وقد توصلنا إلى نتائج مفادها وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لكل من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال وتكلفة الديون على المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة، أما بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة فقد توصلنا لعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية على المردودية المالية لتلك المؤسسات.

خلاصة الفصل

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل نستخلص أن مؤشر CAC40 من أكبر المؤشرات تداولاً في بورصة يورونيست المعروفة سابقاً ببورصة باريس، ويعكس المؤشر نشاط أكبر 40 مؤسسة فرنسية. كما أنه يعطي فكرة عامة عن صحة الاقتصاد الفرنسي وبورصة باريس. وقد شهدت قيم مؤشر CAC40 تذبذباً كبيراً منذ إنشائه. ولحساب هذا المؤشر يمكن التمييز بين طريقتين هما طريقة الحساب المرجح بالرسمة البورصية، وكذلك طريقة الحساب على قاعدة التعويم الحر.

ولمعرفة أثر التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر بالاعتماد على نموذج الانحدار البسيط. كما اعتمدنا أيضاً على نموذج الانحدار المتعدد لمعرفة أثر كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة، وعلى ضوء ذلك توصلنا إلى النتائج التالية:

- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 .

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الديون على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 .

- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC 40 .

الخاتمة

تواجه المؤسسة تحديات كبيرة في تحديد مصادر التمويل التي توفر لها أدنى تكلفة ممكنة لتلبية احتياجاتها في تمويل استثماراتها، أين تبرز كفاءة الإدارة المالية في مدى قدرتها على تحقيق الأهداف المسطرة التي تركز على تشكيل توليفة مثلى لهيكل رأس المال، حيث تسعى المؤسسة لتعظيم مردوديتها المالية من خلال الاستغلال الأفضل لمصادر التمويل.

وعلى هذا الأساس حاولنا دراسة أثر التكلفة الوسطية المرجحة على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، حيث تناولنا هيكل رأس المال ومكوناته، تكلفة كل مكون، والنظريات المفسرة له في الفصل الأول. وتطرقنا في الفصل الثاني إلى أساسيات حول المردودية المالية وعلاقتها بالتكلفة المرجحة لرأس المال. كما حاولنا في الفصل الثالث الإجابة على الفرضيات من خلال اسقاطها على المؤسسات محل الدراسة، وهذا بهدف تحديد مدى تأثير تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية لهذه المؤسسات.

-اختبار الفرضيات

من خلال تقديرنا للنماذج توصلنا إلى ما يلي:

الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، واستنادا لنتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي أظهر أن قيمة التكلفة المرجحة لرأس المال أقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت بـ(0.0027) كما أن قيمة المعامل تساوي (1.9055)، وهذا يدل أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لها أثر معنوي إيجابي على المردودية المالية لهذه المؤسسات ومنه نثبت صحة الفرضية.

الفرضية الثانية: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الديون على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، فقد توصلنا من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد إلى أن لتكلفة الديون قيمة معنوية أقل من مستوى المعنوية 5%، وقدرت بـ(0.000)، كما أن قيمة المعامل تساوي (2.0738)، وهذا يفسر أن تكلفة الديون لها أثر إيجابي على المردودية المالية ومنه نثبت صحة الفرضية.

الفرضية الثالثة: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، لأن لديها مستوى معنوية أكبر من 5% وقدرت بـ0.9457، ومنه نفي صحة هذه الفرضية.

نتائج الجانب النظري:

- الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي تتحصل المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، حيث يضم جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية والقروض الطويلة والقصيرة الأجل، وعليه يعد هيكل رأس المال جزء منه حيث يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل فقط.

- أمام المؤسسة مصدرين أساسيين للتمويل، إما التمويل عن طريق أموال الملكية أو التمويل عن طريق أموال الاستدانة، حيث أن كل صنف منهما ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية. من بين أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية وممتازة أو التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا لعدم كفاية أموال الملكية

في غالب الأحيان يجب على المؤسسة تغطية كامل الاحتياجات المالية لها من خلال اللجوء إلى مصدر تمويلي آخر يتمثل في التمويل عن طريق أموال الاستدانة.

- تعتبر تكلفة رأس المال العامل الرئيسي في تحديد هيكل رأس مال المؤسسة ونسبة كل عنصر فيه، وبعد تقدير التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي داخل هيكل رأس مال المؤسسة تتم عملية ترجيح التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي بوزنه في هيكل رأس المال بهدف الحصول على متوسط تكلفة التمويل المرجحة.

- توجد عدة مداخل تؤخذ في الحساب عند حساب تكلفة رأس المال منها مدخل الأوزان الفعلية، الذي عادة ما يحسب على أساس التكلفة بترجيح القيمة الدفترية، أو بترجيح القيمة السوقية، بالإضافة إلى المدخل المستهدف والحدى.

- هناك العديد من النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الأموال إلى حدودها الدنيا، ومن بين أهم هذه النظريات نجد النظريات التقليدية المتمثلة في مدخل صافي الربح، مدخل صافي الربح التشغيلي، المدخل التقليدي، ومدخل M&M، والنظريات الحديثة وهي نظرية التوازن والنظريات متعددة الأشكال.

- تعتبر المردودية المالية عن مستوى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع الأموال الخاصة، وبالتالي فهي تعتبر مقياساً للكفاءة الاقتصادية ويجب دراستها بدقة لوضع نقاط مرجعية لنشاط المؤسسة الزمني أو المكاني.

- يجب على المؤسسة التحكم في مردوديتها المالية بفعالية وهذا عن طريق مراقبة محدداتها والتحكم فيها.

نتائج الجانب التطبيقي:

فيما يخص الدراسة القياسية فقد توصلنا إلى النتائج التالية:

- يوجد تأثير موجب ذو دلالة إحصائية للتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على المردودية المالية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، وهذا بسبب العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر، حيث أنه كلما زادت التكلفة المرجحة لرأس المال تزداد المخاطر وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب. تعارضت هذه النتيجة مع دراسة كل من (محمد شداب سنة 2015) و(سيد وقار الحسين وغزنفر علي وزيا اسلام 2012) وغسان محمد نومان (2017)، حيث استتجت هذه الدراسات وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية بين المتغيرين.

- يوجد تأثير موجب ذو دلالة إحصائية لتكلفة الديون على المردودية المالية لمؤسسات محل الدراسة، قد يعود هذا التأثير إلى أن الديون مصدر تمويلي منخفض التكلفة نسبياً، كما يوفر وفر ضريبي نتيجة طرح مصاريف الفائدة من النتيجة قبل الضريبة مما يخفف من العبء الضريبي، وبالتالي إذا استخدمت المؤسسة التمويل بالديون وحقت مردودية اقتصادية أعلى من تكلفة الديون، فإن الفرق سيعود على المساهمين، وهذا ما يعرف بالأثر الإيجابي للرافعة المالية، أي أن التمويل بالديون يعظم المردودية المالية في هذه الحالة. ويمكن تفسير أيضاً الأثر الموجب لتكلفة الديون على المردودية المالية بأنه عند استخدام الديون يؤدي إلى زيادة تكلفتها وهذا

ما ينتج عنه ظهور تكاليف الإفلاس وبالتالي يتحمل المساهمين مخاطر أكبر تجعلهم يطالبون بمعدل عائد أكبر (تعظيم المردودية المالية).

-عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة على المردودية المالية في المؤسسات محل الدراسة، وقد يعود ذلك إلى انخفاض نسبة التمويل بالأموال الخاصة واعتمادها على الديون بشكل كبير في هيكلها التمويلي.

الاقتراحات:

على ضوء النتائج التي تم الوصول إليها يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات نوجزها فيما يلي:
-ينبغي على إدارة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، عند اتخاذها قرارات التمويل أن تعمل على التنوع في المصادر المتاحة في السوق المالي، مع ضرورة الاختيار الدقيق لها، وأن تعمل على تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر.

-تشجيع المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 على تمويل نشاطاتها من خلال زيادة رأس المال بالأموال الخاصة بدلا من الاعتماد على القروض وذلك للحفاظ على استقلاليتها المالية، وسلطة اتخاذ قراراتها.

-يتوجب على المسيرين الماليين للمؤسسات محل الدراسة الأخذ بعين الاعتبار التكلفة التمويلية عند اختيار مصادر التمويل بهدف تكوين هيكل مالي أمثل.

-يجب على المؤسسات محل الدراسة مراعاة أن تكون المردودية المتوقعة كافية لتعويض حملة الأسهم عن المخاطر التي يتعرضون لها.

آفاق الدراسة

من خلال معالجتنا لهذا الموضوع وعلى ضوء النتائج المتوصل إليها والصعوبات التي واجهتنا، وبما أن هذه الدراسة ما هي إلا محاولة منا لمعالجة مثل هكذا المواضيع رغم محدودية الدراسة ذات الصلة، نقترح بعض المواضيع التي تبين لنا أنها جديرة بالاهتمام نذكر منها:

- أثر تكلفة الوسطية المرجحة على معدل العائد للأصول.
- أثر تكلفة هيكل رأس المال على نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.
- أثر تكلفة هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة.
- أثر الرفع المالي على معدل العائد على حقوق الملكية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

(أ) الكتب:

- (1) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- (2) أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- (3) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- (4) أمين السعيد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.
- (5) إيهاب عبد السلام محمود، تحليل البرنامج الإحصائي spss ، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- (6) جيلالي جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
- (7) حسن علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- (8) حسن علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- (9) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004.
- (10) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية: الشركات المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- (11) دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2009.
- (12) دريد كامل آل شبيب، المقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- (13) زكريا لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، الطبعة الأولى، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2014.
- (14) سعدان شباكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- (15) السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، السعودية، 2000.

- 16) سمير عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في اتخاذ القرارات، مركز الاسكندرية للكتاب، الاسكندرية، مصر، 2006.
- 17) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 18) الشريف عليان وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر للتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 19) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 20) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 21) عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 22) عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جابر العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، 2007.
- 23) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 24) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي: بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 25) عدنان الوداد العذاري، الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 26) عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- 27) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 28) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 29) علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 30) فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الإثراء للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2013.
- 31) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 32) فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

- 33) كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الإبراهيمية، الاسكندرية، مصر، 2001.
- 34) محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
- 35) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 36) محمد شفيق حسين طنيب، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1997.
- 37) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الادارة المالية، الدار الجامعية للنشو والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2001.
- 38) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2004.
- 39) محمد صالح الحناوي، ابراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، دار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 40) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2008.
- 41) محمد صالح الحناوي، وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديد، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 42) محمد صالح القرشي، مقدمة في الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 43) محمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والاحصائي للعلاقات الاقتصادية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2009.
- 44) محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثناء للنشر والتوزيع، ابلأردن، 2013.
- 45) محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني: الاساليب والادوات والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل لشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2003.
- 46) مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتب المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2008.
- 47) مليكة زغيب، الميلود بشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2010.
- 48) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الجزء الثاني منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998.
- 49) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2005.

- 50) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999.
- 51) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2004.
- 52) هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر لطباعة والنشر والتوزيع، 2000.
- 53) وليد اسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 54) يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008.

(ب) المجلات:

- 1) إبراهيم يعقوب إسماعيل، جلال يوسف صالح، امكانية تطبيق القيم العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة السودان للعلوم وتكنولوجيا، 2016.
- 2) حاكم محسن الربيعي، نظرية التوقيت السوق وتأثيرها في هيكل راس المال، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والعلوم الادارية، العراق، بدون سنة.
- 3) حسنين كاظم عوجه وآخرون، قياس القيمة العادلة الاقتصادية للاسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والعلوم الادارية، العدد 29، جامعة الكوفة العراق، السنة التاسعة.
- 4) حمزة غربي، عيسى بدروني، العوامل المحددة لتكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة: المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، العدد 02، 2019.
- 5) رضوان العمار، دنيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة التشيرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد 06، 2018.
- 6) سفيان دلفوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، جامعة سطيف، 2018.
- 7) سليم مجلخ، أثر سعر الصرف على المردودية المالية للمؤسسة، مجلة الحكمة لدراسات الاقتصادية، العدد 12، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2018.
- 8) عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009-2010.
- 9) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.

- (10) عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، تأثير توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.
- (11) مليكة زغيب، نظيرة قلادي، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2014.
- (12) وليد بشيبيشي وآخرون، أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية: دراسة تطبيقية، مجلة آفاق علمية، العدد 01، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2021.

(ج) اطروحات ومذكرات:

- (1) أشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال لشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، جامعة الأزهر غزة، فلسطين، 2016.
- (2) أمين عكوش، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2010/2011.
- (3) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2011/2012.
- (4) إلياس خضير الحمدوني، فائز هليل سريح الصبحي، «العلاقة بين الرفع وعوائد الأسهم»، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 08، جامعة الموصل.
- (5) بسام الآغا، أثر الرفع وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005.
- (6) حليلة عطية، دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص الاواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2015.
- (7) حمزة خليفة، دور القوائم المالية في اعداد بطاقة الأداء المتوازن لتقييم المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غي منشورة في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2017/2018.
- (8) حنان بوطغان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 اوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2007.
- (9) زعود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2009.
- (10) سلوى صويلح، أثر الرفع المالي في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، الجزائر، 2017/2018.

- (11) عبد الكريم بوحادرة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص ادارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012/2011.
- (12) عماد الدين شرابي، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011/2010.ذ.
- (13) غسان محمد نومان المشهداني، أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم قيمة ثروة الملاك، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص محاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2017.
- (14) غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير غير منشورة تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
- (15) غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، 2012.
- (16) كنزة شرابي باية، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 03، 2014/2013.
- (17) لامية بوتسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص ادارة اعمال المؤسسات، جامعة جيجل، 2009/2008.
- (18) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية لهيكل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016/2015.
- (19) محمد شعبان، نحو اختيار تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010/2009.
- (20) ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة، مذكرة ماستر غير منشورة تخصص مالية المؤسسة، جامعة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013/2012،
- (21) ياسين العايب، اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011/2010.
- (22) اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها، مذكرة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، جامعة باتنة، الجزائر، 2008.

(د) الملتقيات والمؤتمرات:

- (1) عبد المجيد قدي، عبد الوهاب دادن، تحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية كأسلوب لتقييم الأداء المالي، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 08-09 مارس 2009.

2) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية**، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسط، في الدول العربية، جامعة وقلعة، الجزائر، يومي 17-18 أفريل 2006.

هـ) القرارات والمراسيم الرسمية

1- القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 19 لسنة 2009.

-ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

a) Les Livres :

- 1) Alain Capiez, **Eléments De Gestion Financière**, 4^{ème} Edition, Masson, France, 1995.
- 2) Aswath Damodaran, **Pratique de la finance D'entreprise**, 1^{ière} Edition, Groupe de Boeck, Bruxelles, 2010.
- 3) Béatrice et Francis Grandguillot, **analyse financière**, 7^{ème} édition, Paris, 2003,
- 4) Bernard colasse, **La rentabilité de l'entreprise: analyse prévision et contrôle**, 3^{ème} édition, Dunod, paris, 1982.
- 5) Bernard Colasse, **gestion de l'entreprise**, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, 1997.
- 6) Bourbonnais Régie, **Econométrie**, 9^{ème} édition, dunod, paris, 2015.
- 7) Christian Zambotto, Corine Zambotto, **Gestion financière finance d'entreprise**, 8^{ème} édition, Dunod, Paris, 2009.
- 8) Georges Depallens, **Gestion Financière de l'entreprise**, 07 édition, Dalloz – sirey, France, 1980.
- 9) Griffiths Stéphane, **Gestion Financière**, édition Chihab, Alger, 1996
- 10) Hervé Hutin, **Toute ha finance D'entreprise En Pratique**, 2^e Edition, éditions d'Organisation, Paris, 2002.
- 11) Horne Van, James C, **Financial Management and Policy**, 9th edition, prentice Hall, New jersey, 1989.
- 12) Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, **Finance**, 4^e edition, paris, 2005.
- 13) Jean Barreau et Jacqueline Delahaye, **gestion Financière : manuel et applications**, Dunod, 9^{ème} édition, paris, 2000
- 14) Khemissi chiha, **finance d'entreprise: Approche stratégique**, Houma éditions, Alger, 2009.
- 15) Michel Albouy, **Décisions Financières et Création De valeur**, 2^{ème} édition, Economica, Paris, 2003.
- 16) Nathalie Mourgues, **financement et cout du capital de l'enterprise**, Economica, paris, 1993.

17) Paramasivan and Subramanian, **Financial Management**, New age international Publishers, 2009.

18) Piero Conso, **La gestion Financière de l'entreprise**, 7^{ème} édition, dalloz, Paris, 1997.

19) Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8^e édition, Par Pascal Quiry Et Yann le FUR, Editions Dalloz, Paris, 2010.

-Les revues:

1) Jensen Michael & Meckling William, **Theory of The Firm: Managerial Behavior agency costs and Ownership Structure**, Journal of financial economics, V.3 NO.4, July 1976.

2) Mauro Bini, **Implied Cost of Capital: How to Calculate It and How to Use It**, Business Valuation OIV Journal Fall, VOL 9 No 2-3, 2018,

3) Myers. Stewart c, Majluf. Nicholas s, **Corporate Financing and investment: decisions when Firms have information that investors do not have**, Journal of financial economies, Vol 13, issue 2, 1984

-les rapports :

1)Olivier Garnier & Ronan Mahieu & Jean-Pierre Villetelle, **Cout du Capital**, Conseil national de l'information Statistique Rapport du groupe de travail, France, Juillet 2015.

