جامعة يحي فارس - المديـــــــة-
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

الموضـــــــــــوع:

# القرارات المالية وفعاليتها في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
## دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2010- 2015

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير
تخصص: الاقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال والمالية

**إعداد الطالب:**
بنية محمد

**تحت إشراف الأستاذ:**
أ . شبوطي حكيم

**لجنة المناقشة:**

| | | | |
|---|---|---|---|
| سعداوي موسى | أستاذ التعليم العالي | جامعة المدية | رئيسا |
| شبوطي حكيم | أستاذ محاضر "أ" | جامعة المدية | مشرفا ومقررا |
| خروف منير | أستاذ محاضر "أ" | جامعة قالمة | عضوا ممتحنا |
| سماي علي | أستاذ محاضر "أ" | جامعة المدية | عضوا ممتحنا |
| زبير عياش | أستاذ محاضر "أ" | جامعة أم البواقي | عضوا ممتحنا |
| عيسى دراجي | أستاذ محاضر "أ" | جامعة خميس مليانة | عضوا ممتحنا |

**السنة الدراسية 2017/2016**

# الإهداء

أهدي هذا العمل

إلى:

التي الجنة تحت أقدامها أمي رحمة الله عليها

الذي شملني برعايته وتوجيهاته أبي حفظه الله

عائلتي الكبيرة

زوجتي

كل الأصدقاء والأحباب

# كلمة شكر

الحمد الله رب العالمين الذي أحصى كل شيء عددا وجعل لكل شيء أمدا ولا يشرك في حكمه أحدا، وأصلي وأسلم على خير الأنام محمد صلى الله عليه وسلم

**يسرني أن أتقدم بالشكر إلى:**

* الأستاذ الدكتور شبوطي حكيم على تشجيعاته ونصائحه وتوجيهاته ودعمه لإنجاز هذا البحث.

* أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة قالمة خاصة الأستاذ: وليد بشيشي.

* أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة المدية خاصة الأستاذ: بوفاسة سليمان.

* كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل.

**ملخص الدراسة:**

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح مدى فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية، حيث تم اختيار عينة مكونة من 46 شركة مدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة مابين 2010 إلى غاية 2015، موزعة على 6 قطاعات، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام أسلوب نماذج البيانات الطولية لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وهي ( قرارات الإستثمار معبرا عنها بالعائد على الإستثمار، قرارات التمويل معبرا عنها بنسبة الهيكل المالي، قرارات توزيع الأرباح معبرا عنها بربحية السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات) والمتغير التابع ( قيمة السوقية للمؤسسة).

توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي لمتغير قرار الإستثمار على القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي لمتغير ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للمؤسسة، كذلك وجود أثر معنوي لمتغير نصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، بينما لا يوجد أثر معنوي لمتغير قرار التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة.

**الكلمات المفتاح:** القرارات المالية، قرارات الإستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة.

## Study Summary:

This study aims to clarify the effectiveness of the financial decisions to maximize the market value of economic organizations, where the choice was a sample of 46 companies listed in the Saudi financial market during the period between 2010 until 2015, from six (6) sectors, and in order to achieve the objectives of the study, the analysis of longitudinal data were used to examine the relationship between the independent variables (investment decisions expressed in return on investment, financing decisions expressed by the financial structure, distribution of profits decisions expressed in profitability per share and dividends per share) and the dependent variable (the company market value).

The study found that there is a significant effect of the investment decisions variable on the company market value. In addition, there is a significant effect of the profit per share on the company market value , While there is no significant effect of the financing decisions variable of the on the company market value of the institution

**Key words**: financial decisions, investment decisions, financing decisions, profit distribution decisions, company market value

# فهـــرس المحتـــــــــــويات

الإهـــــداء.....I
كلمةشكر.....II
ملخص الدراسة..... III
قائمة الجداول..... V
قائمة الأشكال..... VIII
قائمة الملاحق..... IX
**مقدمةعامة**.....أ– ذ

**الفصل الأول : الإطار المفاهيمي للقرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية**

تمهيد..... 2
**المبحث الأول: المفاهيم الأساسية لاتخاذ القرارات الإدارية**..... 3
المطلب الأول: نظرية القرارات الإدارية..... 3
المطلب الثاني: مفهوم، أهمية وخصائص اتخاذ القرارات الإدارية..... 7
المطلب الثالث: خطوات عملية اتخاذ القرارات الإدارية والعوامل المؤثرة فيه ..... 11
المطلب الرابع: أنواع القرارات..... 20
**المبحث الثاني: الأساليب المساعدة في اتخاذ القرارات**..... 22
المطلب الأول: نماذج اتخاذ القرارات..... 23
المطلب الثاني: الأساليب النوعية في اتخاذ القرارات..... 26
المطلب الثالث:الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات..... 30
**المبحث الثالث: القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية**..... 43
المطلب الأول: مدخل إلى الإدارة المالية..... 43
المطلب الثاني: قرارات الإستثمار..... 48
المطلب الثالث: قرارات التمويل..... 54
المطلب الرابع: قرارات توزيع الأرباح..... 55
خلاصة الفصل..... 59

**الفصل الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة**

تمهيد..... 61
**المبحث الأول:** ماهية الهيكل المالي..... 62

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته..... 62
المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي قصيرة الأجل..... 67
المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي طويلة الأجل..... 73
**المبحث الثاني: تكلفة التمويل**..... 85
المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول تكلفة التمويل..... 85
المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل..... 87
المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل..... 95
المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة وتكلفة الحدية لمصادر التمويل..... 98
**المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي**..... 100
المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي..... 100
المطلب الثاني: مدخل موديغلياني وميلرModigliani-Miller ..... 102
المطلب الثالث: النظرية المصححة لموديغلياني وميلر في وجود الضرائب عام 1963.... 107
خلاصة الفصل..... 110

**الفصل الثالث: تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة**

تمهيد..... 112
**المبحث الأول: القيمة وخلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية**..... 113
المطلب الأول: القيمة في الفكر الإقتصادي والفكر المالي..... 113
المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول القيمة..... 115
المطلب الثالث: خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية..... 121
**المبحث الثاني: القيمة الإقتصادية المضافة**..... 130
المطلب الأول: أساسيات حول القيمة الاقتصادية المضافة..... 130
المطلب الثاني: طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة..... 137
المطلب الثالث: العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة..... 142
**المبحث الثالث: علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة**..... 145
المطلب الأول: علاقة قرار الإستثمار بقيمة المؤسسة..... 145
المطلب الثاني: علاقة قرار التمويل بقيمة المؤسسة..... 147
المطلب الثالث: علاقة قرار توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة..... 155
خلاصة الفصل..... 165

**الفصل الرابع: دراسة فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية**

تمهيد..... 167
**المبحث الأول: تقديم السوق المالية السعودية**..... 168
المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي..... 168
المطلب الثاني: نظام السوق المالية السعودية..... 172
المطلب الثالث: اللوائح التنفيذية..... 179
**المبحث الثاني: أداء السوق المالية السعودية**..... 184
المطلب الأول: الواقع العملي لسوق المالية السعودية..... 184
المطلب الثاني: تقديم المؤشر العام لسوق المالية السعودية..... 187
المطلب الثالث: تحليل مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2015... 192
**المبحث الثالث: منهجية الدراسة**..... 196
المطلب الأول: الإطار العام للدراسة التطبيقية..... 197
المطلب الثاني :تطبيق اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك على متغيرات الدراسة... 202
المطلب الثالث: : تقدير النماذج وتحليل النتائج..... 204
خلاصة الفصل..... 211
الخاتمة العامة..... 213
قائمة المراجع..... 217
الملاحق..... 239

## قائمة الجداول


| الرقم | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| 01 | المقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري | 73 |
| 02 | تقييم مؤشرات خلق القيمة | 130 |
| 03 | تطور حجم التداول في السوق المالية السعودية (2010-2015) | 193 |
| 04 | تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2010-2015) | 194 |
| 05 | تطور القيمة السوقية في السوق المالية السعودية في الفترة (2010-2015) | 195 |
| 06 | تطور المؤشر العام لسوق المالية السعودية "تداول" خلال الفترة (2010-2015) | 196 |
| 07 | توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات | 198 |
| 08 | نتائج اختبارات الاستقرارية (جذر الوحدة) | 203 |
| 09 | نتائج تطبيق اختبار التكامل المشترك على متغيرات الدراسة | 204 |
| 10 | نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار البيانات الطولية | 205 |
| 11 | نتائج إختبار F المقيد واختبار (*Hausman*) | 206 |
| 12 | النموذج الانحدار المتعدد النهائي بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية | 207 |
| 13 | نتائج اختبار (Jarque-Bera) | 208 |
| 14 | اختبار الإرتباط التسلسلي LM | 209 |

## قائمة الأشكال


| الرقم | العنوان | الصفحة |
|---|---|---|
| 01 | مراحل اتخاذ القرار وفق النظرية الكلاسيكية | 05 |
| 02 | عملية اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية | 09 |
| 03 | خطوات اتخاذ القرار الإداري | 17 |
| 04 | العوامل المؤثرة على عملية اتخاذ القرار | 19 |
| 05 | المراحل الرئيسية لأسلوب دلفي في اتخاذ القرارات | 29 |
| 06 | العلاقة بين التكلفة الحدية والعائد الحدي | 99 |
| 07 | الهيكل المالي الأمثل حسب المدخل التقليدي | 102 |
| 08 | العلاقة بين تكلفة والرافعة المالية في ظل الإقتراح الثاني | 106 |
| 09 | نظرية موديغلياني وميلر في وجود الضرائب | 109 |
| 10 | العلاقة بين تكلفة التمويل وبين نسبة الاقتراض حسب مدخل صافي ربح العمليات | 148 |
| 11 | العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية وبين القيمة المؤسسة في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس | 151 |
| 12 | قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة | 153 |

## قائمة الملاحق


| الرقم | عنوان الملحق | الصفحة |
|---|---|---|
| 01 | اختبار استقرارية متغيرات الدراسة | 239 |
| 02 | اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة | 251 |
| 03 | تقدير معلمات نماذج انحدار البيانات الطولية | 253 |
| 04 | اختبار فشير المقيد و هوسمان | 257 |
| 05 | النموذج النهائي بعد استبعاد غير المعنويين | 259 |

# مقدمة عامة

**مقدمة عامة:**

أصبحت المؤسسة الإقتصادية تلعب دورا كبيرا في تطوير الإقتصاد العالمي، خاصة مع التطورات التي مست جميع الميادين سواء ما تعلق بالجانب المالي أو التكنولوجي أو الإقتصادي، مما فرض على المؤسسات الإقتصادية إعادة النظر في مختلف الخطط والإستراتيجيات والأهداف، وجعلها تتوافق مع مصالح الأطراف التي تتعامل مع المؤسسة كالمساهمين، إدارة المؤسسة، البنوك...، فنجاح المؤسسة في تحقيق هذه المصالح يتوقف على وجود إدارة مالية قادرة على جمع بين مصالح المؤسسة ومصالح الملاك أو المساهمين.

لهذا تعتبر وظيفة الإدارة المالية من الوظائف الأساسية للمؤسسات على اختلاف أنواعها، ذلك لأنها الوظيفة المسؤولة على توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة من إنتاج أو إستثمار أو تسويق، أي أن جوهر عملها يتعلق باتخاذ القرارات الخاصة بالحصول على الأموال واستثمارها بالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية.

وبذلك يعد الهدف الأساسي للإدارة المالية وفق المنهج الحديث هو تعظيم ثروة الملاك أو المساهمين من خلال تعظيم قيمة المؤسسة في السوق المالي أو تعظيم قيمة أسهمها باعتبارها تعكس نظرة جميع المستثمرين المشاركين في السوق المالي، لذلك تقوم الإدارة المالية داخل المؤسسة بتبنى القرارات والأعمال التي تؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية، ومن بين هذه القرارات المتخذة من طرف هذه الإدارة والتي تؤثر على قيمة المؤسسة، القرارات المالية التي تتوزع بين قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

تعد قرارات الإستثمار من أهم القرارات المالية المتخذة من طرف الإدارة المالية وأعقدها بسبب إمكانية عدم الرجوع فيها وامتداد أثرها لفترة طويلة، فهو القرار الذي يتم على أساسه اختيار أفضل الإستثمار من بين البدائل الإستثمارية المتاحة بناءا على العائد الإستثماري المتوقع والمخاطرة المحتملة، بالإضافة إلى أن هذه القرارات تساهم في الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة .

ترتبط قرارات التمويل باختيار وتحديد المزيج التمويلي المناسب أو الهيكل المالي الذي سوف تعتمد عليه المؤسسة في تمويل مختلف استثماراتها ونشاطاتها، أي صياغة الهيكل المالي الأمثل الذي يؤدي إلى تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم، ويخفض تكلفة الحصول على مصادر التمويل، ويقلل درجة المخاطرة، لهذا تعد قرارات التمويل من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية، وهذا بالرغم من وجود اختلاف بين النظريات المالية التي حاولت تفسير العلاقة بين هذه القرارات وقيمة المؤسسة.

يترتب عن كل من قرار الإستثمار وقرار التمويل قرارا ثالثا من القرارات المالية هو قرار توزيع الأرباح، حيث يتضمن هذا القرار تحديد الجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين من حملة الأسهم والجزء الذي سوف تحتفظ به المؤسسة لغرض تمويل مختلف نشاطاتها والذي يعتبر من مصادر التمويل الذاتي، وبالتالي تعد قرارات توزيع الأرباح من القرارات المالية التي تحظى باهتمام متزايد من طرف المساهمين وإدارة المؤسسة، ومن القرارات التي لها تأثير على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، حيث حاولت عدة نظريات دراسة مدى تأثير قرارات

توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، بالرغم من الجدل القائم بين المفكرين والمختصين حول وجود علاقة بين قرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة أو عدم وجود علاقة بينهما.

تعد السوق المالية السعودية من أهم الأسواق العربية من حيث حجم التداول وعدد الشركات المدرجة والقيمة السوقية، بالإضافة إلى أن هذا السوق شهد في السنوات الأخيرة تطورا كبيرا في مجال استعمال تكنولوجيا الحديثة في نظام التداول، الأمر الذي سمح بتعزيز كفاءة وعمق السوق المالية السعودية.

مما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

**هل تلعب القرارات المالية المتخذة من قبل المؤسسات دورا فعالا في تعظيم القيمة السوقية؟**

لتوضيح أكثر لهذه الإشكالية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- هل هناك علاقة بين قرارات الإستثمار ممثلة بالعائد على الإستثمار والقيمة السوقية للمؤسسة؟
- هل هناك علاقة بين قرارات التمويل ممثلة بنسبة الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة؟
- هل هناك علاقة بين قرارات توزيع الأرباح ممثلة بربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للمؤسسة؟
- هل هناك علاقة بين قرارات توزيع الأرباح ممثلة بنصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للمؤسسة؟

**الفرضيات:**

انطلاقا من الإشكالية الرئيسية وقصد تسهيل الإجابة على الأسئلة المطروحة، يمكن صياغة الفرضيات التالية:

1- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات الإستثمار ممثلة بالعائد على الإستثمار والقيمة السوقية للمؤسسة.

2- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات التمويل ممثلة بنسبة الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.

3- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات توزيع الأرباح ممثلة بربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للمؤسسة.

4- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرارات توزيع الأرباح ممثلة بنصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للمؤسسة.

**أهمية الدراسة:**

تبرز أهمية الدراسة في الفقرة التالية:

تنبع أهمية الدراسة من كون العمل على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أصبح يمثل هدف من الأهداف الإستراتيجية الذي ينبغي على الإدارة المالية في المؤسسة تحقيقه، بإعتباره محل اهتمام من طرف المساهمين والمستثمرين والبنوك والمقرضين، بالإضافة إلى أن تحقيق هذا الهدف يتطلب من الإدارة اتخاذ جملة من القرارات خاصة ما تعلق بالجانب الإستثماري والتمويلي والأرباح، فهذه القرارات لها أثر كبير على نجاح واستمرار المؤسسة، من هنا يطرح مشكل تحديد القرار المالي المناسب الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

تستمد الدارسة أهميتها كذلك، من التطور السريع الذي تشهده السوق المالية السعودية في السنوات

الأخيرة، حيث أصبح يحتل مكانة متقدمة بين الأسواق المالية العربية على الرغم من حداثته.

**أهداف الدراسة:**

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، يمكن تلخيصها كمايلي:

- محاولة تسليط الضوء على المفاهيم النظرية المتعلقة بكل من مفهوم القرارات المالية، قيمة المؤسسة، خلق القيمة، قرارات الإستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح والهيكل المالي؛
- توضيح أهم النظريات التي حاولت دراسة العلاقة بين القرارات المالية (قرارات الإستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح) وقيمة المؤسسة؛
- محاولة معرفة مدى تطور أداء السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة من خلال بعض المؤشرات كالقيمة السوقية، حجم التداول وعدد الشركات المدرجة؛
- توضيح العلاقة بين قرارات الإستثمار من خلال العائد على الإستثمار والقيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- دراسة مدى تأثير قرارات التمويل على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي؛
- محاولة اختبار تأثير متغيرات قرارات توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالي السعودي.

**أسباب اختيار الموضوع:**

تتمثل أسباب ودوافع التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع في العناصر التالية:

- يعتبر موضوع القرارات المالية وعلاقته بالقيمة السوقية للمؤسسات الإقتصادية من المواضيع التي حظيت بإهتمام من طرف الباحثين ؛
- الاختلاف القائم بين النظريات المالية التي حاولت تفسير مدى تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة خاصة ما تعلق بكل من قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح؛
- الرغبة في معرفة مدى قدرة الشركات السعودية على الاستفادة من القرارات المالية المتخذة في تحسين قيمة أسهمها؛
- الرغبة في تحديد أي من القرارات المالية الأكثر تأثير على القيمة السوقية للشركات السعودية؛
- إشكالية اختيار القرار المالي المناسب الذي يجمع بين كل من قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

**حدود الدراسة:**

تتمثل حدود الدراسة فيمايلي:

**1- الحدود المكانية:**

تشمل الدراسة على عينة من الشركات المدرجة بسوق المالي السعودي موزعة بين 6 قطاعات، وهي:

الصناعات البتروكيماوية، الإسمنت، الزراعة والصناعات الغذائية، التشييد والبناء، الإستثمار الصناعي، التطوير العقاري.

**2- الحدود الزمنية:**

بغية دراسة فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية، تم الاعتماد على الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2015.

**المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:**

من أجل تحقيق الأهداف واختبار الفرضيات والوصول إلى النتائج المرغوبة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع، اعتمدنا في الدراسة على المنهج الوصفي والتحليلي والتاريخي فيما يتعلق بالفصل الأول والثاني والثالث، أما الجزء التطبيقي الخاص بدراسة العلاقة بين القرارات المالية والقيمة السوقية في السوق المالي السعودي، فقد تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة .

كما تم الاعتماد على مجموعة من المراجع المتوفرة في المكتبات والمقالات والملتقيات والمجلات والدراسات السابقة والمواقع الاكترونية وذلك بهدف الإلمام بالجانب النظري لموضوع الدراسة.

ولتوضيح مدى فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة بسوق المالية السعودية، تم الحصول على المعلومات من خلال الموقع الإكتروني للسوق السعودي "تداول"، بالإضافة إلى الاستعانة بالمواقع الاكترونية للشركات بغية الحصول على التقارير المالية والقوائم المالية لها، كما تم استخدام أسلوب البيانات الطولية Panel Data في دراستنا، وذلك بالاعتماد على البرنامج*Eviews*09 لمعالجة البيانات والقيام بمختلف الإختبارات الإحصائية.

**الدراسات السابقة:**

1- دراسة ياسين ضيف بعنوان " **تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012**"، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة توضيح كيفية الرفع من قيمة الشركة من خلال اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي، حيث تم اختيار عينة مكونة من 79 شركة مدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية موزعة على ثلاثة عشرة قطاعا خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، وذلك بالإعتماد على أسلوب البيانات الطولية.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية بين الهيكل المالي مقاسا بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركة؛
- وجود علاقة بين الهيكل المالي مقاسا بالديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركة؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وقيمتها؛

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية بين المخاطر النظامية وقيمة الشركة؛
- لا توجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية والنمو وقيمة الشركة.

2- نسيبة حسين نصيرات بعنوان " **أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة " دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"**، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية جامعة اليرموك، الأردن، 2012-2013.

هدفت الدراسة إلى محاولة تحديد العلاقة بين الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية والمستقبلية، حيث أجريت على 42 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للفترة الممتدة مابين 2004 و2010، كما استخدمت هذه الدراسة أسلوب التحليل المقطعي لتحليل العلاقة بين المتغيرات المدروسة.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات الصناعية الأردنية أيضا مع احتمالية النمو المستقبلي؛
- وجود علاقة موجبة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وسالبة مع احتمالية النمو المستقبلية؛
- وجود علاقة سلبية بين التمويل بالدين وقيمة الشركة؛
- عدم وجود أثر لحجم الشركة على قيمتها المستقبلية.

3- دراسة مليكة زغيب وسفيان دلفوف بعنوان" **تأثير الإقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة مجمع صيدال**، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد12، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2012.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإقتراض مقاسا بالأموال المقترضة إلى الأموال الخاصةكمتغير مستقل والقيمة السوقية للمنشأة (السعر السوقي في نهاية كل سنة) كمتغير تابع في مجمع صيدال، وذلك خلال الفترة الممتدة مابين 1999 إلى غاية 2008 ، حيث استخدم نموذج الإنحدار والإرتباط البسيط.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الإقتراض والقيمة السوقية للمنشأة، أي تأثر القيمة السوقية للمنشأة بعملية الإقتراض.

4- دراسة,Mohammad Hashemijoo, Aref Mahdavi Ardekani, Nejat Younesi بعنوان:

**The Impact of Dividend Policy on Share Price Volatility in the Malaysian Stock Market**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 4, No. 1, 2012

**" تأثير سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم في سوق الأسهم الماليزية"**

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة توضيح العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلب أسعار الأسهم، مع التركيز على المنتجات الاستهلاكية المدرجة في سوق الأسهم الماليزية، حيث شملت الدراسة عينة مكونة 84 شركة من أصل 142 شركة مدرجة في سوق الأسهم الماليزية في الفترة الممتدة مابين 2005 إلى غاية 2010.

تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغيرات المدروسة، حيث تم الاعتماد على متغيرين مستقلين لقياس سياسة توزيع الأرباح هما: عائد السهم من التوزيعات، ودفع مدفوعات عن توزيع الأرباح، ومتغير التابع هو سعر السهم.

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية كبيرة بين تلقبات أسعار الأسهم وبين سياسة توزيع الأرباح (عائد السهم من التوزيعات، مدفوعات توزيع الأرباح).

5- دراسة عبد الكريم بوحادرة بعنوان " **أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.

تتمحور إشكالية الدراسة حول مدى تأثير كل من بنود الهيكل المالي والأرباح المحتجزة وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وقد تم إختبار مجموعة من المؤسسات الجزائرية (مجمع صيدال ، فندق الأوراسي) المدرجة في البورصة، فضلا عن عدد من المؤسسات الأجنبية، وذلك في الفترة الممتدة مابين 1999 إلى غاية 2010.

تتمثل أهم نتائج الدراسة في النقاط التالية:

- توجد علاقة بين سياسة التوزيعات والأرباح المحققة خلال السنة الجارية؛
- تؤثر الأرباح المحققة بشكل كبير على القيمة السوقية للسهم؛
- تؤدي سياسة التوزيعات من قبل المؤسسة إلى التأثير على قيمة المؤسسة.

6- دراسة حورية بديدة بعنوان " **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي " دراسة اختبارية وحدثية للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة مابين 2007 و2009**"، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2011.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس درجة تأثير سياسة توزيع الأرباح من قبل المؤسسة المسعرة في السوق المالي على قيمتها، حيث أجريت الدراسة على عينة تتكون من 33 مؤسسة مدرجة في مؤشر CAC40 التابع لسوق باريس المالي، وذلك في الفترة الممتدة من 2007 إلى غاية 2009،كما اعتمدت الباحثة على الدراسة الاختبارية لدراسة تأثير كل من متغيرات نصيب السهم من التوزيعات وربحية السهم ومتغير إعادة شراء الأسهم على قيمة المؤسسة، إضافة إلى دراسة الحدث لتوضيح تأثير المحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية بين نصيب السهم من التوزيعات وقيمة السوقية للسهم، وعدم وجود علاقة خطية بين سياسة إعادة شراء الأسهم وقيمة المؤسسة، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى الإعلامي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

7- دراسة **Anup Chowdhury, Suman Paul Chowdhury (2010)** بعنوان:

**Impact of capital structure on firm's value Evidence from Bangladesh**

**"تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة" أدلة من بنغلاديش"**

حاول هذه الدراسة تطوير أفكار جديدة حول نظرية مديغلياني وميلر (1958)، وذلك من خلال دراسة تأثير نسبة الدين إلى حقوق الملكية على قيمة الشركة (قيمة الأسهم)، حيث أجريت الدراسة على 77 شركة موزعة بين أربعة قطاعات مهيمنة في بورصة بنغلادش وهي: المستحضرات الصيدلانية والمواد الكميائية، الوقود والطاقة، الصناعة الهندسية، الغذاء.

خلصت الدراسة إلى أن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب تكوين مزيج تمويلي مثالي من الدين وحقوق الملكية، حيث أن استخدام الديون في تشكيلة هيكل رأس المال يمكن أن يزيد من القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي ينعكس ذلك على زيادة في ثروة المساهمين.

8- دراسة حامد أحمد محمود المحادين بعنوان" **أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009**، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010.

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أثر المزيج التمويلي على القيمة السوقية لأسهم شركات التأمين الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك على عينة مكونة من 25 شركة خلال الفترة الزمنية 2004-2009، كما قام الباحث باستخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وتحليل المسار وتحليل التباين الأحادي، لتحديد العلاقة بين متغيرات المزيج التمويلي ممثلا بنسبة المديونية، نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة، العائد على السهم العادي، العائد على حقوق الملكية، والقيمة السوقية لأسعار أسهم الشركات.

خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين المتغيرات مجتمعة والقيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية؛
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المزيج التمويلي والقيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على السهم العادي الواحد في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية؛
- لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للمزيج التمويلي والعائد على حقوق الملكية في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية.

9- دراسة علي بن الضب بعنوان " **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة " دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2008-2009.

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى قياس درجة تأثير قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، حيث أجريت الدراسة على 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية موزعة على أربعة قطاعات، وذلك في الفترة الممتدة مابين 2006 /06/01 إلى غاية 2008/01/01.

ولتوضيح العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الهيكل المالي بجميع متغيراته، سياسة توزيع الأرباح بجميع متغيراتها، المخاطر النظامية، المردودية الإقتصادية، المردودية المالية وحجم المؤسسة والمتغير التابع المتمثل في قيمة المؤسسة، استخدام الباحث نماذج الانحدار المتعدد والبسيط.

توصلت الدراسة أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح يفسران القيمة السوقية بنسبة قاربت 52 % في سوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، كما خلصت الدراسة أن المتغيرات الثانوية (حجم المؤسسة، السيولة المردوديات، المخاطر النظامية ) لها تأثير ذو دلالة إحصائية.

10- دراسة رزقي محمد بعنوان "**أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية" دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج**"، رسالة ماجستير في العلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007-2008.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اختبار العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة من خلال معيار خلق القيمة، حيث تم قياس خلق القيمة عن طريق مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة، كما قام الباحث بإقتراح نموذج يمثل عدد من المتغيرات المفسرة ( فرص الإستثمار، التغير في رقم الأعمال، الرافعة المالية، المردودية المالية، المردودية الإقتصادية ، الحجم، قدرة السداد، هيكل الأصول) لخلق القيمة ممثلة بمؤشر القيمة الإقتصادية المضافة باستخدام نموذج الإنحدار المتعدد.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعتبر قرارات الإستثمار التي تتخذها المؤسسة جوهر العمليات التي تؤدي إلى خلق القيمة؛
- قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة الإقتصادية والتي بدورها تؤثر على قيمتها؛
- سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة الإقتصادية لا تؤثر على هدف تعظيم قيمة المؤسسة عبر معيار خلق القيمة.