-Les sites électroniques:

1) <https://fr.investing.com/indices/france-40-chart>

2) <https://Fn.m.wikipedia.org/wiki/cac40>

3) <https://www.avatrade.com/cfd-trading/indices/cac-40>

4) <http://www.banins.org/archives/histocac/compcac.php>

ملاحق

ملحق رقم (1): جدول توزيع Student

Loi de Student avec k degrés de liberté

k	γ										
	0.25	0.20	0.15	0.10	0.05	0.025	0.010	0.005	0.0025	0.0010	0.0005
1	1.000	1.376	1.963	3.078	6.314	12.71	31.82	63.66	127.3	318.3	636.6
2	0.816	1.061	1.386	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	14.09	22.33	31.60
3	0.765	0.978	1.250	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	7.453	10.21	12.92
4	0.741	0.941	1.190	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	5.598	7.173	8.610
5	0.727	0.920	1.156	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	4.773	5.893	6.869
6	0.718	0.906	1.134	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	4.317	5.208	5.959
7	0.711	0.896	1.119	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.029	4.785	5.408
8	0.706	0.889	1.108	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	3.833	4.501	5.041
9	0.703	0.883	1.100	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	3.690	4.297	4.781
10	0.700	0.879	1.093	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	3.581	4.144	4.587
11	0.697	0.876	1.088	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	3.497	4.025	4.437
12	0.695	0.873	1.083	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.428	3.930	4.318
13	0.694	0.870	1.079	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.372	3.852	4.221
14	0.692	0.868	1.076	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.326	3.787	4.140
15	0.691	0.866	1.074	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.286	3.733	4.073
16	0.690	0.865	1.071	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.252	3.686	4.015
17	0.689	0.863	1.069	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.222	3.646	3.965
18	0.688	0.862	1.067	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.197	3.610	3.922
19	0.688	0.861	1.066	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.174	3.579	3.883
20	0.687	0.860	1.064	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.153	3.552	3.850
21	0.686	0.859	1.063	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.135	3.527	3.819
22	0.686	0.858	1.061	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.119	3.505	3.792
23	0.685	0.858	1.060	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.104	3.485	3.767
24	0.685	0.857	1.059	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.091	3.467	3.745
25	0.684	0.856	1.058	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.078	3.450	3.725
26	0.684	0.856	1.058	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.067	3.435	3.707
27	0.684	0.855	1.057	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.057	3.421	3.690
28	0.683	0.855	1.056	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.047	3.408	3.674
29	0.683	0.854	1.055	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.038	3.396	3.659
30	0.683	0.854	1.055	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.030	3.385	3.646
40	0.681	0.851	1.050	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	2.971	3.307	3.551
50	0.679	0.849	1.047	1.299	1.676	2.009	2.403	2.678	2.937	3.261	3.496
60	0.679	0.848	1.045	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	2.915	3.232	3.460
80	0.678	0.846	1.043	1.292	1.664	1.990	2.374	2.639	2.887	3.195	3.416
100	0.677	0.845	1.042	1.290	1.660	1.984	2.364	2.626	2.871	3.174	3.390
120	0.677	0.845	1.041	1.289	1.658	1.980	2.358	2.617	2.860	3.160	3.373
∞	0.674	0.842	1.036	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	2.807	3.090	3.291

ملحق رقم (2): جدول توزيع Fisher

Quantiles d'ordre 0.95 de la loi de Fisher

Degrés de liberté du numérateur sur la première ligne

Degrés de liberté du dénominateur sur la colonne de gauche

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5	241.9
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40
3	10.13	9.552	9.277	9.117	9.013	8.941	8.887	8.845	8.812	8.786
4	7.709	6.944	6.591	6.388	6.256	6.163	6.094	6.041	5.999	5.964
5	6.608	5.786	5.409	5.192	5.050	4.950	4.876	4.818	4.772	4.735
6	5.987	5.143	4.757	4.534	4.387	4.284	4.207	4.147	4.099	4.060
7	5.591	4.737	4.347	4.120	3.972	3.866	3.787	3.726	3.677	3.637
8	5.318	4.459	4.066	3.838	3.687	3.581	3.500	3.438	3.388	3.347
9	5.117	4.256	3.863	3.633	3.482	3.374	3.293	3.230	3.179	3.137
10	4.965	4.103	3.708	3.478	3.326	3.217	3.135	3.072	3.020	2.978
11	4.844	3.982	3.587	3.357	3.204	3.095	3.012	2.948	2.896	2.854
12	4.747	3.885	3.490	3.259	3.106	2.996	2.913	2.849	2.796	2.753
13	4.667	3.806	3.411	3.179	3.025	2.915	2.832	2.767	2.714	2.671
14	4.600	3.739	3.344	3.112	2.958	2.848	2.764	2.699	2.646	2.602
15	4.543	3.682	3.287	3.056	2.901	2.790	2.707	2.641	2.588	2.544
16	4.494	3.634	3.239	3.007	2.852	2.741	2.657	2.591	2.538	2.494
17	4.451	3.592	3.197	2.965	2.810	2.699	2.614	2.548	2.494	2.450
18	4.414	3.555	3.160	2.928	2.773	2.661	2.577	2.510	2.456	2.412
19	4.381	3.522	3.127	2.895	2.740	2.628	2.544	2.477	2.423	2.378
20	4.351	3.493	3.098	2.866	2.711	2.599	2.514	2.447	2.393	2.348
21	4.325	3.467	3.072	2.840	2.685	2.573	2.488	2.420	2.366	2.321
22	4.301	3.443	3.049	2.817	2.661	2.549	2.464	2.397	2.342	2.297
23	4.279	3.422	3.028	2.796	2.640	2.528	2.442	2.375	2.320	2.275
24	4.260	3.403	3.009	2.776	2.621	2.508	2.423	2.355	2.300	2.255
25	4.242	3.385	2.991	2.759	2.603	2.490	2.405	2.337	2.282	2.236
26	4.225	3.369	2.975	2.743	2.587	2.474	2.388	2.321	2.265	2.220
27	4.210	3.354	2.960	2.728	2.572	2.459	2.373	2.305	2.250	2.204
28	4.196	3.340	2.947	2.714	2.558	2.445	2.359	2.291	2.236	2.190
29	4.183	3.328	2.934	2.701	2.545	2.432	2.346	2.278	2.223	2.177
30	4.171	3.316	2.922	2.690	2.534	2.421	2.334	2.266	2.211	2.165
40	4.085	3.232	2.839	2.606	2.449	2.336	2.249	2.180	2.124	2.077
50	4.034	3.183	2.790	2.557	2.400	2.286	2.199	2.130	2.073	2.026
60	4.001	3.150	2.758	2.525	2.368	2.254	2.167	2.097	2.040	1.993
70	3.978	3.128	2.736	2.503	2.346	2.231	2.143	2.074	2.017	1.969
80	3.960	3.111	2.719	2.486	2.329	2.214	2.126	2.056	1.999	1.951
90	3.947	3.098	2.706	2.473	2.316	2.201	2.113	2.043	1.986	1.938
100	3.936	3.087	2.696	2.463	2.305	2.191	2.103	2.032	1.975	1.927
150	3.904	3.056	2.665	2.432	2.274	2.160	2.071	2.001	1.943	1.894
200	3.888	3.041	2.650	2.417	2.259	2.144	2.056	1.985	1.927	1.878
400	3.865	3.018	2.627	2.394	2.237	2.121	2.032	1.962	1.903	1.854

TABLE DE DURBIN-WATSON
Risque $\alpha = 5 \%$

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂	d ₁	d ₂
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,83
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,47	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).

n est la taille de l'échantillon.

ملحق رقم (4): جدول توزيع (CHI-DEUX (X^2))

TABLE DE LA LOI DU CHI-DEUX

Valeurs de χ^2 ayant la probabilité P d'être dépassées

ν	$P = 0,90$	0,80	0,70	0,50	0,30	0,20	0,10	0,05	0,02	0,01
1	0,0158	0,0642	0,148	0,455	1,074	1,642	2,706	3,841	5,412	6,635
2	0,211	0,446	0,713	1,386	2,408	3,219	4,605	5,991	7,824	9,210
3	0,584	1,005	1,424	2,366	3,665	4,642	6,251	7,815	9,837	11,345
4	1,064	1,649	2,195	3,357	4,878	5,989	7,779	9,488	11,668	13,277
5	1,610	2,343	3,000	4,351	6,064	7,289	9,236	11,070	13,388	15,086
6	2,204	3,070	3,828	5,348	7,231	8,558	10,645	12,592	15,033	16,812
7	2,833	3,822	4,671	6,346	8,383	9,803	12,017	14,067	16,662	18,475
8	3,490	4,594	5,527	7,344	9,524	11,030	13,362	15,507	18,168	20,090
9	4,168	5,380	6,393	8,343	10,656	12,242	14,684	16,919	19,679	21,666
10	4,865	6,179	7,267	9,342	11,781	13,442	15,987	18,307	21,161	23,209
11	5,578	6,989	8,148	10,341	12,899	14,631	17,275	19,675	22,618	24,725
12	6,304	7,807	9,034	11,340	14,011	15,812	18,549	21,026	24,054	26,217
13	7,042	8,634	9,926	12,340	15,119	16,985	19,812	22,362	25,472	27,688
14	7,790	9,467	10,821	13,339	16,222	18,151	21,064	23,685	26,873	29,141
15	8,547	10,307	11,721	14,339	17,322	19,311	22,307	24,996	28,259	30,578
16	9,312	11,152	12,624	15,338	18,418	20,465	23,542	26,296	29,633	32,000
17	10,085	12,002	13,531	16,338	19,511	21,615	24,769	27,587	30,995	33,409
18	10,865	12,857	14,440	17,338	20,601	22,760	25,989	28,869	32,346	34,805
19	11,651	13,716	15,352	18,338	21,689	23,900	27,204	30,144	33,687	36,191
20	12,443	14,578	16,266	19,337	22,775	25,038	28,412	31,410	35,020	37,566
21	13,240	15,445	17,182	20,337	23,858	26,171	29,615	32,671	36,343	38,932
22	14,041	16,314	18,101	21,337	24,939	27,301	30,813	33,924	37,659	40,289
23	14,848	17,187	19,021	22,337	26,018	28,429	32,007	35,172	38,968	41,638
24	15,659	18,062	19,943	23,337	27,096	29,553	33,196	36,415	40,270	42,980
25	16,473	18,940	20,867	24,337	28,172	30,675	34,382	37,652	41,566	44,314
26	17,292	19,820	21,792	25,336	29,246	31,795	35,563	38,885	42,856	45,642
27	18,114	20,703	22,719	26,336	30,319	32,912	36,741	40,113	44,140	46,963
28	18,939	21,588	23,647	27,336	31,391	34,027	37,916	41,337	45,419	48,278
29	19,768	22,475	24,577	28,336	32,461	35,139	39,087	42,557	46,693	49,588
30	20,599	23,364	25,508	29,336	33,530	36,250	40,256	43,773	47,962	50,892

الملحق رقم (05): القوائم المالية (Accor)

5.1.3 État de la situation financière

Actif

(en millions d'euros)	Notes	Déc. 2018 *	Déc. 2019
ÉCARTS D'ACQUISITION	7	2 068	1 995
IMMOBILISATIONS INCORPORELLES	7	3 053	3 049
IMMOBILISATIONS CORPORELLES	7	1 183	632
DROITS D'UTILISATION	8	-	531
Titres mis en équivalence	5	2 177	1 841
Actifs financiers non courants	10	339	392
IMMOBILISATIONS FINANCIÈRES		2 516	2 224
Actifs d'impôts différés	11	199	218
Actifs sur contrats	3	174	26
Autres actifs non courants		4	4
Actifs non courants		9 197	8 869
Stocks	3	15	20
Clients	3	617	649
Autres actifs courants	3	258	264
Actifs financiers courants	10	55	61
Trésorerie et équivalents de trésorerie	10	2 820	2 279
Actifs courants		3 764	3 274
Actifs destinés à être cédés	2	14	170
TOTAL ACTIF		12 975	13 904

Passif

(en millions d'euros)	Notes	Déc. 2018 *	Déc. 2019
Capital	12	848	813
Primes et réserves	12	2 361	4 427
Résultat de l'exercice		2 233	464
CAPITAUX PROPRES ATTRIBUABLES AUX ACTIONNAIRES ORDINAIRES		5 441	5 703
Titres subordonnés à durée indéterminée	12	887	1 127
Capitaux propres par Groupe		6 328	6 830
Intérêts minoritaires	12	16	148
Capitaux propres	12	6 443	6 978
Dettes financières à long terme	10	2 760	2 820
Dettes de loyers long terme	8	-	461
Passifs d'impôts différés	11	573	604
Provisions non courantes	9	125	89
Passifs sur contrats non courants	3	27	26
Passifs non courants		3 486	4 001
Fournisseurs	3	426	441
Autres passifs courants	3	698	703
Provisions courantes	9	449	316
Passifs sur contrats courants	3	201	228
Dettes financières à court terme	10	1 268	306
Dettes de loyers court terme	8	-	87
Passifs courants		3 042	2 080
Passifs relatifs aux actifs destinés à être cédés	2	6	845
TOTAL PASSIF		12 975	13 904

5.1.1 Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Notes	2018 *	2019
CHIFFRE D'AFFAIRES	3	3 282	4 049
Charges d'exploitation	3	(2 656)	(3 224)
EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	3	626	825
Amortissements et provisions		(120)	(328)
RÉSULTAT D'EXPLOITATION	5	505	497
Quote-part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	5	80	3
RÉSULTAT D'EXPLOITATION APRÈS RÉSULTATS DES MISES EN ÉQUIVALENCE	5	585	501
Produits et charges non courants	6	(432)	177
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	10	153	678
Résultat financier	10	(83)	(75)
Impôts sur les résultats	11	(109)	(138)
RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS POURSUIVIES	11	(139)	465
Résultat net des activités non poursuivies	2	2 303	20
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	12	2 204	485
- dont part du Groupe		2 233	464
- liée aux activités poursuivies		(47)	47
- liée aux activités non poursuivies		2 274	17
- dont part des intérêts minoritaires		51	21
- liée aux activités poursuivies		22	18
- liée aux activités non poursuivies		29	3
Résultat de base par action (en euros)			
Résultat net des activités poursuivies - par action		(0,27)	1,49
Résultat net des activités non poursuivies - par action		7,88	0,06
Résultat net - Part du Groupe par action		7,61	1,55
Résultat dilué par action (en euros)			
Résultat net dilué des activités poursuivies - par action		(0,27)	1,49
Résultat net dilué des activités non poursuivies - par action		7,87	0,06
Résultat net dilué - Part du Groupe par action	12	7,60	1,55

الملحق رقم (06): القوائم المالية (Air liquide)

Bilan consolidé

Exercice clos le 31 décembre

ACTIF (en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2018	31 décembre 2019
Écart d'acquisition	(11)	13 345,0	13 943,0
Autres immobilisations incorporelles	(12)	1 598,7	1 555,0
Immobilisations corporelles	(2, 13)	19 248,2	21 117,8
Actifs non courants		34 191,9	36 615,8
Actifs financiers non courants	(14)	524,9	646,0
Titres mis en équivalence	(15)	142,1	154,4
Impôts différés actif	(16)	282,8	256,6
Instruments dérivés actif non courants	(26)	75,9	26,3
Autres actifs non courants		1 025,7	1 083,3
TOTAL DES ACTIFS NON COURANTS		35 217,6	37 699,1
Stocks et en-cours	(17)	1 460,1	1 531,5
Clients	(18)	2 500,4	2 477,9
Autres actifs courants	(20)	892,0	803,0
Impôt courant actif		140,7	98,0
Instruments dérivés actif courants	(26)	44,2	31,3
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(21)	1 725,6	1 025,7
TOTAL DES ACTIFS COURANTS		6 763,0	5 967,4
TOTAL DES ACTIFS		41 980,6	43 666,5
PASSIF (en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2018	31 décembre 2019
Capital		2 361,8	2 602,1
Primes		2 884,5	2 572,9
Réserves		10 544,4	11 582,7
Actions propres		(121,0)	(128,8)
Résultat net – part du Groupe		2 113,4	2 241,5
Capitaux propres du Groupe		17 783,1	18 870,4
Intérêts minoritaires		424,3	454,0
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ^(a)	(22)	18 207,4	19 324,4
Provisions et avantages au personnel	(23, 24)	2 410,7	2 521,2
Impôts différés passif	(16)	1 955,9	2 051,9
Emprunts et dettes financières non courantes	(25)	11 709,6	11 567,2
Dettes de loyers non courantes	(2,13)	-	1 087,8
Autres passifs non courants	(27)	250,0	261,6
Instruments dérivés passif non courants	(26)	18,4	45,8
TOTAL DES PASSIFS NON COURANTS		16 344,6	17 535,5
Provisions et avantages au personnel	(23, 24)	325,1	268,4
Fournisseurs	(28)	2 714,5	2 566,6
Autres passifs courants	(27)	1 639,8	1 629,0
Impôt à payer		171,2	200,1
Emprunts et dettes financières courantes	(25)	2 550,9	1 831,8
Dettes de loyers courantes	(2,13)	-	243,6
Instruments dérivés passif courants	(26)	27,1	67,1
TOTAL DES PASSIFS COURANTS		7 428,6	6 806,6
TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES		41 980,6	43 666,5

(a) Un détail de l'évolution des capitaux propres du Groupe et intérêts minoritaires est donné en pages 205 et 206.

Compte de résultat consolidé

Exercice clos le 31 décembre

(en millions d'euros)	Notes	Exercice 2018	Exercice 2019
Chiffre d'affaires	(4)	21 011,1	21 920,1
Autres produits d'exploitation	(5)	188,4	200,9
Achats	(5)	(8 276,4)	(8 153,9)
Charges de personnel	(5)	(4 145,8)	(4 410,9)
Autres charges d'exploitation	(2, 5)	(3 562,5)	(3 624,7)
Résultat opérationnel courant avant amortissements		5 214,8	5 931,5
Dotations aux amortissements	(2, 5)	(1 766,3)	(2 137,7)
Résultat opérationnel courant		3 448,5	3 793,8
Autres produits opérationnels	(6)	4,6	1,5
Autres charges opérationnelles	(6)	(166,4)	(189,0)
Résultat opérationnel		3 286,7	3 606,3
Coût de la dette nette	(7)	(303,4)	(361,6)
Autres produits financiers	(7)	13,6	8,4
Autres charges financières	(2, 7)	(62,9)	(114,5)
Charge d'impôt	(2, 8)	(730,7)	(801,7)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	(15)	4,1	0,7
RÉSULTAT NET		2 207,4	2 337,6
■ Intérêts minoritaires		94,0	96,1
■ Part du Groupe		2 113,4	2 241,5
Résultat net par action (en euros)	(9)	4,49	4,76
Résultat net dilué par action (en euros)	(9)	4,47	4,73

BILAN CONSOLIDÉ

Actif

(en millions d'€)	Note	Au 31 mars 2019	Au 31 mars 2018 (*)
Écarts d'acquisition	(11)	1 574	1 422
Immobilisations incorporelles	(11)	470	416
Immobilisations corporelles	(12)	953	854
Participations dans les coentreprises et entreprises associées	(13)	711	533
Autres titres de participation	(14)	64	58
Autres actifs non courants	(15)	242	277
Impôts différés	(8)	299	305
Total des actifs non courants		4 313	3 865
Stocks et en-cours	(17)	1 533	1 440
Actifs sur contrat	(18)	1 448	1 212
Clients et comptes rattachés	(19)	1 661	1 772
Autres actifs opérationnels courants	(20)	1 006	1 328
Autres actifs financiers courants	(25)	10	8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	(26)	3 432	1 231
Total des actifs courants		9 090	6 991
Actifs destinés à la vente	(13)	7	2 390
TOTAL DE L'ACTIF		13 410	13 246

(*) Données retraitées de l'application des normes IFRS 9 et IFRS 15 (voir Note 2).

Capitaux propres et passif

(en millions d'€)	Note	Au 31 mars 2019	Au 31 mars 2018 (*)
Capitaux propres – attribuables aux propriétaires de la société mère	(23)	4 091	3 376
Capitaux propres – attribuables aux participations ne donnant pas le contrôle		68	54
Total des capitaux propres		4 159	3 430
Provisions non courantes	(22)	346	530
Provisions pour engagements de retraite et avantages assimilés	(29)	533	468
Emprunts non courants	(27)	89	952
Dettes non courantes sur contrats de location-financement	(27)	197	212
Impôts différés	(8)	21	22
Total des passifs non courants		1 186	2 184
Provisions courantes	(22)	847	826
Emprunts courants	(27)	1 013	525
Dettes courantes sur contrats de location-financement	(27)	19	18
Passifs sur contrat	(18)	3 001	3 157
Fournisseurs et comptes rattachés	(16)	1 751	1 346
Autres passifs opérationnels courants	(21)	1 428	1 753
Total des passifs courants		8 059	7 625
Passifs liés à des actifs destinés à la vente		6	7
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET DU PASSIF		13 410	13 246

COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(en millions d'€)	Note	Exercice clos le	
		31 mars 2019	31 mars 2018 (*)
Chiffres d'affaires	(3)	8 072	7 346
Coût des ventes		(6 641)	(6 127)
Frais de recherche et développement	(4)	(291)	(252)
Frais commerciaux	(5)	(214)	(211)
Frais administratifs	(5)	(355)	(359)
Autres produits/(charges)	(6)	(163)	(133)
Résultat d'exploitation		408	264
Produits financiers	(7)	3	10
Charges financières	(7)	(91)	(109)
Résultat avant impôts		320	165
Impôt sur les bénéfices	(8)	(70)	(59)
Quote-part des résultats nets des sociétés mises en équivalence	(13)	195	216
Résultat net des activités poursuivies		445	322
Résultat net des activités non poursuivies	(9)	248	52
RÉSULTAT NET		693	374
Résultat net attribuable aux propriétaires de la société mère		681	365
Résultat net attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		12	9
Résultat net des activités poursuivies attribuable :			
• aux propriétaires de la société mère		433	313
• aux participations ne donnant pas le contrôle		12	9
Résultat net des activités non poursuivies attribuable :			
• aux propriétaires de la société mère		248	52
• aux participations ne donnant pas le contrôle		-	-
RÉSULTAT NET PAR ACTION (en €)			
• Résultat de base	(10)	3,05	1,65
• Résultat dilué	(10)	3,03	1,64

(*) Données retraitées de l'application des normes IFRS 9 et IFRS 15 (voir Note 2).

E.4.4 Etats consolidés de la situation financière

(En millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019	31 décembre 2018
ACTIF			
Goodwill	Note 8.1	6 037	8 863
Immobilisations incorporelles	Note 8.2	1 675	2 813
Immobilisations corporelles	Note 8.3	552	725
Droit d'utilisation	Note 9	1 084	-
Participations dans les entreprises mises en équivalence	Note 10	1 727	7
Actifs financiers non courants	Note 6.3	351	321
Impôts différés actifs	Note 7.4	325	459
Total des actifs non courants		11 751	13 188
Cléments et comptes rattachés	Note 3.2	2 858	2 965
Impôts courants		53	74
Autres actifs courants	Note 4.4	1 568	2 791
Instruments financiers courants	Note 13	7	12
Trésorerie et équivalents de trésorerie	Note 6.2	2 413	2 546
Total des actifs courants		6 898	8 388
TOTAL DE L'ACTIF		18 649	21 576

(En millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019	31 décembre 2018
PASSIF			
Capital social		109	107
Primes		1 441	2 862
Réserves consolidées		2 278	2 760
Écarts de conversion		-152	-285
Résultat de l'exercice attribuable aux propriétaires de la Société Mère	Note 14.1	3 399	630
Capitaux propres attribuables aux propriétaires de la Société Mère	Note 14.2	7 075	6 074
Participations ne donnant pas le contrôle	Note 14.3	12	2 027
Total capitaux propres		7 087	8 101
Provisions retraits et assimilées	Note 11	1 252	1 385
Provisions non courantes	Note 12	69	101
Passifs financiers	Note 6.4	2 651	4 381
Instruments dérivés	Note 6.4	107	-
Impôts différés passifs	Note 7.4	238	421
Instruments financiers non courants	Note 13	2	-
Dettes de loyers non courantes	Note 9	927	-
Autres passifs non courants		3	5
Total des passifs non courants		5 249	6 295
Fournisseurs et comptes rattachés	Note 4.3	2 278	2 462
Impôts courants		182	132
Provisions courantes	Note 12	119	146
Instruments financiers courants	Note 13	1	2
Part à moins d'un an des passifs financiers	Note 6.4	1 498	1 037
Dettes de loyers courantes	Note 9	346	-
Autres passifs courants	Note 4.5	1 888	3 400
Total des passifs courants		6 313	7 180
TOTAL DU PASSIF		18 649	21 576

E.4.2 Compte de résultat consolidé

(En millions d'euros)	Notes	Exercice 2019	Exercice 2018*
Chiffre d'affaires	Note 3.1	11 588	10 648
Charges de personnel	Note 4.1	-5 277	-4 862
Charges opérationnelles	Note 4.2	-5 121	-4 819
Marge opérationnelle		1 190	967
En % du Chiffre d'affaires		10,3%	9,1%
Autres produits et charges opérationnels	Note 5	-530	-337
Résultat opérationnel		660	630
En % du Chiffre d'affaires		5,7%	5,9%
Coût de l'endettement financier net		-64	-30
Autres charges financières		-162	-75
Autres produits financiers		18	38
Résultat financier	Note 6.1	-208	-67
Résultat avant impôt		452	564
Charge d'impôt	Note 7	-82	-1
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	Note 10	47	2
Activités poursuivies			
Résultat net des activités poursuivies		417	564
Dont attribuable aux :			
- propriétaires de la société mère		414	560
- participations ne donnant pas le contrôle		3	4
Activités abandonnées			
Résultat net des activités abandonnées		3 075	139
Dont attribuable aux :			
- propriétaires de la société mère		2 986	70
- participations ne donnant pas le contrôle		89	69
Total groupe			
Résultat net des entités consolidées		3 491	703
Dont attribuable aux :			
- propriétaires de la société mère		3 399	630
- participations ne donnant pas le contrôle		92	73

7.1 COMPTES CONSOLIDÉS

7.1.1 Bilan consolidé

Actif en millions d'euros	Note Annexe	31/12/2019		31/12/2018
		164	164	net retraité *
Immobilisations corporelles	3.2.1	7 502		7 327
Droits d'utilisation des actifs loués	3.2.2	1 634		1 558
Immobilisations incorporelles	3.2.3	2 177		2 198
Goodwill	3.2.4	6 541		6 301
Coentreprises et entités associées	3.2.5 / 3.2.6	1 556		2 633
Autres actifs financiers non courants	3.2.5	4 87		536
Impôts différés actifs et créances fiscales non courants	7.1	342		326
ACTIF NON COURANT		20 239		20 879
Stocks	4.1	3 239		3 154
Avances et acomptes versés sur commandes	4.2	4 34		4 83
Clients et comptes rattachés	4.3	6 288		6 145
Actifs sur contrats clients	4.4	2 426		2 270
Actifs d'impôt courants	4.3	307		260
Autres créances courantes	4.3	2 828		2 707
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4.5	3 574		2 928
Instruments financiers - Couverture des dettes financières	18.2	12		11
Autres actifs financiers courants	18.2	7		10
ACTIF COURANT		19 115		17 968
Actifs ou activités détenus en vue de la vente				340
TOTAL ACTIF		39 354		39 187
Capitaux propres et passif en millions d'euros				31/12/2018
	Note Annexe	31/12/2019		retraité *
Capital social	5.2	380		372
Primes et réserves		8 803		8 070
Réserve de conversion	5.3.3	38		(103)
Actions propres détenues				
Résultat net part du Groupe		1 184		1 308
CAPITAUX PROPRES (PART DU GROUPE)	5.1	10 405		9 647
Participations ne donnant pas le contrôle	5.1	1 395		1 385
CAPITAUX PROPRES	5.1	11 800		11 032
Dettes financières non courantes	8.1	4 236		5 048
Obligations locatives non courantes	10.1	1 344		1 326
Provisions non courantes	6.1	2 167		2 042
Impôts différés passifs	7.2	361		328
PASSIF NON COURANT		8 108		8 744
Dettes financières courantes	8.1	1 295		1 240
Obligations locatives courantes	10.2	342		318
Passifs d'impôt courants		230		154
Fournisseurs et comptes rattachés		7 394		7 423
Passifs sur contrats clients	11.2	3 854		3 885
Provisions courantes	6.2	1 136		995
Autres passifs courants	11.1	4 895		4 779
Concours bancaires courants et soldes créditeurs de banque		220		238
Instruments financiers - Couverture des dettes financières	18.2	57		25
Autres passifs financiers courants	18.2	23		21
PASSIF COURANT	11.1	19 446		19 078
Passifs liés aux activités détenues en vue de la vente				333
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF		39 354		39 187
ENDETTEMENT FINANCIER NET (-) / EXCÉDENT FINANCIER NET (+)	9 / 17.1	(2 222)		(3 612)

7.1.2 Compte de résultat consolidé

en millions d'euros	Note Annexe	Exercice	
		2019	2018 retraité *
CHIFFRE D'AFFAIRES^a	12 / 17.1	37 929	35 555
Autres produits de l'activité		81	185
Achats consommés		(17 473)	(16 715)
Charges de personnel		(8 376)	(7 975)
Charges externes		(7 950)	(7 490)
Impôts et taxes		(629)	(687)
Dotations nettes aux amortissements des immobilisations corporelles et incorporelles	17.1 / 4.6	(1 777)	(1 703)
Dotations nettes aux amortissements des droits d'utilisation des actifs loués	4.6	(338)	(314)
Dotations aux provisions et dépréciations nettes de reprises utilisées	17.1 / 4.6	(516)	(417)
Variation des stocks de production et de promotion immobilière		(250)	94
Autres produits d'exploitation ^c		1 760	1 875
Autres charges d'exploitation		(785)	(844)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL COURANT	13 / 17.1	1 676	1 564
Autres produits opérationnels	13 / 17.1	71	371
Autres charges opérationnelles	13 / 17.1	(51)	(106)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	13 / 17.1	1 696	1 829
Produits financiers	14.1	39	29
Charges financières	14.1	(246)	(245)
COÛT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER NET (-) / PRODUIT DE L'EXCÉDENT FINANCIER NET (+)	14.1 / 17.1	(207)	(216)
Charges d'intérêts sur obligations locatives	17.1	(57)	(57)
Autres produits financiers	14.2	84	82
Autres charges financières	14.2	(94)	(64)
Impôt	15 / 17.1	(452)	(426)
Quote-part du résultat net des coentreprises et entités associées	17.1	350	302
RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS POURSUIVIES	17.1	1 320	1 450
Résultat net des activités arrêtées ou détenues en vue de la vente			
RÉSULTAT NET	17.1	1 320	1 450
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE	16 / 17.1	1 184	1 308
Résultat net attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		136	142
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE DES ACTIVITÉS POURSUIVIES PAR ACTION (EN EUROS)	16	3,18	3,56
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE DES ACTIVITÉS POURSUIVIES DILUÉ PAR ACTION (EN EUROS)	16	3,17	3,54

5.2.3 États consolidés de la situation financière

(en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2018	31 décembre 2019
Écarts d'acquisition	13 et 16	7 431	7 662
Immobilisations incorporelles	13	697	645
Immobilisations corporelles	14	785	738
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	15	-	762
Impôts différés actifs	17	1 128	999
Autres actifs non courants	19	303	766
Total actif non courant		10 344	11 572
Coûts des contrats	20	92	83
Actifs sur contrats	20	1 123	1 176
Créances clients	20	2 064	2 121
Créances d'impôts courants		94	45
Autres actifs courants	21	592	464
Actifs de gestion de trésorerie	22	183	213
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22	2 006	2 461
Total actif courant		6 154	6 563
TOTAL ACTIF		16 498	18 135

(en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2018	31 décembre 2019
Capital social		1 338	1 355
Primes d'émission et d'apport		2 979	3 150
Réserves et report à nouveau		2 433	3 063
Résultat net		730	856
Capitaux propres (part du Groupe)		7 480	8 424
Intérêts minoritaires		(1)	(5)
Capitaux propres		7 479	8 419
Dettes financières à long terme	22	3 274	2 564
Impôts différés passifs	17	180	185
Provisions pour retraites et engagements assimilés	25	1 011	1 046
Provisions non courantes	26	19	17
Dettes de loyers non courantes	15	-	592
Autres dettes non courantes	27	305	192
Total passif non courant		4 789	4 596
Dettes financières à court terme et découverts bancaires	22	83	717
Dettes opérationnelles	28	2 944	3 011
Passifs sur contrats	20	864	836
Provisions courantes	26	91	99
Dettes d'impôts courants		141	153
Dettes de loyers courantes	15	-	221
Autres dettes courantes	27	107	83
Total passif courant		4 230	5 120
TOTAL PASSIF ET CAPITAUX PROPRES		16 498	18 135

5.2.1 Comptes de résultat consolidés

(en millions d'euros)	Notes	2018		2019	
		Montant	%	Montant	%
Chiffre d'affaires	4 et 6	13 197	100	14 125	100
Coûts des services rendus		(9 627)	(72,9)	(10 274)	(72,7)
Frais commerciaux		(1 043)	(7,9)	(1 123)	(8,0)
Frais généraux et administratifs		(930)	(7,1)	(987)	(7,0)
Charges opérationnelles	7	(11 600)	(87,9)	(12 384)	(87,7)
Marge opérationnelle⁽¹⁾		1 597	12,1	1 741	12,3
Autres produits et charges opérationnels	8	(346)	(2,6)	(308)	(2,2)
Résultat d'exploitation		1 251	9,5	1 433	10,1
Coût de l'endettement financier net	9	(12)	(0,1)	(3)	-
Autres charges et produits financiers	9	(68)	(0,5)	(76)	(0,6)
Résultat financier		(80)	(0,6)	(79)	(0,6)
Produit/(Charge) d'impôt	10	(447)	(3,4)	(502)	(3,5)
RÉSULTAT NET		724	5,5	852	6,0
dont :					
Part du Groupe		730	5,5	856	6,0
Intérêts minoritaires		(6)	-	(4)	-

RÉSULTAT PAR ACTION

Nombre moyen d'actions de la période		167 088 363	166 171 198
Résultat de base par action (en euros)	11	4,37	5,15
Nombre moyen d'actions dilué		171 697 335	171 047 762
Résultat dilué par action (en euros)	11	4,25	5,00

6.3 État de la situation financière consolidée

ACTIF

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Goodwill	8.1	7 976	7 983
Autres immobilisations incorporelles	8.1	1 452	1 461
Immobilisations corporelles	8.2	11 370	12 637
Immeubles de placement	8.4	312	389
Droits d'utilisation de l'actif	9.2	4 388	-
Titres mis en équivalence	10	1 246	1 374
Autres actifs financiers non courants	15.5	1 507	1 275
Encours clients des sociétés financières – Part à plus d'un an	7.5	2 283	2 486
Impôts différés actifs	11.2	823	723
Autres actifs non courants	7.4	569	379
Actifs non courants		31 927	28 709
Stocks	7.4	5 867	6 135
Créances commerciales	7.4	2 669	2 537
Encours clients des sociétés financières – Part à moins d'un an	7.5	4 007	3 722
Autres actifs financiers courants	15.2	252	190
Créances fiscales	7.4	838	853
Autres actifs	7.4	738	887
Trésorerie et équivalents de trésorerie	15.2	4 466	4 300
Actifs détenus en vue de leur vente		37	46
Actifs courants		18 875	18 670
TOTAL ACTIF		50 802	47 378

PASSIFS ET CAPITAUX PROPRES

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Capital social	14.2	2 018	1 973
Réserves consolidées (y compris résultat)		7 921	7 196
Capitaux propres, part du Groupe		9 940	9 169
Intérêts attribuables aux participations ne donnant pas le contrôle	14.5	1 736	2 117
Capitaux propres		11 675	11 286
Dettes financières – Part à plus d'un an	15.2	6 303	6 936
Engagements locatifs – Part à plus d'un an	9.3	3 660	-
Provisions	12	3 297	3 521
Refinancement des encours clients – Part à plus d'un an	7.5	1 817	1 932
Impôts différés passifs	11.2	655	541
Dettes fiscales – Part à plus d'un an	7.4	335	-
Passifs non courants		16 066	12 930
Dettes financières – Part à moins d'un an	15.2	997	1 339
Engagements locatifs – Part à moins d'un an	9.3	912	-
Fournisseurs et autres créanciers	7.4	13 646	14 161
Refinancement des encours clients – Part à moins d'un an	7.5	3 712	3 582
Dettes fiscales – Part à moins d'un an	7.4	1 095	1 142
Autres passifs	7.4	2 649	2 938
Passifs liés aux actifs détenus en vue de leur vente		49	-
Passifs courants		23 061	23 162
TOTAL PASSIFS ET CAPITAUX PROPRES		50 802	47 378

6.1 Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018 retraité IFRS 5	% Prog.
Chiffre d'affaires hors taxes	7.1	72 397	72 355	0,1 %
Programmes de fidélisation		(746)	(627)	19,0 %
Chiffre d'affaires hors taxes, net de la fidélisation		71 651	71 728	(0,1) %
Autres revenus	7.1	2 491	2 438	2,2 %
Revenus totaux		74 142	74 166	(0,0) %
Coût des ventes	7.2	(58 054)	(58 012)	0,1 %
Marge des activités courantes		16 088	16 154	(0,4) %
Frais généraux et amortissements	7.2	(13 999)	(14 216)	(1,5) %
Résultat opérationnel courant		2 088	1 937	7,8 %
Quote-part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	10	2	14	(88,8) %
Résultat opérationnel courant après quote-part des sociétés mises en équivalence		2 090	1 952	7,1 %
Produits et charges non courants	7.3	(1 030)	(1 129)	(8,8) %
Résultat opérationnel		1 060	823	28,9 %
Résultat financier	15.6	(338)	(258)	31,1 %
Coût de l'endettement financier net		(214)	(228)	(6,2) %
Intérêts nets relatifs aux contrats de location		(107)	-	
Autres produits et charges financiers		(17)	(30)	(42,7) %
Résultat avant impôts		722	565	27,9 %
Impôts sur les résultats	11.1	(504)	(529)	(4,8) %
Résultat net des activités poursuivies		219	36	511,4 %
Résultat net des activités abandonnées	5	1 092	(380)	387,4 %
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE		1 311	(344)	480,8 %
dont résultat net, part du Groupe		1 129	(561)	301,4 %
dont résultat net des activités poursuivies – part du Groupe		32	(187)	117,0 %
dont résultat net des activités abandonnées – part du Groupe		1 097	(373)	394,0 %
dont résultat net – part attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		182	216	(16,0) %
dont résultat net des activités poursuivies – part attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		187	223	(16,3) %
dont résultat net des activités abandonnées – part attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		(5)	(7)	(23,5) %

الملحق رقم(12): القوائم المالية (Danone)

bilan consolidé

		Au 31 décembre	
(en millions d'euros)	Notes	2018	2019
Actif			
Goodwill		17 711	18 125
Marques		6 359	6 329
Autres immobilisations incorporelles		376	348
Immobilisations incorporelles	10.1 à 10.3	24 445	24 803
Immobilisations corporelles	1.3, 1.4, 6.5	6 175	6 844
Titres mis en équivalence	5.1 à 5.8	2 104	2 055
Autres titres non consolidés		105	131
Autres immobilisations financières et prêts à plus d'un an		173	351
Autres actifs financiers	12.1, 12.2	278	482
Instruments dérivés - actifs ^(a)	13.2, 13.3	81	271
Impôts différés	9.2	761	790
Actifs non courants		33 843	35 244
Stocks	6.4	1 789	1 933
Clients et comptes rattachés	6.4	2 689	2 904
Autres actifs courants	6.4	778	940
Prêts à moins d'un an		13	6
Instruments dérivés - actifs ^(a)	13.2, 13.3	27	16
Placements à court terme	11.1, 11.5	4 199	3 631
Disponibilités		839	644
Actifs détenus en vue de leur cession		-	43
Actifs courants		10 334	10 118
Total de l'actif		44 177	45 362

		Au 31 décembre	
(en millions d'euros)	Notes	2018	2019
Passif et capitaux propres			
Capital		171	172
Primes		5 805	5 859
Bénéfices accumulés et autres ^(a)	1.3 à 1.6, 11.3	15 896	16 491
Écart de conversion		(3 332)	(2 941)
Autres résultats enregistrés directement en capitaux propres		(564)	(729)
Actions propres	14.2	(1 632)	(1 610)
Capitaux propres - Part du Groupe		16 344	17 241
Intérêts ne conférant pas le contrôle	4.5	131	137
Capitaux propres		16 475	17 378
Financements	1.3, 1.4, 11.1 à 11.4	14 277	12 875
Instruments dérivés - passifs ^(a)	13.2, 13.3	21	19
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle	4.5	46	13
Dettes financières non courantes		14 343	12 906
Provisions pour retraites et autres avantages à long terme	8.3	868	1 091
Impôts différés	9.2	1 537	1 556
Autres provisions et passifs non courants	1.3, 1.4, 1.6, 15.2, 15.3	989	1 178
Passifs non courants		17 738	16 731
Financements	1.3, 1.4, 11.1 à 11.4	3 021	3 996
Instruments dérivés - passifs ^(a)	13.2, 13.3	63	9
Dettes liées aux options de vente accordées aux détenteurs d'intérêts ne conférant pas le contrôle	4.5	463	469
Dettes financières courantes		3 546	4 474
Fournisseurs et comptes rattachés	6.4	3 675	3 959
Autres passifs courants	6.4	2 743	2 819
Passifs liés aux actifs détenus en vue de leur cession		-	-
Passifs courants		9 965	11 253
Total du passif et des capitaux propres		44 177	45 362