**هيكل الدراسة:**

قصد الإلمام بالجوانب المختلفة للدراسة، تم الاعتماد على ثلاثة فصول في الجانب النظري، بينما خصص الفصل الرابع للجانب التطبيقي.

- الفصل الأول: بعنوان " **الإطار المفاهيمي للقرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية**"، تم التطرق في المبحث الأول إلى المفاهيم الأساسية لاتخاذ القرارات الإدارية، بينما خصص المبحث الثاني لدراسة الأساليب المساعدة في اتخاذ القرارات الإدارية، وفي الأخير تناولنا القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية.

– الفصل الثاني: بعنوان" **الهيكل المالي للمؤسسة"**، حيث تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، يتعلق المبحث الأول بالمفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، بينما عالجنا في المبحث الثاني تكلفة التمويل، أما المبحث الثالث تطرقنا للنظريات المفسرة للهيكل المالي.

– الفصل الثالث: بعنوان" **تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة"**، حيث يحتوى هذا الفصل على ثلاثة مباحث، تناولنا في المبحث الأول القيمة وخلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية، بينما تعرضنا في المبحث الثاني إلى القيمة الإقتصادية المضافة، وفي الأخير تتطرقنا إلى علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة من خلال النظريات المفسرة لهذه العلاقة.

– الفصل الرابع: بعنوان" **دراسة فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية،** تعرضنا في المبحث الأول إلى تقديم السوق المالية السعودية من خلال التعريف به ونظامه ولوائحه التنظيمية، بعدها قمنا بدراسة أداء السوق المالية السعودية من حيث طريقة عمله، وتحليل مؤشرات أداءه خلال الفترة المدروسة، بينما تناولنا في المبحث الثالث منهجية الدراسة، حيث تم توضيح الإطار العام للدراسة، تطبيق اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك على متغيرات الدراسة، وأخيرا تقدير النماذج وتحليل النتائج.

# الفصل الأول:

# الإطار المفاهيمي للقرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية

**تمهيد:**

تحتل عملية اتخاذ القرارات الإدارية مكانة هامة في نشاط المؤسسة، فهي تتفاعل مع جميع الوظائف سواء ما تعلق بوظائف الإدارة من تخطيط وتنظيم وتوجيه ورقابة أو ما تعلق بالوظائف الأساسية للمؤسسة من تسويق وإدارة مالية وإدارة الموارد البشرية وإنتاج وغيرها، فتنفيذ هذه الوظائف يتوقف على عملية اتخاذ القرار، بل يمكن اعتبار أن عملية اتخاذ القرارات من أهم عوامل التي تساهم في نجاح المؤسسة وتحقيق أهدافها.

وعملية اتخاذ القرارات عملية صعبة تحتاج إلى دراسات علمية ومجموعة من الطرق سواءا كانت هذه الطرق تعتمد على مهارات الأفراد وقدراتهم الشخصية أو تعتمد على طرق علمية (البرمجة الخطية، شجرة القرار، نظرية المباريات، خطوط الإنتظار...)، وذلك من أجل اختيار البديل الأفضل من بين البدائل المتاحة الذي يحقق الهدف المطلوب وبأقل تكلفة ممكنة.

ولعل من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة على مستوى الإدارة المالية ما تعلق بالقرارات المالية، فهذه القرارات تتجسد من خلال كل من قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، حيث تهدف هذه القرارات إلى تعظيم ثروة المساهمين وذلك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

وسنتطرق لهذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

**المبحث الأول: المفاهيم الأساسية لاتخاذ القرارات الإدارية**

**المبحث الثاني: الأساليب المساعدة في اتخاذ القرارات الإدارية**

**المبحث الثالث: القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية**

## المبحث الأول :المفاهيم الأساسية لاتخاذ القرارات الإدارية

يعد اتخاذ القرار الإداري واحدا من أهم العمليات وأكثرها تأثيرا في حياة الأفراد والمؤسسات بمختلف أشكالها، فعملية اتخاذ القرار هي جوهر العملية الإدارية لأي تخصص وظيفي في مؤسسات الأعمال، بل يمكن القول أن الإدارة التي لا تمارس " اتخاذ القرار" في منهجها اليومي لا يمكن أن تسند لها صفة الإدارة، إذ لا تعدو أن تكون وظيفة في خارطة الهيكل التنظيمي.

ومن خلال هذا المبحث سنعالج مجموعة من المفاهيم الخاصة باتخاذ القرارات الإدارية، حيث سيتم التعريف بأهم النظريات التي تناولت القرارات الإدارية، كما سنتناول مفهومها، أهمية وخصائص اتخاذ القرارات الإدارية، إضافة إلى دراسة خطوات اتخاذ القرارات الإدارية والعوامل المؤثرة فيها، وأخيرا نقوم بدراسة أنواع القرارات الإدارية.

### المطلب الأول : نظرية القرارات الإدارية

لعملية اتخاذ القرارات أهمية بالغة في جميع المؤسسات مهما كان نوعها، فقد تناولها العديد من علماء الإدارة بالدراسة والتحليل، وذلك كمحاولة للارتقاء بالمؤسسات إلى أعلى المستويات من حيث الحجم ورأس المال واستخدام التكنولوجيا في عمليات الإنتاج والتسويق، وسنحاول من خلال هذا المطلب دراسة أهم النظريات التي تناولت عملية اتخاذ القرارات.

#### أولا: مفهوم نظرية القرارات الإدارية

تعرف نظرية القرارات الإدارية بأنها :" علم وفن صناعة القرار الإداري الذي يتناول أسس وقواعد عملية اتخاذ القرار الإداري ومبادئ صياغته ومتابعة تنفيذه، وتقوم هذه النظرية على مدخل تحليلي كمي منظم ومتناسق موضوعها عملية اتخاذ القرارات وفقا لمعايير محددة مسبقا، غالبا ما تكون معايير وأهداف اقتصادية، ولتحقيق الكفاية في ذلك فإنها تعتمد على المنهج العلمي وتبتعد عن أسلوب الحدث والتخمين الذي ساد لفترة طويلة كمنهج في عملية اتخاذ القرارات الإدارية.

ولقد تطورت عملية اتخاذ القرارات بشكل كبير بعد أن حاول فديريك تايلور تطبيق طرائق البحث العلمي في اتخاذ القرارات عوضا عن الأحكام الشخصية والتخمين وبعد ذلك استمر التطور في نظرية القرارات بشكل عادي حتى بداية الخمسنيات، ومنذ الخمسينات اكتسب مفهوم اتخاذ القرارات أهمية كبرى، حيث أشار بيتر دوركر إلى أن الفكر الإداري قد ركز اهتمامه قبل تلك الفترة على دراسة العلاقات الإنسانية في التنظيم ونظريات التنظيم والإدارة والتحليل الإقتصادي والنشاطات التي يمارسها المدير دون إعطاء الاهتمام الكافي لمفهوم اتخاذ القرارات وأساليب اتخاذها كجزء أساسي من عمل المدير[1].

#### ثانيا: نظريات اتخاذ القرارات

ارتبطت عملية اتخاذ القرار بالمدارس الإدارية أو الاتجاهات العامة فيها، نتيجة التطورات الكبيرة في الأساليب

[1]– كاسر نصر المنصور، نظرية القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2000، ص15.

المستخدمة في اتخاذ القرارات، ولهذا كان لابد من دراسة القرارات في هذه المدارس.

**1- النظرية الكلاسيكية في اتخاذ القرارات:**

ظهرت النظريات الكلاسيكية أو التقليدية للتنظيم الإدراي في أوائل القرن العشرين وسادت حتى أواخر الثلاثينات، حيث تعتبر هذه النظريات نتاج تفاعل بين عدة تيارات كانت سائدة خلال هذه الفترة تمثلت في: سيطرة الآلة، الثروة الصناعية، والجو غير الديمقراطي الذي كان سائدا حينذا[1].

ويتميز الفكر الإداري الكلاسيكي بتنظيم هرايولمي وثابت، ويخضع لعدد من المبادئ التي نجدها في كل من أفكار ماكس ويبر، تايلور وفايول، وحسبهم فإن المؤسسة تعتبر كنظام مغلق، ترتكز السلطة في أعلى هرمها الإداري، وتتقيد مختلف المستويات بالرجوع إلى السلطة المركزية في أغلب أو كل نشاطاتها، طبقا لمبدأ وحدة القرار ووحدة القيادة وغيرها من المبادئ الموجودة في هذا الاتجاه.

وهو مايجعل القرار يتخذ في أعلى الهرم الإداري في المؤسسة، وبمعزل عن المستويات السفلى فيها،كإطارات وسطى موجهة، أو كأفراد منفيذين في القاعدة، وهذا الاتجاه ينبع من اعتبار أن المديرين يتمتعون برشادة عالية في عملية اتخاذ القرار، وهذه الفرضية تضع أن الشخص المسؤول عن اتخاذ القرار، يقرر على أساس أهداف واضحة، ويختار من بين عدة حلول ممكنة، يقيم لها نتائجها، أي أن الشخص له اتجاه أو سلوك تعظيم الأهداف، واختياره يتم بعد وضع جرد لمختلف البدائل الممكنة أمامه[2].

كما تعرف هذه النظرية ب "نظرية القرار الرشيد"، بمعنى القرار الذي يؤمن الحد الأقصى في تحقيق أهداف التنظيم ضمن البيئة التي يعمل بها وقيودها.

وتركز هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات هي:

- متخذ القرار الرشيد هو الإداري الإقتصادي القادر على تحديد النتائج المحتملة المترتبة على كل بديل متاح أمامه وترتب هذه النتائج وفق أهميتها النسبية في تحقيق أهداف المؤسسة، واختيار البديل الأفضل من بينها؛
- إن نسبة درجة الرشد المتوافر في القرار تختلف من حالة لأخرى ومن وقت لآخر وذلك نتيجة تغير الظروف والعوامل المحيطة بالتنظيم؛
- القرار المتخذ يجب أن يمثل أفضل بديل متاح يتم اختياره لتحقيق أهداف المؤسسة.

كما تقوم هذه النظرية على شرطين أساسين هما:

- تمتع متخذ القرار بقدرات خاصة أهمها الرشد والمنطق فيختار البديل الأمثل الذي يحقق المنافع القصوى بعد الأخذ بالحسبان كل البدائل المتاحة.

---

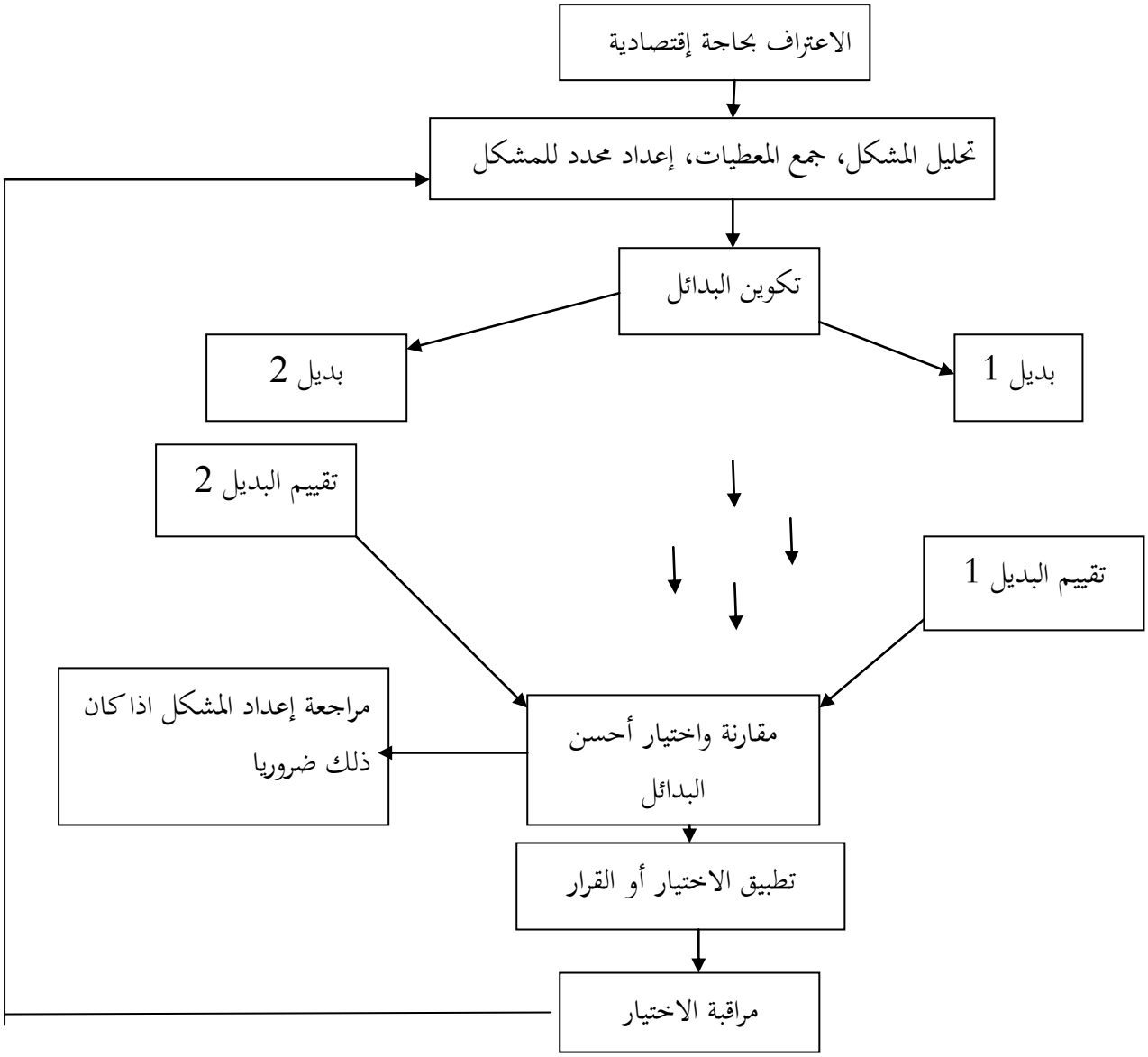
[1]- نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص46.

[2]- ناصر دادي عدون، الإدارة والتخطيط الإستراتيجي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001، ص112.

- يأخذ متخذ القرار بالحسبان كل البدائل المتاحة والنتائج المترتبة على كل بديل، وأن يرتب النتائج في سلم أفضليات وفق معايير محددة تكون مرتبطة بأهدافه وأهداف التنظيم وأن يختار البديل الأفضل[1].

ويمكن توضيح مراحل اتخاذ القرار وفق هذا الاتجاه في الشكل التالي:

**الشكل رقم (01): مراحل اتخاذ القرار وفق النظرية الكلاسيكية**




**المصدر**:ناصر دادي عدون، الإدارة والتخطيط الإستراتيجي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001، ص113.

وقد تعرضت هذه النظرية إلى الانتقادات التالية[2]:

[1]- كاسر نصر المنصور، مرجع سابق، ص ص16-17.

[2]- سنان الموسوي، رضا صاحب أبو أحمد، مفاهيم إدارية معاصرة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 41-42.

أ- تفترض بأن الإداري الذي يتخذ القرار بأنه يعمل ضمن نظام مغلق بعيدا عن تأثيرات البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، إلا أن متخذي القرارات يحاولون أن يسلكوا الرشد في إحداث التغيرات والتعديلات لإبقاء هذا النظام الإقتصادي بحالة من التوازن وإلا سوف يتعرضون إلى الكثير من الصعوبات لأنهم لا يستطيعون التعرف على درجة هذا التعقيد بصورة كافية ولا يتمكنوا من السيطرة على تلك البيئة وهذا يعني أن متخذي القرار يبتعدون عما يسمى بالقرار العقلاني أي أن مبدأ النظام المغلق يتنافى مع مبدأ الترشيد المدعو إليه؛

ب- يعتبر العنصر الإنساني المحرك الأساسي للنشاطات الإقتصادية وبما أن السلوك الإنساني يخضع لعدد كبير من المؤشرات التي يصعب إخفاءها من قواعد ثابتة ومعروفة من أجل استنتاج الأحكام وبما أن العمل في المنظمات البشرية يفترض التأكد من درجة عدم الرشد، وبالتالي إخضاعها إلى قواعد علمية وفنية يعتبر تجاهل للنواحي الرشيدة في السلوك الإنساني؛

ج- إن إستخدام الرشد والمنطق في اتخاذ القرارات لدى متخذ القرار وقدراته في التنبؤ في أحداث المستقبل والحصول على المعلومات المطلوبة وتأمين الوقت لدراسة جميع البدائل المتاحة ومعرفة نتائجها واختيار البديل الأفضل؛

د- كون متخذ القرار فردا ضمن مؤسسة فهو يتأثر بها ويؤثر هذا من جهة ومن جهة ثانية إن كل حالة اتخاذ قرار قد يحتوي على أهداف متعددة ومتناقضة، وبالتالي عملية الرشد في ذلك أمر غير مضمون.

**2- نظرية القرار السلوكي:**

هذه النظرية تفترض أن صانعي القرار ليس لديهم المعرفة التامة حول المشكلة وبدائلها، وأنهم غير قادرين وغير مؤهلين للقيام بتقييم عقلاني أو اتخاذ أفضل للقرارات الممكنة، وقد استخدم هربرت سايمون عبارة" الرشد أو العقلانية المحددة" لتدل على تصرف متخذي القرار الذين يعملون ضمن حدود معرفتهم للمشكلة وحدود قدرتهم على اتخاذ القرارات، وقد ابتكر أيضا عبارة الرضا لتدل على عملية تعيين حل مقبول، حيث قال سايمون: إن المديرين يكتفون بإحراز الحل الذي يلبي أقل درجات الكفاية بدلا من التفاؤل بإيجاد أفضل الحلول الممكنة، بمعنى يستهدف تحقيق الحلول المرضية و ليس تلك التي تؤدي إلى تعظيم النتائج و بالتالي فإنه عندما يبحث عن الحلول المرضية فإنه، يكتفي بعدد محدود من البدائل، لكل منها عدد محدود من النتائج، و هكذا فإن مفهوم " الحل المرضي" يتوافق مع مفهوم " الرشد المحدود" [1].

**3- النظرية الحديثة في اتخاذ القرار:**

تعد هذه النظرية من أحدث النظريات المتعلقة بعملية اتخاذ القرار، حيث تعتمد هذه النظرية على استعمال الأساليب الكمية الحديثة في اتخاذ القرار، والتي لا تعتبر بديلا عن استخدام مهارات وقدرات المقرر وحكمه الشخصي في عملية اتخاذ القرارات الرشيدة، ولكنها تمثل الوسائل المساعدة في استطلاع جوانب الموقف وحكمه

[1]- علاء عبد الرزاق محمد حسن السالمي، نظم دعم القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص ص 42-43.

السليم عليه، مما يكفل زيادة فاعلية القرارات ومعالجة المشكلات على أساس موضوعي يضمن الإستخدام الأمثل لهذه الموارد، ومن أهم روادها ميلز Miles[1].

**المطلب الثاني: مفهوم، أهمية وخصائص اتخاذ القرارات الإدارية**

يرتبط تسيير مختلف الوظائف الأساسية داخل المؤسسة بعملية اتخاذ القرار، فاتخاذ القرار هو نقطة بدء بالنسبة لجميع الإجراءات وأوجه النشاط والتصرفات الإدارية داخل المؤسسة وفي جميع المستويات الإدارية، وبالتالي فهي عملية صعبة تتطلب من القائمين عليها اتباع خطوات دقيقة من خلالها يتم اتخاذ القرار خاص بمشكلة معينة.

على ضوء ما تقدم، نحاول التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم اتخاذ القرارات الإدارية، ثم نتناول أهمية وخصائص اتخاذ القرارات الإدارية.

**أولا: مفهوم اتخاذ القرار الإداري**

اختلف الكتاب والمفكرين في إعطاء تعريف لاتخاذ القرار، نظرا لتعدد المدارس الفكرية، لهذا سنحاول تقديم بعض التعاريف كالتالي:

يعرف اتخاذ القرار على أنه:" اختيار أحسن البدائل من المتاحة، بعد دراسة النتائج المتوقعة عن كل بديل، وأثرها في تحقيق الأهداف المطلوبة"[2].

كذلك يمكن تعريف اتخاذ القرار بأنه:" عمل فكري وموضوعي يسعى إلى اختيار البديل الأنسب من بين بدائل متعددة ومتاحة أمام متخذى القرار، وذلك عن طريق المفاضلة بينهما، باستخدام معايير تخدم ذلك، وبما يتماشى مع الظروف الداخلية والخارجية التي تواجه متخذ القرار"[3].

كما يعرف القرار الإداري أيضا بأنه:" سلوك واعي ومدرك يقوم على أساس عملية المفاضلة بين مجموعة بدائل أو حلول ( على الأقل بديلين أو أكثر ) متاحة لمتخذ القرار لاختيار واحد منها باعتباره أنسب وسيلة لتحقيق الهدف أو الأهداف التي يسعى إليها متخذ القرار"[4].

ويقصد بعملية اتخاذ القرار بأنها:" الاختيار القائم على أساس بعض المعايير مثل اكتساب حصة في السوق، تخفيض التكاليف، توفير الوقت، زيادة حجم الإنتاج والمبيعات وهذه المعايير عديدة لأن جميع القرارات تتخذ وفي ذهن القائم بالعملية بعض هذه المعايير، ويتأثر اختيار البديل الأفضل إلى حد كبير بواسطة المعايير المستخدمة[5].

---

[1]– يحي دريس، دور إقامة نظام وطني للمعلومات الإقتصادية في دعم متخذي القرار" حالة الجزائر"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص استراتيجية السوق في ظل إقتصاد تنافسي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، 2005-2006، ص13.

[2]– سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والإتصال للقيادة الفعالة، عالم الكتب الحديث، إربد، الأردن، 2008، ص51.

[3]– ربحي مصطفى عليان، أسس الإدارة المعاصرة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص21.

[4]– منعم زمرير الموسوي، اتخاذ القرارات الإدارية، دار اليازوري العالمية، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص13.

[5]– فادي خليل ظاهر الأسطل، بطاقة الأداء المتوازن وعلاقتها بعملية اتخاذ القرارات الإدارية " دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية بقطاع غزة"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة( فلسطين)، 2001، ص43.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك مصطلحين في هذا الموضوع يمكن التطرق إليهما وهما اتخاذ القرار وصناعة القرار، حيث تعتبر عملية اتخاذ القرار جزءا أو مرحلة من مراحل الأخيرة من مجموعة من المراحل التي تشكل عملية صنع القرار.

من خلال التعاريف السابقة، يمكن التوصل إلى تعريف شامل وموحد لعملية اتخاذ القرار وهو على النحو التالي:

اتخاذ القرار هو عملية اختيار بديل من البدائل المتاحة، مبنية على الدراسة والتفكير الموضوعي ووفق معايير وخطوات واضحة، وذلك باستخدام أكبر وأدق عدد من المعلومات، إضافة إلى الحدس والخبرة الشخصية، بغية الوصول إلى الأهداف المسطرة.

كما أن اتخاذ الرجل الإداري للقرار ما لحل مشكلة معينة يتوقف على مجموعة من المتطلبات هي[1] :

- وجود حاجة إلى التنظيم بإحداث التغير لمعالجة المسائل والمشكلات الإدارية القائمة وكذلك المناخ التنظيمي الملائم لذلك وخاصة داخل المؤسسة وخارجها؛
- تحديد درجة التغيير المطلوب احداثها التي غالبا ما تؤثر على مصالح العاملين في التنظيم وتوقعاتهم المستقبلية؛
- ضرورة تعريف المشكلة التي تتطلب إحداث التغير، وهذا يتطلب فن ومهارة خاصة في التحليل والمشكلة تكون صعبة أو قيد الحل؛
- وجود أكثر من البديل حتى يمكن اختيار البديل الأفضل من بينها وتمثل البدائل حلول للمشكلة موضوع اتخاذ القرار.

**ثانيا: أهمية عملية اتخاذ القرارات الإدارية**

إن عملية اتخاذ القرار هي لب أو جوهر وظيفة المدير، فبينما يعد التخطيط، التنظيم، القيادة والرقابة الوظائف الرئيسية للإدارة، نجد كلا منها يتصل بوضوح بالقرارات لتنفيذ الخطة ووضع الأهداف.

وتظهر عملية اتخاذ القرارات أساسا لأن المدير يقوم بتحديد هدفه أو أهدافه ويحاول الوصول إلى هذا الهدف، وبدون القرارات لا يمكن للوظائف الجوهرية للإدارة أن تأخذ مكانها،كما أن عملية الإدارة بكاملها لا يمكن أن توجد، ولهذا فإن عملية اتخاذ القرارات تنتشر في جميع المستويات الإدارية ويقوم بها كل مدير، وتوجد في كل جزء من أجزاء المشروع، وتتعامل مع كل موضوع محتمل[2].

كما أن العديد من المفكرين والكتاب أكدو أهمية اتخاذ القرارات، ولعل أبرزهم سايمون، الذي وضع نظرية في الإدارة أسماها بنظرية اتخاذ القرارات، فقد شبه سايمون اتخاذ القرارات قلب الإدارة الذي يحقق للمؤسسة الاستمرارية في النشاط والعمل، والإدارة كتحصيل حاصل في اتخاذ القرارات، ولا تتحرك الأنشطة والأعمال

---

[1]– يبالة سميرة، المدير وعملية اتخاذ القرار في إدارة المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال، جامعة الجزائر، الدفعة 2003-2004، ص ص125 -127 .

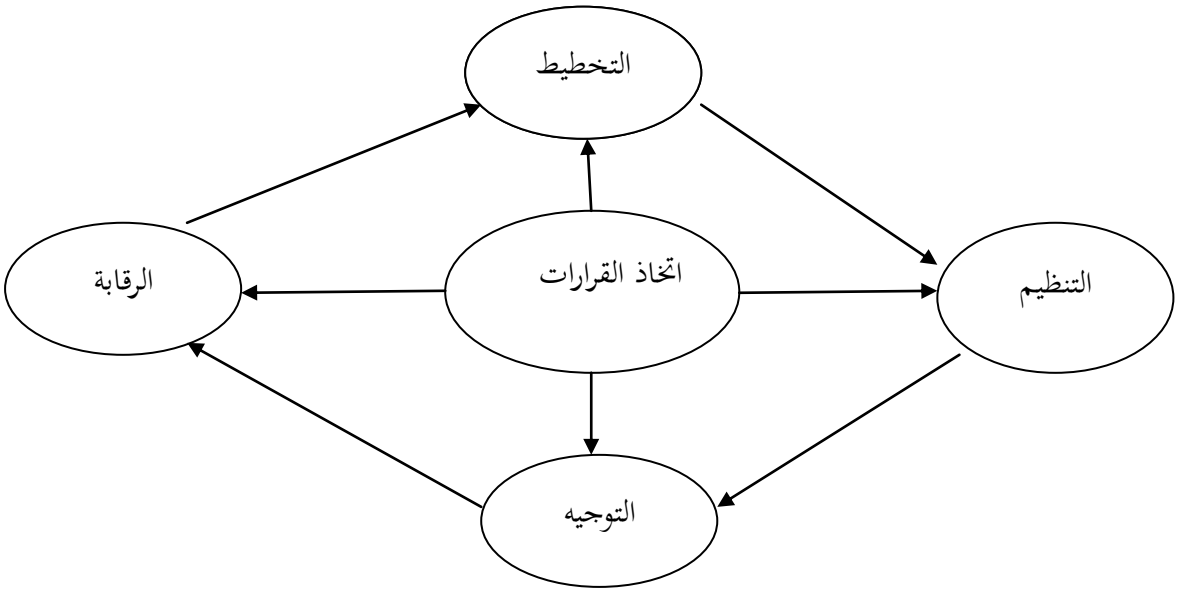
[2]– بشير علاق، مبادئ الإدارة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان ( الأردن)، 2008، ص73.

وتنفذ، إلا من خلال سلسلة من القرارات المتخذة في مجالات شتى، بشكل مترابط ومتكامل في سبيل تحقيق الأهداف بكفاءة عالية، وقد أصبح ما يميز المدير الناجح والغير الناجح هو كفاءته ومهارته في اتخاذ القرارات، وهذا ينطبق أيضا على نجاح أو إخفاق المؤسسة، فالقرار الخاطئ له تكلفة، قد تؤدي إلى خسائر كبيرة على المؤسسة[1].