COMPTES CONSOLIDÉS

Résultat consolidé et résultat par action

		Exercice clos le 31 décembre	
(en millions d'euros sauf résultat par action en euros)	Notes	2018	2019
Chiffre d'affaires	6.1, 6.2	24 651	25 287
Coût des produits vendus		(12 730)	(12 878)
Frais sur vente		(5 685)	(5 773)
Frais généraux		(2 342)	(2 385)
Frais de recherche et de développement		(337)	(351)
Autres produits et charges ^(a)	6.3	5	(53)
Résultat opérationnel courant		3 562	3 846
Autres produits et charges opérationnels	7.1	(821)	(609)
Résultat opérationnel		2 741	3 237
Produits de trésorerie et des placements à court terme		162	181
Coût de l'endettement financier brut		(393)	(400)
Coût de l'endettement financier net	11.7	(231)	(220)
Autres produits financiers	1.6, 12.3	48	37
Autres charges financières	12.3	(165)	(188)
Résultat avant impôts		2 393	2 867
Impôts sur les bénéfices	9.1	(716)	(793)
Résultat des sociétés intégrées		1 678	2 075
Résultat des sociétés mises en équivalence	5.4	762	(46)
Résultat net		2 440	2 028
Résultat net - Part du Groupe		2 349	1 929
Résultat net - Part des intérêts ne conférant pas le contrôle		90	99
Résultat net - Part du Groupe par action	14.4	3,63	2,95
Résultat net - Part du Groupe par action dilué	14.4	3,63	2,95

Bilans consolidés

(en millions d'euros)	Note	Exercices clos les 31 décembre	
		2019	2018*
Actif			
Trésorerie et équivalents de trésorerie	12	1 944,9	2 809,3
Clients et comptes rattachés, nets	13	1 319,2	1 044,1
Actifs sur contrats	13	26,9	26,5
Créances d'impôt sur le résultat		115,4	136,3
Autres actifs courants	13	262,6	185,6
TOTAL ACTIF COURANT		3 669,0	4 201,8
Immobilisations corporelles, nettes	14	899,7	178,2
Autres actifs non courants	15	249,5	167,5
Impôts différés actifs	10	137,4	164,2
Immobilisations incorporelles, nettes	17	4 186,1	1 137,8
Goodwill	18	4 730,9	2 124,5
TOTAL ACTIF NON COURANT		10 203,7	3 772,2
TOTAL ACTIF		13 872,6	7 974,0

(en millions d'euros)			
Passif et capitaux propres			
Dettes fournisseurs		220,0	161,7
Personnel et comptes rattachés		497,3	399,9
Passifs sur contrats	13	1 093,5	907,5
Emprunts courants	20	4,4	350,0
Impôt sur le résultat à payer		55,4	37,3
Autres passifs courants	19	263,3	166,4
TOTAL PASSIF COURANT		2 133,8	2 022,8
Impôts différés passifs	10	830,2	262,8
Emprunts non courants	20	4 596,8	650,0
Autres passifs non courants	19	1 049,2	412,6
TOTAL PASSIF NON COURANT		6 476,2	1 325,4
Capital		132,0	131,4
Primes d'émission		863,3	766,3
Actions propres		(450,2)	(353,8)
Réserves consolidées et autres réserves		4 653,2	4 003,5
Autres éléments		10,4	14,6
Total capitaux propres, part du Groupe		5 208,7	4 561,9
Intérêts minoritaires		53,9	63,9
TOTAL CAPITAUX PROPRES	23	5 262,6	4 625,9
TOTAL PASSIF ET CAPITAUX PROPRES		13 872,6	7 974,0

* Les données relatives à l'exercice 2018 sont issues de l'état financier 2018. Les figures de l'exercice 2018 ont été révisées en conséquence de la mise à jour des données de l'exercice 2018.

Comptes de résultat consolidés

(en millions d'euros, à l'exception des montants par action)	Note	Exercices clos les 31 décembre	
		2019	2018*
Licences et autres ventes de logiciels		999,6	918,5
Souscription et support		2 539,8	2 163,3
Chiffre d'affaires logiciel	4	3 539,4	3 081,8
Prestations de services		478,8	395,6
TOTAL CHIFFRE D'AFFAIRES		4 018,2	3 477,4
Coût des ventes de logiciels		(196,2)	(162,0)
Coût des prestations de services		(437,4)	(348,8)
Frais de recherche et de développement		(737,9)	(631,1)
Frais commerciaux		(1 226,3)	(1 069,8)
Frais généraux et administratifs		(329,5)	(287,4)
Amortissement des actifs incorporels acquis et des réévaluations des actifs corporels		(244,0)	(171,6)
Autres produits et charges opérationnels, nets	8	(34,1)	(38,4)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL		812,8	768,2
Produits et charges d'intérêts, nets	9	8,5	21,9
Autres produits et charges financiers, nets	9	(5,4)	(6,4)
RÉSULTAT AVANT IMPÔT SUR LE RÉSULTAT		815,9	783,8
Charge d'impôt sur le résultat	10	(209,6)	(220,4)
RÉSULTAT NET		606,3	563,4
Dont :			
Résultat net, part du Groupe		615,3	569,4
Intérêts minoritaires		(9,0)	(6,0)
Résultat par action			
Résultat net de base par action	11	2,37	2,20
Résultat net dilué par action	11	2,34	2,18

3.3.3 État de la situation financière consolidée

Actif

En millions d'euros	Notes	31 décembre 2019	Retraité 31 décembre 2018 ⁽¹⁾
Goodwill	10	24 074	23 486
Immobilisations incorporelles	10	11 300	11 975
Immobilisations corporelles	11	3 620	3 339
Droit d'utilisation	11	2 014	1 828
Titres mis en équivalence	12	18	22
Autres actifs non courants	13	378	399
Impôts différés actifs	14	429	341
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		41 833	41 391
Stocks et en cours	15	2 166	2 034
Créances clients	16	2 411	2 348
Créances d'impôt	17	94	128
Autres actifs courants	18	1 243	655
Trésorerie et équivalents de trésorerie	19	4 836	1 829
TOTAL ACTIFS COURANTS		10 750	6 993
Actifs destinés à être cédés	20	-	14
TOTAL DE L'ACTIF		52 583	48 398

Passif

En millions d'euros	Notes	31 décembre 2019	Retraité 31 décembre 2018 ⁽¹⁾
Capital	21	79	77
Primes d'émission	21	21 979	20 931
Actions propres	21	(68)	(92)
Autres réserves	21	11 730	10 901
Résultat net part du Groupe		1 077	1 083
CAPITAUX PROPRES PART DU GROUPE		34 796	32 899
Capitaux propres attribuables aux participations ne donnant pas le contrôle	21	536	504
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES		35 332	33 403
Dettes financières non courantes	22	6 864	2 564
Dettes de loyers non courantes	22	1 619	1 481
Avantages du personnel	23	556	459
Provisions non courantes	25	265	525
Autres passifs non courants	26	193	226
Impôts différés passifs	14	2 137	2 267
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		11 634	7 522
Dettes financières courantes	22	403	1 176
Dettes de loyers courantes	22	529	481
Dettes fournisseurs	27	1 770	1 745
Dettes d'impôt	17	455	99
Provisions courantes	25	139	211
Autres passifs courants	28	2 320	3 762
TOTAL PASSIFS COURANTS		5 617	7 474
TOTAL DU PASSIF		52 583	48 398

3.3.1 Compte de résultat consolidé

En millions d'euros	Notes	2019	Retraité 2018 ⁽¹⁾
Chiffre d'affaires	5	17 390	10 833
Coût des ventes		(6 573)	(3 961)
MARGE BRUTE		10 817	6 872
Frais de recherche et développement		(548)	(190)
Frais de commercialisation		(4 918)	(3 389)
Redevances		(168)	(157)
Frais de publicité et de marketing		(1 331)	(745)
Frais généraux et administratifs		(2 000)	(987)
Autres produits / (charges) opérationnels	6	(174)	(5)
TOTAL DES CHARGES OPÉRATIONNELLES		(9 138)	(5 473)
RÉSULTAT OPÉRATIONNEL		1 678	1 399
Coût de l'endettement financier net	7	(117)	(100)
Autres produits / (charges) financiers	7	(25)	(9)
Quote-part dans le résultat net des sociétés mises en équivalence	12	(2)	0
RÉSULTAT AVANT IMPÔT		1 534	1 289
Impôts sur le résultat	8	(350)	(139)
RÉSULTAT NET		1 185	1 150
dont :			
▪ part du Groupe		1 077	1 083
▪ part des participations ne donnant pas le contrôle		108	67
Nombre moyen pondéré d'actions en circulation :	9		
▪ de base		434 084 752	260 699 711
▪ dilué		441 137 525	266 246 307
Résultat net, part du Groupe par action (en euros) :	9		
▪ de base		2,48	4,16
▪ dilué		2,44	4,07

(1) Ces données comparatives ont été converties en euros à partir des données originales en dollars américains.

5.3 BILAN CONSOLIDÉ

ACTIF

En millions d'euros	Notes	31/12/2019	31/12/2018 retraité ¹	01/01/2018 retraité ¹
Goodwill	12	16,2	15,7	32,9
Immobilisations incorporelles	13	184,1	142,0	131,9
Droits d'utilisation	14.1	95,43	98,29	910,3
Immobilisations corporelles	15	1 541,8	1 345,4	1 283,3
Immeubles de placement	16	78,0	76,9	79,8
Immobilisations financières	17	35,7,4	313,9	271,4
Participations dans les entreprises associées	18	79,3	75,1	72,5
Prêts et dépôts	19	58,1	46,7	47,0
Actifs d'impôts différés	10.3	510,8	462,4	363,5
Autres débiteurs non courants	21	10,5	15,3	29,0
Actifs non courants		3 790,6	3 476,4	3 221,6
Stocks et en cours	20	1 132,6	963,6	896,2
Créances clients et comptes rattachés	21	317,9	280,7	295,9
Créances d'impôts exigibles	21	20,7	17,9	32,6
Autres débiteurs	21	198,6	199,4	246,8
Instruments financiers dérivés	25.4	36,5	34,9	101,1
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22	4 384,2	3 479,1	2 931,9
Actifs courants		6 090,5	4 975,5	4 464,5
TOTAL ACTIF		9 881,1	8 451,9	7 686,1

PASSIF

En millions d'euros	Notes	31/12/2019	31/12/2018 retraité ¹	01/01/2018 retraité ¹
Capital social	23	53,8	53,8	53,8
Primes		49,6	49,6	49,6
Actions d'autocontrôle	23	(508,8)	(465,2)	(453,6)
Réserves		5 255,7	4 290,1	3 983,5
Écarts de conversion	23.2	138,7	88,0	13,5
Écarts de réévaluation	23.3	50,9	48,0	131,4
Résultat de l'exercice - part du groupe		1 528,2	1 405,5	1 226,4
Capitaux propres - part du groupe		6 568,1	5 469,8	5 004,6
Intérêts non contrôlés	24	7,8	4,9	6,6
Capitaux propres		6 575,9	5 474,7	5 011,2
Emprunts et dettes financières à plus d'un an	25.3	29,6	27,5	23,5
Dettes de loyers à plus d'un an	14.2	896,0	936,7	846,4
Provisions non courantes	26	29,0	16,4	19,2
Engagements de retraites et autres avantages au personnel à plus d'un an	28	270,0	196,0	188,2
Passifs d'impôts différés	10.3	24,6	37,3	45,1
Autres créditeurs non courants	29	32,5	46,5	84,4
Passifs non courants		1 281,7	1 260,4	1 206,9
Emprunts et dettes financières à moins d'un an	25.3	20,5	22,5	30,1
Dettes de loyers à moins d'un an	14.2	195,6	179,3	160,4
Provisions courantes	26	101,4	96,3	147,1
Engagements de retraites et autres avantages au personnel à moins d'un an	28	18,2	6,9	6,0
Fournisseurs et comptes rattachés	29	480,4	467,0	481,0
Instruments financiers dérivés à moins d'un an	25.4	47,1	57,8	18,8
Passifs d'impôts	29	360,1	314,6	141,1
Autres créditeurs courants	29	800,2	572,2	483,4
Passifs courants		2 023,6	1 716,7	1 467,9
TOTAL PASSIF		9 881,1	8 451,9	7 686,1

5.1 COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

En millions d'euros	Notes	2019	2018 retraité ¹
Chiffre d'affaires	4	6 883,4	5 966,1
Coût des ventes	5	(2 124,9)	(1 791,8)
Marge brute		4 758,5	4 174,3
Frais administratifs et commerciaux	6	(1 815,7)	(1 562,3)
Autres produits et charges	7	(604,0)	(536,7)
Résultat opérationnel courant	4	2 338,9	2 075,3
Autres produits et charges non courants	8	-	52,7
Résultat opérationnel		2 338,9	2 128,0
Résultat financier	9	(68,6)	(61,8)
Résultat avant impôt		2 270,3	2 066,2
Impôt sur les résultats	10	(751,0)	(672,2)
Part dans le résultat des entreprises associées	18	15,9	16,6
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ		1 535,3	1 410,6
Part revenant aux intérêts non contrôlés	24	(7,0)	(5,1)
RÉSULTAT NET - PART DU GROUPE		1 528,2	1 405,5
Résultat par action (en euros)	11	14,66	13,48
Résultat dilué par action (en euros)	11	14,55	13,40

3.1 Compte de résultat consolidé pour les exercices clos les 31 décembre 2019 et 2018

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018
ACTIVITÉS POURSUIVIES			
Produits des activités ordinaires	6	15 883,5	13 665,2
Coût des ventes		(4 108,5)	(3 467,0)
Marge brute		11 775,0	10 198,2
Charges de personnel	7-8	(2 290,8)	(2 080,4)
Autres produits et charges opérationnels courants		(4 705,9)	(4 174,0)
Résultat opérationnel courant	9	4 778,3	3 943,8
Autres produits et charges opérationnels non courants	10	(168,5)	(222,4)
Résultat opérationnel		4 609,8	3 721,4
Charges financières (nettes)	11	(309,5)	(207,3)
Résultat avant impôt		4 300,3	3 514,1
Charge d'impôt	12	(2 133,7)	(867,7)
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence		41,8	11,9
Résultat net des activités poursuivies		2 208,4	2 658,3
dont part du Groupe		2 166,9	2 630,6
dont part des intérêts non contrôlés	16.1	41,5	27,7
ACTIVITÉS ABANDONNÉES			
Résultat net des activités abandonnées	13.1	125,4	1 095,2
dont part du Groupe		141,7	1 084,3
dont part des intérêts non contrôlés		(16,3)	10,9
TOTAL GROUPE			
Résultat net de l'ensemble consolidé		2 333,8	3 753,5
Résultat net part du Groupe		2 308,6	3 714,9
Résultat net part des intérêts non contrôlés	16.1	25,2	38,6

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018
Résultat net part du Groupe		2 308,6	3 714,9
Résultat par action (en euros)	14.1	18,40	29,49
Résultat dilué par action (en euros)	14.1	18,40	29,49
Résultat net part du Groupe des activités poursuivies		2 166,9	2 630,6
Résultat par action (en euros)	14.1	17,27	20,88
Résultat dilué par action (en euros)	14.1	17,27	20,88
Résultat net part du Groupe des activités poursuivies hors éléments non courants		3 211,5	2 816,7
Résultat par action (en euros)	14.2	25,59	22,36
Résultat dilué par action (en euros)	14.2	25,59	22,36

3.3 État de la situation financière consolidée aux 31 décembre 2019 et 2018

ACTIF			
(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Écarts d'acquisition	17-20	2 525,9	2 399,2
Marques et autres immobilisations incorporelles	18-20	7 260,5	7 393,6
Droits d'utilisation sur contrats de location	4	4 246,7	n.a.
Immobilisations corporelles	19	2 619,3	2 228,5
Participations dans les sociétés mises en équivalence	21	1 105,3	1 074,7
Actifs financiers non courants	22	458,4	336,3
Actifs d'impôt différé	12.2.2	1 367,6	830,1
Autres actifs non courants		18,8	34,2
Actif non courant		19 602,5	14 296,6
Stocks	23	2 959,2	2 414,7
Créances clients	24	996,0	849,5
Créances d'impôt courant	12.2.1	280,7	90,6
Autres actifs financiers courants	25	38,4	60,9
Autres actifs courants	25	979,4	899,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	29	2 285,9	2 216,6
Actif courant		7 539,6	6 531,8
Actifs détenus en vue de la vente		6,1	539,1
TOTAL ACTIF		27 148,2	21 367,5

PASSIF			
(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Capital social		505,2	505,2
Réserves liées au capital		2 428,3	2 428,3
Titres d'autocontrôle		(573,6)	(168,3)
Réserves de conversion		(174,5)	(206,7)
Réserve de réévaluation des instruments financiers		(80,0)	(97,8)
Autres réserves		8 172,7	7 445,2
Capitaux propres - Part revenant au Groupe	26	10 278,1	9 905,9
Capitaux propres - Part revenant aux intérêts non contrôlés	16.2	160,5	155,7
Capitaux propres	26	10 438,6	10 061,6
Emprunts et dettes financières à long terme	30	3 122,2	3 171,6
Passifs non courants sur contrats de location	4	3 598,6	n.a.
Autres passifs financiers non courants		47,9	3,0
Provisions pour retraites et autres avantages similaires	27	106,5	88,0
Provisions	28	15,1	14,2
Passifs d'impôt différé	12.2.2	1 530,4	1 578,6
Autres passifs non courants		141,4	40,0
Passif non courant		8 562,1	4 895,4
Emprunts et dettes financières à court terme	30	1 975,9	756,4
Passifs courants sur contrats de location	4	720,0	n.a.
Autres passifs financiers courants	25	503,2	553,2
Dettes fournisseurs	25	808,7	745,8
Provisions pour retraites et autres avantages similaires	27	8,9	8,6
Provisions	28	216,0	255,7
Dettes d'impôt courant	12.2.1	1 361,5	1 303,3
Autres passifs courants	25	2 552,5	2 598,9
Passif courant		8 146,7	6 221,9
Dettes associées à des actifs détenus en vue de la vente		0,8	188,6
TOTAL PASSIF		27 148,2	21 367,5

5.3. BILANS CONSOLIDÉS COMPARÉS

ACTIF

En millions d'euros	Notes	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017 ^(a)
Actifs non courants		29 893,3	25 991,2	24 320,1
Écart d'acquisition	7.1	9 585,6	9 597,1	8 872,3
Autres immobilisations incorporelles	7.2	3 163,8	3 087,3	2 579,1
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	3.2	1 892,3	-	-
Immobilisations corporelles	3.2	3 644,3	3 624,6	3 571,1
Actifs financiers non courants	9.3	10 819,1	9 100,5	8 766,2
Titres mis en équivalence	8	10,9	9,0	1,1
Impôts différés actifs	6.3	777,3	572,7	530,3
Actifs courants		13 916,5	12 466,3	11 019,0
Stocks	3.3	2 920,8	2 821,9	2 494,6
Créances clients	3.3	4 086,7	3 983,2	3 923,4
Autres actifs courants	3.3	1 474,9	1 509,1	1 393,8
Impôts sur les bénéfices		148,1	160,1	160,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	9.2	5 286,0	3 992,0	3 046,6
TOTAL		43 809,8	38 457,5	35 339,1