كذلك تكمن أهمية عملية اتخاذ القرارات في تداخلها بجميع الإدارة ونشاطاتها، فعندما تمارس الإدارة وظيفة التخطيط فإنها تتخذ قرارات معينة في كل مرحلة من مراحل وضع الخطة، وعندما تضع الإدارة التنظيم المناسب لمهامها وأنشطتها المختلفة فإنها تتخذ قرارات هيكلها التنظيمي، أما عندما يباشر المدير وظيفته القيادية فإنه يتخذ مجموعة من القرارات لتوجيه مرؤوسيه وتنسيق مجهوداتهم وتحفيزهم على الأداء الجيد وحل مشكلاتهم، وعندما تؤدي الإدارة وظيفة الرقابة فإنها تتخذ قرارات بشأن عملية اتخاذ القرارات الإدارية في دورة مستمرة مع استمرار العملية الإدارية نفسها[2]، حيث اتصال عملية اتخاذ القرارات بالعمليات الإدارية جعلها أكثر أهمية وجوهر وظيفة المدراء.

ولتوضيح ذلك نقدم الشكل التالي:

**الشكل رقم(02): عملية اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية**




**المصدر**: فادي خليل ظاهر الأسطل، بطاقة الأداء المتوازن وعلاقتها بعملية اتخاذ القرارات الإدارية " دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية بقطاع غزة"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة( فلسطين)، 2001، ص44.

[1]- عمر وصفي عقيلي، الإدارة المعاصرة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2007، ص215.

[2]- فادي خليل ظاهر الأسطل، مرجع سابق، ص 44.

**ثالثا: خصائص عملية اتخاذ القرارات الإدارية**

يمكن تقديم الصفات المميزة لعملية اتخاذ القرارات في العناصر التالية:

**1- عملية قابلة لترشيد:**

تقوم هذه العملية على افتراض مؤداه أنه ليس بالإمكان الوصول إلى الترشيد كامل للقرار، وإنما يمكن الوصول إلى حد من المعقولية والرشد، كما أن عملية اختيار البديل الملائم تتم على خطوات متعددة ومختلفة، وتحت تأثير الضغوط وعوامل متباينة، الأمر الذي يجعل من غير الممكن من الناحية العلمية وجود معلومات دقيقة وتنبؤ دقيق بالأحداث حتى تمكن متخذ القرار من اختيار البديل الأمثل، إضافة لذلك أن تعدد الأهداف وتداخلها وتعارضها أحيانا يبعد هذه العملية عن اعتبارها عملية حسابية قابلة للقياس والتحديد الدقيق.

**2- عملية تتأثر بعوامل ذات صبغة إنسانية وإجتماعية:**

هذه الصفة نابعة من كون هذه العملية تتأثر بعوامل سيكولوجية نابعة من شخصية متخذ القرار والمرؤوسين وجميع الأفراد الذين يساهمون في اتخاذ القرار أو يتأثرون به، وهذا ما أكده سايمون.

كما أن هذه العملية تتأثر بعوامل إجتماعية نابعة من بيئة القرار سواء كانت هذه البيئة داخلية أو خارجية وهي بيئة المجتمع الذي تمارس المؤسسة نشاطها في إطاره.

**3- عملية تمتد في الماضي والمستقبل:**

تنبع هذه الصفة من كون القرار الإداري امتداد لقرارات أخرى سبق اتخاذها، وأن القرار الإداري لا يتخذ بمعزل عن بقية القرارات التي سبق اتخاذها، بل يعتبر حلقة من سلسلة قرارات، حتى يكاد يكون من المتعذر في كثير من الأحيان تحديد القرار الأصلي من مجموعة القرارات التي تتخذ في تنظيم ما، حيث يبدو كل قرار وكأنه مرتبط بقرار آخر اتخذ من قبل.

كما تمتد عملية اتخاذ القرارات في المستقبل من حيث كون آثار القرار تنصرف إلى المستقبل ولذلك فإن العوامل الحاسمة في اتخاذ القرار تتوقف على درجة تأكد متخذ القرار من احتمالات نجاح القرار ومدى هذه التأثيرات وانعكاساتها على جوانب العمل الأخرى[1].

**4- عملية تقوم على الجهود الجماعية المشتركة:**

إن مراحل المتعددة لعملية اتخاذ القرارات الإدارية تحتاج إلى جهد مشترك، كما أن القرار يجب أن يساهم فيه بشكل مباشر أو غير مباشر جميع أعضاء المؤسسة.

**5- عملية تتصف بالعمومية والشمول:**

تتصف عملية اتخاذ القرارات بالعمومية، حيث أن نوع القرارات وأساليب اتخاذها تكاد أن تكون عامة بالنسبة لجميع المنظمات الإدارية، وتتصف بالشمول من حيث أن القدرة على اتخاذ القرارات ينبغي أن تتوافر في جميع من

[1]- نواف كنعان، اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص ص 87- 88.

يشغلون المناصب الإدارية على اختلاف مستوياتها العليا والوسطى والمباشرة[1].

**6- عملية ديناميكية مستمرة:**

تبرز صفة الحركية في هذه العملية من خلال كون هذه العملية تنقل من مرحلة لأخرى وصولا إلى الهدف المنشود لحل المشكلة محل القرار،كما أن المشكلة محل القرار غالبا مايكون طابعها التغيير المستمر من مرحلة لأخرى حسب المتغيرات والظروف كتغير في نوعية وكمية المعلومات المتاحة لمتخذ القرار.

**7- عملية مقيدة وتتسم بالبطء أحيانا:**

هذه العملية مقيدة وليست مطلقة وهي نابعة من كون متخذ القرار يخضع لقيود متعددة وهو بصدد اتخاذ القرار بعضه قانونية، وبعضها نابع من الضغوط التي يتعرض لها، وبعضها نابع من المرؤوسين أو غيرهم من يمسهم القرار.

كما أن هذه العملية تتسم أحيانا بالبطء، لكونها تستغرق وقتا طويلا لاتخاذ القرار بسبب تعقد المشكلة محل القرار أحيانا، أو بسبب ما يتطلبه حلها من جمع للمعلومات وتحليلها، أو بسبب تردد متخذ القرار أو إحجامه عن اتخاذ القرار، وهذه الأسباب تجعل من عملية اتخاذ القرارات عملية بطيئة.

**8- عملية معقدة وصعبة:**

صعوبة هذه العملية من أنها تتضمن نشاطات متعددة تقتضيها مراحلها المتعددة، وما تتطلبه هذه النشاطات من قدرات ومهارات لانجازها، فعملية اتخاذ القرارات تمر بعدة مراحل للوصول إلى اختيار البديل الأفضل الذي يحقق أهداف المؤسسة[2].

**المطلب الثالث: خطوات عملية اتخاذ القرارات الإدارية والعوامل المؤثرة فيه**

تواجه العديد من المؤسسات العديد من المشاكل التي تحتاج إلى حل واتخاذ القرار بشأنها، وحتى تتمكن من حلها عليها بإتباع مجموعة من الخطوات التي قد تساعد في حل المشكلة واتخاذ القرار بشأنها، مع الأخذ بعين الإعتبار العوامل التي قد تؤثر على عملية اتخاذ القرار بخصوص هذه المشكلة، ولهذا سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم الخطوات المتعلقة بعملية اتخاذ القرار، إضافة إلى العوامل المؤثرة فيه.

**أولا: خطوات عملية اتخاذ القرارات الإدارية**

ليس هناك طريقة يستطيع المدراء اتخاذ القرارات على أساسها، والطرق تختلف طبقا لنوع القرار المطلوب اتخاذه، تسلسل السلطات الإدارية في الهيكل التنظيمي للمؤسسة، الرأي الشخصي، طبيعة المؤسسة والتأثيرات البيئية.

كما أن القرار الجيد هو ذلك القرار الذي يعتمد في اتخاذه على أسلوب تحليلي منظم مرتكزا على المنطق العلمي، موظف جميع البيانات المتوافرة من أجل الوصول إلى البدائل أو الحلول الممكنة لاتخاذه، ومن أجل تحقيق ذلك يستلزم اتباع خطوات القرار التالية:

---

[1]- فادي خليل ظاهر الأسطل، مرجع سابق، ص45.

[2]- نواف كنعان ، اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص ص 89- 90.

- تحديد المشكلة؛
- أهداف القرار؛
- البحث عن البدائل؛
- تقييم البدائل؛
- اتخاذ القرار؛
- تنفيذ القرار ومتابعته.

**1- تحديد المشكلة:**

إن الخطوة الرئيسية في عملية اتخاذ القرارات هي تحديد المشكلة موضوع الإهتمام لمتخذ القرار، والتفرقة بين أعراض المشكلة والأسباب التي أدت إليهما، كما العديد من المديرين قد يخطئون في اتخاذ القرار بسبب عدم دقة في تحديد وتشخيص المشكلة منذ البداية، فهناك عدد من المديرين يخلط بين الأعراض والأسباب لمشكلة معينة، ومن ثم يهتم بالأعراض ويعتبرها المشكلة التي تواجهه ويعمل على اتخاذ القرار المناسب لمعالجة هذه الأعراض، إن الخطأ الذي يقع فيه المدير في مثل هذه الحالة هو أنه إذا أقدم على اتخاذ القرار لا يعالج المشكلة الحقيقية متمثلة في الأسباب التي أدت إلى حدوثها، بل يتخذ قرارا يتعامل مع الأعراض[1].

وبمعنى آخر تظهر المشكلة عندما يدرك متخذ القرارات عدم التوازن في موقف من المواقف أو وجود انحراف معين يشكل عائقا يعترض سبيل تحقيق الأهداف المقررة، فالعامل الأساسي إذن في هذه المرحلة يعتمد على إدراك المدير لعناصر و عوامل الموقف المحدد للمشكلة، و هذا بدوره يعتمد على القدرة و الإمكانيات التي يتمتع بها كل مدير ومدى حساسيته في إدراك المواقف الفعلية وخصائصها والعوامل المؤثرة فيها إدراكا موضوعيا واقعيا ويعتمد على الحقائق المتوفرة والبيانات المتاحة، وفور إدراك المشكلة (الإحساس بوجودها)، تبدأ عملية تشخيصها، وتحديد أبعادها وعناصرها بوضوح ودقة، وفي هذه المرحلة يجب صياغتها بأبعادها وعناصرها بشكل علمي وباستخدام لغة واضحة ومفهومة وبإيجاز مفيد[2].

والمشكلة هي عبارة عن حدث يقع أو يتوقع أن يحدث مما يؤدي حدوثه إلى عدم تحقيق الهدف، ويتطلب تفكيرا أو مهارة تستندان إلى المعرفة للوصول إلى انتاج مناسب كي يتم صياغة قرار أو اتخاذ قرار بكيفية مواجهة وحل المشكلة كليا أو جزئيا خلال فترة زمنية.

ويستطيع الإداري أو متخذ القرار أن يقدر ما تستحق المشكلة من اهتمام من خلال الإجابة عن أسئلة التالية:

- ماهي خطورة المشكلة؟
- هل الآثار التي تترتب على عدم حلها كبيرة وخطيرة؟
- ماهي حدة المشكلة؟

[1]- ثابت عبد الرحمن إدريس، إدارة الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2005، ص ص 259-260.

[2]- يبالة سميرة، مرجع سابق، ص 141.

– ماذا يمكن أن يحدث إذا لم تتم معالجة المشكلة[1]؟

إضافة أن هذه الخطوة تطلب تحديد مايلي[2]:

- تحديد المتغيرات الممكن التحكم بها؛
- تحديد المتغيرات الغير ممكن التحكم بها؛
- تحديد القيود التي يجب مراعاتها عند حل مشكلة القرار.

كما نشيير أن المشاكل تنقسم إلى نوعين هما[3]:

**أ– المشاكل التقليدية أو الروتينية :**

و هي مشكلات بسيطة يتكرر حدوثها بذات شكلها وموضوعها، مثال ذلك المشكلات المتعلقة بحضور الأفراد العاملين وانصرافهم وتوزيع الأعمال بينهم وتطبيق التعليمات عليهم، وبالتالي فإن هذا النوع من المشاكل لا يحتاج إلى كثير من الجهد والتحليل لاختيار الحلول المناسبة لها.

**ب– المشاكل غير الإعتيادية أو الجديدة :**

و هي مشكلات تتصف بالعمق والتعقيد، و يحتاج حلها إلى نوع من التشاور أو التفاهم، مثال ذلك التدهور الذي يحدث في مبيعات منتوج أو أكثر من منتوجات المؤسسة أو الإنخفاض الذي يحصل في مستوى أداء المؤسسة.

و عليه فإن هذا النوع من المشاكل لا يمكن مواجهته بقرارات مستعجلة، إنما ينبغي الإستعانة بإختصاصين من ذوي الخبرة و الرأي.

والحقيقة أن سوء تشخيص وتحري أسبابها يؤدي بالضرورة إلى ارتكاب أخطاء في جميع المراحل التالية لها، فمثلا إذا لاحظ الرئيس الإداري هبوطا في مستوى الإنتاج في وحدته الإدارية فإنه يكون أمام مشكلة يتوجب عليه البحث عن أسبابها، فقد يكون السبب هذه المشكلة هو تدني الروح المعنوية لدى العاملين أو ضعف أجورهم أو نقص تدريبهم أو ضعف الرقابة عليهم، فإن تصور الرئيس الإداري أن السبب الرئيسي هو انخفاض الأجور، ثم قام بزيادة الأجور وتبين أن هذا الحل دون جدوى لإن السبب الحقيقي يكمن في ضعف الرقابة التي يمارسها على موظيفيه فإن قراره سوف يزيد من الآثار السلبية على مصلحة المؤسسة علما أن الرجل الإداري الناجح يستطيع التوقع بالمشكلات قبل وقوعها ويستعد لها بقرارات مسبقة إذا ما ظهرت أعراضها[4].

**2– تحديد الهدف:**

تعني هذه الخطوة أن يقوم المدير بتحديد الأهداف أو نواتج الأداء التي يرغب في الوصول إليها من خلال

---

[1]– ربحي مصطفى عليان، مرجع سابق، ص ص 73– 74.

[2]– منعم زمزير الموسوي، مرجع سابق، ص15.

[3]– خليل محمد حسن الشماع والآخرون، مبادئ إدارة الأعمال، دار الكتب للطباعة و النشر، بغداد (العراق)، بدون سنة، ص107 .

[4]– كاسر نصر المنصور، مرجع سابق، ص ص 46-47.

القرار، فهذه الأهداف هي معيار الذي سوف يتم على أساسه تقييم حل المشكلة في الخطوات اللاحقة[1].

كما أن حل مشكلة يتطلب أن يقوم المدير باتباع أسلوبين يهدف من خلالهما إما لتغير الحالة القائمة أو لتغير الحالة المرغوب في تحقيقها أي يتوجب عليه تحديد الأهداف التي سوف يتخذ القرار المناسب لتحقيقها[2].

**3- البحث عن البدائل:**

عندما يتم التحديد الدقيق للمشكلة تبدأ عملية البحث عن أنسب الطرق للعلاج، في ظل الإمكانيات والقيود الموجودة، أي أن طريقة العلاج يجب أن تكون ممكنة وليست خارج نطاق إمكانيات المؤسسة، وعادة توجد بدائل عديدة لعلاج المشكلة[3].

كما يلاحظ أن المديرين في سياق بحثهم عن البدائل لحل المشكلة يلجؤون إلى البدائل المعروفة سلفا (التي سبق استخدامها كحلول)، فإذا ما ظهر بأنها غير مناسبة لجؤوا إلى التصور والإبتكار لإيجاد الحلول المختلفة، فإذا كان تشخيص المشكلة يعتمد على التفكير المنطقي الذي يرتكز على التحليل والمقارنة، فإن إيجاد الحلول البديلة لها يعتمد على التفكير الإبتكاري الذي يرتكز على التصور والتوقع وإنشاء الأفكار.

إضافة أن المدراء يواجهون عدد من القيود تحد من مجال تصرفهم وتفرض عليهم بعض الحلول الممكنة، ومن أهم القيود يوجد عامل الوقت وكذا الموارد المالية والمادية المتاحة، وكذا درجة المخاطرة، إضافة إلى العديد من القيود الأخرى كالأنظمة الحكومية والإمكانيات التكنولوجية والظروف الإقتصادية وكذا الأهداف الشخصية للأفراد العاملين بالمؤسسة وقدرتهم على تنفيذ البديل، كما أن قرارات الإدارة العليا في المؤسسة قد تساهم في إبعاد العديد من البدائل للقرارات في الإدارات الدنيا[4].

**4- تقييم البدائل:**

عند اتضاح للمدير البدائل المتاحة وجب عليه بعد ذلك أن يقوم بتقييم كل بديل على حدة من النواحي الآتية[5]:

- إمكانية تنفيذ البديل ومدى توافر الإمكانيات المادية والبشرية اللازمة لتنفيذه؛
- تكاليف تنفيذ البديل ومدى الكفاية التي يحققها من حيث الإقتصاد والسرعة والإتقان؛
- آثار تنفيذ البديل على العمل داخل المؤسسة من حيث الإقتصاد والسرعة والإتقان؛

---

[1]- على عبد الهادي مسلم، تحليل وتصميم منظمات، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، بدون سنة، ص190.

[2]- كاسر نصر المنصور، مرجع سابق، ص46.

[3]- علي أحمد أبو حسن، المحاسبة الإدارية المتقدمة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة، ص23.

[4]- إسماعيل مناصرية، دور نظام المعلومات الإدارية في الرفع من فعالية عملية اتخاذ القرارات الإدارية"دراسة حالة الشركة الجزائرية للألمنيوم"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم التجارية وعلوم التسيير والعلوم الإقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة ( الجزائر)، 2003-2004، ص13.

[5]- مركز القرار للاستشارات، تنمية المهارات القيادية للمديرين الجدد، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص 1.

- الآثار النفسية والإجتماعية للبديل، أي مدى انعكاساتها على أفراد التنظيم، ومدى قوة أو اهتزاز العلاقات التي يمسها خاصة إذا كان البديل يهم مصالح الجمهور؛
- الوقت والظروف لتبني هذا البديل؛
- استجابة المرؤوس للبديل؛
- الزمن الذي يستغرقه تنفيذ البديل.

كما يقصد بالبدائل عملية المقارنة بين هذه البدائل على أساس مزايا وعيوب كل بديل بالمقارنة بالبدائل الأخرى، وتلتزم هذه المرحلة الرؤية المستقبلية من جانب المدير لأن المزايا والعيوب الخاصة بكل بديل لا تظهر إلا في المستقبل، وهذا يستلزم أيضا ضرورة تحديد المعايير التي سوف يتم على أساسها التقييم لهذه البدائل[1].

**5- اتخاذ القرار ( اختيار البديل الأفضل):**

تنطوي هذه المرحلة على اختيار البديل الأفضل لحل المشكلة ويجب أن يتمتع البديل المختار بأكثر المزايا وأقل العيوب بالمقارنة بالبدائل الأخرى.

ويتطلب الأداء الفعال لهذه المرحلة مراعاة مايلي[2]:

أ- أن يتجنب صانع القرار أن يحصر نفسه داخل حدود وقيود لم تكن مفروضة عليه أصلا؛

ب- من الصعب أن يحصل صانع القرار على كل المعلومات التي تمكنه من اتخاذ القرار الأفضل، إضافة أنه لا يجب أن ينتظر إلى مالا نهاية للحصول على المعلومات وإنما أن يعرف ماهي المعلومات التي لم يتمكن من الحصول عليها ليراعي في ذلك اختيار البديل الأفضل؛

ج- يجب أن يكون البديل المختار لديه القدرة على حل المشكلة الأساسية في الوقت الحاضر وأن يمنع تكرار ظهورها في المستقبل وأن يكون اقتصاديا وقابل لتطبيق في حدود الموارد المتاحة حاليا والتي يمكن توفيرها في المستقبل.

ونشير أن عملية الاختيار تتأثر بالعديد من العوامل، بعضها ذو صبغة موضوعية والآخر ذو صبغة شخصية من خبرة متخذ القرار ومعرفته ودوافعه ومشاعره ورغباته ( فقد تكون ميوله تفاؤلية أو تشاؤمية) وبعضها ذو صبغة بيئية نابعة من متطلبات الموقف الإداري الذي يحكم عملية الاختيار، وكلما توفرت للمدير المعلومات الكافية عن مختلف البدائل، وفي وقتها المناسب كلما كان المدير حاسما في اتخاذ القرار وكانت عملية اختياره البديل بعيدة عن الذاتية وبالتالي تقلل من المخاطرة وتزيد من احتمالات رشادة القرار، وأما إذا كان العكس فسيكون المدير مترددا في اتخاذه لهذا القرار، ولهذا وجب عليه استخدام الطرق الرياضية وكذا أساليب الأمثلية (كالسمبلكس وتحليل الحساسية) وأن يتحكم جيدا في تكنولوجيا المعلومات والإتصال، لأن قراره سينجر عليه العديد من القرارات

[1]- ثابت عبد الرحمن إدريس، مرجع سابق، ص263.

[2]- محمد إسماعيل بلال، بحوث العمليات، استخدام الأساليب الكمية في صنع القرار، دار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2005، ص270.

الفرعية التي قدر تقرر مصير المنظمة ككل، إضافة إلى سمعته ومستقبله في المنظمة[1].

**6- تنفيذ القرار ومتابعته:**

هذه المرحلة لا تقل أهمية عن المراحل السابقة، فهي إن كانت لا تعد من صميم مكونات القرار، إلا أنها هي المرآة العاكسة التي تعكس مدى نجاح أو الإخفاق في اتخاذ القرار، وأثر ذلك في الحالتين، فعملية اتخاذ القرار لم تنته بعد، لأنه لا بد من معرفة مدى تأثير هذا القرار وقدرته على تحقيق الهدف الذي اتخذ من أجل تحقيقه.

وتحتوي هذه المرحلة على شقين[2]:

**الشق الأول:** وهو عملية نقل القرارات للمستويات الإدارية التي تقوم بتنفيذه، ويتوقف نجاح التنفيذ على توافر سبل الإتصالات الفعالة، ووضع الموارد المالية والبشرية والصلاحيات اللازمة لدى الجهات المنفذة للقرار، كما يتوجب أن يكون توقيت تنفيذ القرار مناسب مع ظروف العمل والبيئة الداخلية والخارجية، ذلك أن القرار مناسب مع ظروف العمل والبيئة الداخلية والخارجية الذي لا يتوافر له الانسجام مع عوامل البيئة التنظيمية وتقاليد وقيم وأعراف المجتمع، سيكون حظه من النجاح قليلا.

وتبليغ القرار يقتضي شرحا وافيا للمنفذين، ويفضل أن يشرح شفويا في اجتماع يعقد لهم، لتتاح الفرصة لتوضيح كل ماهو غامض، وشرح الآثار المترتبة على تنفيذ القرار، وبهذا ينقل القرار من السلطة التي أصدرته إلى الأجهزة المنفذة له بالصورة الصحيحة التي قصدتها السلطة.

وقد يقرر المدير في هذه المرحلة إجراء إختبار مبدئي للقرار، حتى يتأكد من صلاحيته، ويطمئن على نتائجه عند التطبيق الفعلي، وقد يأخذ إختبار الحل صورا متنوعة مثل تجربة البديل على نطاق ضيق أو تنفيذ جزئيا.

**الشق الثاني:** يتعلق باسترجاع المعلومات لمركز اتخاذ القرارات والتغذية الراجعة، وهي حصيلة المعلومات وتقارير سير العمل والإنجاز، التي ترد من مواقع العمل إلى موقع اتخاذ القرارات، وتعين التغذية الراجعة على معرفة مسار العمل، وما أنجز منه في سبيل تحقيق الهدف، وعلى اتخاذ القرارات المناسبة بالتصحيح، فإذا كانت هناك أخطاء أو إنحرافات عن الهدف، فعملية التغذية الراجعة تساعد متخذ القرار على معرفة مدى فعالية القرار ومقدار النجاح لتحقيق الهدف الذي اتخذ.

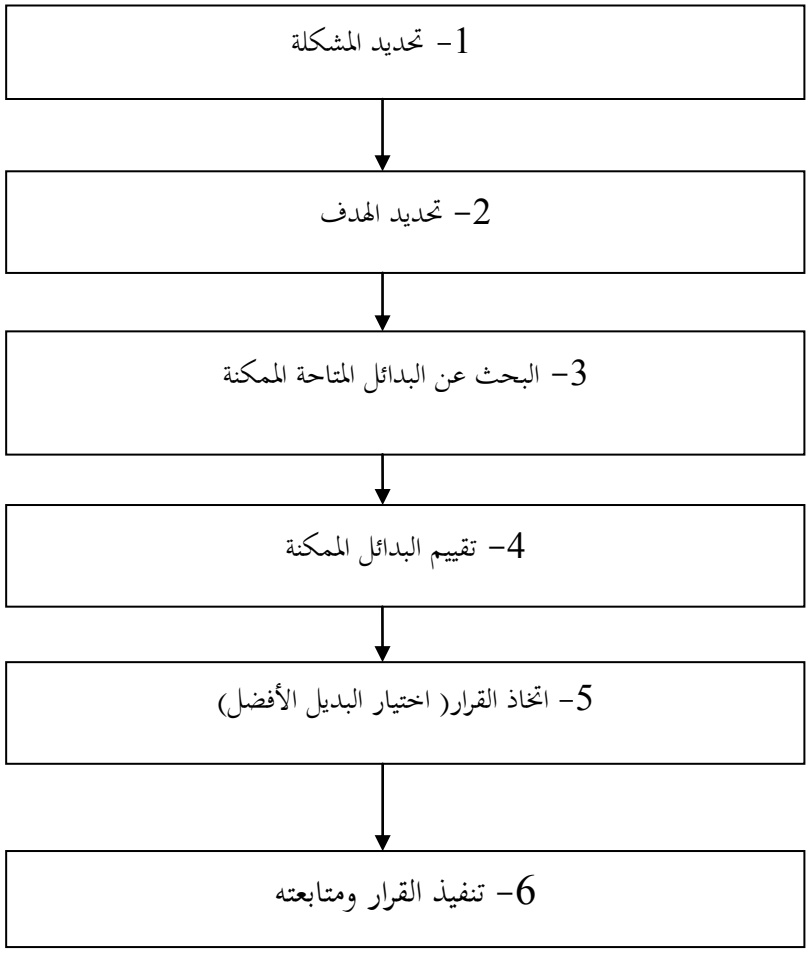
على ضوء ما تقدم، يمكن تلخيص خطوات عملية اتخاذ القرار في الشكل التالي:

---

[1]- إسماعيل مناصرية، مرجع سابق، ص15.

[2]- سهيل عبيدات، مرجع سابق، ص ص 76-77.

**الشكل رقم (03): خطوات اتخاذ القرار الإداري**




**المصدر**: فداغ الفداغ، المحاسبة الإدارية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص22 .

**ثانيا: العوامل المؤثرة في إتخاذ القرارات الإدارية**

تقع مسؤولية اتخاذ القرار في كافة الخطوات السابقة على فرد واحد أو جماعة وفي معظم الحالات، يأتي القرار نتيجة لجهود أكثر من شخص واحد ونتيجة لدراسة وأبحاث لجنة أو عدد من اللجان المعدة، والمشكلة لهذه الغاية.

فقد تتأثر القرارات الإدارية بعوامل عديدة قد تعيقها عن صدور بالصورة الصحيحة، أو قد تؤدي إلى التأخر في إصدارها، أو تلقى الكثير من المعارضة سواء من المنفذين لتعارض القرارات مع مصالحهم، أو من المتعاملين مع المنظمة لعدم تحقيقها لغاياتهم ومصالحهم، ومن بين هذه العوامل نذكر:

**1- تأثير البيئة الخارجية:**

تنقسم البيئة الخارجية إلى بيئات إقتصادية وإجتماعية وسياسة وثقافية وتكنولوجية، وكل واحدة منها لها خصائصها المميزة واتجاهاتها، بحيث لا يمكن إغفال هذا الاتجاهات وتلك الخصائص عند اتخاذ القرارات الإدارية على مستوى المؤسسة.

**2- تأثير البيئة الداخلية:**

تتكون البيئة الداخلية من الأفراد العاملين في المؤسسة في المستويات المختلفة، والذين يتميزون بالإختلاف في نمط شخصياتهم، والأهداف الشخصية التي يسعون لتحقيقها من خلال عملهم بالمؤسسة، وذلك بالإضافة إلى هدف المؤسسة نفسها، إذا كان ذلك يمثل العامل الإنساني في المؤسسة، فهناك عوامل أخرى مثل الموارد المالية المتاحة، التجهيزات الآلية، المواد المستخدمة في الإنتاج وغير ذلك من العوامل المادية[1].

وبصفة عامة تتمثل العوامل الداخلية المؤثرة على اتخاذ القرارات فمايلي[2]:

- عدم وجود نظام جيد للمعلومات داخل المؤسسة؛
- عدم وضوح العلاقات التنظيمية بين الأفراد والإدارات والأقسام؛
- المركزية الشديدة، حجم المؤسسة ودرجة انتشارها الجغرافي؛
- عدم وضوح الأهداف الأساسية للمؤسسة؛
- مدى توافر الموارد المالية والبشرية والفنية للمؤسسة.

**3- تأثير متخذ القرار:**

تتصل عملية اتخاذ القرار بشكل وثيق بصفات الفرد، فشخصية متخذ القرار، عواطفه، قيمه، تاريخه في العمل، نوع الأعمال التي سبق أن مارسها، مركزه الإجتماعي والمالي خارج التنظيم وحالته النفسية في اتخاذ القرار،كلها عوامل تؤثر في فاعلية القرار الذي يتخذه، فقد تعطى المعلومات وتوضع البدائل أمام متخذ القرار فيختار بديل معينا، وإذا أعطيت إلى آخر اختار بديلا غيره، وكل منهما يكون مقتنعا بسلامة اختياره، فمتخذ القرار إنسان قبل كل شيء، وهو عضو في مجتمع معين يتأثر بما فيه من عادات وتقاليد وأعراف، وكلها تعكس سلوكه،كما أن قدرة متخذ القرار على الإستفادة من المعلومات المتوفرة، وعلى وزن الجوانب الإيجابية والسلبية للبدائل والتوقع بآثرها، كلها عوامل تساعد على اتخاذ القرار الفعال[3].

**4- المؤثرات السلوكية على اتخاذ القرارات:**

تتمثل أهم العوامل السلوكية التي تؤثر على اتخاذ القرار وتبعد متخذ القرار عن الموضوعية هي[4]:

**أ- الإختلاف في الإدراك:** يختلف الناس في فهمهم وتفسيرهم لما يحيط بهم من معلومات وظواهر ومشاكل المشكلات وبدائل الحل قد يختلف المديرون في تحديدها.

**ب- الإختلاف في الخبرة الشخصية:** تفرض الخبرة السابقة للفرد وجودها على أسلوب معالجتها وتشخيصه للمشاكل.

---

[1]- علي شريف، أحمد ماهر، اقتصاديات الإدارة، الدار الجامعية، مصر، 1987، ص14.

[2]- عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة منظمات الأعمال، الوظائف والممارسات الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2006، ص85.

[3]- نواف كنعان، القيادة الإدارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص394.

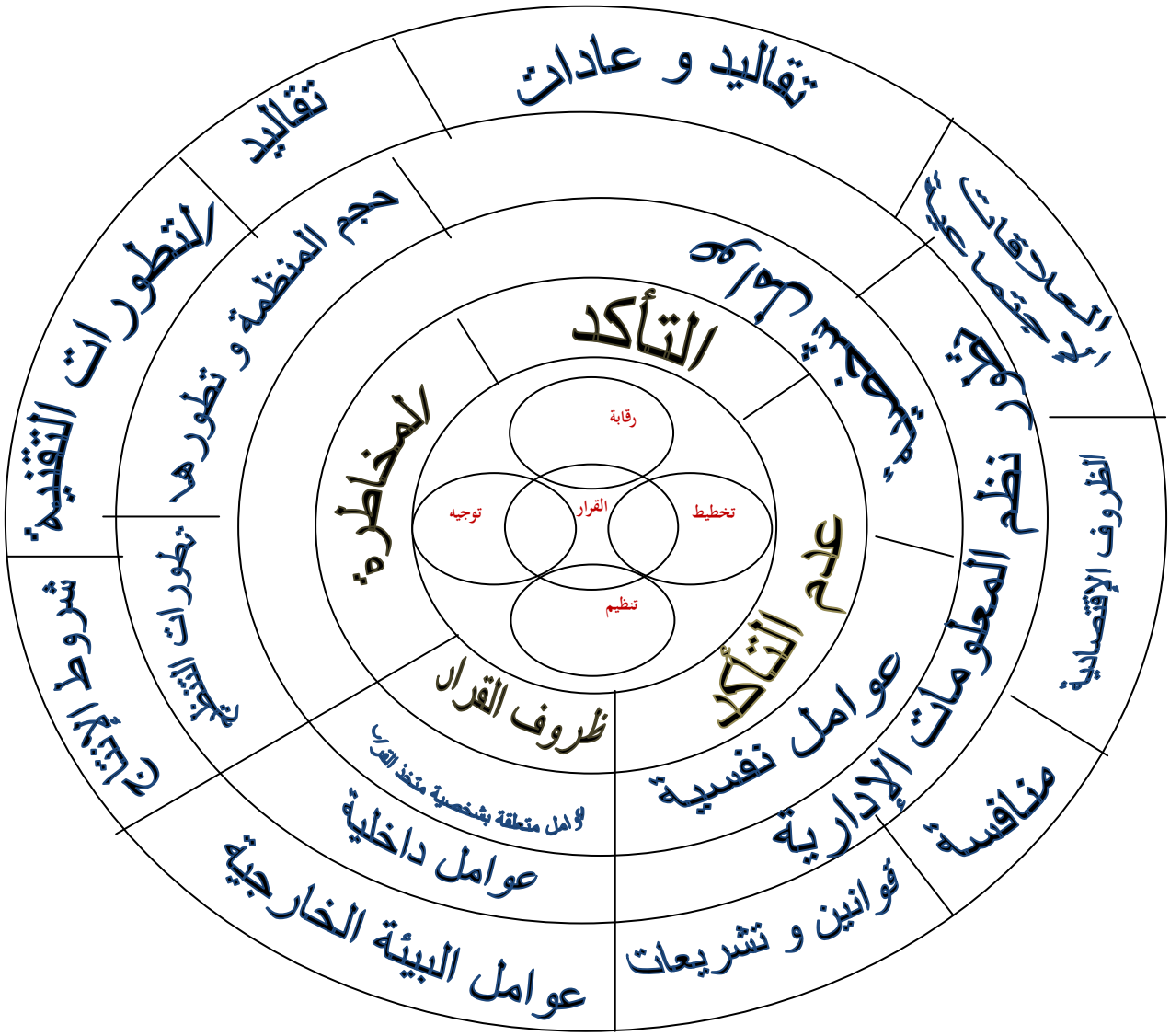
[4]- سهيل عبيدات، مرجع سابق، ص 83.

**ج– الإختلاف في الدوافع:** اختلاف دوافع المديرين يجعل معالجتهم للمشاكل تختلف، فالشخص الذي تسيطر عليه الحاجات الإجتماعية قد ينظر إلى المشكلة على أنها علاقات إنسانية، والشخص الذي تسيطر عليه دوافع الإنجاز يراعي الأمر بصورة مختلفة.

**د– خطأ تعميم الصفات:** يميل البعض إلى التأثر بصفة واحدة، أو جانب واحد من المشكلة، ويقوم بتعميم هذه الصفة على المشكلة.

لتوضيح أكثر للعوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار، نقدم الشكل التالي:

**الشكل رقم (04): العوامل المؤثرة على عملية اتخاذ القرار**




**المصدر**:كاسر نصر المنصور، نظرية القرارات الإدارية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2000، ص35.

**المطلب الرابع: أنواع القرارات**

المعروف أن هناك عدة عوامل عادة ما تؤثر بصورة كبيرة على نوع القرار المتخذ، فمتخذ القرار يضع عند اتخاذ قرار معين في الحسبان موقعه في المؤسسة، لهذا نجد عدة أنواع من القرارات تتخذ وفق ظروف التي يعمل فيها، وعلى هذا الأساس حاول العديد من المهتمين بتصنيفات المختلفة إعطاء مجموعة من المعايير التي يتم عليها تصنيف القرارات والتي نحاول تناول بعضها وفق الترتيب التالي:

**1- تقسيم القرارات تبعا للجهد المبذول (وفقا لبرمجتها):**

قسم كونتر وزملائه القرارات إلى نوعين هما: القرارات المبرمجة والقرارات غير المبرمجة.

**1-1- القرارات المبرمجة:**

تشير هذه القرارات إلى القرارات المخططة سلفا والتي تتعامل مع حل المشكلات المتكررة أو الروتنية (حيث يتم تحديد أساليب وطرق إجراءات حل أو التعامل مع أي مشكلة سلفا)، ومن أبرز الأمثلة على ذلك قرارات التعين والتوظيف والإجازات، حيث توضح الإجراءات الخاصة بكل حالة من الحالات المذكورة من واقع اللوائح المعمول بها في مجال المشتريات أو شؤون العاملين.

**1-2- القرارات غير المبرمجة:**

تشير إلى القرارات الغير متكررة الحدوث أو التي تعالج مشاكل جديدة أو تتعامل مع المواقف الغير مجددة أو الغير مألوفة مثل تلك القرارات المتعلقة بإبتكار نوع جديد من السلع، غزو أسواق جديدة، قرارات التوسع وقرارات الإندماج[1].

**2- تقسيم القرارات وفقا للوظائف الأساسية للمشروع:**

حسب هذا المعيار نجد أربعة أنواع من القرارات هي:

**2-1- قرارات تتعلق بالإنتاج:**

يتعلق هذا النوع من القرارات بحجم الإنتاج، موقع المصنع، التصميم الداخلي للمصنع، طرق الإنتاج، كمية المخزون وطرق دفع الأجور .

**2-2- قرارات تتعلق بالمبيعات:**

تهتم هذه القرارات بتحديد الأسواق، موقع مكاتب البيع، تغليف المنتجات، العلامة التجارية المستخدمة، منافذ التوزيع، السعر، مدى ونوع الإعلانات، طرق مكافأة رجال البيع، جهود ترويج المبيعات وبحوث التسويق المستخدمة[2].

[1]- عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة منظمات الأعمال، مرجع سابق، ص 86.

[2]- بشير العلاق، مرجع سابق، ص ص 74-75.

**2-3- قرارات تتعلق بالتمويل:**

هي تلك القرارات الخاصة بالهيكل المالي، شروط الائتمان، مقدار رأس المال العامل، طرق الحصول على الأموال الجديدة، توزيع الأرباح، خطط إعادة التمويل، تحديد تكاليف العمليات، الإجراءات المحاسبية والإندماج والتصفية.

**2-4- قرارات تتعلق بالأفراد:**

وهي قرارات متعلقة بمصادر الحصول على القوى العاملة، أساليب الإختيار، مدى التدريب ونوعه، تحليل العمل وتقييمه، معالجة التأخير والغياب، طرق الترقية والترويج لوسائل الأمان[1].

**3- تقسيم القرارات تبعا للجهة التي أصدرتها:**

حسب هذا المعيار هناك نوعين هما[2]:

**3-1- القرارات التنظيمية:**

تمثل هذه القرارات تلك التي يتخذها المديرون كل من موقعه وإختصاصه كما هو متوقع منهم وظيفيا في المؤسسة، وذلك بحكم السلطة أو الصلاحية الممنوحة لهم رسميا، وهذه القرارات التي يمكن تفويضها للآخرين.

**3-2- القرارات الشخصية:**

وهي القرارات التي يتخذها المديرون بصفتهم أشخاصا عاديين، وليس بصفتهم التنظيمية كأعضاء في المؤسسة، وهي قرارات لا تفوض للآخرين، مع أن بعض هذه القرارات له تأثيره على المؤسسة نفسها، كقرار إستقالة المديرين .

ونشير أن القرارات التنظيمية للمديرين تتأثر إلى حد ما وبدرجات متفاوتة بالناحية الشخصية، ونجد أن النوعين من القرارات هما متداخلا العناصر أحيانا مع ملاحظة أسبقية للقرارات التنظيمة.

**4- تقسيم القرارات وفقا لظروف اتخاذها (المعلومات المتاحة):**

هناك ثلاثة أنواع من القرارات تبعا لهذا المعيار وهي:

**4-1- قرارات في حالة التأكد:**

هي الحالة التي يستطيع متخذ القرار الإحاطة التامة بكافة المعلومات بها، أي معرفة تامة بالبدائل المتاحة وتكاليفها ونتائجها تحت ظروف أو بيئة واحدة، ويكون إما باختيار الحد الأعلى للربح أو الحد الأدنى للتكاليف أو الحد الأفضل للجودة[3].

**4-2- قرارات في حالة المخاطرة:**

هي القرارات التي لا يتم تحديد إحتمالات حصول حالات معينة في ضوء تحقيق النتائج المرتقبة لكل بديل

---

[1]- ربحي مصطفى عليان، مرجع سابق، ص81.

[2]- موسى حسين، الإدارة المعاصرة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت ( لبنان)، الطبعة الأولى، 2005، ص 210.

[3]- صبحي جبر العتيبي، تطور الفكر والأساليب في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2005، ص176.

والإحتمالات هي النسبة المئوية لعدد مرات حدوث نتيجة معينة (نتائج النجاح مرتبطة بتقديرات واحتمالات نسبية أي وجود عدة ظروف أو أكثر من حالة واحدة).

**4-3- قرارات في حالة عدم التأكد:**

تمثل القرارات التي لا يتم تحديد إحتمالات حدوثها بنسبة معينة وفقا لطبيعة البدائل المتاحة لذلك، حيث يوجد العديد من المتغيرات غير المحتسبة نظرا لحالات عدم الإستقرار أو الثبات في الظروف المحيطة بالمؤسسة، بمعنى لا يعرف متخذ القرار جميع البدائل المتاحة وما يترتب عنها من إيجابيات وسلبيات أو مخاطر، لهذا تكون نتائج القرار وردود الفعل غير معروفة.

**5- تقسيم القرارات وفقا للمستوى التنظيمي:**

يمكن تميز بين ثلاثة أنواع من القرارات هي:

**5-1- القرارات الإستراتيجية:**

هي القرارات التى تتخذ عند الهيكل التنظيمي بواسطة الإدارة العليا في المؤسسات، وتتصف أنها مرتبطة بالخطط المستقبلية التي تؤثر على المؤسسة بأكملها مثل تنويع رأس المال، التوسعات في نوعية وحجم الإنتاج أو النشاط.

**5-2- القرارات الإدارية:**

هي القرارات التي تتخذ عند الإدارة الوسطى، فعند هذا المستوى يقوم المديرون باتخاذ قرارات لحل مشكلات التنظيم والرقابة والأداء[1].

**5-3- القرارات التكتيكية أو التشغيلية:**

تتصف القرارات التكتيكية بأنها مرتبطة بالأنشطة القصيرة الأجل وتتخذ في المستويات الدنيا مثل إصدار أوامر الشراء، ترويج المبيعات ومستوى المخزونات[2].

في الأخير يمكن القول أن هناك عدة أنواع للقرارات تختلف حسب الزاوية التي ينظر إليها المفكريين والكتاب، لهذا حاولنا إعطاء بعض الأنواع.

**المبحث الثاني: الأساليب المساعدة في اتخاذ القرارات**

إن زيادة حجم النشاط الذي تقوم به المؤسسات الإدارية المختلفة، وتزايد المشاكل المتربطة بالأمور الإدارية، إضافة إلى ما تشهده التنظيمات الإدارة الحديثة من تعقد الأهداف وتعددها، ووجود التعارض بين هذه الأهداف أحيانا، كذلك إدراك الإدارة لمدى أهمية القرارات الإدارية السليمة، فنجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها مرتبط بشكل كبير بطبيعة عملية القرارات المتخذة، لذا فإن عملية تحسين وتطوير فعالية القرارات الإدارية تعتبر من أولويات الإدارة داخل المؤسسة، مما ترتب عنه ظهور وانتشار عدة أساليب ساهمت في تحسين أداء الإدارات في عملية اتخاذ القرارات.

---

[1]- علي عبد الهادي مسلم، مرجع سابق، ص188.

[2]- سنان الموسوي، رضا أبو أحمد، مرجع سابق، ص140.

وسنحاول في هذا المبحث تناول نماذج اتخاذ القرارات وذلك من خلال المطلب الأول، وبعدها يتم دراسة الأساليب النوعية المساعدة في اتخاذ القرارات في المطلب الثاني، وأخيرا يتم التطرق إلى الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات من خلال المطلب الثالث.

**المطلب الأولى : نماذج اتخاذ القرارات**

هناك أنواع عديدة من النماذج المستخدمة في التطبيقات المختلفة، ويختلف أسلوب بناء وتصميم هذه النماذج تبعا لنوع وطبيعة المشكلة المراد حلها واختلاف الظروف المحيطة بعملية اتخاذ القرار (حالة الظروف المعروفة، المخاطرة، عدم التأكد، كما نشير أن لا يوجد نموذج مثالي، لهذا سنحاول التطرق إلى مفهوم النموذج وأنواعه.

**أولا: مفهوم النموذج**

يمكن تعريف النموذج بأنه:" عبارة عن صيغة رياضية أو شكل مجسم أو مصور أو مجموعة رموز تمثل مكونات المشكلة المراد حلها والعلاقة بين أجزاءها والعوامل المؤثرة عليها أفضل تمثيل بحيث تعطي صورة واضحة ومبسطة للمشكلة"[1].

كما يعرف نموذج اتخاذ القرار على أنه: الطريقة التي يتم بها عملية اتخاذ القرار، وفي الحياة العملية نلاحظ نماذج متعددة لاتخاذ القرارات وكل نموذج له مؤيديه ومنتقديه، بمعنى أنه لا يوجد نموذج مثالي كامل لاتخاذ القرار، لإن النموذج الكامل الذي يمكن تطبيقه بصورة علمية يجب أن يكون قادر على وصف أعقد الحالات التي تصادف عملية اتخاذ القرار وأبسطها، كما يجب أن يكون قادرا على تمييز جميع الأبعاد الموجودة في الحالات اختيار القرار المناسب[2].

إن الهدف من بناء النموذج هو عرض وتحليل وتفسير المشكلة بطريقة مبسطة،كي يساعد على التنبؤ بما سيحدث فيما لو تغير أحد مكونات المشكلة أو أحد العوامل المؤثرة عليها، ولكي يحقق واضع النموذج الذي وضع من أجله النموذج يجب يكون ملما بواقع المشكلة بما فيه الكفاية[3].

**ثانيا: عناصر النموذج**

يحتوي النموذج بشكل عام على ستة عناصر رئيسية وهي[4]:

- حالات الطبيعة التي تتعلق بالظواهر الخاصة بظروف البيئة التي يتم اتخاذ القرار فيها ويكون لها تأثير مباشرا في عملية اتخاذ القرار، وتتمثل هذه الحالات بالعلاقات الموجودة بين نتائج والاختيار سواءا أكانت علاقات عشوائية أو إحتمالية أو غير معروفة؛
- متخذ القرار والذي يخضع لتأثير حالات الطبيعة ويتخذ القرار في ضوئها؛

[1]- علي حسين( وآخرون)، بحوث العمليات وتطبيقاتها في وظائف المنشأة، دار زهران، عمان (الأردن)، 1999، ص27.

[2]- كاسر نصر المنصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، دار حامد، جامعة عمان الأهلية (الأردن)، الطبعة الأولى، 2006، ص 43.

[3]- علي حسين (وآخرون)، مرجع سابق، ص 27.

[4]- كاسر نصر المنصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، ص ص 42-43.

- الأهداف التي يريد متخذ القرار تحقيقها من قراره سواءا أكانت هذه الأهداف واضحة أو غير واضحة سواء كانت مستقرة أو غير مستقرة؛
- البدائل وطرق العمل المتاحة أمام متخذ القرار، التي يتوجب عليه الاختيار منها؛
- عملية ترتيب البدائل حسب أولوية نتائجها وأهمية كل منها بالنسبة لمتخذ القرار؛
- عملية الاختيار لبديل أو أكثر من البدائل المتاحة.

**ثالثا: أنواع نماذج اتخاذ القرارات:**

يمكن تصنيف نماذج اتخاذ القرارات إلى:

**1- النموذج الوصفي (النظري):**

وهو النموذج الذي يعتمد على التقدير والتخمين الشخصي في حساب النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل على حدة، والمفاضلة بينهما واختيار أنسبها وفق المعايير المحددة، والتي عبارة عن عوامل وعناصر تدخل في تركيبه، حيث يعطي لكل معيار أو عامل وزن يبين مدى أهميته، كما يتسم هذا النموذج بعدم دقته واعتماده على الخبرة والرأي الشخصي لمتخذ القرار، ومدى إلمامه بالمتغيرات المؤثرة في قراره وظروفه النفسية، ومدى تحيزه لبعض المعايير[1].

كما يمكن اعتبار أن القرارات التي تم التوصل إليها وفق هذا النموذج بأنها غير دقيقة وتتضمن درجة عالية من المخاطرة وعدم الوضوح، بالإضافة إلى عدم الآخذ بالحسبان أهمية التوقيت الزمني الذي يتخذ فيه القرار، ويعلل ذلك بأن هذه القرارات التي تتخذ وفق هذا النموذج على أساس الخبرة والرأي الشخصي لمتخذ القرار دون النظر إلى مدى معرفته بالمتغيرات المؤثرة على قراره في المستقبل تعتبر قرارات خطيرة،كما أنها تعتمد على التخمين والتقديرات الشخصية في حساب النتائج المتوقعة للقرار أي دون الإعتماد على معايير محسوبة مثل حجم العائد أو التكلفة، ويتم اتخاذ القرارات وفق هذا النموذج في معظم منظمات الأعمال في الدول النامية، أما الطريقة المتبعة وفق هذا النموذج فهي تشكيل لجنة أو فريق عمل من المتخصصين وغير المتخصصين في موضع القرار المقصود اتخاذه حيث يجتمعون لدراسة المشكلة وبالتشاور والتنسيق فيما بينهم يتوصلون إلى القرار[2].

**2- النموذج الرياضي:**

يقصد بالنموذج الرياضي عرض الهدف والمتغيرات وذلك من خلال ربطه بمجموعة من المتغيرات بحيث يتم عرض هذا الهدف كدالة لمجموعة من المتغيرات، أما المتغيرات فتطبق عليها القيود اللازمة وذلك من خلال استخدام العلاقات الرياضية[3].

---

[1]- عمر وصفي عقيلي، مرجع سابق، ص239.

[2]- علي عباس، أساسيات علم الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2004، ص ص 109-110.

[3]- حسين علي مشرقي، زياد عبد الكريم القاضي، بحوث العمليات (تحليل كمي في الإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 1997، ص17.

بمعنى آخر فالنموذج الرياضي يمثل تجريدا أو تمثيلا مختصرا للحقيقة التي تكون عليها الظاهرة حيث يعوض الباحث العلاقات الموجودة بين العناصر المكونة للظاهرة في حقيقتها بعلاقات دالية.

ولتحقيق أكبر قدرا من التقارب بين النموذج الرياضي والحقيقة التي يمثلها فإن العمل يكون وفق الخطوات التالية:

- معرفة الأهداف من هذا النموذج ومعرفة متغيراته الداخلية والخارجية، والدور الذي تؤديه هذه المتغيرات؛
- تحليل طبيعة الظاهرة المدروسة ومعرفة الميكانزمات التي تفعلها؛
- تحديد الشكل الرياضي العام؛
- تقدير وسائط النموذج؛
- التحقق من النموذج بإجراء اختبارات عليه؛
- إذا لم يكن النموذج مقبولا نرجع إلى الخطوة الأولى.

**3- نماذج اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد:**

هناك عدة نماذج يمكن استخدامها لاتخاذ القرار في حالة عدم التأكد، لكننا لا نستطيع القول أن نموذج معين هو أفضل وأدق من غيره، لأن مدى ملاءمة كل نموذج لاتخاذ القرار يعتمد على متخذ القرار نفسه وعلى رغبته في استعمال الإحتمال الشخصي أو عدم إستعماله، وسنحاول تناول بعض النماذج وفقا لهذه الحالة على النحو التالي:

**3-1- النموذج المتشائم لاتخاذ القرار:**

يقترح هذا النموذج اختيار البديل الذي يحقق الخسارة الدنيا من بين الخسائر القصوى أو العائد الأعلى من بين العوائد الدنيا، وحسب متخذ القرار ضرورة الإبتعاد عن تحمل خسارة كبيرة مقابل التضحية بأرباح مرتفعة محتملة فإنه غالبا ما يميل لإستخدام النموذج المتشائم لاتخاذ القرارات الذي يهدف إلى تجنب كل خسارة غير مرغوب فيها ( يقوم متخذ القرار باختيار البديل الذي يحقق أسوأ النتائج في كل حالات الطبيعة )، لهذا فإن خطوات اتخاذ القرار وفق هذا النموذج يكمن وصفها في الآتي:

**الخطوة الأولى:** يجب أن يحدد من أجل كل بديل قيمة العائد الأول وتسجيله في جدول خاص.

**الخطوة الثانية:** بعد تسجيل العوائد الدنيا لكل بديل يتم اختيار العائد الأعلى من تلك العوائد الدنيا ويكون البديل الملازم لهذا العائد هو الإستراتيجية الواجب تطبيقها[1].

**3-2- النموذج المتفائل لاتخاذ القرار:**

وفق هذا النموذج فإن متخذ القرار يفترض أن الظروف المحيطة باتخاذ القرار تكون مواتية، بل تمثل أفضل الحالات ولهذا يتوقع الحصول على أفضل النتائج (اختيار البديل الذي يحقق أعلى عائد من بين العوائد

[1]- نادرة أيوب، نظرية القرارات الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص ص 112-113.

المدروسة).

وهناك مجموعة من الخطوات لاتخاذ القرار في هذه الحالة يجب اتباعها وهي:

**الخطوة الاولى:** اختيار أفضل النتائج المقابلة لكل بديل، بمعنى أعلى قيمة في حالة الربح وأقل قيمة في حالة التكلفة.

**الخطوة الثانية:** توضع أفضل النتائج في مصفوفة خاصة (مصفوفة النتائج)، وعلى أساسه يتم اختيار البديل الذي يحقق أفضل النتائج.

**3-3- النموذج التوفيقي( معيار الوسط بين التفاؤل والتشاؤم):**

يقوم هذا النموذج على أساس الجمع مابين أفضل العوائد وأدنى العوائد ( أعلى النتائج وأقل النتائج) لكل بديل، بحيث تتقاسم النتائج احتمال حدوثها مابين الصفر والواحد، فعندما يكون متخذ القرار متفائل يأخذ احتمالا قريبا من الواحد، أما إذا كان متخذ القرار متشائم فيأخذ احتمالا قريبا من الصفر.

واستنادا لهذا النموذج فإن أفضل بديل هو الذي يكون له أفضل عائد مرجح بمعامل التفاؤل، وخطوات اتخاذ القرار في هذه الحالة هي:

**الخطوة الأولى:** يتم تحديد أعلى قيمة وأدنى قيمة لكل حالة.

**الخطوة الثانية:** يتم تحديد معامل التفاؤل لكل منهما، أي احتمال حدوث أعلى قيمة واحتمال حدوث أدنى قيمة.

**الخطوة الثالثة:** يتم حساب العائد المرجح لكل استراتيجية وفق الصياغة التالية:

**العائد المرجح= أعلى عائد × الاحتمال + أدنى عائد (1- الاحتمال)**

**الخطوة الرابعة:** تختار البديل الذي يحقق أفضل عائد من مصفوفة النتائج[1].

**المطلب الثاني: الأساليب النوعية (غير الكمية) في اتخاذ القرارات:**

أشار سايمون وآخرون بوجود عدد كبير من الأساليب النوعية المساعدة في اتخاذ القرارات وحل المشكلات، لهذا سنتطرق لمفهوم هذه الأساليب وأهم الطرق المستعملة في الأساليب النوعية.

**أولا: مفهوم الأساليب النوعية:**

يقصد بالأساليب النوعية تلك التي تفتقد للتدقيق والتمحيص العلمي، ولا تتبع المنهج العلمي في عملية اتخاذ القرارات، وتعود جذور هذه الأساليب إلى الإدارات القديمة التي كانت تعتمد في حل معظم مشاكلها على أسلوب التجربة معتمدة اعتمادا كليا على مجرد الخبرة السابقة والتقدير الشخصي للإداريين، حيث كانوا يتخذون قراراتهم استنادا إلى الفهم والمنطق والخبرة السابقة والمعرفة بتفاصيل العمليات والمشاكل الإدارية

[1]- كاسر نصر المنصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، مرجع سابق، ص، ص 54،57.

ومراحلها[1].

وعلى هذا الأساس سنحاول عرض أهم الأساليب النوعية في اتخاذ القرارات وفق الترتيب التالي:

**1- العصف الذهني:**

يعتبر العصف الذهني من أكثر الوسائل الإبداعية المعروفة، طورها أسبورن سنة 1939، حيث عرفها بأنها:" تقنية تداولية يحاول فيها مجموعة من الأفراد إيجاد حل لمشكلة ما عن طريق جمع كل الأفكار تلقائيا".