PASSIF

En millions d'euros	Notes	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017 ^(a)
Capitaux propres	11	29 426,0	26 933,6	24 818,5
Capital		1 11,6	1 12,1	1 12,1
Primes		3 130,2	3 070,3	2 935,3
Autres réserves		16 930,9	15 952,5	14 761,8
Autres éléments du résultat global		5 595,8	4 242,1	3 895,0
Réserves de conversion		- 99,2	- 287,4	- 413,5
Actions auto-détenues		-	- 56,5	- 56,5
Résultat net part du groupe		3 750,0	3 895,4	3 581,4
Capitaux propres - part du groupe		29 419,3	26 928,4	24 815,7
Intérêts minoritaires		6,7	5,2	2,8
Passifs non courants		3 515,3	1 412,2	1 347,2
Provisions pour retraites et autres avantages	5.4	772,9	388,9	301,9
Provisions pour risques et charges et autres passifs non courants	12.1	367,1	336,1	434,9
Impôts différés passifs	6.3	737,7	673,7	597,0
Emprunts et dettes financières non courants	9.1	9,6	13,5	13,4
Dettes financières de location - part non courante	9.1	1 628,0	-	-
Passifs courants		10 868,5	10 111,6	9 173,4
Dettes fournisseurs		4 658,4	4 550,0	4 140,8
Provisions pour risques et charges	12.1	1 117,8	979,8	889,2
Autres passifs courants	3.4	3 508,5	3 138,9	2 823,9
Impôts sur les bénéfices		334,8	215,1	158,5
Emprunts et dettes financières courants	9.1	841,2	1 227,8	1 161,0
Dettes financières de location - part courante	9.1	407,9	-	-
TOTAL		43 809,8	38 457,5	35 339,1

5.1. COMPTES DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ COMPARÉS

En millions d'euros	Notes	2019	2018	2017 ^(a)
Chiffre d'affaires	3.1	29 873,6	26 937,4	26 023,7
Coût des ventes		- 8 064,7	- 7 331,6	- 7 359,2
Marge brute		21 808,9	19 605,8	18 664,5
Frais de recherche et innovation		- 985,3	- 914,4	- 877,1
Frais publi-promotionnels		- 9 207,8	- 8 144,7	- 7 650,6
Frais commerciaux et administratifs		- 6 068,3	- 5 624,7	- 5 460,5
Résultat d'exploitation	3.1	5 547,5	4 922,0	4 676,3
Autres produits et charges	4	- 436,5	- 94,7	- 276,3
Résultat opérationnel		5 111,0	4 827,3	4 400,0
Coût de l'endettement financier brut		- 75,4	- 34,8	- 35,5
Produits de la trésorerie et équivalents de trésorerie		28,7	47,9	38,5
Coût de l'endettement financier net		- 46,7	13,1	3,1
Autres produits et charges financiers	9.4	- 16,0	- 15,0	- 26,0
Dividendes Sanofi		363,0	358,3	350,0
Résultat avant impôt et sociétés mises en équivalence		5 411,4	5 183,7	4 727,0
Impôts sur les résultats	6	- 1 657,2	- 1 284,3	- 901,3
Résultat net des sociétés mises en équivalence		1,0	0,1	- 0,1
Résultat net des activités poursuivies		3 755,2	3 899,5	3 825,6
Résultat net des activités abandonnées	2.3	-	-	- 240,1
Résultat net		3 755,2	3 899,5	3 585,5
Dont :				
• part du groupe		3 750,0	3 895,4	3 581,4
• part des minoritaires		5,2	4,1	4,1
Résultat net par action part du groupe (en euros)		6,70	6,96	6,40
Résultat net dilué par action part du groupe (en euros)		6,66	6,92	6,36
Résultat net par action part du groupe des activités poursuivies (en euros)	11.4	6,70	6,96	6,83
Résultat net dilué par action part du groupe des activités poursuivies (en euros)	11.4	6,66	6,92	6,78
Résultat net par action hors éléments non récurrents part du groupe des activités poursuivies (en euros)	11.4	7,78	7,13	6,70
Résultat net dilué par action hors éléments non récurrents part du groupe des activités poursuivies (en euros)	11.4	7,74	7,08	6,65

8.1.3 - Bilan Consolidé

(en millions d'euros)	31 décembre 2019	31 décembre 2018
ACTIF		
Actifs non courants		
Immobilisations incorporelles (note 3.1)	2 474,4	2 309,7
Goodwill (note 3.2)	4 566,2	4 322,0
Immobilisations corporelles (note 3.3)	707,7	661,4
Droits d'utilisation d'actifs (note 3.4)	312,1	0,0
Titres mis en équivalence	18,8	17,4
Autres titres immobilisés	1,9	2,1
Autres actifs non courants	34,9	14,3
Impôts différés (note 4.7)	107,6	107,8
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	8 223,6	7 434,7
Actifs courants		
Stocks (note 3.5)	852,6	885,9
Créances clients et comptes rattachés (note 3.6)	756,8	666,4
Créances d'impôt courant ou exigible	60,2	89,6
Autres créances courantes (note 3.7)	217,5	206,0
Autres actifs financiers courants	1,2	1,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie (note 3.8)	1 710,9	1 022,5
TOTAL ACTIFS COURANTS	3 599,2	2 871,6
TOTAL ACTIF	11 822,8	10 306,3

PASSIF

(en millions d'euros)	31 décembre 2019	31 décembre 2018
Capitaux propres		
Capital social (note 4.1)	1 069,1	1 070,0
Réserves (notes 4.2 et 4.3.1)	4 486,6	4 051,8
Réserves de conversion (note 4.3.2)	(453,5)	(530,6)
Capitaux propres revenant au Groupe	5 102,2	4 591,2
Intérêts minoritaires	9,9	5,9
TOTAL CAPITAUX PROPRES	5 112,1	4 597,1
Passifs non courants		
Provisions non courantes (notes 4.4 et 4.5.2)	146,7	145,2
Avantages postérieurs à l'emploi (note 4.5.1)	181,0	155,9
Emprunts non courants (note 4.6.1)	3 575,4	2 918,6
Impôts différés (note 4.7)	750,8	701,0
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	4 653,9	3 920,7
Passifs courants		
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	654,2	662,0
Dettes d'impôt courant ou exigible	28,3	31,5
Provisions courantes (note 4.4)	104,1	87,9
Autres passifs courants (note 4.8)	653,0	605,2
Emprunts courants (note 4.6.2)	616,2	400,5
Autres passifs financiers courants	1,0	1,4
TOTAL PASSIFS COURANTS	2 056,8	1 788,5
TOTAL PASSIF	11 822,8	10 306,3

8.1.1 - Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Période de 12 mois close le	
	31 décembre 2019	31 décembre 2018
Chiffre d'affaires (notes 2.1 et 2.2)	6 622,3	5 997,2
Charges opérationnelles (note 2.3)		
Coût des ventes	(3 184,5)	(2 869,7)
Frais administratifs et commerciaux	(1 764,4)	(1 606,8)
Frais de recherche et développement	(312,0)	(276,5)
Autres produits (charges) opérationnels	(124,0)	(105,2)
Résultat opérationnel	1 237,4	1 139,0
Charges financières	(91,1)	(79,1)
Produits financiers	11,9	12,0
Gains (pertes) de change	(2,0)	2,2
Résultat financier	(81,2)	(64,9)
Résultat avant impôts	1 156,2	1 074,1
Impôts sur le résultat (note 2.4)	(318,3)	(301,3)
Résultat des entités mises en équivalence	(1,8)	(0,4)
Résultat net de la période	836,1	772,4
Dont :		
- Résultat net part du Groupe	834,8	771,7
- Intérêts minoritaires	1,3	0,7
Résultat net par action (en euros) (note 4.1.3)	3,129	2,892
Résultat net dilué par action (en euros) (note 4.1.3)	3,103	2,869

BILAN CONSOLIDÉ

ACTIF (en millions d'euros)	Notes	2019	2018 ^(a)	2017 ^(a)
Marques et autres immobilisations incorporelles	3	17 212	17 254	16 957
Écarts d'acquisition	4	16 034	13 727	13 837
Immobilisations corporelles	6	18 533	15 112	13 862
Droits d'utilisation	7	12 409	-	-
Participations mises en équivalence	8	1 074	638	639
Investissements financiers	9	915	1 100	789
Autres actifs non courants	10	1 546	986	869
Impôts différés	28	2 274	1 932	1 741
Actifs non courants		69 997	50 749	48 694
Stocks et en-cours	11	13 717	12 485	10 888
Créances clients et comptes rattachés	12	3 450	3 222	2 736
Impôts sur les résultats		406	366	780
Autres actifs courants	13	3 264	2 868	2 919
Trésorerie et équivalents de trésorerie	15	5 673	4 610	3 738
Actifs courants		26 510	23 551	21 061
Total de l'actif		96 507	74 300	69 755
PASSIF ET CAPITAUX PROPRES (en millions d'euros)				
Capitaux propres, part du Groupe	16	36 586	32 293	28 969
Intérêts minoritaires	18	1 779	1 664	1 408
Capitaux propres		38 365	33 957	30 377
Dette financière à plus d'un an	19	5 101	6 005	7 046
Dettes locatives à plus d'un an	7	10 373	-	-
Provisions et autres passifs non courants	20	3 812	3 188	3 177
Impôts différés	28	5 498	5 036	4 989
Engagements d'achats de titres de minoritaires	21	10 735	9 281	9 177
Passifs non courants		35 519	23 510	24 389
Dette financière à moins d'un an	19	7 610	5 027	4 530
Dettes locatives à moins d'un an	7	2 172	-	-
Fournisseurs et comptes rattachés	22	5 814	5 314	4 539
Impôts sur les résultats		722	538	763
Provisions et autres passifs courants	22	6 305	5 954	5 157
Passifs courants		22 623	16 833	14 989
Total du passif et des capitaux propres		96 507	74 300	69 755

COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(en millions d'euros, sauf résultats par action)	Notes	2019	2018 ^(a)	2017 ^(a)
Ventes	24-25	53 670	46 826	42 636
Coût des ventes		(18 123)	(15 625)	(14 783)
Marge brute		35 547	31 201	27 853
Charges commerciales		(20 207)	(17 755)	(16 395)
Charges administratives		(3 864)	(3 466)	(3 162)
Part dans les résultats des sociétés mises en équivalence	8	28	23	(3)
Résultat opérationnel courant	24-25	11 504	10 003	8 293
Autres produits et charges opérationnels	26	(231)	(126)	(180)
Résultat opérationnel		11 273	9 877	8 113
Coût de la dette financière nette		(107)	(117)	(137)
Intérêts sur dettes locatives		(290)	-	-
Autres produits et charges financiers		(162)	(271)	78
Résultat financier	27	(559)	(388)	(59)
Impôts sur les bénéfices	28	(2 932)	(2 499)	(2 214)
Résultat net avant part des minoritaires		7 782	6 990	5 840
Part des minoritaires	18	(611)	(636)	(475)
Résultat net, part du Groupe		7 171	6 354	5 365
Résultat net, part du Groupe par action (en euros)	29	14,25	12,64	10,68
Nombre d'actions retenu pour le calcul		503 218 851	502 825 461	502 412 694
Résultat net, part du Groupe par action après dilution (en euros)	29	14,23	12,61	10,64
Nombre d'actions retenu pour le calcul		503 839 542	503 918 140	504 010 291

ÉTAT DE LA SITUATION FINANCIÈRE CONSOLIDÉE

(en millions €)	Note	31 décembre 2019	31 décembre 2018 ⁽¹⁾
Goodwill	13	2 388	2 160
Immobilisations incorporelles	13	2 280	2 217
Immobilisations corporelles	14	13 169	11 644
Actifs financiers et autres actifs à long terme	15	796	699
Titres mis en équivalence	17	1 087	953
Impôts différés actifs	18	814	752
Actifs non courants		20 534	18 425
Stocks	19	4 694	4 702
Créances commerciales	20	3 532	3 453
Actifs financiers à court terme	21	396	315
Autres actifs à court terme	22	1 055	1 103
Trésorerie et équivalents de trésorerie	23	1 466	2 128
Actifs courants		11 143	11 701
TOTAL DE L'ACTIF		31 677	30 126
Capital social	24	357	360
Primes liées au capital	24	2 789	2 923
Réserves	25	10 080	8 875
Intérêts non assortis de contrôle		3	23
Capitaux propres		13 229	12 181
Dettes financières à long terme	26	5 923	5 302
Provisions pour avantages du personnel	27.1	3 873	3 858
Provisions et autres passifs à long terme	29	1 104	1 319
Impôts différés passifs	18	455	435
Passifs non courants		11 355	10 914
Dettes financières à court terme	26	1 158	1 222
Dettes fournisseurs		2 627	2 600
Dettes fournisseurs sous contrats de cession de créances	3.26	470	440
Provisions et autres passifs à court terme	30	2 838	2 769
Passifs courants		7 093	7 031
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES ET DU PASSIF		31 677	30 126

COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(en millions € sauf pour les données par action)	Note	Exercice 2019	Exercice 2018 ⁽¹⁾
Ventes	5	24 135	22 028
Coût des ventes		(17 053)	(15 517)
Marge brute		7 082	6 511
Frais commerciaux		(1 380)	(1 267)
Frais de recherche et développement		(687)	(648)
Frais administratifs et généraux		(1 987)	(1 816)
Autres produits et charges des secteurs	8	(19)	(5)
Résultat opérationnel des secteurs	5	3 009	2 775
Autres produits et charges opérationnels	9	(318)	(225)
Résultat opérationnel		2 691	2 550
Coût de l'endettement net	10	(330)	(200)
Autres produits et charges financiers	10	(5)	16
Intérêt net sur les avantages du personnel	27.1	(98)	(90)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	17	(22)	(46)
Résultat avant impôts		2 236	2 230
Impôts sur le résultat	11	(506)	(570)
RÉSULTAT NET		1 730	1 660
▶ Attribuable aux actionnaires de la Société		1 751	1 677
▶ Attribuable aux intérêts non assortis de contrôle		(21)	(17)
Résultat par action (en €)	12		
▶ De base		9,69	9,30
▶ Dilué		9,66	9,25

5.3. SITUATIONS FINANCIÈRES CONSOLIDÉES

Actif (en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019 ⁽¹⁾	31 décembre 2018	31 décembre 2017 retraité ⁽²⁾
Écarts d'acquisition	8.1	4 312	3 608	3 321
Immobilisations incorporelles	8.1	10 288	9 201	8 269
Immobilisations corporelles	8.2	16 922	14 136	13 218
Titres mis en équivalence des activités industrielles et commerciales	II	719	1 072	1 356
Titres mis en équivalence des activités de financement	II	2 604	2 372	2 116
Autres actifs financiers non courants des activités industrielles et commerciales	12.4.A	652	684	487
Autres actifs financiers non courants des activités de financement		11	28	23
Autres actifs non courants	9.1	1 733	1 669	1 705
Actifs d'impôts différés	14	1 198	1 036	809
Total des actifs non courants		38 439	33 806	31 304
Prêts et créances des activités de financement	13.2.A	85	179	331
Titres de placement des activités de financement		78	79	114
Stocks	6.1	6 269	6 710	7 289
Clients	6.2	2 503	1 904	2 426
Impôts courants	14	221	376	353
Autres débiteurs	6.3.A	2 922	2 470	2 496
Instruments dérivés actifs liés à l'exploitation		95	110	274
Actifs d'exploitation		12 173	11 828	13 283
Actifs financiers courants	12.4.A	1 321	892	1 434
Trésorerie et équivalents de trésorerie des activités industrielles et commerciales	12.4.B	17 379	14 961	11 582
Trésorerie et équivalents de trésorerie des activités de financement	13.2.C	454	465	312
Total des actifs courants		31 327	28 146	26 611
TOTAL ACTIF		69 766	61 952	57 915

Passif et capitaux propres (en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019 ⁽¹⁾	31 décembre 2018	31 décembre 2017 retraité ⁽²⁾
Capitaux propres	15			
Capital social		905	905	905
Actions propres		(240)	(270)	(270)
Réserves et résultats nets - Part du Groupe		18 409	16 450	13 929
Intérêts minoritaires		2 727	2 509	2 142
Total des capitaux propres		21 801	19 594	16 706
Passifs financiers non courants	12.5	8 917	5 257	4 778
Autres passifs non courants	9.2	5 173	4 926	4 280
Provisions non courantes	10	1 345	1 392	1 596
Passifs d'impôts différés	14	830	781	897
Total des passifs non courants		16 265	12 356	11 551
Dettes des activités de financement	13.3	272	327	407
Provisions courantes	10	4 941	5 065	4 782
Fournisseurs d'exploitation et comptes associés		14 505	13 551	13 362
Impôts courants	14	469	525	234
Autres créanciers	6.3.B	8 869	8 293	8 139
Instruments dérivés passifs liés à l'exploitation		124	59	203
Passifs d'exploitation		29 180	27 820	27 127
Passifs financiers courants	12.5	2 520	2 182	2 531
Total des passifs courants		31 700	30 002	29 658
TOTAL PASSIF ET CAPITAUX PROPRES		69 766	61 952	57 915

5.1. COMPTES DE RÉSULTATS CONSOLIDÉS

(en millions d'euros)	Notes	2019 ⁽¹⁾	2018	2017 retraité ⁽²⁾
Activités poursuivies				
Chiffre d'affaires	5.1	74 731	74 027	62 256
Coûts des biens et services vendus		(59 083)	(59 233)	(49 872)
Frais généraux et commerciaux		(6 472)	(6 623)	(6 253)
Frais de recherche et de développement	5.3	(2 852)	(2 482)	(2 153)
Frais de rationalisation des structures	5.4	(1 531)	(1 051)	(951)
Pertes de valeur d'UGT	5.5	(283)	(299)	(96)
Autres résultats opérationnels	5.6	158	61	143
Résultat opérationnel		4 668	4 400	3 074
Produits financiers		192	188	167
Charges financières		(536)	(634)	(405)
Résultat financier	12.2	(344)	(446)	(238)
Résultat avant impôt des sociétés intégrées		4 324	3 954	2 836
Impôts courants		(816)	(1 008)	(565)
Impôts différés		100	393	(134)
Impôts sur les résultats	14	(716)	(615)	(699)
Résultat net des sociétés mises en équivalence	11.3	(24)	(44)	217
Résultat net des activités poursuivies		3 584	3 295	2 354
Dont part du Groupe		3 201	2 827	1 931
Dont part des minoritaires		383	468	423
Résultat net des activités non poursuivies		-	-	(7)
RÉSULTAT NET CONSOLIDÉ		3 584	3 295	2 347
Dont part du Groupe		3 201	2 827	1 924
Dont part des minoritaires		383	468	423

6.3 BILAN CONSOLIDÉ

(en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019	31 décembre 2018
Actif			
Ecart d'acquisition nets	10	11 629	8 751
Immobilisations incorporelles nettes	11	1 979	1 125
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	23	2 122	1 732
Immobilisations corporelles nettes	12	720	611
Impôts différés actifs	8	143	150
Titres mis en équivalence	13	32	62
Autres actifs financiers	14	218	215
Actifs non courants		16 843	12 646
Stocks et en-cours de production	15	411	367
Clients et comptes rattachés	16	10 233	9 115
Actifs sur contrats	25	1 002	874
Autres créances et actifs courants	17	757	689
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18	3 413	3 206
Actifs destinés à être cédés	2	-	183
Actifs courants		15 816	14 434
Total de l'actif		32 659	27 080
Passif			
Capital		96	94
Réserves consolidées, part du Groupe		7 305	6 759
Capitaux propres attribuables aux propriétaires de la société mère du Groupe (Part du Groupe)	19	7 401	6 853
Participations ne donnant pas le contrôle (Intérêts minoritaires)		(9)	0
Total capitaux propres		7 392	6 853
Dettes financières à plus d'un an	22	4 286	2 425
Obligations locatives à plus d'un an	23	2 196	1 648
Impôts différés passifs	8	413	446
Provisions à long terme	20	426	384
Passifs non courants		7 321	4 903
Fournisseurs et comptes rattachés		13 411	12 176
Passifs sur contrats	25	353	284
Dettes financières à moins d'un an	22	1 602	449
Obligations locatives à moins d'un an	23	336	393
Dettes d'impôts sur les sociétés		351	365
Provisions à court terme	20	170	125
Autres dettes et passifs courants	24	1 723	1 432
Passifs destinés à être cédés	2	-	100
Passifs courants		17 946	15 324
Total du passif		32 659	27 080

6.1 COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018
Revenu net ⁽¹⁾		9 800	8 969
Revenu des coûts refacturables		1 201	982
Revenu		11 001	9 951
Charges de personnel	3	(6 073)	(5 747)
Autres charges opérationnelles	4	(2 683)	(2 155)
Marge opérationnelle avant amortissements		2 245	2 049
Dotation aux amortissements (hors incorporels liés aux acquisitions)	5	(586)	(526)
Marge opérationnelle		1 659	1 523
Dotation aux amortissements des incorporels liés aux acquisitions	5	(204)	(69)
Perte de valeur	5	(209)	(131)
Autres produits et charges non courants	6	21	(20)
Résultat opérationnel		1 267	1 303
Charges financières	7	(137)	(81)
Produits financiers	7	112	70
Coût de l'endettement financier net	7	(25)	(11)
Réévaluation des compléments de prix sur acquisitions	7	(22)	(13)
Autres charges et produits financiers	7	(66)	(60)
Résultat avant impôt des entreprises consolidées		1 154	1 219
Impôt sur le résultat	8	(305)	(285)
Résultat net des entreprises consolidées		849	934
Quote-part dans les résultats des mises en équivalence	13	(5)	(4)
Résultat net		844	930
Dont :			
• Résultat net attribuable aux participations ne donnant pas le contrôle		3	11
• Résultat net attribuable aux propriétaires de la société mère du Groupe		841	919
Données par action (en euros) - Résultat net attribuable aux propriétaires de la société mère du Groupe	9		
Nombre d'actions		234 293 034	229 231 677
Bénéfice net par action		3,59	4,01
Nombre d'actions dilués		236 608 597	234 564 382
Bénéfice net par action - dilué		3,55	3,92

4.2.3 Situation financière consolidée

(en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019 ⁽¹⁾	31 décembre 2018
ACTIFS			
Actifs non courants			
Immobilisations incorporelles et goodwill	10-A	6 949	5 913
Immobilisations corporelles ⁽¹⁾	10-B	16 900	14 304
Participations dans les entreprises associées et coentreprises		21 232	21 439
Nissan	12	20 622	20 583
Autres entreprises associées et coentreprises	13	610	856
Actifs financiers non courants	22	1 072	928
Impôts différés actifs	8	1 016	952
Autres actifs non courants	17	1 224	1 485
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		48 393	45 021
Actifs courants			
Stocks	14	5 780	5 879
Créances de financement des ventes	15	43 374	42 067
Créances clients de l'Automobile	16	1 258	1 399
Actifs financiers courants	22	2 216	1 963
Créances d'impôts courants	17	86	111
Autres actifs courants	17	4 082	3 779
Trésorerie et équivalents de trésorerie	22	14 982	14 777
TOTAL ACTIFS COURANTS		73 778	69 975
TOTAL ACTIFS		122 171	114 996

(1) Les effets de l'abolition de la norme IFRS 16 « Coût de location » à compter du 1^{er} janvier 2019 sont indiqués dans la note 3.2.7. Les données 2018 n'ont pas été

(en millions d'euros)	Notes	31 décembre 2019 ⁽¹⁾	31 décembre 2018 ⁽¹⁾
CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS			
Capitaux propres			
Capital		1 127	1 127
Primes d'émission		3 785	3 785
Titres d'autocontrôle		(344)	(400)
Réévaluation des instruments financiers		232	236
Écart de conversion		(2 584)	(2 826)
Réserves		32 489	30 265
Résultat net – part des actionnaires de la société mère		(141)	3 302
Capitaux propres – part des actionnaires de la société mère		34 564	35 489
Capitaux propres – part des participations ne donnant pas le contrôle		767	599
TOTAL CAPITAUX PROPRES	18	35 331	36 088
Passifs non courants			
Impôts différés passifs	8	1 044	135
Provisions pour engagements de retraite et assimilés – part à plus d'un an	19	1 636	1 531
Provisions pour risques et charges – part à plus d'un an	20	1 458	1 463
Passifs financiers non courants	23	8 794	6 209
Provisions d'impôts sur les résultats relatives à des positions fiscales incertaines – part à plus d'un an	B-C	187	140
Autres passifs non courants	21	1 734	1 572
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		14 853	11 050
Passifs courants			
Provisions pour engagements de retraite et assimilés – part à moins d'un an	19	64	56
Provisions pour risques et charges – part à moins d'un an	20	1 064	1 100
Passifs financiers courants	23	2 780	2 463
Dettes de financement des ventes	23	47 465	44 495
Fournisseurs		9 582	9 505
Dettes d'impôts courants	B-C	223	289
Provisions d'impôts sur les résultats relatives à des positions fiscales incertaines – part à moins d'un an	B-C	8	22
Autres passifs courants	21	10 801	9 928
TOTAL PASSIFS COURANTS		71 987	67 858
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIFS		122 171	114 996

4.2.1 Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Notes	2019 ⁽¹⁾	2018
Chiffre d'affaires	4	55 537	57 419
Coûts des biens et services vendus		(44 665)	(45 417)
Frais de recherche et développement	10-A	(2 658)	(2 598)
Frais généraux et commerciaux		(5 552)	(5 792)
Marge opérationnelle	5	2 662	3 612
Autres produits et charges d'exploitation	6	(557)	(625)
Autres produits d'exploitation	6	80	149
Autres charges d'exploitation	6	(637)	(774)
Résultat d'exploitation		2 105	2 987
Coût de l'endettement financier net	7	(311)	(308)
Coût de l'endettement financier brut	7	(386)	(373)
Produits relatifs à la trésorerie et aux placements	7	75	65
Autres produits et charges financiers	7	(131)	(45)
Résultat financier	7	(442)	(353)
Part dans le résultat des entreprises associées et des coentreprises		(190)	1 540
Nissan	12	242	1 509
Autres entreprises associées et coentreprises	13	(432)	31
Résultat avant impôts		1 473	4 174
Impôts courants et différés	8	(1 454)	(723)
RÉSULTAT NET		19	3 451
Résultat net – part des actionnaires de la société mère		(141)	3 302
Résultat net – part des participations ne donnant pas le contrôle		160	149
Résultat net de base par action ⁽²⁾ (en euros)		(0,52)	12,24
Résultat net dilué par action ⁽³⁾ (en euros)		(0,52)	12,13
Nombre d'actions retenu (en milliers)			
Pour le résultat net de base par action	9	271 639	269 850
Pour le résultat net dilué par action	9	273 569	272 222

Bilan consolidé

Actif

(en millions d'euros)	Note	31.12.2018 *	31.12.2019
Écarts d'acquisition	11	5 173	5 199
Immobilisations incorporelles	12	9 757	9 479
Immobilisations corporelles	13	4 454	4 398
Droits d'utilisation	14	-	732
Actifs financiers non courants	15	416	429
Participations comptabilisées par mise en équivalence	16	2 253	2 211
Dérivés actifs non courants	31	13	33
Impôts différés actifs	9	391	251
Autres actifs financiers non courants		4	4
Actifs non courants		22 461	22 736
Actifs financiers courants	15	185	143
Dérivés actifs courants	31	740	674
Stocks et en-cours de production	17	5 558	6 312
Coûts des contrats	18	470	471
Créances clients et autres débiteurs	19	6 580	7 639
Actifs sur contrat	20	1 544	1 743
Actifs d'impôts exigibles	9	752	458
Trésorerie et équivalents de trésorerie	21	2 330	2 632
Actifs courants		18 159	20 072
TOTAL ACTIF		40 620	42 808

Passif

(en millions d'euros)	Note	31.12.2018 *	31.12.2019
Capital émis	23	87	85
Réserves	23	10 585	9 839
Résultat de l'exercice		1 283	2 447
Capital émis et réserves attribuables aux propriétaires de la société mère		11 955	12 371
Participations ne donnant pas le contrôle		346	377
Capitaux propres		12 301	12 748
Provisions	24	1 588	2 093
Dettes soumises à des conditions particulières	26	585	505
Passifs financiers non courants portant intérêts	27	3 394	3 239
Dérivés passifs non courants	31	7	5
Impôts différés passifs	9	1 662	1 340
Autres passifs financiers non courants	29	2	2
Passifs non courants		7 228	7 184
Provisions	24	1 189	990
Passifs financiers courants portant intérêts	27	2 221	3 540
Fournisseurs et autres créditeurs	28	5 650	6 164
Passifs sur contrat	20	10 453	10 923
Passifs d'impôts exigibles	9	210	111
Dérivés passifs courants	31	1 255	1 033
Autres passifs financiers courants	29	113	115
Passifs courants		21 091	22 876
TOTAL PASSIF		40 620	42 808

Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Note	31.12.2018 *	31.12.2019
Chiffre d'affaires	6	21 025	25 098
Autres produits	7	321	297
Produits des activités ordinaires		21 346	25 395
Production stockée		3	453
Production immobilisée		447	438
Consommations de l'exercice	7	(12 440)	(14 448)
Frais de personnel	7	(5 665)	(6 349)
Impôts et taxes		(295)	(388)
Dotations nettes aux amortissements et aux provisions	7	(1 176)	(1 600)
Dépréciations d'actifs	7	62	57
Autres produits et charges opérationnels courants	7	(191)	102
Quote-part dans le résultat net des co-entreprises	16	189	164
Résultat opérationnel courant		2 280	3 824
Autres produits et charges opérationnels non courants	7	(115)	13
Résultat opérationnel		2 165	3 837
Coût de la dette nette		(67)	(33)
Résultat financier lié au change		(351)	(283)
Autres charges et produits financiers		(58)	(47)
Résultat financier	8	(476)	(363)
Résultat avant impôts		1 689	3 474
Produit (charge) d'impôts	9	(348)	(962)
RÉSULTAT DE LA PÉRIODE		1 341	2 512
Attribuable :			
■ aux propriétaires de la société mère		1 283	2 447
■ aux participations ne donnant pas le contrôle		58	65
Résultat net par action attribuable aux propriétaires de la société mère			
(en euros)	10		
Résultat par action de base : bénéfice/(perte)		2,98	5,69
Résultat par action dilué : bénéfice/(perte)		2,94	5,63

Annexe 4 : Bilan consolidé

Comptes 2018 retraités pour tenir compte des impacts de la norme IFRS 16

(En millions d'euros)

	31 déc 2018		31 déc 2018	
	Retraité	31 déc 2019	Publié	Impact IFRS 16
ACTIF				
Ecart d'acquisition	9 990	10 029	9 988	2
Autres immobilisations incorporelles	2 526	2 709	2 526	0
Immobilisations corporelles	11 253	11 707	11 335	(82)
Droits d'usage relatifs aux contrats de location	2 803	2 954	0	2 803
Titres mis en équivalence	412	437	412	0
Impôts différés actifs	880	833	837	23
Autres actifs non courants	2 527	3 511	2 527	0
Total de l'actif non courant	30 371	32 180	27 625	2 746
Stocks	6 252	6 200	6 252	0
Créances clients	4 967	4 813	4 968	(1)
Créances d'impôts courants	285	194	285	0
Autres créances	1 608	1 609	1 609	(1)
Actifs détenus en vue de la vente	788	0	614	174
Disponibilités et équivalents de trésorerie	2 688	4 987	2 688	0
Total de l'actif courant	16 589	17 803	16 417	172
Total de l'actif	46 960	49 983	44 042	2 918
PASSIF				
Capital	2 186	2 179	2 186	0
Primes et réserve légale	5 646	5 551	5 646	0
Réserves et résultat consolidés	11 864	12 518	11 989	(105)
Ecart de conversion	(1 775)	(1 467)	(1 640)	(135)
Réserves de juste valeur	(124)	743	(124)	0
Actions propres	(106)	(108)	(106)	0
Capitaux propres du Groupe	17 691	19 416	17 931	(240)
Intérêts minoritaires	330	364	331	(1)
Capitaux propres de l'ensemble consolidé	18 021	19 780	18 262	(241)
Dettes financières long terme - part long terme	9 156	10 286	9 218	(62)
Dettes de loyers long terme - part long terme	2 392	2 552	0	2 392
Provisions pour retraites et avantages au personnel	2 525	2 648	2 525	0
Impôts différés passifs	449	448	472	(23)
Autres provisions et passifs non courants	1 034	1 126	1 036	(2)
Total des dettes non courantes	15 556	17 060	13 251	2 305
Dettes financières long terme - part court terme	1 167	1 751	1 184	(17)
Dettes de loyers long terme - part court terme	683	665	0	683
Autres provisions et passifs courants	455	343	465	(10)
Dettes fournisseurs	6 150	6 000	6 116	34
Dettes d'impôts courants	104	156	104	0
Autres dettes	3 842	4 004	3 859	(17)
Passifs détenus en vue de la vente	503	0	322	181
Emprunts à moins d'un an et banques créditrices	479	224	479	0
Total des dettes courantes	13 383	13 143	12 629	654
Total du passif	46 960	49 983	44 042	2 918

En millions d'euros	2018	2019	Variation % (B)/(A)	2018 Publié
	Retraité (A)	(B)		
Chiffre d'affaires et produits accessoires	41 774	42 573	1,9%	41 774
Résultat d'exploitation (RE)	3 207	3 390	5,7%	3 122
Amortissements d'exploitation	1 904	1 901	-0,2%	1 202
Perles et profits hors exploitation (PPHE) hors Sika	-462	-421	-8,9%	-464
EBITDA	4 649	4 870	4,8%	3 860
PPHE Sika	180	0	n.s.	180
Plus et moins-values de cessions, dépréciations d'actifs, frais d'acquisition de sociétés et compléments de prix	-2 074	-416	n.s.	-2 040
Résultat opérationnel	851	2 553	200,0%	798
Résultat financier	115	-496	n.s.	189
Dividende Sika	0	28	n.s.	0
Impôts sur les résultats	-492	-631	28,3%	-490
Résultat net de l'ensemble consolidé	474	1 454	206,8%	497
Part revenant aux intérêts minoritaires	77	48	-37,7%	77
Résultat net de l'ensemble consolidé part du Groupe	397	1 406	254,2%	420
BNPA (Bénéfice Net Par Action) ² (en €)	0,73	2,59	254,8%	0,77
Résultat net courant¹	1 741	1 915	10,0%	1 729
BNPA (Bénéfice Net Par Action) ² courant ¹ (en €)	3,18	3,53	11,0%	3,16
EBITDA	4 649	4 870	4,8%	3 860
Amortissements des droits d'usage	-720	-682	-5,3%	0
Résultat financier hors Sika	-486	-496	2,1%	-412
Impôts sur les résultats	-492	-631	28,3%	-490
Investissements corporels et incorporels dont capacités additionnelles	-1 855	-1 818	-2,0%	-1 855
	592	536	-9,5%	592
Variation du Besoin en fonds de roulement	-452	78	n.s.	-453
Cash flow libre³	1 236	1 857	50,2%	1 242
Taux de conversion de cash flow libre⁴	31,5%	44,3%	n.s.	32,2%
Investissements en location	730	955	30,8%	0
Investissements en titres ⁵	1 699	297	n.s.	1 699
Désinvestissements	148	1 052	n.s.	112
Endettement net de l'ensemble consolidé	11 189	10 491	-6,2%	8 193

Bilans consolidés - actif

(en millions d'euros)	Note	31 décembre 2019	31 décembre 2018	31 décembre 2017 ⁽¹⁾
Immobilisations corporelles	D.3.	9 717	9 651	9 579
Immobilisations corporelles - droits d'utilisation des actifs ⁽²⁾	D.3.	1 300	—	—
Écarts d'acquisition	D.4.	44 519	44 235	40 264
Autres actifs incorporels	D.4.	16 572	21 889	13 080
Participations dans des sociétés mises en équivalence	D.6.	3 591	3 402	2 847
Autres actifs non courants	D.7.	2 667	2 971	3 364
Impôts différés actifs	D.14.	5 434	4 613	4 291
Actif non courant		83 800	86 761	73 425
Stocks	D.9.	7 994	7 477	6 818
Clients et comptes rattachés	D.10.	7 937	7 260	7 216
Autres actifs courants	D.11.	3 253	2 917	2 005
Trésorerie et équivalents de trésorerie	D.13. - D.17.1.	9 427	6 925	10 315
Actif courant		28 611	24 579	26 354
Actifs destinés à être cédés ou échangés	D.8.	325	68	34
Total de l'actif		112 736	111 408	99 813

Bilans consolidés - capitaux propres et passif

(en millions d'euros)	Note	31 décembre 2019	31 décembre 2018	31 décembre 2017 ⁽¹⁾
Capitaux propres - Part attribuable aux Actionnaires de Sanofi	D.15.	58 934	58 876	58 070
Capitaux propres - Part attribuable aux Intérêts Non Contrôlants	D.16.	174	150	169
Total des capitaux propres		59 108	59 035	58 239
Emprunts à long terme	D.17.1.	20 131	22 007	14 326
Dette locative long terme ⁽³⁾	D.17.2.	987	—	—
Passifs non courants liés à des regroupements d'entreprises et à des intérêts non contrôlants	D.18.	508	963	1 026
Provisions et autres passifs non courants	D.19.	9 321	8 613	9 154
Impôts différés passifs	D.14.	2 294	3 414	1 605
Passif non courant		33 241	34 997	26 111
Fournisseurs et comptes rattachés		5 313	5 041	4 633
Passifs courants liés à des regroupements d'entreprises et à des intérêts non contrôlants	D.18.	292	341	343
Provisions et autres passifs courants	D.19.5.	9 961	9 361	9 212
Dette locative court terme ⁽³⁾	D.17.2.	261	—	—
Emprunts à court terme et part à court terme de la dette à long terme	D.17.1.	4 554	2 633	1 275
Passif courant		20 381	17 376	15 463
Passifs relatifs aux actifs destinés à être cédés ou échangés	D.8.	6	—	—
Total des capitaux propres et du passif		112 736	111 408	99 813