تهدف هذه الطريقة إلى توليد أفكار جديدة وتلقائية وتشجيع الإبداع، كما تستخدم طريقة العصف الذهني كوسيلة لتحقيق المشاركة في اتخاذ القرار، مع إعطاء قدر من الحرية لأعضاء الجماعة في التفكير، الإبداع والمناقشة بالإضافة إلى قدر ضئيل من التوجيه[2]، وتتبع المؤسسة في هذا الصدد مجموعة من الإرشادات لزيادة فاعلية هذه الطريقة في اتخاذ القرارات، وهي كمايلي[3]:

- تقليل النقد إلى أدنى حد، لأنه من الصعب أن تسعى إلى النقد والإبداع في نفس الوقت، أي أفضل شكل للعصف الذهني هو الذي يساعد على تشجيع الأعضاء على تقديم الأفكار بدون قيود أو خوف أو حرج، حتى الأفكار التي قد تبدو أنها حمقاء أو غريبة تعتبر في هذا المناخ أفكار ذات قيمة لأنها يمكن أن تفيد في التوصل إلى أفكار أخرى عن طريق الآخرين، أما الانتقاد فإنه يمكن أن يحدث في نهاية جلسة العصف الذهني عندما يتم إستبعاد بعض الأفكار أو الآراء؛
- لا وجود للقيود على عدد أو نوعية الأفكار التي تتولد أثناء جلسة العصف الذهني؛
- تشجيع العمل المشترك لتقديم الإسهامات الجماعية في ظل مناخ تنافسي مفيد.

**2- الخبرة:**

إن الخبرة التراكمية والممارسة العلمية التي يكتسبها المدير تساعده في مواجهة المشاكل أو المواقف التي تتطلب اتخاذ القرار،كذلك تساعده في عملية المفاضلة بين البدائل وفي حسن تقدير الموقف خاصة عند تكرار المواقف وتشابه الظروف والحالات معتمدا على قدراته وإمكاناته وما قد يتمتع به من نظرة شمولية لاختيار الحل الأنسب للمؤسسة[4].

كما نشير أن هذا الأسلوب فيه مآخذ، متعلقة ببعض المخاطر التي قد تترتب على اعتماد المدير على خبرته السابقة في اتخاذ قراراته، ذلك لأن مثل هذه الخبرة قد يشوبها أخطاء أو فشل، إضافة إلى ذلك أن المشكلات القديمة قد تكون مختلفة عن المشكلات الجديدة (الحاضرة)، وفي مثل هذه الحالة يصبح من غير المناسب تطبيق

---

[1]- نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2015، ص116.

[2]- إسمهان خلفي، دور نظام المعلومات في اتخاذ القرارات" دراسة حالة مؤسسة نقاوس للمصبرات"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص إدارة الأعمال، جامعة الحاج لخضر، باتنة( الجزائر)، 2008-2009، ص16.

[3]- ثابت عبد الرحمن إدريس، مرجع سابق، ص267.

[4]- صبحي جبر العتيبي، مرجع سابق، ص174.

الدروس المستفادة من تجارب الماضي على تجارب الحاضر[1].

**3- أسلوب دلفي:**

تعتمد هذه الطريقة على تحديد البدائل ومناقشتها غيابيا في اجتماع أعضاء غير موجودين وجها لوجه إلا أن هذه الطريقة تحتاج إلى وقت طويل انتظارا لردود الخبراء وكتابة التقارير، وتناسب هذه الطريقة المشاكل المعقدة التي تتحمل الإنتظار الطويل مثل التخطيط الإستراتيجي طويل الأجل بالتغيرات في بيئة العمل الخارجي[2].

يعتمد هذا الأسلوب على مجموعة من الخطوات هي[3]:

أ- تحديد الدقيق للمشكلة؛

ب- تحديد أعضاء الاجتماع من الخبراء وذوي الرأي؛

ج- تصميم قائمة أسئلة تحتوي على تساؤلات عن البدائل الحل أو السلوك المشكلة وتأثير بدائل الحل عليها؛

د- إرسال قائمة الأسئلة إلى الخبراء كل على حدة طلبا لرئيهم؛

هـ- تحليل الإجراءات واختصارها وتجميعها في مجموعات متشابهة؛

و- كتابة تقرير مختصر بالإجابات؛

ز- إرسال التقرير إلي الخبراء مرة ثانية طلبا لمعرفة رد فعلهم.

ولتوضيح أكثر للأسلوب دلفي نقدم الشكل التالي:

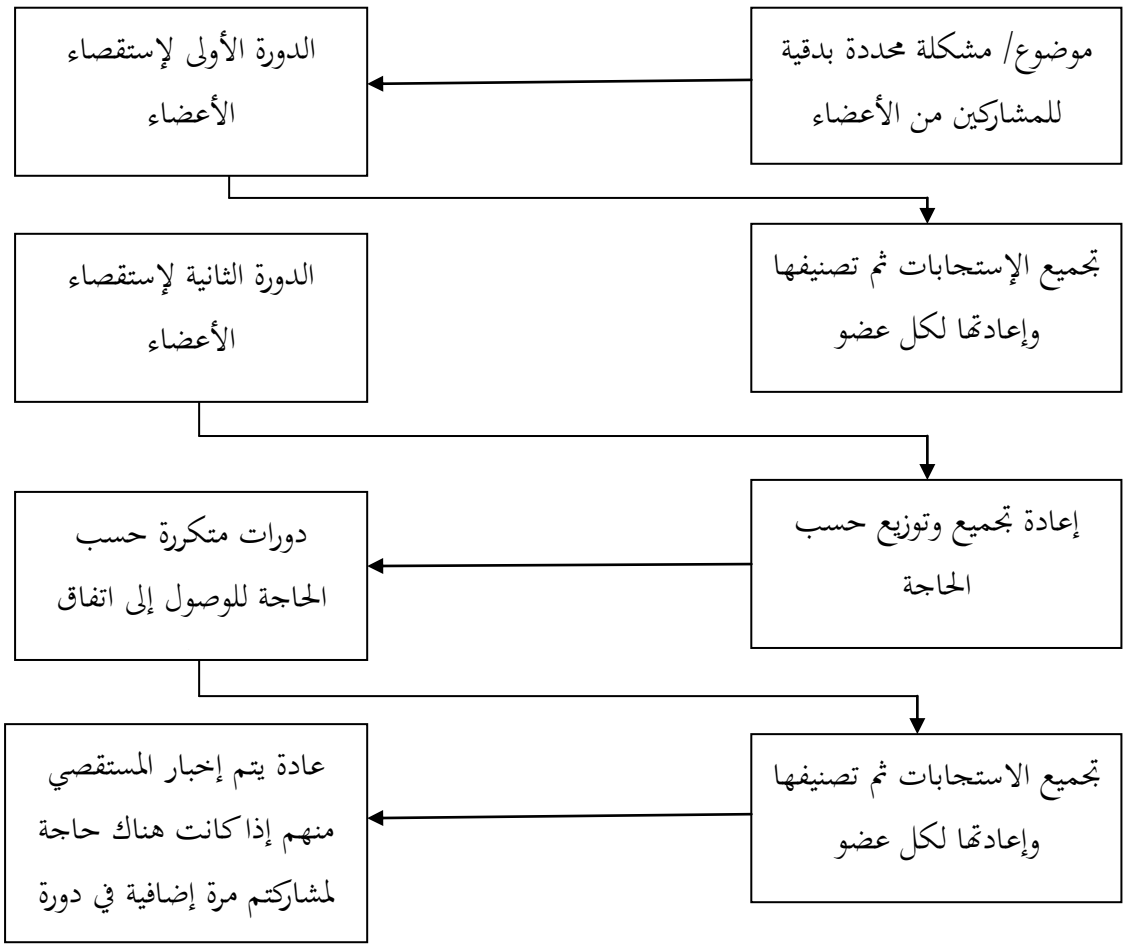
---

[1]- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص 117.

[2]- سهيل عبيدات، مرجع سابق، ص 79.

[3]- عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة منظمات الأعمال ، مرجع سابق، ص93.

**الشكل رقم (05): المراحل الرئيسية لأسلوب دلفي في اتخاذ القرارات**




**المصدر**:ثابت عبد الرحمن إدريس، إدارة الأعمال(نظريات ونماذج تطبيقية)، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2005، ص271.

**4- أسلوب الحدس الشخصي:**

يعتمد هذا الأسلوب بالدرجة الأولى على نظرة متخذ القرار للأمور وتقديره لها على أساس شخصي، معتمد بذلك على تكوينه النفسي وخبرته السابقة وخلفيته الثقافية والمعلومات والبيانات المتوفرة لديه، ورغم بساطة هذا الأسلوب إلا أنه كغيره من أساليب اتخاذ القرار يتصف بفعالية في معالجة المشاكل الروتنية وذات الأثر المحدود، ويعطي مجالا أوسع للاستفادة من القدرات الشخصية لمتخذ القرار، ورغم ذلك لا يمكنه نقله واعتماده كأسلوب عام للتعامل مع المشاكل المستقبلية[1].

**5- أسلوب التقليد أو اتباع القائد:**

طبقا لهذا الأسلوب يقوم المديرون في المؤسسة ما بتقليد المؤسسات الكبيرة أو القائدة في مجال النشاط وبصفة

[1]- صوار يوسف، ذياب الزقاي، دور البرمجة الخطية في إتخاذ القرار، [على الخط] http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03، ص3.

خاصة فيما يختص بقرارات التسعير أو تحديد مستويات الأجور أو تحديد طرق أو أشكال التغليف أو تحديد قنوات التوزيع للمنتجات أو عرض المنتجات، وبالرغم من أن هذا الأسلوب شائع الاستخدام إلى حد كبير إلا أنه من الخطر الإعتماد عليه خاصة أن ظروف وخصائص الشركات تختلف عن بعضها البعض ومن ثم فما يناسب مؤسسة ما قد لا يتناسب مع الأخرى حتى وإن كان يعملان في نفس النشاط[1].

**المطلب الثالث: الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات**

تعددت في السنوات الأخيرة المداخل الكمية أو الرياضية لتطوير المهارة الإدارية في اتخاذ القرارات، وقد ساعد انتشار وتنامي هذ المداخل دخول الحاسوب والبرامج المتصلة به، إضافة أن الأساليب التقليدية التي تعتمد على التجربة والحكم الشخصي والخبرة الذاتية لمتخذ القرار غير فعالة، نظرا لأن عملية اتخاذ القرار تكتسي المخاطرة وعدم التأكد، كما أن نتائج القرارات المتخذة من طرف المؤسسات إلا لم تقدر تقدير صحيحا قد تترتب عنها خسائر يصعب تعويضها، لهذا ظهرت الحاجة إلى استخدام الأساليب الكمية لمساعدة المؤسسات على اتخاذ القرارات بفعالية وبدرجة من الدقة لتقليل من المخاطر، وتعتمد هذه الأساليب على النماذج الرياضية والإحصائية لتحليل المعلومات والبيانات للوصول إلى القرار المناسب.

**أولا: مفهوم الأساليب الكمية**

تعرف الأساليب الكمية على أنها: أسلوب رياضي يتم من خلاله معالجة المشاكل الإقتصادية والإدارية والتسويقية بمساندة الموارد المتاحة من البيانات والأدوات والطرق التي تستخدم من قبل متخذي القرار لمعالجة المشاكل[2].

كما يمكن تعريف الأساليب الكمية بأنها: مجموعة من الأدوات أو الطرق التي تستخدم من قبل متخذ القرار لمعالجة مشكلة معينة أو لترشيد القرار الإداري المتخذ بخصوص حالة معينة والمفروض توفر القدر الكافي من البيانات المتعلقة بالمشكلة مثلا في مجال إدارة الإنتاج، حيث يتم تحديد المستلزمات من المواد الأولية والأيدي العاملة وأية مدخلات أخرى لعملية الإنتاج، هذا من جانب ومن جانب آخر يتطلب كيفية استخدام هذه البيانات والموارد وتطبيقها لتحديد الفرضيات والعوامل المؤثرة بشكل مباشر أو غير مباشر[3].

كما تعرف الأساليب الكمية أيضا بأنه: مجموعة من النماذج الرياضية والإحصائية التي تستخدم لتحليل المشكلات الإدارية المعقدة، وتساعد متخذ القرار في اتخاذ قرارات أكثر رشدا وعقلانية، دون أن يكون للأهواء الشخصية أو الذاتية أي تأثير عليها[4].

---

[1]- عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة منظمات الأعمال ، مرجع سابق، ص 94.

[2]- حركات سعيدة (وآخرون)، إستخدام بحوث العمليات في اتخاذ القرارات الإدارية، الملتقى الوطني السادس حول الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية علوم التسيير والعلوم الإقتصادية، جامعة 20 أوت 1995 سكيكدة (الجزائر)، 27-28 جانفي 2009، ص03.

[3]- سهيلة عبد الله سعيد، الجديد في الأساليب الكمية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص15.

[4]- ربحي مصطفى عليان، مرجع سابق، ص86.

كتعريف شامل للأساليب الكمية هي عبارة عن منهج علمي يساعد متخذي القرار في اختيار البديل الأفضل لحل المشكلة من بين الحلول المتعددة، معتمدا في ذلك على مجموعة من النماذج الرياضية والإحصائية.

**ثانيا:نشأة وتطور الأساليب الكمية**

تعود الجذور التاريخية للأساليب الكمية إلى أوائل الحرب العالمية الثانية، ويرجع الفضل في ظهور هذا المنهج وتطبيقاته في الحياة إلى بريطانيا عندما قام فريقا من العلماء المتخصصين في فروع المعرفة المختلفة (الإحصاء، الهندسة...) لدراسة المشاكل التكتيكية والإستراتيجية المرتبطة بالدفاع القومي، ولقد كان هدف هذا الفريق هو تحديد الإستخدام الأمثل والأكثر فعالية للموارد العسكرية المحدودة، وكان يشار إلى هذا الفريق بإسم فريق بحوث العمليات، نظرا لأنه كان يتعامل مع مسألة البحث عن العمليات، ولقد شجع ذلك الولايات المتحدة على أن تنتهج منهج بريطانيا في دراسة المشاكل المعقدة، حيث قامت السلطات العسكرية الأمريكية بتشكيل فريق مماثل بهدف معالجة المشاكل المتعلقة بنقل المعدات، والذخائر الحربية للقوات الأمريكية التي انتشرت أثناء الحرب العالمية الثانية في أرجاء متعددة من العالم[1].

بعد الحرب العالمية الثانية، بدأت استخدام الأساليب الكمية تشمل مجالات متعددة خاصة في مجال الصناعة وفي مجال الإدارة، خاصة بعد النتائج المحققة في مجال العسكري، وذلك لمساعدة المدراء في عملية اتخاذ القرارات، فمن أبرز المجالات التطبيقية في الإدارة هي مشكلات المخزون، مشكلات تخصيص الموارد، مشكلات الإحلال ومشكلات المنافسة، ومن الأمور التي ساعدت على انتشار تطبيق أساليب الكمية في المجالات المختلفة هو العمل المستمر للعلماء والباحثين لتطوير أدوات التحليل الكمي واستحداث أساليب جديدة[2].

**ثالثا: خصائص الأساليب الكمية**

تتمثل خصائص الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات في مايلي[3]:

- إستخدام وتطبيق منهج النظم؛
- وجود فريق عمل من مختلف فروع المعرفة؛
- اتباع الطريقة العلمية؛
- استخدام النماذج الكمية؛
- الأهداف؛
- الحاسب الآلي.

---

[1]- أحمد كامل شريعه، استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات في المؤسسات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك(الأردن)، 2008-2009، ص20.

[2]- أكرم محمد عرفان المهتدي، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية (بحوث العمليات)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، الطبعة الأولى، 2004، ص14.

[3]- أحمد كامل شريعه، مرجع سابق، ص 22.

**رابعا: خطوات منهج الأساليب الكمية**

تقوم المنهجية العلمية للأساليب الكمية في عملية اتخاذ القرارات على الخطوات التالية:

**1- تحديد المشكلة وصياغتها:**

يتطلب ذلك تحديد الأهداف المراد تحقيقها والبدائل المتاحة والمتغيرات التي يتحكم فيها متخذ القرار والقيود التي يتم بناء عليها صياغة القرار مثل متطلبات الإنتاج والموارد المالية المتاحة، ويتطلب ذلك أيضا تحديد معيار اتخاذ القرار أي معيار الاختيار بين البدائل المتاحة، ويتمثل هذا المعيار في تعظيم العائد أو تخفيض التكلفة أو تخفيض الوقت...حسب طبيعة المشكلة المدروسة، وينتج عن ذلك توصيف كامل للمشكلة[1].

**2- بناء النموذج الرياضي:**

ونقصد بذلك عملية الربط بين المشكلة والعوامل المؤثرة عليها والظروف المحيطة بها لأجل التوصل إلى قرار سليم، وهناك عدة أنواع نذكر منها على سبيل المثال: نماذج معيارية مثل البرامج الخطية، ونماذج وصفية والتي تهدف إلى وصف الحقائق والعلاقات والنماذج المجردة مثل النماذج الرياضية والإحصائية[2].

**3- إيجاد حل للنموذج:**

بعد صياغة النموذج الرياضي يتم حله لاستخراج النتائج الأولية وتحديد كونة أمثلا أم لا، فإذا لم يكن كذلك فالأمر يتطلب تطويره حتى الوصول إلى الحل الأمثل لأنه المحقق للأهداف المقترحة[3].

**4- إختبار النموذج:**

بعد الوصول إلى الحل الأمثل نظريا، أي يجب المقارنة النتائج التي يصل إليها في الجانب النظري بما يحدث فعلا في الواقع، ويساعد ذلك على تقويم حل النموذج وتحديد ما إذا كان مناسبا أو غير مناسب.

**5- تنفيذ الحل:**

في ضوء نتيجة حل النموذج وبناء على الحكم الشخصي لمتخذ القرار الذي يأخذ في الإعتبار الظروف المحيط بالمشكلة التي لم يتم صياغتها صياغة كمية، يتخذ القرار ثم تحول عناصر هذا القرار إلى إجراءات تنفيذية تبلغ للمسئولين عن تنفيذها[4].

**خامسا:معوقات استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات**

بالرغم من أهمية الأدوات الكمية في تسهيل عملية اتخاذ القرارات خصوصا المسائل المعقدة، فإن هناك عوامل تحد من الكفاءة المثلى لتطبيق الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات والتي نوجزها في التالي:

---

[1]- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص 127.

[2]- فارس بوباكور، سليم بوقنة، استعمال الأساليب الكمية في دراسة سلوك المستهلك نحو خدمات النقل الحضري " دراسة حالة النقل الحضري لمدينة قسنطينة"، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة ( الجزائر)، 27-28 جانفي 2009، ص06.

[3]- محمد عرفان المهتدي، مرجع سابق، ص15.

[4]- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص ص 129-130.

1- إن الإدارة مازالت بعيدة عن الإستعاب الكامل لكل ماهو متاح لها حاليا من أساليب التطبيق الرياضي في اتخاذ القرارات، فالكثرة في المتغيرات المؤثرة في القرارات وعلاقاتها المعقدة مازالت تدعو إلى أساليب ومناهج رياضية أكثر تقدم؛

2- تتأثر الكثير من مجالات اتخاذ القرار الإداري بالمتغيرات معنوية غير قابل للقياس، كما تتأثر بالعلاقات إنسانية متشابكة واحتمالات ردود فعل متفاوتة داخل التنظيم وخارجه، الأمر الذي يجعل القرار القائم على نتائج كمية مجردة عاجزا عن تحقيق الأهداف المرغوبة، ولذلك كانت أهمية العنصر البشري( الحكم الشخص) في اتخاذ القرار؛

3- إن الأدوات الكمية تتطلب كشرط كمية كبيرة من المعلومات والبيانات الدقيقة، ولهذا فإن عدم توفر المعلومات بالنوعية والحجم المطلوب قد يوثر على استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات[1]؛

4- عدم توافر المعرفة والخبرة الكافية لدى المدراء ومتخذي القرار بكيفية تطبيق هذه الأساليب ؛

5- ارتفاع تكلفة تطبيق هذه الأساليب الكمية عند معالجتها للمشكلات الإدارية[2].

**سادسا: إيجابيات استخدام الأساليب الكمية**

تكمن إيجابيات استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات في الأمور التالية:

1- الأساليب الكمية تساعد متخذ القرار أو الإدارة في تبسيط الكثير من المشاكل المعقدة وتنظيمها بشكل علمي مدروس بعيدا عن الأراء الشخصية جاعلة احتمالات الوقوع في الخطأ أقل بكثير من استخدام الأساليب الأخرى؛

2- الأساليب الكمية تمكن المحلل من نمذجة الموقف، لذا فحلول المستقبلية تستطيع أن تنجز من قبل الحاسوب؛

3- الأساليب الكمية تساعد متخذ القرار على تطوير نماذج وأساليب رياضية لمعالجة المشكلات الإدارية التي يمكن التعبير عنها بصورة كمية؛

4- قدرة الأساليب الكمية على توضيح النتائج المحتملة للإجراءات البديلة التي تعتمد على المعلومات التي تم تحليلها[3]؛

5- زيادة حجم الإستثمار يتطلب تحليلا كبيرا للبدائل المتاحة، هذا كله توفره الأساليب الكمية بدرجة عالية من الثقة مثل قرار استبدال الآلات والمعدات؛

6- كثرة المتغيرات التي تؤثر على البدائل وكثرة القيود المفروضة عليها مما يجعل استخدام الأساليب الكمية تسهل ذلك ؛

7- توفير الوقت والجهد ودقة القرار لمتخذ القرار عن طريق استخدام البرامج الحاسوب[4].

---

[1]- بشير العلاق، مرجع سابق، ص90.

[2]- ربحي مصطفى عليان، مرجع سابق، ص87.

[3]- أحمد كامل شريعه، مرجع سابق، ص 37.

[4]- محمد الفياض، عيسى قدادة، بحوث العمليات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان (الأردن)، 2007، ص6.

**سابعا: أنواع الأساليب الكمية المستخدمة في اتخاذ القرارات**

هناك العديد من الأساليب الكمية تساعد المؤسسات في تحقيق أفضل القرارات والتي سنحاول تناول بعضها على النحو التالي:

**1- أسلوب البرمجة الخطية:**

تعتبر البرمجة الخطية من أهم الأساليب الكمية المستخدمة في مجالات عدة ومتنوعة، حيث يمكن تطبيقها في استغلال الموارد المتاحة في أقسام الإنتاج داخل المؤسسات الصناعية بوجه خاص، فهي تعالج كيفية تخصيص الموارد المتاحة بأقل تكلفة ممكنة أو أعلى ربح ممكن.

**1-1- تعريف البرمجة الخطية:**

تعرف البرمجة الخطية على أنها: أداة رياضية تستخدم لحل المشكلات المتعلقة باستغلال الموارد المتاحة والإمكانيات المحدودة للحصول على أفضل النتائج أو الهدف المرغوب به، على أن تبنى جميع العلاقات فيها على أساس خطي[1].

كما نشير أن مصطلح البرمجة هي طريقة يتم من خلالها تحديد ووضع الخطة لمختلف المشاريع، وهذه الطريقة تتكون من التعليمات ومعايير الحسابية والبيانية، التي يمكن تنفيذها من خلال الحاسوب[2].

أما كلمة خطية تشير إلى أن العلاقات بين المتغيرات المكونة للمشكلة هي علاقة خطية[3] .

إذن البرمجة الخطية تعتبر أسلوب رياضي تهدف إلى إيجاد الحل الأمثل عن طريق توزيع الموارد المحدودة بين أفضل الإستخدامات ضمن مجموعة من المتغيرات الخاصة بالمشكلة المدروسة.

**1-2- شروط الأساسية لتطبيق أسلوب البرمجة الخطية:**

لحل أية مشكلة باستخدام البرمجة الخطية يتعين توفر مجموعة من الشروط في أسلوب البرمجة الخطية وهي[4]:

أ- ضرورة أن يكون هناك هدف واضح ومحدد تحديدا دقيقا ويمكن صياغته في صيغة رياضية صريحة، وهذا الهدف إما أن يكون:

- البحث عن أعلى ربح ممكن ( القيمة العظمى).
- البحث عن أقل تكلفة ممكنة ( القيمة الصغرى).

ب- يجب أن تعكس الصيغة الرياضية الهدف المراد تحقيقه علاقة خطية متجانسة من الدرجة الأولى، وأن يكون هناك بدائل مختلفة للوصول إلى الهدف؛

---

[1]- عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، نجم عبد الله الحميدي، الأساليب الكمية التطبيقية في إدارة الأعمال، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص11.

[2] -T, A, Burley and G, O sullivan. Operational rascarch, Macmillan education L T D, London, 1986, p 30.

[3]- أكرم محمد عرفان المهتدي، مرجع سابق، ص19.

[4]- بوشويشة ماضي بلقاسم، البرمجة الخطية كأسلوب لاتخاذ القرارات بالمؤسسة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14- 15 أفريل 2009، ص ص 9-10.

ج- ضرورة أن تكون الموارد المتاحة لدى المشروع محدودة ويمكن استخدامها بطرق متعددة؛

د- ينبغي أن تتوافر لدى المشكلة عدد من البدائل التي يمكن من خلالها الوصول إلى الهدف، ولا يمكن إيجاد الحل الأمثل بواسطة استخدام الطرق التقليدية، فإذا كانت المشكلة ذات حل فلا داعي لاستخدام أي أسلوب لحلها حيث لا توجد بدائل للمفاضلة والاختيار من بينهما؛

هـ- يجب أن تكون العلاقة بين الموارد المتاحة والمحدودة ومتغيرات الهدف المراد تحقيقه علاقات خطية متجانسة من الدرجة الأولى وقابلة للصياغة في صورة معادلات رياضية صريحة؛

و- ضرورة أن تتوفر المقايس الكمية الدقيقة والمؤكدة لعناصر المشكلة.

### 1-3- افتراضات البرمجة الخطية:

تستند أي مسألة من مسائل البرمجة الخطية على عدد من الفرضيات التي يمكن إجمالها بالآتي:

**أ- الخطية:**

بمعنى أن تكون العلاقة بين متغيرات المشكلة المدروسة علاقة خطية، أي أن تكون دالة الهدف والقيود المفروضة على المشكلة على هيئة معادلات ومتباينات من الدرجة الأولى.

**ب- عدم السلبية:**

وتعني أن كل المتغيرات التي تدخل ضمن دالة الهدف ومعادلات ومتباينات نموذج البرمجة الخطية يجب أن تكون غير سالبة ( أكبر أو تساوي الصفر)، إذ لا يمكن أن يكون حجم الإنتاج على سبيل المثال سالبا بأي حال من الأحوال[1].

**ج- التناسبية:**

يعني هذا الإفتراض أن كل نشاط أو عمل قد يعتبر مستقل عن الآخر ذلك أن معيار الإنجاز هو حاصل جمع المساهمات المختلفة، كذلك أن الكميات التي يتم استخدامها من الموارد المختلفة تتناسب مع إحتياجات العناصر المختلفة من كل هذه الموارد.[2].

**د- الإضافة:**

تعني أن مجموع كمية الموارد المستخدمة لكل الأنشطة يجب أن يساوي مجموع الموارد المستخدمة في كل نشاط على إنفراد (مجموع إستهلاكات أو إنتاج كل متغير من المتغيرات القرار الخاصة بقيد ما أو الهدف تساوي قيمة هذا القيد أو الهدف).

**هـ- التأكد:**

تعني جميع معاملات المتغيرات في المسألة مؤكدة وثابتة مثل إفتراض ثبات سعر البيع للوحدة والكلفة المتغيرة

---

[1]- علي حازم الياسور، إستخدام نموذج البرمجة الخطية في تحديد المزيج الإنتاجي الأمثل الذي يحقق الأرباح في ظل تطبيق نظرية القيود، المؤتمر العلمي الثاني للرياضيات، الإحصاء والمعلوماتية، كلية علوم الحاسبات والرياضيات، جامعة الموصل ( العراق)، 6-7/ 12/2009، ص 629.

[2] -Gerald Baillargeon , Programmation linéaire appliqué :outille à l aide de décession , 1996, p 24 .

للوحدة، أي يجب توفر عنصر التأكد وغياب الاحتمالات في علاقات نموذج البرمجة الخطية، بمعنى آخر يمكن القول أن تقنية البرمجة الخطية تقتصر في تطبيقها على تلك المشاكل التي تتضمن اتخاذ القرار في ظل التأكد التام، فالشخص القائم بتعريف المشكلة لا تواجهه عملية التنبؤ أو التخمين حيث أنه يفترض العلم التام بالظروف و العلاقات التي سوف تسود في المستقبل، هذا ما يتنافى مع حالة عدم التأكد الذي يميز الحياة العملية، ومنه يجب أن تكون الأرقام الموجودة في دالة الهدف (مساهمات العوامل ) و المحددات أو القيود (إحتياجات العوامل والمصادر المتوفرة ) معروفة وثابتة و غير قابلة للتغيير أثناء فترة معالجة المشكلة موضوع البحث[1] .