Comptes de résultats consolidés

(en millions d'euros)	Note	2019	2018	2017 ⁽¹⁾
Chiffre d'affaires	D.35.1.	36 126	34 463	35 072
Autres revenus		1 505	1 214	1 149
Coût des ventes		(11 976)	(11 435)	(11 613)
Marge brute		25 655	24 242	24 608
Frais de recherche et développement		(6 018)	(5 894)	(5 472)
Frais commerciaux et généraux		(9 883)	(9 859)	(10 072)
Autres produits d'exploitation	D.25.	825	484	237
Autres charges d'exploitation	D.26.	(1 207)	(548)	(233)
Amortissements des incorporels		(2 146)	(2 170)	(1 866)
Dépreciations des incorporels	D.5.	(3 604)	(718)	(293)
Ajustement de la juste valeur des compléments de prix	D.12. - D.18.	238	117	(159)
Coûts de restructuration et assimilés	D.27.	(1 062)	(1 480)	(731)
Autres gains et pertes, litiges	D.28.	327	502	(215)
Résultat opérationnel		3 125	4 676	5 804
Charges financières	D.29.	(444)	(435)	(420)
Produits financiers	D.29.	141	164	147
Résultat avant impôts et sociétés mises en équivalence	D.35.1.	2 822	4 405	5 531
Charges d'impôts	D.30.	(139)	(481)	(1 722)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	D.31.	255	499	85
Résultat net de l'ensemble consolidé hors activité Santé animale échangée ou destinée à être échangée		2 938	4 423	3 894
Résultat net de l'activité Santé animale échangée ou destinée à être échangée ⁽⁴⁾	D.2.	(101)	(13)	4 643
Résultat net de l'ensemble consolidé		2 837	4 410	8 537
Part attribuable aux Intérêts Non Contrôlants	D.32.	31	104	121
Résultat net consolidé - Part attribuable aux Actionnaires de Sanofi		2 806	4 306	8 416
Nombre moyen d'actions en circulation (en millions)	D.15.9.	1 249,9	1 247,1	1 256,9
Nombre moyen d'actions après dilution (en millions)	D.15.9.	1 257,1	1 255,2	1 266,8
- Résultat de base par action (en euros)		2,24	3,45	6,70
- Résultat de base par action (en euros) hors activité Santé animale échangée ou destinée à être échangée		2,33	3,46	3,00
- Résultat dilué par action (en euros)		2,23	3,43	6,64
- Résultat dilué par action (en euros) hors activité Santé animale échangée ou destinée à être échangée		2,31	3,44	2,98

3. Bilan consolidé

Actif

(en millions d'euros)	Note	31/12/2019	31/12/2018
ACTIFS NON-COURANTS :			
Écarts d'acquisition, nets	9	18 719	18 373
Immobilisations incorporelles, nettes	10	4 647	4 874
Immobilisations corporelles, nettes*	11	3 680	2 521
Immobilisations corporelles et incorporelles nettes		8 327	7 395
Participations dans les entreprises associées et co-entreprises	12	533	530
Actifs financiers non courants	13	645	665
Actifs d'impôt différé	14	2 004	2 040
TOTAL ACTIFS NON-COURANTS		30 228	29 003
ACTIFS COURANTS :			
Stocks et en-cours	15	2 841	3 091
Clients et créances d'exploitation	16	5 953	5 804
Autres créances et charges constatées d'avance	17	2 087	1 910
Actifs financiers courants		19	30
Trésorerie et équivalents de trésorerie	18	3 592	2 361
TOTAL ACTIFS COURANTS		14 492	13 196
Actifs destinés à la vente & activités non poursuivies		283	60
TOTAL ACTIFS		45 003	42 259

Passif

(en millions d'euros)	Note	31/12/2019	31/12/2018
CAPITAUX PROPRES :	19		
Capital social		2 328	2 317
Primes d'émission, de fusion, d'apport		3 134	2 977
Réserves consolidées et autres réserves**		16 034	15 721
Réserves de conversion		65	(233)
Total capitaux propres (part attribuable aux actionnaires de la société mère)		21 561	20 782
Intérêts attribuables aux participations ne donnant pas le contrôle		1 579	1 482
TOTAL CAPITAUX PROPRES		23 140	22 264
PASSIFS NON COURANTS :			
Provisions pour retraites et engagements assimilés	20	1 806	1 558
Autres provisions non courantes**	21	940	1 253
Provisions non courantes		2 746	2 811
Dettes financières non courantes	22	6 405	5 923
Passifs d'impôt différé	14	1 021	1 147
Autres dettes à long terme*		883	10
TOTAL PASSIFS NON COURANTS		11 055	9 891
PASSIFS COURANTS :			
Fournisseurs et dettes d'exploitation		4 215	4 142
Dettes fiscales et sociales**		3 147	2 194
Provisions courantes**	21	794	878
Autres passifs courants*		1 428	1 232
Dettes financières courantes	22	979	1 574
TOTAL PASSIFS COURANTS		10 563	10 020
Passifs destinés à la vente & activités non poursuivies		245	84
TOTAL PASSIFS		45 003	42 259

1. Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros sauf le résultat par action)	Note	2019	2018
Chiffre d'affaires	3	27 158	25 720
Coûts des ventes		(16 423)	(15 677)
Marge brute		10 735	10 043
Recherche et développement	4	(657)	(597)
Frais généraux et commerciaux		(5 840)	(5 572)
EBITA ajusté*	3	4 238	3 874
Autres produits et charges d'exploitation	6	(411)	(103)
Charges de restructuration		(255)	(198)
EBITA**		3 572	3 573
Amortissements et dépréciations des incorporels liés aux acquisitions	5	(173)	(177)
Résultat d'exploitation		3 399	3 396
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie		39	53
Coût de l'endettement financier brut		(168)	(235)
Coût de la dette financière nette		(129)	(182)
Autres produits et charges financiers	7	(132)	(128)
Résultat financier		(261)	(310)
Résultat des activités poursuivies avant impôts		3 138	3 086
Impôts sur les sociétés	8	(690)	(693)
Résultat net des activités non poursuivies	1	(3)	(23)
Quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence	12	78	61
RÉSULTAT NET		2 523	2 431
dont part attribuable aux actionnaires de la société mère		2 413	2 334
dont part attribuable aux actionnaires minoritaires		110	97
Résultat net (part attribuable aux actionnaires de la société mère) par action (en euros/action)	19	4,38	4,21
Résultat net (part attribuable aux actionnaires de la société mère) après dilution (en euros/action)	19	4,33	4,16

3.3.3 État consolidé de la situation financière

Actif

(en millions d'euros)	NOTES	AU 31 AOÛT 2019	AU 31 AOÛT 2018
ACTIF NON COURANT			
Immobilisations corporelles	4.5	684	619
Écarts d'acquisition	4.6	6 158	5 664
Autres immobilisations incorporelles	4.7	801	704
Investissements clients	4.8	626	558
Participations dans les entreprises mises en équivalence	4.9	62	83
Actifs financiers non courants	4.11	999	190
Instruments financiers dérivés actifs	4.16	5	3
Autres actifs non courants	4.12	20	18
Impôts différés	4.20	99	105
TOTAL ACTIF NON COURANT		9 455	7 944
ACTIF COURANT			
Actifs financiers courants	4.11	58	36
Instruments financiers dérivés actifs	4.16	7	15
Stocks		294	280
Créances d'impôt	4.12	125	176
Clients et autres créances	4.12	4 626	4 121
Fonds réservés et actifs financiers de l'activité Services Avantages & Récompenses	4.11	1 120	1 042
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4.13	1 781	1 666
TOTAL ACTIF COURANT		8 012	7 336
TOTAL DE L'ACTIF		17 467	15 280

Passif et capitaux propres

(en millions d'euros)	NOTES	AU 31 AOÛT 2019	AU 31 AOÛT 2018
CAPITAUX PROPRES			
Capital		590	590
Primes d'émission		248	248
Réserves et résultats non distribués		3 618	2 445
CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE		4 456	3 283
PARTICIPATIONS NE DONNANT PAS LE CONTRÔLE		42	45
TOTAL CAPITAUX PROPRES	4.14	4 498	3 328
PASSIF NON COURANT			
Emprunts et dettes financières	4.15	3 902	3 537
Instruments financiers dérivés passifs	4.16	7	-
Avantages au personnel	4.17	403	389
Autres passifs non courants	4.19	171	190
Provisions	4.18	88	88
Impôts différés	4.20	151	126
TOTAL PASSIF NON COURANT		4 722	4 330
PASSIF COURANT			
Découverts bancaires	4.13	35	28
Emprunts et dettes financières	4.15	182	420
Instruments financiers dérivés passifs	4.16	0	1
Dettes d'impôt		99	98
Provisions	4.18	58	73
Fournisseurs et autres dettes	4.19	4 892	4 222
Chèques et Cartes de Services à rembourser		2 981	2 780
TOTAL PASSIF COURANT		8 247	7 622
TOTAL DU PASSIF ET DES CAPITAUX PROPRES		17 467	15 280

3.3.1 Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	NOTES	2018-2019	2017-2018
Chiffre d'affaires	3	21 954	20 407
Coût des ventes	4.1	(18 756)	(17 320)
Marge brute		3 198	3 087
Charges administratives et commerciales	4.1	(2 000)	(1 963)
Quote-part dans les résultats des entreprises mises en équivalence dans le prolongement de l'activité du Groupe	4.9	2	4
Résultat d'exploitation	3	1 200	1 128
Autres produits opérationnels	4.1	11	10
Autres charges opérationnelles	4.1	(152)	(141)
Résultat opérationnel		1 059	997
Produits financiers	4.2	44	46
Charges financières	4.2	(144)	(136)
Quote-part dans les résultats des autres entreprises mises en équivalence	4.9	4	2
Résultat avant impôt		963	909
Impôt sur les résultats	4.3	(277)	(245)
Résultat net		686	664
Dont :			
Part revenant aux participations ne donnant pas le contrôle		21	13
PART REVENANT AU GROUPE		665	651
Résultat net part du Groupe par action (en euros)	4.4	4,56	4,40
Résultat net part du Groupe dilué par action (en euros)	4.4	4,50	4,34

5.1 ÉTAT DE LA SITUATION FINANCIÈRE

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
ACTIF			
Actifs non courants			
Goodwill	4	2 340	2 304
Autres immobilisations incorporelles	3.3	1 142	1 231
Droit d'utilisation des actifs loués	3.1	689	
Immobilisations corporelles	3.2	578	497
Actifs financiers	7.2	57	59
Impôts différés	5.2	35	35
Total actifs non courants		4 841	4 126
Actifs courants			
Actifs impôt exigibles		178	175
Clients	3.4	1 223	1 048
Autres actifs courants	3.4	167	147
Autres actifs financiers	7.2	63	56
Trésorerie et équivalents de trésorerie		418	336
Total actifs courants		2 049	1 762
TOTAL ACTIF		6 890	5 888

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
PASSIF			
Capitaux propres			
Capital	6.1	147	144
Prime d'émission		575	575
Reserves de conversion		10	- 58
Autres réserves groupe		1 836	1 556
Capitaux propres part du groupe		2 568	2 217
Participations ne conférant pas le contrôle		1	8
Total capitaux propres		2 569	2 225
Passifs non courants			
Provisions	9.2	27	22
Obligations liées aux contrats de location	3.1	564	
Autres passifs financiers	7.4	2 083	2 224
Impôts différés	5.2	278	306
Total passifs non courants		2 952	2 552
Passifs courants			
Provisions	9.2	32	90
Dettes d'impôts	5.3	192	130
Fournisseurs	3.10	173	147
Autres passifs courants	3.10	536	531
Obligations liées aux contrats de location	3.1	168	
Autres passifs financiers	7.4	268	213
Total passifs courants		1 369	1 111
TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES		6 890	5 888

5.2 ÉTAT DU RÉSULTAT

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018
CHIFFRE D'AFFAIRES	3.11	5 355	4 441
Autres produits de l'activité	3.11	2	5
Charges de personnel		- 3 489	- 2 923
Charges externes	3.12	- 708	- 738
Impôts et taxes		- 22	- 22
Dotations aux amortissements		- 188	- 159
Amortissements des incorporels liés aux acquisitions		- 109	- 88
Amortissements du droit d'utilisation des actifs loués assimilables à des charges de personnel		- 11	
Amortissements du droit d'utilisation des actifs loués		- 175	
Perte de valeur des goodwill		- 2	
Charges liées aux paiements fondés sur des actions	3.5	- 25	- 23
Autres produits (charges) d'exploitation	3.13	- 7	- 8
Résultat opérationnel		621	485
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie		6	4
Coût de l'endettement financier brut		- 58	- 60
Charges d'intérêts sur les obligations liées aux contrats de location		- 46	
Coût de l'endettement financier net	7.3	- 98	- 56
Autres produits (charges) financiers	7.3	8	6
Résultat financier		- 90	- 50
Résultat avant impôt		531	435
Impôts sur les résultats	5.1	- 131	- 122
Résultat net après impôt		400	313
Résultat net après impôt - Part du groupe		400	312
Résultat net après impôt - Participations ne conférant pas le contrôle			1
Résultat de base par action (en euros)	6.3	6,86	5,40
Résultat dilué par action (en euros)	6.3	6,81	5,29

7.1.4 Bilan consolidé

Actif

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Écarts d'acquisition, net	Note 4.1	5 981,5	3 445,2
Autres immobilisations corporelles et incorporelles, net	Note 4.2	6 640,8	2 578,2
Participations dans les co-entreprises	Note 5.1	1 090,1	1 086,3
Participations dans les entreprises associées	Note 5.2	243,0	220,0
Titres de participation non consolidés	Note 6.4	196,3	123,9
Actifs financiers non courants	Note 6.4	174,1	169,9
Instruments dérivés, non courant – actif	Note 6.6	16,8	16,7
Impôts différés actifs	Note 7.3	1 002,1	891,7
ACTIFS NON COURANTS		15 344,7	8 531,9
Stocks, en-cours et coûts d'exécution des contrats	Note 10.1	3 731,3	3 080,6
Actifs sur contrats	Note 10.2	3 088,9	2 538,4
Avances et acomptes versés sur commandes en cours	Note 10	549,5	652,3
Clients et autres créances courantes	Note 10.4	5 239,5	4 671,7
Instruments dérivés, courant – actif	Note 6.6	109,6	91,6
Total de l'actif opérationnel courant		12 718,8	11 034,6
Impôts sur les bénéfices	Note 7.3	212,6	45,8
Actifs financiers courants	Note 6.2	15,9	256,0
Trésorerie et équivalents trésorerie	Note 6.2	2 931,4	5 637,5
Total de l'actif financier courant		2 947,3	5 893,3
ACTIFS COURANTS		15 878,7	16 973,9
TOTAL DE L'ACTIF		31 223,4	25 505,8

Passif

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Capital, primes et autres réserves		5 686,4	5 992,0
Écarts de conversion		(180,7)	(225,1)
Actions propres		(56,5)	(67,3)
Total attribuable aux actionnaires de la société mère		5 449,2	5 699,6
Participations ne donnant pas le contrôle		232,9	224,9
CAPITAUX PROPRES	Note 8.1	5 682,1	5 924,5
Dettes financières à long terme	Note 6.2	4 306,4	2 408,5
Instruments dérivés, non courant – passif	Note 6.6	14,5	13,1
Provisions pour retraite et avantages à long terme	Note 9.3	2 945,2	2 326,7
Impôts différés passifs	Note 7.3	783,3	216,4
PASSIFS NON COURANTS		8 049,4	4 964,7
Passifs sur contrats	Note 10.2	6 414,9	6 108,2
Provisions pour risques et charges	Note 10.3	1 960,0	1 730,8
Fournisseurs et autres dettes courantes	Note 10.4	6 813,7	6 148,5
Instruments dérivés, courant – passif	Note 6.6	150,5	273,7
Total du passif opérationnel courant		15 339,1	14 261,2
Impôts sur les bénéfices	Note 7.3	184,5	34,2
Dettes financières à court terme	Note 6.2	1 968,3	321,2
PASSIFS COURANTS		17 491,9	14 616,6
TOTAL DU PASSIF ET DES CAPITAUX PROPRES		31 223,4	25 505,8

7.1.1 Compte de résultat consolidé

(en millions d'euros)	Notes	2019	2018
Chiffre d'affaires	Note 2	18 401,0	15 854,7
Coût de l'activité		(13 877,3)	(11 870,3)
Frais de recherche et développement		(1 098,5)	(881,4)
Frais commerciaux		(1 382,9)	(1 097,6)
Frais généraux et administratifs		(636,7)	(554,3)
Coût des restructurations	Note 10.3	(122,2)	(48,3)
Résultat opérationnel courant	Note 2	1 283,4	1 402,8
Résultat des cessions, variations de périmètre et autres	Note 3.2	218,6	(73,0)
Perte de valeur sur actifs immobilisés		-	-
Résultat opérationnel avant résultat des mises en équivalence		1 502,0	1 329,8
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence		142,0	144,7
• dont, quote-part dans le résultat net des co-entreprises	Note 5.1	85,8	98,9
• dont, quote-part dans le résultat net des entreprises associées	Note 5.2	56,2	45,8
Résultat opérationnel après résultat des mises en équivalence		1 644,0	1 474,5
Intérêts financiers relatifs à la dette brute		(62,9)	(26,5)
Produits financiers relatifs à la trésorerie et équivalents		19,6	19,6
Intérêts financiers nets	Note 6.1	(43,3)	(6,9)
Autres résultats financiers	Note 6.1	(84,4)	(78,3)
Résultat financier sur retraites et avantages à long terme	Note 9.3	(68,9)	(47,2)
Impôt sur les bénéfices	Note 7.1	(301,0)	(314,2)
RÉSULTAT NET		1 146,4	1 027,9
Attribuable :			
aux actionnaires de la société mère		1 121,9	981,8
aux participations ne donnant pas le contrôle		24,5	46,1
Résultat par action (en euros)	Note 8.2	5,28	4,62
Résultat par action dilué (en euros)	Note 8.2	5,26	4,60

Informations complémentaires : incluant le calcul de l'EBIT, voir annexes et Note 9.3

8.4 Bilan consolidé

TOTAL

ACTIF

Au 31 décembre (en millions de dollars)	2019	2018	2017
Actifs non courants			
Immobilisations incorporelles (notes 4 et 7)	33 178	28 922	14 587
Immobilisations corporelles (notes 4 et 7)	116 408	113 324	109 397
Sociétés mises en équivalence : titres et prêts (note 8)	27 122	23 444	22 103
Autres titres (note 8)	1 778	1 421	1 727
Actifs financiers non courants (note 15)	912	680	679
Impôts différés (note 11)	6 216	6 663	5 206
Autres actifs non courants (note 6)	2 415	2 509	3 984
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	188 029	176 963	157 683
Actifs courants			
Stocks (note 5)	17 132	14 880	16 520
Clients et comptes rattachés (note 5)	18 488	17 270	14 893
Autres créances (note 5)	17 013	14 724	14 210
Actifs financiers courants (note 15)	3 992	3 654	3 393
Trésorerie et équivalents de trésorerie (note 15)	27 352	27 907	33 185
Actifs destinés à être cédés ou échangés (note 2)	1 288	1 364	2 747
TOTAL ACTIFS COURANTS	85 265	79 799	84 948
TOTAL ACTIF	273 294	256 762	242 631

PASSIF ET CAPITAL PROPRES

Au 31 décembre (en millions de dollars)	2019	2018	2017
Capitaux propres			
Capital	8 123	8 227	7 882
Primes et réserves consolidées	121 170	120 569	112 040
Écarts de conversion	(11 503)	(11 313)	(7 908)
Actions autodétenues	(1 012)	(1 843)	(458)
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES - PART DU GROUPE (note 9)	116 778	115 640	111 556
Intérêts ne conférant pas le contrôle	2 527	2 474	2 481
TOTAL DES CAPITAUX PROPRES	119 305	118 114	114 037
Passifs non courants			
Impôts différés (note 11)	11 858	11 490	10 828
Engagements envers le personnel (note 10)	3 501	3 363	3 735
Provisions et autres passifs non courants (note 12)	20 613	21 432	15 986
Dettes financières non courantes (note 15)	47 773	40 129	41 340
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	83 745	76 414	71 889
Passifs courants			
Fournisseurs et comptes rattachés	28 394	26 134	26 479
Autres créanciers et dettes diverses (note 5)	25 749	22 246	17 779
Dettes financières courantes (note 15)	14 819	13 306	11 096
Autres passifs financiers courants (note 15)	487	478	245
Passifs relatifs aux actifs destinés à être cédés ou échangés (note 2)	795	70	1 108
TOTAL PASSIFS COURANTS	70 244	62 234	56 705
TOTAL PASSIF ET CAPITAUX PROPRES	273 294	256 762	242 631