**و- قابلية القسمة أو الكسرية:**

المقصود أن الحل لمشكلة البرمجة الخطية ليس بالضرورة أن يكون بأعداد صحيحة، فهذا يعني قبول كسور كقيم لعوامل القرار، فإذا كان من الصعب إنتاج أجزاء من المنتج في حالة المؤسسات الإنتاجية، فعند ذلك يتم اللجوء إلى استخدام البرمجة الخطية [2].

## 1-4- إستخدامات البرمجة الخطية:

يعد أسلوب البرمجة الخطية من الأساليب الأكثر انتشار في حل المشاكل الإدارية والإقتصادية، فمشكلة توزيع الموارد النادرة أو المتاحة على الإستخدامات تتعرض لها المؤسسة بكثرة، سواء تعلق بإدارة الإنتاج، إدارة الموارد البشرية وإدارة المالية ...، ومن الأمثلة على استخدامات البرمجة الخطية في الواقع العملي مايلي:

أ- توزيع الموارد الإنتاجية ( المادة الخام، الآلات، العمالة .....) على منتجات مختلفة، بهدف تحديد توليفة المنتجات المثلى التي تحدد الكمية الواجب إنتاجها من كل سلعة؛

ب- عمل خطة إجمالية يتم فيها توزيع أنواع مختلفة من الطاقة ( الطاقة الأصلية، الإضافية) على الطلب المتوقع في فترات التخطيط القادمة [3]؛

ج- تحديد المحافظ الإستثمارية من الأسهم والسندات بشكل يعظم العائد على الإستثمار ويقلل من احتمالات الخسارة؛

د- زيادة كفاءة وفعالية الترويج عن طريق تحديد وسيلة من وسائل الإعلان الأفضل التي تعظم العائد وتقلل التكلفة؛

هـ- تخفيض تكلفة التنقل المصاحبة لتلبية حاجات العملاء عن طريق إمدادهم بالمواد المطلوبة من مخازن المؤسسة الأقرب لمواقعهم[4].

---

[1]- علي حازم الياامور، مرجع سابق، ص 629.

[2]- أحمد كامل شريعه، مرجع سابق، ص69.

[3]- بوسهمين أحمد، طافر زهير، فعالية استخدام أسلوب البرمجة الخطية في مؤسسة الأعمال "مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة ( الجزائر)، 27-28 جانفي 2009، ص15.

[4]- محمود الفياض، عيسى قدادة، مرجع سابق، ص ص 34-35.

### 1-5- الصياغة العامة للبرمجة الخطية:

بعد أن يتم جمع المعلومات اللازمة عن مشكلة البرمجة الخطية، يقوم متخذ القرار بتحديد دالة الهدف وتحديد القيود المفروضة على الحل، وبذلك فإن الصياغة العامة للبرمجة الخطية تكون وفق الشكل التالي[1]:

$$\text{Max (or M in) Z} = \sum_{j=1}^{n} Cj\, Xj \ldots \ldots (01)$$

$$\sum_{i=1}^{n} aij\, Xj\ (\leq, =, \geq) bi \quad i = 1,2 \ldots m \ldots (02)$$

$$Xj \geq 0 \quad j = 1,2 \ldots n \ldots (03)$$

حيث أن:

المعادلة(01) تمثل دالة الهدف الذي يرغب متخذ القرار في تحقيقه وغالبا ما يمثل تعظيم أرباح أو تخفيض التكاليف.

المعادلة (02) تمثل القيود المفروضة في العملية الإنتاجية.

المعادلة (03) تمثل قيود عدم السلبية.

$X_j$: متغيرات القرار (عناصر العملية الإنتاجية)؛

$C_j$: ربح أو كلفة الوحدة الواحدة للعنصر j؛

bi : كمية المواد الأولية المتاحة؛

$a_{ij}$: مقدار ماتطلبه الوحدة الواحدة من العنصر j من المواد الأولية i .

### 1-6- طرق حل البرمجة الخطية:

يمكن حل مشاكل البرمجة الخطية بعد صياغة نموذج المشكلة المدروسة بالطرق التالية:

- طريقة الرسم البياني؛
- الطريقة المبسطة أو السمبلكس.

### 1-6-1- طريقة الرسم البياني:

تستخدم هذه الطريقة عندما تحوي المشكلة على متغيرين فقط وبموجبها يتم رصد أحد المتغيرين على المحور الأفقي والآخر على العمودي ثم تمثيل قيود المشكلة على الرسم البياني لتحديد منطقة الحل الممكن خطوة نحو الوصول إلى الأمثل[2]، وتمر عملية تمثيل قيود المشكلة عبر الخطوات التالية[3]:

---

[1]- حامد سعد الشمرتي، علي خليل الزبيدي، تخطيط الإنتاج بإستخدام البرمجة الهدفية، مجلة التقني، المجلد 20، العدد 02، بغداد ( العراق)،2007، ص 02.

[2]- أكرم محمد عرفان المهتدي، مرجع سابق، ص22.

[3]- عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، نجم عبد الله الحميدي، مرجع سابق، ص 11.

أ- تحويل المسألة للشكل القياسي ( تحويل المتراجحات إلى معادلات)؛

ب- إيجاد نقاط التقاطع القيود ( المعادلات) مع المحاور لرسم القيود كمستقيمات، وتحديد اتجاه الحل المقبول لكل منها، حيث تكون المنطقة المقبولة:

- في حالة $\geq$ أكبر أو تساوي عكس اتجاه المركز ( نقاط تقاطع المحورين).
- في حالة $\leq$ أصغر أويساوي باتجاه المركز.
- في حالة= المساواة على خط المستقيم نفسه.

ج- تحديد منطقة الحلول المشتركة المقبولة لجميع القيود؛

د- حساب الربح أو التكلفة عند كل زاوية لمنطقة الحلول المشتركة؛

هـ- تحديد الحل الأمثل الذي يحقق أكبر ربح أو أقل تكلفة.

### 1-6-2- الطريقة المبسطة:

تستخدم طريقة الرسم البياني لحل نموذج البرمجة الخطية الذي يحتوي على الأكثر على متغيرين ولكن عندما يزيد عن عدد المتغيرات عن إثنين فمن الصعوبة حل هذا النموذج باستخدام هذه الطريقة، ولهذا يتم اللجوء لاستخدام الطريقة المبسطة (السمبلكس)، حيث تتمتاز هذه الطريقة بالفعالية نظرا لقدرتها على حل نموذج البرمجة الخطية ولعدد غير محدود من المتغيرات، إضافة إلى إمكانية برمجتها في الكمبيوتر.

إن الوصول إلى الحل النهائي للمشكلة المتمثلة في تعظيم الهدف أو تقليل التكلفة عند استخدام هذه الطريقة يتم على خطوات نظامية متتابعة تبدأ من الحل الممكن الأولي إلى غاية الحل الأمثل.

ويمكن تلخيص خطوات طريقة المبسطة في مايلي[1]:

أ- تحويل صيغة البرمجة الخطية إلى الصيغة المعيارية (القياسية)؛

ب- تشكيل الجدول الحل الممكن و هو عبارة عن نقطة ركنية في المنطقة الممكنة ؛

ج- تقييم إمكانية تحسين الحل القائم ؛

د- إذا كان التحسين ممكنا يتم العمل الخطوات التالية :

- تحديد المتغير الغير الأساسي الغير موجود في الحل الحالي و الواجب إدخاله في الحل، وإعتباره متغيرا أساسيا؛
- تحديد المتغير الأساسي الموجود في الحل الحالي و الواجب خروجه من الحل، وإعتباره متغيرا غير أساسي؛
- تحديد قيم المتغيرات الموجودة في الحل الجديد، وهو يعبر عن نقطة ركنية في المنطقة الممكنة، وذلك بتحديد قيم المعاملات الجديدة في معادلات القيود ؛
- نرجع إلى الخطوة الرابعة ونكرر عملية التقويم .

هـ- إذا كان التحسين غير ممكن فإن الحل الذي توصلت إليه يكون هو الحل الأمثل .

[1]- بوسهمين أحمد، طافر زهير، مرجع سابق، ص11.

**2- خطوط الإنتظار:**

تعتبر دراسة خطوط الإنتظار من أقدم وأكثر الطرق التحليل الكمي استخداما، فكلما أصبح المجتمع أكثر إعتمادا على بعضهم بعضا إقتصاديا وفنيا ونفسيا، كلما واجهوا مشاكل تتعلق بخطوط الإنتظار.

فنظرية خطوط الإنتظار عبارة عن نموذج رياضي من نماذج بحوث العمليات يرمي إلى تصوير واقع موضوعي معين أو تلخيص أبعاده الأساسية بهدف تحليله، دراسته واتخاذ القرار بشأنه، ويعد هذا النموذج من بين أبرز النماذج الرياضية وأوسعها انتشارا في الوقت الحاضر، وذلك للدور البارز الذي يؤديه في عملية اتخاذ القرارات في المجالات التخطيطية والتنظمية والرقابية المتعددة، لأن من الممكن استخدام نموذج الإنتظار بأبعاده الشاملة لدراسة ظواهر متباينة ومتعددة وتحليلها[1].

فخطوط الإنتظار تهتم بدراسة المواقف التي تتسم بنقاط الاختناق وطوابير الإنتظار، ويتكون طابو الإنتظار عندما تتطلب وحدات أو عملاء الخدمة ولا تحصل عليها في الحال وذلك بسبب عدم توازن الطلب على الخدمة وطاقة مركز الخدمة مثل الآلآت التي تحتاج إلى إصلاح في مركز الصيانة في المصنع أو العملاء الذين يسددون مشترياتهم في السوق التجاري، أو الطلبة عند التسجيل للفصل الدراسي اللاحق، أو الطائرات التي تهبط في إحدى ممرات المطار أو المرضى المستشفى الذين ينتظرون دورهم في الفحص[2]... الخ .

**3- شجرة القرارات:**

توجد حالات عديدة تحتاج الإدارة أن تتخذ فيها عدة قرارات متتابعة وبذلك تكون المشكلة هي أن الموقف يتكون من مراحل عديدة تؤثر نتيجة كل مرحلة على القرارات المتتالية،بمعنى أن متخذ القرار عندما يرسو على قرار معين، يستلزم منه الأمر اتخاذ قرار موالي بالإعتماد على القرار الأول، ثم بعد إختيار القرار الثاني، قد يستلزم الأمر منه اتخاذ القرار ثالث موالي بناء على القرار الثاني وهكذا، وبالتالي يجد نفسه أمام سلسلة من القرارات المتتابعة لأجل تعظيم العائد أو تدنية التكاليف، ويمكن للإدارة حل مثل هذه المشاكل باستخدام مايسمى بشجرة القرار.

**3-1- مفهوم شجرة القرار:**

شجرة القرار عبارة عن بيان متفرغ، تعبر فروعه عن الإختبارات الممكنة والتي يجب على المسير أن يفاضل بينها، حيث تفصل بين كل فرع وفرع موالي عقدة وهي عبارة عن نقطة أو دائرة، وتتضمن فروع الشجرة التقديرات الإحتمالية والعوائد والخسائر[3].

كما تعرف شجرة القرار على أنها: عبارة عن رسم أو تمثيل لعملية اتخاذ القرارات بشكل يسهل معه تحديد مراحل

---

[1]- منال إسماعيل البحيصي، استخدام الأساليب الكمية في إتخاذ القرارات" دراسة تطبيقية من خلال استخدام نموذج محاكاة بالحاسوب لحل مشكلة خطوط الإنتظار في عيادة صحية"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة (فلسطين)، 2005، ص16.

[2]- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص ص 140-141.

[3]- محمد راتول، بحوث العمليات، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون ( الجزائر)، الطبعة الثانية، 2006، ص199.

اتخاذ تلك القرارات[1].

وتعرف شجرة القرار بأنها: أسلوب كمي يقوم على أساس أن لكل بديل عدة احتمالات بحيث تأخذ عملية اتخاذ القرار الواحد شكل الشجرة أي لها جذع واحد وفروع متصلة بها وتتم اختيار البديل المناسب في ظل هذا الأسلوب[2].

**3-2- خطوات بناء شجرة القرار:**

هناك مجموعة من الخطوات اللازمة لبناء شجرة القرار تتمثل في الآتي[3]:

- تحديد كل نقاط القرار والحدث؛
- تحديد الفروع التي تربط نقاط القرار المختلفة ونقاط الأحداث؛
- تحديد الأرباح أو التكلفة المرتبطة بالفروع الناشئة من نقاط القرار؛
- تحديد قيم احتمالية مرتبطة بالفروع الناشئة من نقاط الأحداث؛
- تحديد العائد المرتبط بكل فرع حدث؛
- تحديد العائد المرتبط بكل فرع نهائي؛
- تحديد مركز القيم للحدث ونقاط القرار؛
- تحديد عملية التحليل الحسابية بحيث يتم حل المشكلة من نهايتها حتى نصل إلى أولها ( نقطة القرار الأولى).

**3-3- مزايا وعيوب استخدام أسلوب شجرة القرارات في اتخاذ القرارات:**

هناك عدد من المزايا التي يمكن تحقيقها، باستخدام هذا الأسلوب في اتخاذ القرارات ومنها[4]:

- يتطلب هذا المدخل من القرار اختيار كل النتائج الممكنة، سواء أكانت تلك النتائج مرغوبة أو غير مرغوبة؛
- يمكن من مناقشة كل بدائل القرارات، وذلك بالتركيز على كل رقم مالي؛
- يرتب أو ينظم مراحل اتخاذ القرارات بالشكل الذي يجعل متخذ القرار يتبع أسلوبا محددا ومعروفا في اتخاذ القرارات؛
- يمكن الاستعانة بالحاسب الآلي عند استخدام أسلوب شجرة القرارات، حيث يمكن محاكاة كل الافتراضات المختلفة، وذلك بغرض استعراض أثر التغيرات التي تحصل في كافة البدائل على الناتج النهائي؛
- توصيل وتوضيح مراحل عملية اتخاذ القرارات الأخرى، بشكل موجز ومفيد، مع استعراض كل الافتراضات المتعلقة بالمستقبل.

---

[1]- منعم زمزير الموسوي، مرجع سابق، ص29.

[2]- زيد منير عبوي، الإدارة واتجاهاتها المعاصرة (وظائف المدير)، دار دجلة، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص48.

[3]- مصطفى أبوبكر، مصطفى مظهر، بحوث العمليات وفعالية القرارات "مدخل تطبيقي لتحقيق الجودة الشاملة"، مكتبة عين شمس، القاهرة (مصر)، 1997، ص ص 60-61.

[4]- محمد محمد كعبور، بحوث العمليات، نماذج وتطبيقات، منشورات أكاديمية للدراسات العليا، طرابلس (ليبيا)، الطبعة الأولى، 2005، ص ص105-106.

ولعل العيب الأساسي في استخدام شجرة القرارات، يكمن في أنها غير مناسبة عندما تكون المشكلة التي يراد حلها معقدة جدا، مما يتطلب أن تكون شجرة القرارات كبيرة جدا بالتبعية، وبالتالي غير مناسبة للاستخدام.

**4- نظرية المباريات:**

تعتبر نظرية المباراة إحدى الوسائل الحديثة التي تستخدم للاتخاذ القرارات في الحالات والمواقف التي تتميز بوجود صراع بين الوحدات المتنافسة المستقلة سواء كانت أفراد أو مؤسسات، وهي تقوم على مجموعة من الافتراضات سواء تعلق أمر بتحقيق أقصى عائد أو أدنى تكلفة تحت ظروف معينة، حيث لا تتمكن الإدارة من كافة العوامل المؤثرة على نتيجة اللعبة[1].

ويمكن استخدام نظرية المباراة في الإدارة لتمثيل المشكلات التي تواجه المشروع عند قيام عدد صغير من المتنافسين الذين يعتمد بعضهم على بعض بصياغة استراتيجية تسوقية، يحتاج أحد المحتكرين الأقلية لتقويم ردود فعل منافسيه تجاه سياساته التسوقية لضمان تقدير مكسب أي استراتيجية تسوقية معينة[2]، إضافة من المشكلات التي يعالجها هذا الأسلوب على سبيل المثال مشكلة تحديد الإستراتيجية التي يختارها طرف معين لتحقيق أقصى عائد أمام طرف أو أطراف أخرى منافسة كاختيار الكمية التي تعرضها مؤسسة من منتج معين لتحقيق أقصى ربح ممكن أمام الكمية المعروضة من مؤسسة أو مؤسسات أخرى منافسة[3].

ويعود أول ظهور لنظرية المباريات إلى عام 1921 من طرف الرياضي الفرنسي Emile Barel ليقوم بعده Von new man في عام 1982 بتقديم أول دراسة ناجحة للمباريات مدعمة بالحجج والبراهين الرياضية وأهم عمل كان مع بداية 1944 يتعلق بنظرية تصغير أعظم قيمة وذلك في عمل مشترك لنظرية المباريات والسلوك الإقتصادي Margenstren.

ومن المواقف التي تشترك فيها نظرية المباريات عند حدوثها مايلي:

- هناك تعارض في الأهداف بين المشاركين؛
- لكل متباري عدد من البدائل لتحقيق العائدات له أو الخسائر لخصمه؛
- تحدد عائدات المباريات بالقرارات الآنية التي يتخذها كل الأطراف في وقت واحد؛
- يعلم كل الأطراف مسبقا بعائدات كل فئات الاختيار المحددة والتي يقوم بها جميع الأطراف[4].

---

[1]- مصطفى أبوبكر، مصطفى مظهر، مرجع سابق، ص 311.

[2]- بشير العلاق، مرجع سابق، ص88.

[3]- نوال عبد الكريم الأشهب، مرجع سابق، ص140.

[4]- أحمد جنان، نظام المعلومات المحاسبي ودوره في اتخاذ القرارات "دراسة حالة وحدة تريفال"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع إقتصاد كمي، جامعة الجزائر، 2004، ص91.

## 5- السلاسل الزمنية:

### أولا: مفهوم السلسلة الزمنية

تعرف السلسلة الزمنية بأنها:"مجموعة من القيم المشاهدة لظاهرة ما من خلال فترات زمنية متساوية"، وتكون الفترة الزمنية عادة إما أسبوعية، أو شهرية، أو فصلية، أو سنوية[1].

### ثانيا: أهداف السلسلة الزمنية

تهدف السلسلة الزمنية إلى مايلي[2]:

- معرفة الماضي وتحديد عناصر التغير الحالية للسلسلة الزمنية؛
- تقدير قيمة الظاهرة في الفترات المستقبلية وإعطاء فكرة عنها؛
- دراسة الإرتباط بين قيم الظاهرة.

### ثالثا: العناصر المكونة للسلسلة الزمنية

تتكون السلسلة الزمنية من أربعة عناصر، حيث نجد تأثير هذه العناصر بدرجات متفاوتة، وتتمثل هذه العناصر في مايلي:

### 1- الإتجاه العام:

يقصد بالإتجاه العام تطور السلسلة في الآجل الطويل، وقد يكون الإتجاه العام تزايدا، إذا كانت قيمة الظاهرة تزايد عبر الزمن، كما قد يكون تناقصا إذا ما اتجهت قيم الظاهرة إلى النقصان، وكذلك قد يأخذ الإتجاه العام شكل الخط المستقيم، كما قد يأخذ شكل المنحنى[3].

### 2- المركبة الموسمية:

تعبر هذه المركبة عن التغيرات والتذبذبات الموسمية أو الفصلية الناتجة عن التغيرات في الفصول بسبب تأثير عوامل خارجية وهي تتم غالبا بطريقة منتظمة، في شكل دورات لا تزيد طولها عن السنة فقد تكون أسبوعية أو شهرية أو فصلية، أي أنها تمثل التغيرات المتشابهة التي تظهر في الأسابيع أو الأشهر أو الفصول المتناظرة خلال الفترات الزمنية المختلفة التي تعود إليها مشاهدات السلسلة الزمنية، ومن أمثلتها التغيرات في عدد المسافرين من ساعة إلى أخرى أو من يوم إلى يوم آخر في إحدى المحطات، أو تغيرات مبيعات الألبسة القطنية من فصل إلى آخر في السنة الواحدة[4].

---

[1]- سميرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية الأعمال، الأردن، 2009، ص27.

[2]- احمد السيد عامر، الإحصاء الوصفي والتحليلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2007، ص 208.

[3]- إمتثال محمد حسن، محمد علي محمد، الإستدلال الإحصائي، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص363.

[4]- عاشور بدار، المفاضلة بين نموذج السلاسل الزمنية ونموذج الإنحدار البسيط في التنبؤ بحجم المبيعات في المؤسسة الإقتصادية" دراسة حالة مطاحن الحضنة بالمسيلة"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص إدارة الإعمال، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2005- 2006، ص57.

ويكتسي عنصر التغير الموسمي أهمية خاصة لبعض المجالات عند تحليل السلسلة الزمنية، وعادة تأخذ التغيرات الموسمية شكلا أكثر انتظاما من التقلبات الدورية ولذا تكون عملية التنبؤ بها أسهل وأفضل[1].

**3- المركبة الدورية:**

تمثل التغيرات والإنحرافات والتذبذبات الدورية على المدى الطويل حول المستقيم أو المنحى الممثل للاتجاه العام للسلسلة الزمنية، فقد تحدث حسب فترات متتالية متساوية أو مختلفة، وفي العلوم الإقتصادية لا يمكن أن نتحدث عن هذه التغيرات إلا في حالة فترة التكرار أو الحدوث تفوق السنة الكاملة[2].

**4- المركبة العشوائية ( غير المنتظمة):**

تعبر عن التذبذبات غير المنتظمة أي التغيرات الشاذة التي تنجم عن ظروف طارئة لا يمكن التنبؤ بوقوعها أو تحديد نطاق تأثيرها، حيث أنها تنشأ عن أسباب عارضة لم تكن في الحسبان مثل الزلازل، إضرابات الموظفين، حيث أن هذه العوامل لا يمكن التنبؤ بها أو تحديد حجمها نظرا لعشوائيتها[3].

**المبحث الثالث: القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية**

تهدف معظم المؤسسات الإقتصادية اليوم إلى تعظيم قيمتها السوقية، ولا يتحقق هذا الهدف إلا بواسطة مجموعة من القرارات المالية المتخذة من قبل الإدارة المالية، ومن بين هذه القررات نجد: قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح.

ولهذا سوف نستعرض إلى هذا المبحث من خلال تناولنا للإدارة المالية في المطلب الأول، وبعدها يتم دراسة قرارات الإستثمار وذلك من خلال المطلب الثاني، يليه المطلب الثالث الذي يتعلق بالقرارات التمويل، وأخيرا قرارات توزيع الأرباح في المطلب الرابع.

**المطلب الأول: مدخل إلى الإدارة المالية**

تعتبر الإدارة المالية من الوظائف الأساسية التي لا يمكن الاستغناء عنها في أي مؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من النشاطات دون توافر الموارد المالية لتمويل أوجه النشاط وأوجه الإنفاق المتنوعة، فالموارد المالية ضرورية لدفع الأجور، شراء المواد الخام، والحصول على التجهيزات والمعدات اللازمة، الحصول على الأراضي والمباني المطلوبة وغيرها من الوسائل النشاط الإقتصادي.

وسيتم معالجة هذا المطلب من خلال تعريف الإدارة المالية، أهدافها، وأخيرا وظائف الإدارة المالية.

**أولا: تعريف الإدارة المالية**

تعرف الإدارة المالية بأنها :"عملية اتخاذ القرارات التي تتعلق بالتخطيط والحصول على الأموال واستخدامها بطريقة تمكن من تحقيق الأهداف المطلوبة للمؤسسة، وتمثل هذه العملية التقويم للموجودات والمطلوبات، وحق

[1]- امتثال محمد حسن، مرجع سابق، ص264.

[2]- نصيب رجم، الإحصاء التطبيقي، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2004، ص42.

[3]- عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، الأساليب الكمية التطبيقية في إدارة الأعمال، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص227.

الملكية"[1].

كما تعرف الإدارة المالية على أنها:" إحدى الوظائف الأساسية في مؤسسات الأعمال إلى جانب إدارة الإنتاج، التسويق، البحث والتطوير، وغيرها من الوظائف، وهي تلك الوظيفة المعنية بالقرارات المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل واستثمار هذه الأموال بكفاءة وبالشكل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أو تعظيم ثروة حملة الأسهم أو المالكين، وبالتالي المساهمة في تحقيق الهدف الأعلى للمؤسسة ألا وهو البقاء والاستمرار والنمو"[2].

مما سبق يتبن أن الإدارة المالية هي جزء مهم من الهيكل الإداري للمؤسسة التي تقوم عليها أي مؤسسة مهما كانت طبيعتها، بمعنى تلك الوظيفة المالية التي تتعامل مع الخطط أو البرامج التي تبين كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتنفيذ العمليات الضرورية للمؤسسة، واستخدامها في عمليات إنتاج وبيع السلع والخدمات، وتوزيع الأرباح.

**ثانيا: أهداف الإدارة المالية**

تستمد الإدارة المالية أهدافها من الأهداف الأساسية التي تسعى أغلب المؤسسات الإقتصادية إلى تحقيقها، فالهدف العام لأي مؤسسة هو البقاء والنمو والاستمرار، ولكي تحقق المؤسسة الإقتصادية هذا الهدف تسعى إلى تحقيق أهداف مساندة أخرى وهي:

**1- تعظيم الأرباح:**

يعتبر هدف تعظيم الأرباح أحد المعايير التي تستطيع به الحكم على فاعلية القرارات في المؤسسة الإقتصادية، ولذلك تقوم المؤسسة بتبني القرارات والأعمال التي تؤدي إلى زيادة الأرباح، وتبتعد عن تلك التي تؤدي إلى تقليلها،كما نعني بتعظيم الأرباح تحقيق المستوى الذي لا يقل عن المستوى الذي تحققه المؤسسات المماثلة والتي تتعرض لنفس الظروف ونفس درجة المخاطرة، وتستطيع الحكم على فاعلية القرارات في المؤسسة ما من خلال حجم الأرباح المتحقق، ويعني ذلك أن قرارات الإستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يتم توجيها لتناسب هدف تعظيم الأرباح[3].

**2- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الإقتصادية:**

تعتبر القيمة السوقية للمؤسسة الوجه الآخر لهدف تعظيم الثروة وهي تعكس وجهة نظر جميع المشتركين في السوق المالي، وبالتالي فإن تقييم المؤسسة في السوق يؤخذ بعين الاعتبار الأرباح المحققة فعلا والأرباح المتوقع الحصول عليها والقيمة الزمنية للنقود، إضافة إلى تقدير مدى توافر الإيرادات للمؤسسة ودرجة الخطر التي تتعرض

---

[1]- محمد على العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص11.

[2]- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 14.

[3]- محمد يونس خان، هشام صالح غرايبة، مركز المكتب الأردني للنشر والتوزيع، الأردن، 1995، ص8 .

لها وسياسة توزيع الأرباح ومعدل العائد على الإستثمار، وكل ذلك ينعكس على تقييم سعر السهم في السوق الذي يتأثر بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

**3- تحقيق التوازن بين الربحية والسيولة:**

إن تحقيق السيولة الملائمة والربح الملائم هدفان متعارضان، فيسعى المدير المالي للحصول على الربح عن طريق توظيف الأموال واستثمارها بحيث لا يبعد عن انتباهه هدف السيولة، علما بأن النقد الجاهز هو أكثر الأصول سيولة لكنه لا يحقق في المقابل لأي ربح بدون تشغيله، كما أن تحقيق الربح هو مصلحة كبيرة للمؤسسة يمكنها من التوسع والنمو، وقد يكون دافعا لزيادة الإستثمارات في الأموال، ولكن المدير المالي يجب أن يكون حذرا في ذلك لأن هذا قد يزيد من حجم الإلتزامات على المؤسسة، لذلك نجد أن المدير المالي يواجه مشكلة الموازنة بين عوامل الربحية وعوامل السيولة، ولهذا يجب عليه أن يستعمل مهارته في توجيه استثمارات وتوظيف الأموال دون المساس بسمعة المؤسسة وعدم تجميد غير ضروري لهذه الأموال[1].