TOTAL

Exercice (en millions de dollars)*	2019	2018	2017
Chiffre d'affaires (notes 3, 4, 5)	200 316	209 363	171 493
Droits d'accises (notes 3 et 5)	(24 067)	(25 257)	(22 394)
Produits des ventes (notes 3 et 5)	176 249	184 106	149 099
Achats, nets de variation de stocks (note 5)	(116 221)	(125 816)	(99 411)
Autres charges d'exploitation (note 5)	(27 255)	(27 484)	(24 986)
Charges d'exploration (note 5)	(785)	(797)	(864)
Amortissements et dépréciations des immobilisations corporelles et droits miniers (note 5)	(15 731)	(13 992)	(16 103)
Autres produits (note 6)	1 163	1 838	3 811
Autres charges (note 6)	(1 192)	(1 273)	(1 034)
Coût de l'endettement financier brut	(2 333)	(1 933)	(1 396)
Produits et charges de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	(19)	(188)	(138)
Coût de l'endettement financier net (note 15)	(2 352)	(2 121)	(1 534)
Autres produits financiers (note 6)	792	1 120	957
Autres charges financières (note 6)	(764)	(685)	(642)
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence (note 8)	3 406	3 170	2 015
Charge d'impôt (note 11)	(5 872)	(6 516)	(3 029)
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ	11 438	11 550	8 299
Part du Groupe	11 267	11 446	8 631
Intérêts ne conférant pas le contrôle	171	104	(332)
Résultat net par action (en \$)	4,20	4,27	3,36
Résultat net dilué par action (en \$)	4,17	4,24	3,34

الملحق رقم (32): القوائم المالية (Veolia)

État de la situation financière consolidée actif

(en millions d'euros)	Notes	Au 1 ^{er} janvier 2018 retraité*	Au 31 décembre 2018 publié	Au 31 décembre 2018 retraité*	Au 31 décembre 2019
Goodwill	Note 7.1	4 915,7	5 107,7	5 107,7	5 128,0
Actifs incorporels du domaine concédé	Note 7.2.1	3 475,3	3 467,3	3 467,3	3 517,4
Autres actifs incorporels	Note 7.2.2	1 017,1	1 116,3	1 116,3	1 372,6
Actifs corporels	Note 7.3	7 294,4	7 856,8	7 856,8	7 679,8
Droits d'usage (nets)	Note 7.4	1 679,5	-	1 698,5	1 664,6
Participations dans les co-entreprises	Note 5.2	1 500,3	1 517,1	1 511,1	1 497,7
Participations dans les entreprises associées	Note 5.2	607,8	370,2	370,2	382,5
Titres de participation non consolidés		70,6	44,3	44,3	52,4
Actifs financiers opérationnels non courants	Note 5.4	1 416,8	1 387,1	1 387,1	1 431,2
Instruments dérivés non courants – Actif	Note 8.3	27,1	31,6	31,6	39,0
Autres actifs financiers non courants	Note 8.1.2	348,6	332,8	332,8	374,6
Impôts différés actifs	Note 11.2	995,1	1 028,2	1 043,4	952,9
Actifs non courants		23 348,3	22 259,5	23 967,1	24 092,7
Stocks et travaux en cours	Note 5.3	721,6	818,0	818,0	792,0
Créances d'exploitation	Note 5.3	8 482,7	9 016,3	9 010,1	9 341,7
Actifs financiers opérationnels courants	Note 5.4	197,3	99,3	99,3	86,0
Autres actifs financiers courants	Note 8.1.2	404,6	432,2	432,2	738,5
Instruments dérivés courants – Actif	Note 8.3	70,1	69,2	69,2	91,5
Trésorerie et équivalents de trésorerie	Note 8.1.3	6 263,9	4 556,5	4 556,5	5 843,3
Actifs classés comme détenus en vue de la vente	Note 3.3	486,9	341,8	341,8	33,3
Actifs courants		16 627,1	15 333,3	15 327,1	16 926,3
TOTAL ACTIF		39 975,4	37 592,8	39 294,2	41 019,0

État de la situation financière consolidée passif

(en millions d'euros)	Notes	Au 1 ^{er} janvier 2018 retraité*	Au 31 décembre 2018 publié	Au 31 décembre 2018 retraité*	Au 31 décembre 2019
Capital	Note 9.2	2 816,8	2 828,0	2 828,0	2 836,3
Primes		7 161,2	7 182,5	7 182,5	7 197,9
Réserves et résultat part du Groupe		-2 601,8	-4 025,1	-4 140,9	-4 100,5
Total des capitaux propres attribuables aux propriétaires de la société mère	Note 9.2	7 376,2	5 985,4	5 869,6	5 933,7
Total des capitaux propres attribuables aux participations ne donnant pas le contrôle	Note 9.3	1 147,9	1 158,9	1 151,7	1 144,7
Capitaux propres		8 524,1	7 144,3	7 021,3	7 078,4
Provisions non courantes	Note 10	1 937,8	1 790,3	1 782,6	1 848,7
Dettes financières non courantes	Note 8.1.1	9 321,8	9 655,5	9 517,6	9 366,8
Dettes locales IFRS 16 non courantes	Note 8.1.2	1 530,3	-	1 556,0	1 417,9
Instruments dérivés non courants – Passif	Note 8.3	108,4	55,8	55,8	52,4
Passifs du domaine concédé – part non courante	Note 5.5	1 281,2	1 350,4	1 350,4	1 421,7
Impôts différés passifs	Note 11.2	970,1	1 042,6	1 042,6	984,4
Passifs non courants		15 149,6	13 894,6	15 305,0	15 091,9
Dettes d'exploitation	Note 5.3	10 161,6	10 964,9	10 999,4	11 753,6
Passifs du domaine concédé – part courante	Note 5.5	85,8	117,9	118,0	128,3
Provisions courantes	Note 10	551,6	530,1	513,2	539,1
Dettes financières courantes	Note 8.1.1	4 571,1	4 622,5	4 593,6	5 443,7
Dettes locales IFRS 16 courantes	Note 8.1.2	433,5	-	425,2	465,7
Instruments dérivés courants – Passif	Note 8.3	49,1	83,7	83,7	197,8
Trésorerie passive	Note 8.1.3	208,9	215,7	215,7	302,2
Passifs classés comme détenus en vue de la vente	Note 3.3	240,1	19,1	19,1	18,3
Passifs courants		16 301,7	16 553,8	16 967,9	18 848,7
TOTAL DES PASSIFS ET DES CAPITAUX PROPRES		39 975,4	37 592,8	39 294,2	41 019,0

4.1.2 COMPTE DE RÉSULTAT CONSOLIDÉ

(en millions d'euros)	Notes	Au 31 décembre 2018 publié	Au 31 décembre 2018 retraité*	Au 31 décembre 2019
Chiffre d'affaires	Note 5.1	25 911,1	25 951,3	27 189,7
Coûts des ventes	Note 5.2	-21 671,7	-21 663,4	-22 827,7
Coûts commerciaux	Note 5.2	-610,3	-610,9	-610,6
Coûts généraux et administratifs	Note 5.2	-2 141,6	-2 149,4	-2 157,4
Autres charges et produits opérationnels	Note 5.2	-183,8	-183,9	-258,0
Résultat opérationnel avant quote-part de résultat net dans les entités mises en équivalence	Note 5.2	1 303,7	1 343,7	1 335,0
Quote-part de résultat net dans les entités mises en équivalence		115,9	115,8	129,8
Dont quote-part de résultat net des co-entreprises	Note 5.2.4	71,7	71,4	89,3
Dont quote-part de résultat net des entreprises associées	Note 5.2.4	44,2	44,2	40,5
Résultat opérationnel après quote-part de résultat net dans les entités mises en équivalence		1 419,6	1 459,5	1 464,8
Coût de l'endettement financier	Note 8.4.1	-413,8	-413,9	-440,5
Autres revenus et charges financiers	Note 8.4.2	-147,8	-192,1	146,7
Résultat avant impôts		858,0	853,3	1 171,0
Impôts sur le résultat	Note 11.1	-200,3	-199,0	-236,5
Quote-part de résultat net des autres entités mises en équivalence	Note 5.2.4	-	-	-
Résultat net des activités poursuivies		657,7	654,3	872,5
Résultat net des activités non poursuivies	Note 3.3.2	-50,6	-46,4	-111,9
Résultat net		607,1	607,9	760,6
Part des propriétaires de la société mère		439,3	440,8	624,9
Part des participations ne donnant pas le contrôle (en euros)	Note 9.2	167,8	167,3	135,7
RÉSULTAT NET AT TRIBUABLE AUX PROPRIÉTAIRES DE LA SOCIÉTÉ MÈRE PAR ACTION				
Nondilué	Note 9.5	0,68	0,68	1,12
Dilué	Note 9.5	0,65	0,65	1,07
RÉSULTAT NET AT TRIBUABLE AUX PROPRIÉTAIRES DE LA SOCIÉTÉ MÈRE DES ACTIVITÉS POURSUIVIES PAR ACTION				
Nondilué	Note 8.4	0,77	0,76	1,32
Dilué	Note 8.4	0,74	0,73	1,26
RÉSULTAT NET AT TRIBUABLE AUX PROPRIÉTAIRES DE LA SOCIÉTÉ MÈRE DES ACTIVITÉS NON POURSUIVIES PAR ACTION				
Nondilué	Note 8.4	-0,09	-0,08	-0,20
Dilué	Note 8.4	-0,09	-0,08	-0,19

الملحق رقم (33): القوائم المالية (Vinci)

Bilan consolidé

Actif

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Actifs non courants			
Immobilisations incorporelles du domaine concédé	13	26 869	27 118
Goodwill	9	11 647	9 792
Autres immobilisations incorporelles	17	7 410	632
Immobilisations corporelles	17	10 131	5 359
Participations dans les sociétés mises en équivalence	10	1 870	1 674
Autres actifs financiers non courants	11-14-18	1 525	1 332
Instruments dérivés actifs non courants	27	1 051	511
Impôts différés actifs	7	370	317
Total actifs non courants		60 873	46 736
Actifs courants			
Stocks et travaux en cours	19	1 434	1 173
Clients et autres débiteurs	19	14 523	13 584
Autres actifs courants d'exploitation	19	5 252	5 033
Autres actifs courants hors exploitation		48	52
Actifs d'impôt exigible		166	280
Autres actifs financiers courants		53	37
Instruments dérivés actifs courants	27	210	258
Actifs financiers de gestion de trésorerie	26	287	245
Disponibilités et équivalents de trésorerie	26	8 257	7 960
Total actifs courants		30 229	28 621
Total actifs		91 102	75 357

Bilan consolidé

Passif

(en millions d'euros)	Notes	31/12/2019	31/12/2018
Capitaux propres			
Capital social	211	1 513	1 494
Primes liées au capital	211	10 879	10 339
Toutefois, auto-débités	212	(1 083)	(2 323)
Réserves consolidées		9 252	7 767
Réserves de conversion		(8)	(21)
Résultat net - part du Groupe		3 260	2 983
Capitaux reconnus directement capitaux propres	234	(1 366)	(862)
Capitaux propres - part du Groupe		20 438	19 185
Intérêts minoritaires	235	2 624	633
Total capitaux propres		23 062	19 818
Passifs non courants			
Provisions non courantes	20	1 341	1 135
Provisions pour avantages du personnel	29	1 911	1 519
Emprunts obligataires	25	21 300	16 588
Autres emprunts et dettes financières	25	3 075	3 023
Instruments dérivés passifs non courants	27	473	206
Dettes de location non courantes	21	1 311	-
Autres passifs non courants		451	346
Impôts différés passifs	7	2 701	1 676
Total passifs non courants		34 563	24 491
Passifs courants			
Provisions courantes	20	4 741	4 452
Fourneurs	19	8 514	8 240
Autres passifs courants d'exploitation	19	14 177	12 862
Autres passifs courants hors exploitation		662	500
Passifs d'impôt exigible		292	282
Dettes de location courantes	21	494	-
Instruments dérivés passifs courants	27	399	76
Dettes financières courantes	25	4 217	4 625
Total passifs courants		33 497	31 048
Total passifs et capitaux propres		91 102	75 357

Compte de résultat consolidé de la période

(en millions d'euros)	Notes	Exercice 2019	Exercice 2018
Chiffre d'affaires⁽¹⁾	1-2	48 053	43 519
Chiffre d'affaires travaux hors Groupe des filiales concessionnaires		699	633
Chiffre d'affaires total		48 753	44 152
Produits des activités annexes	4	198	202
Charges opérationnelles	4	(43 216)	(39 357)
Résultat opérationnel sur activité	1-4	5 734	4 997
Paielements en actions (IFRS 2)	30	(291)	(206)
Résultat des sociétés mises en équivalence	4-10	212	88
Autres éléments opérationnels courants	4	48	45
Résultat opérationnel courant	4	5 704	4 924
Éléments opérationnels non courants	4	(40)	(4)
Résultat opérationnel	4	5 664	4 920
Coût de l'endettement financier brut		(592)	(491)
Produits financiers des placements de trésorerie		41	29
Coût de l'endettement financier net	5	(551)	(462)
Autres produits et charges financiers	6	(71)	17
Impôts sur les bénéfices	7	(1 634)	(1 418)
Résultat net		3 408	3 057
Résultat net - part des intérêts minoritaires		148	74
Résultat net - part du Groupe		3 260	2 983
Résultat net par action (en euros)	8	5,88	5,38
Résultat net dilué par action (en euros)	8	5,82	5,32

Bilan consolidé

(en millions d'euros)	Note	31 décembre 2019	1 ^{er} janvier 2019	31 décembre 2018
ACTIF				
Écarts d'acquisition	9	14 690	12 438	12 438
Actifs de contenus non courants	10	2 745	2 194	2 194
Autres immobilisations incorporelles		883	437	437
Immobilisations corporelles		1 097	967	986
Droits d'utilisation relatifs aux contrats de location	11	1 245	1 131	na
Participations mises en équivalence	12	3 520	3 418	3 418
Actifs financiers non courants	13	2 263	2 102	2 102
Impôts différés	6	782	713	675
Actifs non courants		27 226	23 400	22 250
Stocks		277	206	206
Impôts courants	6	374	135	135
Actifs de contenus courants	10	1 423	1 346	1 346
Créances d'exploitation et autres	14	5 661	5 311	5 314
Actifs financiers courants	13	295	1 090	1 090
Trésorerie et équivalents de trésorerie	15	2 130	3 793	3 793
Actifs courants		10 120	11 881	11 884
TOTAL ACTIF		37 346	35 281	34 134
CAPITAUX PROPRES ET PASSIF				
Capital		6 515	7 184	7 184
Primes d'émission		2 353	4 475	4 475
Actions d'autocontrôle		(694)	(649)	(649)
Réserves et autres		7 179	6 182	6 303
Capitaux propres attribuables aux actionnaires de Vivendi SA		15 353	17 192	17 313
Intérêts minoritaires		222	220	221
Capitaux propres	16	15 575	17 412	17 534
Provisions non courantes	17	1 127	871	858
Emprunts et autres passifs financiers à long terme	20	5 160	3 418	3 418
Impôts différés	6	1 037	1 076	1 076
Dettes locatives à long terme	11	1 223	1 122	na
Autres passifs non courants		183	223	248
Passifs non courants		8 730	6 740	5 630
Provisions courantes	17	491	419	419
Emprunts et autres passifs financiers à court terme	20	1 777	888	888
Dettes d'exploitation et autres	14	10 494	9 513	9 572
Dettes locatives à court terme	11	236	218	na
Impôts courants	6	40	91	91
Passifs courants		13 041	11 129	10 970
Total passif		21 771	17 869	16 600
TOTAL CAPITAUX PROPRES ET PASSIF		37 346	35 281	34 134

Compte de résultat consolidé

	Note	Exercices clos le 31 décembre	
		2019	2018
Chiffre d'affaires	3	15 898	13 932
Coût des ventes	4	(8 845)	(7 618)
Charges administratives et commerciales		(5 495)	(5 022)
Charges de restructuration	3	(161)	(115)
Dépréciations des actifs incorporels liés aux regroupements d'entreprises	3	(20)	(2)
Quote-part dans le résultat net des sociétés mises en équivalence opérationnelles		4	7
Résultat opérationnel (EBIT)	3	1 381	1 182
Quote-part dans le résultat net des sociétés mises en équivalence non opérationnelles	12	67	122
Coût du financement	5	(46)	(47)
Produits perçus des investissements financiers		10	20
Autres produits financiers	5	235	418
Autres charges financières	5	(170)	(1 181)
		29	(790)
Résultat des activités avant impôt		1 477	514
Impôt sur les résultats	6	140	(357)
Résultat net des activités poursuivies		1 617	157
Résultat net des activités cédées ou en cours de cession		-	-
Résultat net		1 617	157
Dont			
Résultat net, part du groupe		1 583	127
Intérêts minoritaires		34	30
Résultat net, part du groupe par action	7	1,28	0,10
Résultat net, part du groupe dilué par action	7	1,28	0,10

Données en millions d'euros, sauf données par action, en euros.

الملخص:

نهدف من خلال بحثنا الى دراسة وتحليل أثر التكلفة المرجحة لرأس المال على المردودية المالية لمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال سنة 2019، حيث اشتملت عينة الدراسة على مجموعة من المؤسسات وعددها 30 مؤسسة من أصل 40 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40، ومن أجل الوصول الى الهدف من الدراسة وتوضيح العلاقة بين المتغيرات، تم اعداد نموذجين من اجل اختبار الفرضيات وهما نموذج الانحدار البسيط ونموذج الانحدار المتعدد، حيث تم حساب المردودية المالية والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال للمؤسسات محل الدراسة عن طريق حساب تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون للمؤسسات خلال سنة 2019، مع استخدام (Eviews10) لتحليل البيانات، وقد توصلت الدراسة من خلال نموذج الانحدار الخطي البسيط إلى وجود علاقة طردية موجبة بين التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والمردودية المالية في المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، أما فيما يخص نموذج الانحدار الخطي المتعدد فقد تم التوصل إلى وجود علاقة موجبة بين تكلفة الديون والمردودية في حين ليس هناك علاقة معنوية بين تكلفة الأموال الخاصة والمردودية المالية في المؤسسات محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، المردودية المالية، تكلفة الديون، تكلفة الأموال الخاصة.

Abstract:

We aim from our research to study and analyze the impact of the weighted cost of capital on the financial profitability of the companies included in the CAC40 index during the year 2019. the study included a group of 30 companies out of a total of 40 companies listed in the CAC40 index, and in order to reach the goal of the study and to clarify the relationship between the study variables, two models were prepared in order to test the hypotheses, the simple regression model and the multiple regression model. The financial profitability and the weighted average cost of capital for the companies under study were calculated by calculating the cost of private funds and the cost of debts for companies during the year 2019, With the use of (Eviews10) for data analysis, The study found, through the simple linear regression model, that there is a positive direct relationship between the weighted average cost of capital and the financial return in the companies listed in the CAC40 index. The study also indicated that there is no significant relationship between the cost of private funds and financial profitability in the companies under study.

Keywords: weighted average cost of capital, financial profitability, cost of debt, cost of own funds.