**ثالثا: وظائف الإدارة المالية**

سنحاول تناول في هذا العنصر ثلاثة وظائف أساسية للإدارة المالية: وظيفة التخطيط المالي، وظيفة اتخاذ القرارات وأخيرا وظيفة الرقابة المالية.

**1- وظيفة التخطيط المالي:**

**1-1-تعريف التخطيط المالي:**

يمكن النظر إلى التخطيط المالي على أنه:" مجموعة الإجراءات الضرورية لتحديد الأهداف المالية سواء على مدى المتوسط والطويل للقرارات المالية، التي تضم قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح"[2].

**1-2- مزايا التخطيط المالي:**

للتخطيط المالي مزايا وفوائد عديدة يمكن ذكرها كما يلي[3]:

- التركيز على ربط الأهداف بالإمكانيات المؤسسة؛
- تنمية التفكير المستقبلي لدى المسؤولين في الإدارة المالية؛
- التعرف على الإحتياجات المالية المستقبلية؛
- تقييم السياسات والمقترحات المقدمة المتعلقة بالتمويل والإستثمار.

**1-3- مراحل التخطيط المالي:**

ينقسم التخطيط المالي إلى أربع مراحل أساسية وفق الترتيب الآتي:

---

[1]- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة المالية( أسس، مفاهيم، تطبيقات )، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص ص35-36 .

[2] - Josée St- pierre , la gestion financière des pme, presses de l'universite de quebei, canada, 2003 ,p263.

[3]- عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سابق، ص247 .

**أ- مرحلة تحديد الأهداف:**

تشمل هذه المرحلة على تحديد الهدف المالي الرئيسي والذي يدور في إطار التوظيف الأمثل لرأس المال من أجل زيادة كفاءة عوامل الإنتاج والموارد المتاحة في المؤسسة، ويتم تجزئة هذا الهدف إلى أهداف متوسطة الأجل وقصيرة الأجل، ويمكن وضع أهداف فرعية أخرى لكن من الضروري أن تكون هذه الأخيرة منسجمة مع الهدف المالي الرئيسي[1].

**ب- مرحلة تكوين السياسات المالية:**

السياسة المالية هي السبل والمناهج التي تحددها المؤسسة لتوجيه المسؤولين، والعاملين في النشاط المالي عند اتخاذ قراراتهم وتفصل السياسة المالية أهداف المالية المؤسسة حسب المسؤوليات الإدارية كما تترجم الأهداف على سبل مرسومة قابلة للتنفيذ ومن بين السياسات المالية، سياسة تجهيز المؤسسة برأس المال، سياسة الإقتراض، سياسة الإستثمار وسياسة البيع بالأجل وغيرها[2].

**ت- مرحلة إعداد الموازنات:**

تعتبر هذه المرحلة ذات أهمية في وضع الخطط المالية حيث تتحول الخطط المادية إلى خطط مالية جزئية تتكامل لتشكل الخطة المالية الشاملة.

**ث- مرحلة صياغة الإجراءات والقواعد:**

تشمل صياغة الإجراءات والقواعد المالية، تحويل الموازنات والأهداف والسياسات إلى تفاصيل دقيقة، وتهدف إلى تبسيط مهام الهيئات التنفيذية الدنيا وتسهيلها بغرض زيادة فعالية التنفيذ، وتهدف هذه الإجراءات أيضا إلى إلى تحقيق أقصى درجة ممكنة من التنسيق في التنفيذ[3].

**2- وظيفة اتخاذ القرارات:**

تعتبر وظيفة اتخاذ القرارات من أهم وظائف الإدارة المالية، حيث يمكن القول أن المؤسسة الإقتصادية التي لا تمارس عملية اتخاذ القرار في مختلف عملياتها التي تقوم بها لا يمكن أن تسند لها صفة الإدارة، فعملية اتخاذ القرارات تبدأ بتحديد مشكلة المطروحة، بعدها يتم تحديد هدف أو أهداف التي ترغب المؤسسة في تحقيقها، ثم على أساس الأهداف يتم وضع مجموعة من البدائل الممكنة أي تحديد الحلول اللازمة لمعالجة المشكلة المدروسة، ووفقا للبدائل يتم إختيار البديل الأنسب لمعالجة المشكلة، بمعنى آخر إتخاذ القرار حول البديل الأنسب، وقد تطرقنا إلى اتخاذ القرارات في المبحث الأول.

---

[1]- فريد النجار، الإدارة المالية التطبيقية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص42.

[2]- رضا صاحب أبو حمدال علي، سنان كاظم الموسوي، وظائف الإدارة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص334.

[3]- أحمد الكردي، التخطيط المالي، [على الخط] WWW.KENANA ONLINE.COM تاريخ الإطلاع: 2013/10/27.

### 3- وظيفة الرقابة المالية:

تعتبر وظيفة الرقابة من الوظائف الإدارية الهامة لأن الاختبار الحقيقي لفعالية عمل الإدارة يبدو فيما يتحقق من نتائج معينة في ضوء ما كان يستهدف تحقيقه، بمعنى آخر مقارنة النتائج الفعلية مع الخطط، واتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما تكون مخالفة لتلك الخطط.

### 3-1- تعريف الرقابة المالية:

تعرف الرقابة المالية على أنها:" مراجعة العمليات المالية التي تتمثل في مراجعة المصروفات والإيرادات خلال استثمارها واستردادها باستمرار للتحقق من أن تدفق الأموال النقدية يتم طبقا للخطة ممثلة في الموازنات النقدية، وأن الإنحرافات قد عولجت أسبابها في الوقت المناسب حتى تسير المؤسسة بنجاح من الناحية المالية دون مشاكل وأن يحسن استثمار المال للوصول إلى أكبر كفاية"[1].

### 3-2- أهداف الرقابة المالية:

تتمثل أهداف الرقابة المالية في ما يلي[2]:

- مراقبة الخطط الموضوعة ومتابعة تنفيذها؛
- تقييم نتائج أعمال المؤسسة بالنسبة إلى الأهداف المرسومة؛
- تحقيق أقصى قدر من الكفاءة الإنتاجية عن طريق محاربة الإسراف في جميع نواحي نشاط المؤسسة؛
- التقليل من ارتكاب الأخطاء المالية عن طريق زيادة عدد المراقبين الماليين وتدعيم أنظمة الرقابة الداخلية في المؤسسة.

### 3-3- مراحل الرقابة المالية:

تتم الرقابة المالية من خلال المراحل التالية:

**أ- تحديد المعايير:**

تعد من أهم مراحل عملية الرقابة المالية وذلك لأن جميع المراحل التي تليها ترتبط بها مباشرة، فإذا كانت المعايير غير دقيقة فإن الإنحرافات التي تظهر لا تعكس الواقع الفعلي وبالتالي فإن اقتراح العلاج يكون غير سليم، وينبغي أن تكون المعايير عملية ومستمدة من الخطط وأن يعمل على تطويرها باستمرار، فالمعايير هي المعدلات التي تقارن بين الأعمال المستقبلية والحالية[3].

**ب- قياس الأداء:**

الخطوة الثانية في المراحل الرقابة المالية هي قياس الأداء الفعلي ومقارنته بالمعايير السابقة وضعها، وعملية التقييم هذه تتفاوت من ناحية السهولة أو الصعوبة، فالتقييم يكون سهلا إذا كانت المعايير الموضوعة بطريقة

---

[1]- رضا صاحب أبو حمدال علي، سنان كاظم الموسوي، مرجع سابق، ص334.

[2]- عبد الرؤوف جابر، الرقابة المالية والمراقب المالي من الناحية النظرية، دار النهضة العربية، لبنان، 2004، ص20 .

[3]- رضا صاحب أبو حمدال علي، سنان كاظم الموسوي، مرجع سابق، ص333 .

سليمة، وإذا كانت هنالك وسائل متاحة للتحديد الدقيق للأعمال المنجزة، ولكن التقييم قد يكون صعبا بالنسبة للأنشطة التي يصعب أو يتعذر وضع معايير سليمة لها، أو التي يكون من الصعب قياسها، ويتطلب قياس الأداء جمع جميع المعلومات المطلوبة عن نواحي النشاط المالي بسرعة وفي الوقت المناسب، من أجل مقارنته مع الأداء المتوقع لتحديد الضعف والقوة في النشاط المالي[1].

**ت– تصحيح الإنحرافات:**

هذه الخطوة تأتي في أعقاب اكتشاف الأخطاء أو الإنحرافات ودراستها وتحليلها لمعرفة أسبابها والعوامل التي أدت إليها ثم تصحيح هذه الإنحرافات التي ظهرت في النشاط المالي، ويجب أن يتم التصحيح بإشراف المسؤول على الإدارة المالية، وحتى يتمكن من ذلك يجب أن يفهم ويقبل حدود مسؤوليته، ويعرف جيدا العمل الذي يتوقع منه أن يؤديه، وأن يجري تصحيح الإنحراف عند حدوثه لأن تأخيره قد يؤدي إلى إنحرافات متتالية في مجالات أخرى، كما أن العلاج يجب أن يكون فعالا لأن الحلول الناقصة تؤدي إلى تأجيل المشاكل وتراكم الصعوبات[2].

**المطلب الثاني: قرارات الإستثمار**

تعد القرارات الإستثمارية من أهم القرارات المالية الإستراتيجية التي تواجه مختلف المؤسسات، نظرا لعدم إمكانية تكراره أو عدم إمكانية الرجوع فيه وامتداد أثره لفترة طويلة، لهذا على إدارة المؤسسة عند اتخاذ مثل هذه القرارات القيام بتقييم مختلف البدائل الإستثمارية المتاحة بطريقة منهجية وعلمية حتى تتمكن من اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف المرسومة.

ولتوضيح أكثر سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الإستثمار، مفهوم قرار الإستثمار، المتطلبات الأساسية لقرار الإستثمار، وأخيرا أنواع قرارات الإستثمار.

**أولا: مفهوم الإستثمار**

يمكن تعريف الإستثمار على أنه:مجموع التوظيفات التي من شأنها زيادة الدخل وتحقيق الإضافة الفعلية إلى رأس المال الأصلي من خلال إقتناء أصول تحقق فوائض فعلية نتيجة تضحية الفرد بمنفعة حالية للحصول على تدفقات مالية مستقبلية آخذا بعين الإعتبار عنصري الزمن والمخاطرة[3].

كا يمكن تعريف الإستثمار بأنه: استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون الإستثمار مقبول إذا تطابق مع معايير المعمول بها أو حقق الأرباح المنتظرة[4].

---

[1]– جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال (مدخل وظيفي)، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1986، ص ص308-309.

[2]– صديق محمد عفيفي، إدارة الأعمال في المنظمات المعاصرة، مكتب عين شمس، مصر، 2003، ص323.

[3]– يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للإستثمارات بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية "دراسة حالة سوق مسقط( سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006- 2009"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص15.

[4]– إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص 313.

ويمكن في الأخير تعريف الإستثمار بأنه: عبارة عن تخصيص أو استخدام أموال حالية مقابل الحصول على عوائد مالية إضافية في المستقبل.

**ثانيا: مفهوم القرار الإستثماري**

يقوم مفهوم القرار الإستثماري على مبدأ الرشادة الإقتصادية النابع أساسا من التخصيص الأمثل للموارد النادرة من خلال استثمارها في المشروع الذي يعطي أفضل عائد ممكن، مع الأخذ في الحسبان الفرصة الضائعة[1].

فقرار الإستثمار هو القرار الذي يهدف إلى تحديد مبلغ الأموال التي تستثمر، وكذا اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الإستثمارات، ويترتب عن قرار الإستثمار أخطار على المؤسسة، نظرا للنتائج المستقبلية للمشاريع الإستثمارية التي لا تكون معروفة بدقة.

كذلك يتمثل القرار الإستثمار في اختيار مجال أو نشاط معين تقوم به المؤسسة لتوظيف معظم الأموال التي بحوزتها فيه بغية الحصول على أعظم عائد ممكن خلال فترة زمنية معينة، لذا فهو يعتبر واحدا من أهم القرارات التي تحدد مسار هذه المؤسسات وماستؤول إليه نتائج أعمالها، مما يعنى مدى نجاح أو إخفاق المؤسسة في تحقيق أهدافها[2].

وفي الأخير يمثل القرار الإستثماري: القرار الذي يتم على أساسه تحديد أفضل إستثمار بناءا على العائد المتوقع من الإستثمار من بين عدة مشاريع استثمارية متاحة، وذلك طبقا لدراسات يقوم بها متخذ القرار قبل عملية تحديد البديل الأفضل، حيث يختار البديل حسب الأهداف الموضوعة من طرف المؤسسة [3].

**ثالثا: المتطلبات الأساسية لقرار الإستثمار**

يتطلب اتخاذ قرار استثماري توفر مجموعة من المتطلبات الأساسية والتي نذكرها في الآتي:

**1- وضع استراتيجية ملائمة للإستثمار:**

إن وضع استراتيجية مناسبة للإستثمار التي يتبناها المستثمر تعتمد على مؤهلات ومجالات التميز التي يبدع بها وإمكانية تطويرها وطبيعة البيئة المحيطة وسياسة السوق وإمكانية بناء الميزة التنافسية، وأن المراحل الأولى لهذه الإستراتيجية تكون ببناء الحصة في السوق من خلال تطوير الميزة التنافسية الحالية وخلق مزايا للتنافس المتميز واتباع إستراتيجية الربح في ظل ثبات قوى التنافس في السوق من أجل زيادة العوائد المالية الحالية مع ضرورة اتباع استراتيجية إعادة التأهيل عند ضعف المركز التنافسي أو وجود أخطاء في تطبيق الإستراتيجية، والذي يتحدد وفق

[1]- زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007، ص13.

[2]- جهاد ريحي عبد القادر الناطور، أثر تطبيق معايير بطاقة الأداء المتوازن على القرار الإستثماري في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2005، ص19.

[3]- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الإقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 37.

حاجاته والمقارنة التفضيلية بين العناصر الثلاث المحددة للإستثمار وهذه العناصر هي العائد، الربح، السيولة والأمان[1].

**2- الأسس والمبادئ لاتخاذ القرار الإستثماري:**

يتوجب على صاحب القرار الإستثماري مراعاة مجموعة من الأسس والمبادئ عند اتخاذ قرار استثماري، والتي نحاول تناولها كمايلي:

**2-1- أسس اتخاذ القرار الإستثماري:**

تتضمن عملية اتخاذ القرار الإستثماري مجموعة من الأسس، والتي تتمثل في العناصر التالية:

**2-1-1- العائد المتوقع من الإستثمار:**

يكاد العائد على الإستثمار أن يكون أشهر الأدوات المالية المستخدمة في تقييم الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية، فهو يمثل النسبة من الأموال المكتسبة (الأرباح أو الخسائر) والأموال المستثمرة، كذلك يمثل العائد على الإستثمار المبلغ أو النسبة الأرباح المتحققة من الإستثمار أو المحفز والمكافئ لكل إستثمار يقوم به المستثمر.

فالعائد على الإستثمار هو عائد متوقع أي تقدير للتدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار في حين يعد العائد المتوقع فعلا هو حصيلة الإيرادات الناتجة من عملية الإستثمار[2].

**2-1-2- درجة الخطر المتوقع:**

تنشأ عن عملية الإستثمارية علاقة تبادلية بين العائد والمخاطرة، حيث من المتوقع أن تكون هناك علاقة طردية بينهما أي كلما زادت المخاطرة نتوقع أن يكون العائد أكبر والعكس صحيح، ولهذا على المستثمر أن يدرس المخاطر المترتبة على قيامه بالإستثمار لمعرفة ما يمكن تجنبه وما يمكن الاحتياط له[3].

**2-1-3- العنصر الزمني:**

على المستثمر تحديد الفترة الزمنية للإستثمار أي هل يريد استثمار أمواله استثمارا قصير الأجل أم طويل الأجل، وذلك بالإعتماد على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال الفترة الزمنية[4].

---

[1]- خالد أحمد القصاص، استخدام منهج سيجما ستة (six sigma) في ترشيد اتخاذ القرارات الإستثمارية "دراسة تطبيقية على البنوك التجارية الفلسطينية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2013-2014، ص 108

[2]- بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة ماجستير عير منشورة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012، ص28.

[3]- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم " دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية ( الأردن، السعودية، وفلسطين)"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص61.

[4]- خالد أحمد القصاص، مرجع سابق، ص106.

**2-2- المبادئ التي يقوم عليها اتخاذ القرار الإستثماري:**

على متخذ القرار الإستثماري عند اتخاذ القرار اختيار بديل من البدائل الإستثمارية الممكنة مراعاة مجموعة من المبادئ، ومن أهم هذه المبادئ مايلي:

**2-2-1- مبدأ تعدد الخيارات الإستثمارية:**

ونقصد بها تعدد البدائل الإستثمارية المتاحة لهذا المستثمر، حيث يكون المستثمر في وضع قادر فيه على إجراء المفاضلة بين البدائل الإستثمارية واختيار البديل الإستثماري الأفضل الذي يتناسب مع الهدف الذي يسعى إلى تحقيقه، فكلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الإستثماري الصائب.

**2-2-2- مبدأ الملائمة:**

نعني به اختيار المشروع أو المجال الإستثماري المناسب، إضافة إلى الأداة الإستثمارية المناسبة في ذلك المجال بما ينسجم مع ظروف المستثمر سواء كانت فردا أو مؤسسة، حيث يقوم هذا المبدأ على أساس أن لكل مستثمر نمط تفضيل يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الإستثمار، والتي يكشفها التحليل الأساسي وهي:

- معدل العائد على الإستثمار؛
- مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر وأداة الإستثمار؛
- درجة المخاطرة التي يتصف بها المشروع الإستثماري[1].

**2-2-3- مبدأ التنويع في الإستثمارات:**

يقوم مبدأ التنويع على نظرية المحفظة الإستثمارية التي تدعو إلى القيام بتنويع الإستثمارات للمستثمر الواحد من خلال تعدد الأدوات الإستثمارية وكذلك في مجالات الإستثمار سواءا أكان التنويع بأدوات ملكية أو أدوات دين أو مشتقات مالية ويهدف التنويع في الأدوات إلى التنويع في العوائد والمخاطر في محفظة المستثمر للوصول إلى هدف تحقيق أعلى عائد مطلوب بدرجة مخاطر تتناسب مع هذه المخاطر، وبذلك يعد التنويع في الإستثمار إحدى الوسائل التي تؤدي إلى تخفيض المخاطر.

**2-2-4- مبدأ الخبرة والتأهيل:**

يتطلب القرار الإستثماري توفر الخبرة والكفاءة اللازمة عند متخذ القرار، فإذ كان المستثمر لا يملك الخبرة والدراية الكافية عليه الإستعانة بالكفاءات المالية التي لديها الخبرة في هذا المجال، والتي من شأنها أن تمكن هذا المستثمر من اتخاذ القرار المناسب للإستثمار من خلال تقديم كل ما يحتاجه من معلومات وتهيئتها بالشكل الذي تمكنه من اتخاذ القرار السليم[2].

---

[1]- حياة زيد، مرجع سابق، ص63.

[2]- خالد أحمد القصاص، مرجع سابق، ص ص 106-111.

**رابعا: أنواع القرارات الإستثمارية**

يمكن تصنيف القرارات الإستثمارية حسب بعدين هما:

**1- ظروف السوق:**

يواجه المستثمر حسب ظروفه وظروف السوق ثلاثة أنواع من القرارات الإستثمارية هي[1]:

**1-1- قرار الشراء:**

يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما يرى أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة المحسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، مما يولد لديه حافزا لشراء الأصل الإستثماري سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا.

**1-2- قرار التداول:**

في هذه الحالة يكون المستثمر أمام أداة استثمارية يكون فيها السعر السوقي يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة من وجهة نظر المستثمر، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع التوقف عن البيع، فيكون القرار الإستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول.

**1-3- قرار البيع:**

يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما يكون السعر السوقي لأداة الإستثمارية أكبر من القيمة الحالية لتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة، وبالتالي هذه الوضعية تحفز المستثمر على البيع رغبتا في الحصول على أرباح.

تخلق هذه الوضعية ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الإستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة الإستثمارية.

**2- البعد الزمني:**

يمكن تصنيف قرارات الإستثمار في ضوء البعد الزمني للعوائد المتوقع تحقيقها إلى ثلاثة قرارات هي:

**2-1- القرارات الإستثمارية قصيرة الأجل:**

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الإستثمار في الموجودات المتداولة والتي تشكل جزءا مهما من حركة الإستثمار الداخلي في مؤسسات الأعمال، بل أن الجزء الأكبر من مسؤوليات الإدارة المالية تنحصر في تحديد حجم الإستثمار في الموجودات المتداولة ومكوناتها الأساسية، مثل النقد والإستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المؤسسة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة، لذلك فالقرار السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الإقتصادي الأمثل لحجم الإستثمار في الموجودات المتداولة[2].

---

[1]- محمد مطر، مرجع سابق، ص ص 38-39.

[2]- حمزة الشمخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص18.

**2-2- القرارات الإستثمارية طويلة الأجل:**

تهتم هذه القرارات بالإنفاق الإستثماري طويل الأجل والمتمثل في الأصول الثابتة والمعروف عن هذا النوع من القرارات المالية ارتباطه بنوع من الإستثمار الذي يتصف بضخامة المبالغ المستثمرة فيه وطول مدته ويتضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل وتتوقف عليه العملية الإنتاجية للمؤسسة[1].

إن قرارات الإستثمار في الموجودات طويلة الأجل تمثل التزام لمدة زمنية طويلة لا يمكن الاستغناء عنها أو التخلص منها بسهولة، فإن تمويل هذه القرارات هي في الحقيقة قرارات مالية استراتيجية لأنه تمثل إلتزام مالي كبير يخصص من أموال الوحدة الإقتصادية الذاتية، ويتم الحصول على الأموال عن طريق القروض طويلة الأجل مما يحملها تكلفة الحصول على هذه الأموال[2].

**2-3- القرارات الإستثمارية الإستراتيجية:**

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط الإستراتيجي للمؤسسة والمتمثل في الاتساع، النمو والثبات على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية، وهذه القرارات لا تتضمنها القوائم المالية والكشوفات الملحقة بها وإنما تبدأ بالظهور في الفترات المستقبلية وعلى المدى الزمني الطويل[3].

**خامسا: العوامل المؤثرة على قرار الإستثمار**

تتأثر قرارات الإستثمار بمجموعة من العوامل التي يجب المستثمر عند اتخاذ قرار خاص بمشروع استثماري أن يأخذها في الحسبان، ومن بين هذه العوامل نذكر مايلي[4]:

- الظروف الإقتصادية؛
- الظروف السياسية؛
- الإمكانيات والموارد المتاحة؛
- أسعار الفائدة؛
- التوقعات؛
- التشريعات الضريبية؛
- الأرباح؛
- الإدارة.

[1]- عليان الشريف(وآخرون)، مرجع سابق، ص24.

[2]- سمير منير عبد الملك الشماع، القرارات المالية الإستراتيجية في إستئجار الموجودات طويلة الأجل، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد 67، كلية الإدارة والإقتصاد، 2007، ص5.

[3]- حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص19.

[4] -A. Alj, R. Faure, guide de la recherche operationnelle, tome2, Masson, paris, 1990, p387.

**المطلب الثالث: قرارات التمويل**

تعد قرارات التمويل من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية والتي تتعلق باختيار المزيج أو الهيكل المالي الذي سوف تعتمد عليه المؤسسات في تمويل مختلف استثماراتها، ولهذا على المؤسسة اختيار أفضل توليفة من مصادر التمويل التي تحقق أعلى عائد على الإستثمار، ومن ثم تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

**أولا: تعريف قرار التمويل**

يعرف قرار التمويل بأنه: القرار الذي يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لإستثمارات المؤسسة، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك، لذلك فإنه من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية إلى جانب قرارات الإستثمار[1].

كما أن القرار التمويل له انعكاسات على أداء المؤسسة وعلى درجة المخاطرة المالية، وذلك لتأثيره المباشر على تكلفة رأس المال وعلى قيمة المؤسسة، فهو بذلك يعد قرارا مصيريا بالنسبة لها، كونه قرارا إستراتيجيا على درجة كبيرة من الأهمية والتعقيد[2].

كما يمكن تعريف قرار التمويل على أنه:تجهيز المؤسسة الإقتصادية بالمصادر المالية الممتلكة والمقترضة[3].

ومن الضروري على المسير المالي في إطار الإدارة المالية التأكد من الأموال المطلوبة يمكن توفيرها:

- الوقت المناسب؛
- خلال فترة زمنية مناسبة؛
- بأقل تكلفة ممكنة؛
- استثمارها في المجالات الأكثر ربحا وعائدا.

**ثانيا: أنواع قرارات التمويل**

يمكن تصنيف قرارات التمويل في ضوء البعد الزمني إلى قرارات تمويلية طويلة الأجل وقرارات تمويلية قصيرة الأجل، والتي نتطرق إليها باختصار على النحو الآتي[4]:

---

[1]– نسيبة حسين نصيرات، أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة " دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012-2013، ص2 .

[2]– ذهيبة بن عبد الرحمان، دراسة تأثيرات التغيرات في مؤشرات الأداء في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية"حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة مابين 2005-2006"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011 -2012، ص127.

[3]– قسمة صابر عوض، تأثير مؤشرات التحليل المالي في ترشيد القرارات الإستثمارية" دراسة ميدانية في الشركة العامة للصناعات النسيجية لمدة 2000-2005"، مجلة العلوم المالية والمصرفية، العدد 02، المجلد 09، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، ص 242.

[4]–سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات )، مكتبة عين شمس، مصر، 1996، ص13.

**أ– القرارات التمويلية قصيرة الأجل:**

تدور هذه المجموعة من القرارات حول مصادر التمويل قصيرة الأجل، وكمية الأموال اللازمة، أي القرارات المتعلقة بالإستثمارات قصيرة الأجل التي تخص الموجودات المتداولة والتي تشكل جزءا من حركة الإستثمار الداخلي.

**ب– القرارات التمويلية طويلة الأجل:**

إذا تقرر استثمارا طويل الأجل فإن القرار التالي هو اختيار تمويل طويل الأجل ( أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات)، وهذا القرار يتوقف على اختيار هيكل تمويل ملائم سليم، هيكل يحقق حد أدنى من المخاطر و حدا أعلى من الربحية على حسب هدف المؤسسة كما يتوقف في نفس الوقت على تكلفة الأموال وأثرها.

كذلك يرتبط قرار التمويل طويل الأجل بتحليل المصادر المثلى وأثر كل مصدر على ربحية المؤسسة من جهة وعلى كفاءة استخدام المال العام ككل من ناحية أخرى.

**المطلب الرابع: قرارات توزيع الأرباح**

يحظى قرار توزيع الأرباح باهتمام كبير من طرف مسيري المؤسسة والمساهمين، وذلك لما له تأثير على القيمة السوقية للسهم والسياسات التمويلية للمؤسسة، حيث يتعلق هذا بقرار تقسيم صافي أرباح المؤسسة بين أرباح محتجزة وأرباح موزعة على المساهمين.

**أولا: تعريف الأرباح:**

الأرباح هي مقدار العائد المحقق والذي تحصل عليه المؤسسة نتيجة تشغيل الأموال في المجال الإستثماري وتعد إحدى المؤشرات المهمة للحكم على كفاءة المؤسسة وقدرتها على الاستمرار والبقاء[1].

**ثانيا: تعريف قرار توزيع الأرباح**

يمكن تعريف قرار توزيع الأرباح بأنه: قرار تحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين والجزء الذي يستبقى دون أن يتم توزيعه[2].

كما يعرف قرار توزيع الأرباح على أنه:تحديد نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين والذي يحقق رغبة المدير المالي في تعظيم القيمة السوقية للسهم، ولكن في نفس الوقت الموازنة بين التوزيعات والنمو[3].

يتعلق قرار توزيع الأرباح بقرار تقسيم صافي الدخل المؤسسة مابين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة،

---

[1]– دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص375.

[2]– هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد السابع عشر، 2008، ص213.

[3]– حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي "دراسة اختبارية وحدثيه لمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة مابين 2007 و2009، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010-2011، ص24.

مع مراعاة أن سياسات توزيع الأرباح تتم في ضوء أهداف المؤسسات الإقتصادية وبما يساهم في تعظيم ثروة الملاك[1].

تمثل الأرباح الموزعة مجموعة النقود المدفوعة إلى حملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح ويدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحا حالية أو أنه يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة، كما تعرف على أنه توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكم عن سنوات سابقة، وأن التوقيت توزيع تخضع لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة[2].

نشير أن سعر السهم في سوق الأوراق المالية يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها المؤسسة، ومن جانب آخر يتأثر سعر السهم أيضا بمعدل نمو المؤسسة والذي يتأثر بدوره بصورة مباشرة بمقدار الأرباح التي يتم احتجازها وإعادة استثمارها في المؤسسة، حيث أن احتجاز المزيد من الأرباح يؤدي إلى زيادة معدل النمو مما ينتج عنه زيادة في سعر السهم، بينما يؤدي تخفيض الأرباح المحتجزة إلى تخفيض معدل النمو مما يؤدي بدوره إلى تخفيض سعر السهم، بمعنى أن زيادة مقدار العائد الموزع يؤثر ايجابيا على سعر السهم، وفي نفس الوقت يؤدي إلى تخفيض الأرباح المحتجزة وبالتالي تخفيض معدل النمو مما يؤثر بصورة سلبية على سعر السهم في المدى الطويل، لهذا على المؤسسة تحديد سياسة توزيع الأرباح التي تساعد على تحقيق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح[3].

في الأخير يمكن القول أن قرار توزيع الأرباح يتضمن تقسيم صافي الربح بعد الضرائب إلى جزء قابل للتوزيع على المساهمين وجزء من الأرباح يتم احتجازه لغرض استثماره في المؤسسة، والتي تعتبر من مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.

**ثالثا: محددات سياسة توزيع الأرباح:**

هناك العديد من المحددات التي تحد من قدرة المؤسسة على اتخاذ قرار توزيع الأرباح أو احتجازها، ومن بين أهم هذه المحددات مايلي:

**1- الاحتياجات التمويلية:**

يعتبر قرار توزيعات الأرباح من أحد القرارات الجوهرية التي تتخذها الإدارة لما له تأثيرات على السياسات التمويلية، وهذا التأثير ليس من وجهة نظرا الإدارة فقط بل يمتد إلى كل المهتمين والعاملين بالمؤسسة، فعلى الرغم

---

[1]- محمد عبد الكريم محمد، إدارة الأرباح وسياسة توزيع الأرباح" دراسة مقارنة بين الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012، ص26.

[2]- هند ضياء عبد الرسول، اختبار أثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم باستخدام بعض من أدوات التحليل المالي " دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010-2014"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد الخامس، العدد1، العراق، 2015، ص211.

[3]- نسيبة حسين نصيرات، مرجع سابق، ص16.

من أن التوزيعات لها تأثير جوهري على قيمة المؤسسة في السوق، إلا أنه يقلل من التمويل الداخلي للمؤسسة[1].

**2- تفضيلات واعتبارات الأسواق المالية:**

من المعلوم أن قيمة المؤسسة يعكسها سعرها في سوق المال، لهذا على المؤسسة أن تضع عند تحديد سياسة توزيع الأرباح التي ستتبعها متطلبات السوق في أولوياتها، فهل يفضل المساهمون مستوى مستقر أو متصاعد من الأرباح الموزعة بدلا من المستوى المتذبذب، علاوة على ذلك يفضل المساهمون الإستمرارية في دفع الأرباح الموزعة، نظرا لأن ذلك سيبدد من المخاوف وعدم التأكد لديهم حول قدرة المؤسسة في دفع الأرباح[2].

**3- القيود المفروضة على الديون:**

إن لجوء المؤسسة إلى الإقتراض يفرض عليها الكثير من القيود، ومن أهم هذه القيود تحديد نسبة توزيع الأرباح أو حتى الطلب من المؤسسة بعدم توزيع أي أرباح حتى تقوم المؤسسة بسداد الديون المستحقة عليها جميعا، وذلك من أجل حماية دائني المؤسسة.

**4- فرص الإستثمار المربحة أمام المؤسسة:**

إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرص استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين، أما إذا توفرت فرص استثمارية مربحة للمؤسسة، فإن المؤسسة تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل مثل هذه الفرص.

**5- الشروط المفروضة من طرف حملة الأسهم الممتازة أو السندات:**

في كثير من الحالات تقيد الاتفاقيات بين حملة الأسهم الممتازة وحملة السندات والمؤسسة نسبة توزيع الأرباح، وقد يطلب من المؤسسة عدم توزيع الأرباح نهائيا حتى تسديد جميع التزاماتها[3].

**6- حاجة المساهمين لدخل جاري في مقابل حاجتهم لدخل مستقبلي:**

هناك فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية ومنهم المتقاعدون وذوي الدخول الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل لهم وبالتالي يعارضون احتجاز الأرباح أو التوزيعات المنخفضة، على خلاف كبار المساهمين الكبار الذين يفضلون الأرباح على الأرباح الجارية وذلك لتخفيض العبء الضريبي عنهم، لهذا فإن قرار المؤسسة سيتفق مع رغبات فئة منهم وستعارض مع رغبات الاخرين[4].

**7- الموقف الضريبي للمساهم:**

تتضارب المصالح بين المساهمين نتيجة الإختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص

---

[1]- محمد عبد الكريم محمد، مرجع سابق، ص30.

[2]- خالد محمد اللوزي، أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم "دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2013، ص45.

[3]- نور أبو الرب، مفيد الظاهر، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثامن، 2006، ص 26.

[4]- هاشم حسن حسين، مرجع سابق، ص217.

الضريبة المفروضة عليها، وذلك لأنه غالبا تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليها فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبية عالية يفضل احتجاز الأرباح لإعتقاده بأن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبية منخفضة يفضل الربح الموزع[1].

**رابعا: دوافع توزيع الأرباح داخل المؤسسة الإقتصادية**

تلجأ المؤسسة الإقتصادية لتوزيع جزء من الأرباح المحققة، وذلك بعد الاحتفاظ بجزء من النتيجة المحققة خلال الدورة المالية لتمويل احتياجاتها، وتتمثل دوافع توزيع الأرباح في العناصر التالية[2]:

– يسمح توزيع الأرباح بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الإكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال)؛

– عند توزيع الأرباح فإن ذلك يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وبخاصة إذا قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح وزيادة الإستثمار في نفس الوقت؛

– تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

[1]– خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي "دراسة حدثية خلال سنة 2011"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص16.

[2]– محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة" دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"، مجلة الباحث، العدد08،كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010، ص ص 85-86.

**خلاصة الفصل:**

حاولنا من خلال محتويات هذا الفصل توضيح الإطار المفاهيمي للقرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية، وذلك من خلال تحديد المفاهيم الأساسية للقرارات الإدارية، حيث تتم التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للقرارات الإدارية، فالنظرية الكلاسيكية اعتبرت أن القرار الإداري يتخذ في مستويات العليا للمؤسسة دون المستويات السفلى ضمن نظام مغلق، بينما نظرية القرار السلوكي اعتمدت على مفهوم الرشد المحدود من منطلق أن صانعي القرار الإداري ليس لديهم المعرفة بالمشكلة وبدائلها، أما النظرية الحديثة جاءت بالأساليب الكمية التي تساعد على اتخاذ القرارات الإدارية، كما خلصنا أن القرار الإداري ما هو إلا عملية اختيار بديل من البدائل المتاحة مبني على مجموعة من الخطوات، إضافة إلى تطرقنا إلى أنواع القرارات الإدارية التي تختلف حسب ظروف متخذ القرار وموقعه في المؤسسة،كما تناولنا الأساليب المساعدة في اتخاذ القرارات، وذلك من خلال دراسة أولا الأساليب النوعية التي تعتمد بدرجة كبيرة على الخبرة السابقة بتفاصيل العمليات والمشاكل الإدارية والتقدير الشخصي للمتخذ القرار، بعدها تم دراسة الأساليب الكمية التي تعتمد على مجموعة من النماذج الرياضية والإحصائية التي تستخدم في تحليل المشكلات الإدارية المعقدة، فهي تساعد متخذ القرار في تبسيط المشاكل وتنظيمها بشكل علمي مدروس بعيدا على الآراء الشخصية، غير أنها تحتاج إلى كم كبير من المعلومات والبيانات الدقيقة والمعرفة والخبرة الكافية لمتخذ القرار بكيفية تطبيق هذه الأساليب الكمية، إضافة إلى ارتفاع تكلفتها، وفي الأخير تطرقنا إلى القرارات المالية في المؤسسة الإقتصادية، وذلك بالتفرقة بين ثلاثة أنواع من القرارات، قرارات الإستثمار التي تركز على نوع الموجودات المستخدمة من طرف إدارة المؤسسة بغية تحقيق عوائد مستقبلية، بمعنى تحديد المبالغ التي سوف تقوم المؤسسة بإستثمارها وكذا نوع الأصول التي تكون موضوع الإستثمار، أما قرارات التمويل فهي تبحث عن كيفية التي تحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية لتمويل الإستثمارات التي تنوي استثمارها، بينما قرارات توزيع الأرباح ترتبط بقرار المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها.

# الفصل الثاني:

# الهيكل المالي للمؤسسة

**تمهيد:**

ترتبط وظيفة الإدارة المالية في مختلف المؤسسات باتخاذ ثلاثة أنواع من القرارات، قرارات الإستثمار، قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، هذه القرارات تساهم بشكل كبير في تحديد السياسة المالية للمؤسسة، فاختيار المؤسسة لهيكلها المالي يرتبط بدرجة كبيرة بالقرار التمويلي، حيث يتضمن هذ القرار اختيار التوليفة أو المزيج من المصادر التمويلية التي سوف تعتمد عليها المؤسسة في تمويل نشاطها الإستثماري والإستغلالي، وبما أن الموارد المالية محدودة فيجب على المؤسسة اختيار الأموال التي لها تكلفة منخفضة ومخاطر قليلة، أي اختيار الهيكل المالي الذي يخفض تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى ويقلل المخاطر ويعظم القيمة السوقية للمؤسسة.

وعلى ضوء ما سبق سنحاول دراسة هذا الفصل من خلال المباحث الثلاثة التالية:

**المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي**

**المبحث الثاني: تكلفة التمويل**

**المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي**

## المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي

يعتبر إتخاذ القرار الخاص باختيار مصادر التمويل الذي سوف يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة من أكثر الأمور التي تشغل تفكير الإدارة المالية، فالمهمة الأساسية للإدارة المالية توفير الأموال الكافية واللازمة لاقتناء الأصول وتشغيل المؤسسة، وذلك بعد أن تكون قد انتهت من تحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال،كما أن المؤسسة تحصل على احتياجاتها المالية من مصادر مختلفة، فقد تكون من مصادر طويلة الأجل أو مصادر قصيرة الأجل.

وسنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم الهيكل المالي ومحدداته وذلك في إطار المطلب الأول، بعدها يتم تناول مكونات الهيكل المالي قصيرة الأجل في المطلب الثاني، وأخيرا يتم دراسة مكونات الهيكل المالي طويلة الأجل في المطلب الثالث.

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أكثر الموضوعات التمويل التي لاقت اهتماما كبيرا من طرف الأكاديميين في مجال الإدارة المالية، فاستمرار المؤسسة وقدرتها على النمو وتطوير عملياتها يتوقف على مدى قدرتها على اختيار الهيكل المالي المناسب الذي يتلائم مع امكانياتها المالية.

#### أولا: مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي على أنه:"توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها التمويلية، ويتكون هذا الهيكل من مجموعة من العناصر التي تمثل جانب الخصوم في الميزانية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل وسواءا كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية[1].

كما يعرف الهيكل المالي بأنه: قرارات التمويل التي تعكس الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية)، فالأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة: رأس المال، الفائض المحتجز، القروض طويلة الأجل، القروض قصيرة الأجل (ائتمان مصرفي أو ائتمان تجاري...)، فالهيكل التمويل إذا هو تركيب المصادر التي يتم بموجبها تمويل الأصول[2].

وبالتالي يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف استثماراتها وأصولها من موارد خارجية وداخلية، سواء كانت أموال ملكية أو ديون.

وفي الأخير لابد أن نفرق بين هيكل رأس المال والهيكل المالي وهيكل الأصول:

#### 1- مفهوم هيكل رأس المال:

يعرف هيكل رأس المال بأنه: عبارة عن التمويل الدائم الذي يتكون من التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل

---

[1]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص527.

[2]- سيد الهواري، مرجع سابق، ص108.

الممتلك ( ديون طويلة الأجل والأسهم العادية والأسهم الممتازة)، ويستبعد أنواع الإئتمان قصير الأجل[1].

**2- مفهوم الهيكل المالي:**

يمثل الهيكل المالي مجموع الأموال التي من خلالها تستطيع المؤسسة تمويل موجوداتها، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر من الميزانية حيث تتضمن التمويل المقترض والتمويل عن طريق الملكية.

**3- هيكل الأصول:**

يرتبط هيكل الأصول بالجانب الأيمن من الميزانية، حيث يعبر عن المكونات التفصيلية لأصول المؤسسة من حيث توزيع الإستثمارات الإجمالية على كل من الأصول الثابتة ورأس المال العامل والتي ترتبط بطبيعة النشاط الإستثماري التي تعمل به المؤسسة، حيث تختلف الأنشطة الإقتصادية فيما بينها من حيث هيكل الأصول الواجب إقراره، فإذا نظرنا إلى المشروعات الصناعية والتي تتمثل طاقتها الإنتاجية والبيعية في الأصول الثابتة، فمن المنطقي أن هيكل الأصول هنا سوف يتكون بالدرجة الأولى من الأصول الثابتة، عكس المشروعات التجارية والتي تمثل طاقتها البيعية والربحية في أصولها المتداولة، فمن المنطقي أن يتكون هيكل أصولها وبالدرجة الأولى من رأس المال العامل وبدرجة أقل من الأصول الثابتة[2].

**ثانيا: محددات الهيكل المالي**

الواقع أن هناك العديد من الإعتبارات التي تلعب دورا مؤثرا في تكوين الهيكل المالي الملائم للمؤسسة والتي تمثل للمدير المالي محاور هامة في صناعة القرار التمويلي، ولكن السؤال المطروح: هل تلجأ المؤسسة إلى استخدام الديون إلى جانب حقول الملكية في تكوين الهيكل المالي، أو الاعتماد بدرجة كبيرة على الديون في تمويل احتياجاتها، هذا الاختلاف في تكوين هيكل المالي بين المؤسسات يجعلنا نقوم بدراسة أهم العوامل المؤثرة على تكوين الهيكل المالي.

**أولا: الربحية**

اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية المؤسسات في الهيكل المالي، حيث نجد أن نظرية التبادل تؤكد وجود أثر إيجابي بين الربحية ونسبة الدين، فالمؤسسات التي لها نسبة ربحية عالية لها القدرة على زيادة نسبة الدين.

ومن ناحية أخرى، نجد أن (myer1984) اقترح أن يتم التمويل بالأرباح المحتجزة أولا ثم بالدين، ومن ثم التمويل بالملكية، من هذا المنطلق فإن هناك أثرا سلبيا بين الربحية ونسبة التمويل، أي أن الربحية العالية تتضمن اعتمادا أكثرا في التمويل على الأموال الداخلية، واستعمالا أقل للدين[3].

---

[1]- حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010، ص15.

[2]- نبيل عبد السلام شاكر، الفشل المالي للمشروعات، جامعة عين شمس، مصر، ص ص107-108.

[3]- غازي فلاح المومني وعلى محمود حسن، محددات الهيكل المالي بشركات الأعمال "دراسة الشركات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة العلوم الإدارية"، المجلد 38، العدد 02، جامعة الأردنية، 2011، ص369.

كما يمكن التعبير عن ربحية المؤسسة باستخدام العائد على أصول المؤسسة الذي يعرف بأنه صافي الدخل قبل الضرائب مقسوما على مجموع الأصول، ويعتبر هذا المقياس الأكثر شيوعا في الدراسات التي قامت باختيار العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال، وتأتي أهمية هذا العنصر من أن ربحية المؤسسة تؤثر بشكل قوي في المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، فكلما زادت ربحية المؤسسة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الإقتراض وزادت قدرتها على تحقيق الوفر الضريبي، ومن ناحية أخرى فكلما زادت ربحية المؤسسة استطاعت تمويل أنشطتها وتمويل التوسع من أرباحها وبالتالي قل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل، لذلك وبسبب أن المؤسسات التي تحقق أرباحا كبيرة لديها القدرة الأكبر على الإقتراض[1].

**ثانيا: حجم المؤسسة**

تشير الدراسات إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الإقتراض داخل الهيكل التمويلي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والإقتراض، أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الإقتراض بشروط أيسر، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الإقتراض وحجم المؤسسة معتمدة في هذا الطرح على أن المؤسسات الكبيرة يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للإعتماد على القروض بدرجة أكبر، بينما كشفت دراسة أخرى على وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة والإستدانة في البيئة المالية حيث لوحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة الحجم في ألمانيا[2].

**ثالثا: هيكل الأَصول**

تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الآمان للمقرض إلى استخدام الإقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الإستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الإستخدامات الخاصة ضمانا جيدا للقروض[3].

كما أن الإقتصادي"ويليامسون"(williamson) في مقال سنة 1988 أكد أن اختيار أسلوب التمويل يعتمد بشكل كبير على درجة قابلية بيع الأصول دون خسائر معتبرة، ومنه فإن كل أصل يتمتع بقابلية تسويقية كبيرة أمكن تمويله عن طريق القروض، حيث يقترح أسلوب تمويل مختلط بالإعتماد على القروض كأداة طبيعية للتمويل، في حين أن الأموال الخاصة تبقى كحل ثاني، حيث أنه إذا تعارضت بنود عقد الإقتراض مع هدف

[1]- عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية " دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردنية للفترة (2000-2006)"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد2، الأردن، 2011، ص233.

[2]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص408.

[3]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص404.

تعظيم قيمة المؤسسة، يمكن للإدارة المالية الإستغناء عن القروض والإعتماد على الأموال الخاصة[1].

**رابعا: الموقف الضريبي**

أحد الأسباب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي يخفض من عبء الضرائب، غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل المؤسسة من الضرائب أو قد يمنح حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة، أو يسمح له بترحيل الخسائر للأمام أو الخلف خصما من وعاء الضريبة لعدة سنوات، الأمر الذي يؤدي إلى فقدان الإقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية[2].

**خامسا: المرونة المالية أو التمويلية**

تشير المرونة المالية إلى قدرة المؤسسة على تجميع الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة، حيث يدرك المدراء الماليون بالمؤسسات الكبيرة أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات المؤسسة ومن ثم نجاحها، كما يدرك المدراء الماليون أيضا صعوبة الحصول على تمويل في الأوقات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات تشغيلية، حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض المؤسسات التي تتميز بمتانة مراكزها المالية معبرا عنها بالميزانيات العمومية الخاصة بها، وبالتالي يمكن القول أن كل من احتياجات المؤسسة المتوقعة من التمويل والنتائج المترتبة على قصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالي المستهدف[3].

**سادسا: معدل النمو**

إن المؤسسة الفردية أو المساهمة المحدودة، والتي تعتمد على أموال الملكية في تمويل إستثماراتها، عادة ما تلجأ إلى الإقتراض لتمويل استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والإقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وتكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بالنمو، نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الإستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الإعتماد على على مواردهم الذاتية[4].

ويمكن التعبير عن نسبة النمو المتوقع للمؤسسة من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة النمو في عدد الموظفين أو نسبة النمو في مبيعات المؤسسة أو نسبة النمو في مجموع الأصول أو نسبة مصاريف الأبحاث والتطوير إلى مجموع المبيعات أو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأسمال المؤسسة[5].

---

[1]- رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج" ، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008، ص61.

[2]- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص394.

[3]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص403.

[4]- علاء محمد شكري عبد الحميد، دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 32، العدد 2، ديسمبر 2012، ص75.

[5]- عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، مرجع سابق، ص234.

وهناك من يعتقد أن الإستثمار في الفرص الإستثمارية مع نسبة الديون ذو علاقة عكسية، من منطلق أن المؤسسات التي تعتمد على التمويل بالدين الذي يحمل درجة من المخاطر بين طياته قد تضطر إلى العزوف عن الدخول في هذه الإستثمارات، إضافة إلى ذلك فإن الإستثمارات المرتقبة هي أصول رأسمالية من شأنها زيادة قيمة المؤسسة في المدى الطويل، لكن لا تدر دخلا في الوقت الحاضر، كما أنه لا يمكن استخدامها كنوع من الضمان وأن قيمتها معرضة للإنخفاض في حالة أن المؤسسة تواجه خطر الإفلاس الأمر الذي يجعل علاقتها سالبة مع الديون[1].

**سابعا:المخاطر المالية**

ترتبط المخاطر المالية بدرجة كبيرة بالقرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، بحيث عندما يقوم الهيكل التمويلي للمؤسسة على تمويل الاحتياجات المالية لها بالأموال الخاصة بالكامل، فإنها لا تتعرض للخطر المالي، أما إذا كانت القروض تمثل جزءً من الهيكل التمويلي للمؤسسة، ففي هذه الحالة يظهر الخطر المالي أين يمكن إرجاع نسبة مباشرة إلى أن استخدام القروض في الهيكل التمويلي للمؤسسة يؤدي إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين، واحتمال عدم القدرة على تسديد الديون، وبالتالي يجب على المؤسسة أن تختار الهيكل التمويلي الذي يعظم من قيمتها، وفي نفس الوقت يعمل على التقليل من المخاطر المالية، ونشير إلى أنه يمكن للمؤسسة تجنب هذه المخاطر من خلال انتهاج سياسة التنويع في مصادر التمويل، وهذا من أجل تجنب الوقوع في نفس المخاطر التي تعيق سير المحفظة المالية للمؤسسة[2]، بمعنى آخر ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث كلما زادت المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل بالإقتراض.

**ثامنا:درجة استقرار المبيعات**

هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت المبيعات وأرباح المؤسسة أكثرا استقرارا استفادت المؤسسة من رافعة التمويل، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة[3]، بمعنى آخر أن درجة استقرار المبيعات في المؤسسة لها علاقة بنسب الإقتراض، فعندما تكون المبيعات والإيرادات مستقرة هذا يساهم في دفع التزامات المؤسسة اتجاه القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بخلاف إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الإلتزامات[4].

**تاسعا:درجة المنافسة**

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة الإقتصادية تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما كانت المنافسة

---

[1]- علاء محمد شكري عبد الحميد، مرجع سابق، ص75.

[2]- عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر التمويل للمؤسسة ، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2003-2004، ص93.

[3]- علاء محمد شكري عبد الحميد، مرجع سابق، ص74.

[4]- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص341.

السعرية كبيرة بين المؤسسات كلما انحصر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الإقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة[1].

**عاشرا: موقف المقرضين ووكالات تصنيف الائتمان**

يؤثر موقف كل من المقرضين ووكالات تصنيف الائتمان بشكل كبير على قرارات الهيكل التمويلي، فكثير من الأحوال تناقش المؤسسات مقرضيها ووكالات الائتمان وتستطلع أرائهم حول الهيكل المالي المقترح للمؤسسة وتعطي أهمية كبيرة لهذه الآراء عند تكوين هياكلها المالية[2].

**إحدى عشر: أحوال وظروف سوق رأس المال**

يمكن أن تشكل ظروف السوق المالي عاملا مفسرا لهيكل المؤسسات، وذلك من خلال القوانين التي تحكم عملية اصدار أدوات التمويل والشروط المطلوب تحققها عند عملية الإصدار، بحيث يكون لهذه الظروف تأثير على مستوى الإستدانة طويلة الأجل[3]، اذا أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وانخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لايشجع المؤسسة إلى اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية[4].

**المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي قصيرة الأجل**

تتمثل مكونات الهيكل المالي قصيرة الأجل للمؤسسة في مصادر التمويل قصيرة الأجل والمتمثلة في الائتمان المصرفي والائتمان التجاري.

**أولا: تعريف التمويل قصير الأجل**

يمكن تعريف التمويل قصير الأجل بأنه: ذلك الإلتزام الواجب دفعه خلال مدة زمنية لا تزيد على السنة الواحدة، وهو موجه لتمويل النشاط العادي للمؤسسة (دورة الإستغلال)[5].

وتمثل الخصوم الجارية مصادر التمويل قصير الأجل للمؤسسة، وغالبا ما يستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل احتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة، ويرجع استخدام التمويل قصير الأجل إلى أسباب متعددة أهمها مايلي[6]:

1- قد تكون الحاجة للأموال موسمية، مما يجعل التمويل الدائم مرتفع التكاليف نظرا لأن الأموال ستبقى عاطلة خلال فترة من السنة؛

---

[1]- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة" دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص6.

[2]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص306.

[3]- ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سابق، ص29.

[4]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص306.

[5]- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص257.

[6]- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في إدارة الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص303-304.

2- سهولة الحصول على القروض قصيرة الأجل بالنسبة لمعظم المشروعات من القروض الطويلة، نظرا لقلة الأخطار التي يتحملها المستثمرون الذين يقرضون أموالهم لفترة قصيرة؛

3- قد تكون تكلفة التمويل قصير الأجل أقل من تكلفة التمويل طويل الأجل بسبب قلة الأخطار التي تتعرض لها الأموال المقترضة في المدة القصيرة؛

4- قد تستخدم المصادر قصيرة الأجل بسبب الضرورة أي نتيجة لعدم توافر أي مصدر آخر، فالأسهم قد لا يمكن بيعها إلا بسعر يوقع أكبر الضرر على الحملة القدامى، أو أن السندات لا يمكن إصدارها إلا بسعر فائدة مرتفع للغاية لا يمكن للإدارة قبوله، وأمام مثل هذه الظروف لا يمكن للمؤسسة إلا أن تختار التمويل المؤقت قصير الأجل.

وعلى العموم تتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في التالي:

**أ- الائتمان التجاري:**

**أ-1- مفهوم الائتمان التجاري:**

يعرف الائتمان التجاري على أنه: ائتمان قصير الأجل يحصل عليه المشتري من المورد مقابل قيام الأول بشراء بضائع من الثاني على الحساب، فهو يمثل قيمة البضائع المشتراة على الحساب بغرض إعادة بيعها، إذا لا يشمل هذا الائتمان على قيمة الأصول باعتبار أن تمويل هذه الأصول من مصادر طويلة الأجل[1].

**أ-2- شروط الائتمان التجاري:**

يمكن تلخيص شروط الائتمان في مايلي:

1- مقدار الخصم المسموح به إذا حدث السداد نقدا خلال فترة زمنية محددة، حيث يطلق عليه بالخصم النقدي؛

2- الفترة الزمنية التي ينبغي السداد خلاله حتى يمكن الحصول على الخصم النقدي، وهذه المدة قصيرة ولا تزيد عن 10 أيام أو 20 يوما؛

3- الفترة الزمنية التي يمكن أن تمر قبل سداد الفاتورة وذلك في حالة عدم الحصول على الخصم النقدي[2]؛

4- طريقة الدفع: قد يكون هناك اتفاق بين المشتري والبائع أن يتم تسليم البضاعة ودفع قيمتها في آن واحد، أو يتم الدفع قبل استلام البضاعة؛

5- طبيعة السلعة محل التعامل هل تخضع للمنافسة، متوفرة؛

6- الحد الأقصى لكمية المشتريات[3].

---

[1]- عبد المعطي ارشيد، حسنى علي خريوش، أساسيات الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص180.

[2]- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص ص 322-323.

[3]- عبد المعطي ارشيد، حسنى علي خريوش، مرجع سابق، ص182.

**أ-3- أشكال الائتمان التجاري:**

يتخذ الائتمان التجاري في الغالب شكلين هما:

- **الحساب الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالا حيث يفتح البائع للمشتري حسابا في دفاتره يسجل فيه ثمن ماباعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي يسددها أولا بأول[1].

وينظر إلى الحساب الجاري على أنه أهم أنواع الائتمان التجاري، حيث يفضله المتعاملون الإقتصاديون على الأوراق التجارية التي يمكن للدائن إثباتها أو تظهيرها لطرف ثالث في حالة عجز المدين عن السداد في موعد الاستحقاق[2].

- **الأوراق التجارية:** تعبر الورقة التجارية باعتبارها صكا أو وثيقة خطية يتعهد المشتري بموجبها دفع مبلغ معين من المال بتاريخ محدد أو تاريخ الاستحقاق وفي مكان محدد أيضا، هذا وتتراوح الأوراق التجارية بين الكمبيالة والشيكات، وتشترى من طرف الأفراد والمؤسسات التي تمتلك فوائض نقدية عاطلة بهدف استثمارها [3].

**أ-4- العوامل التي تؤثر على منح الائتمان التجاري:**

يتوقف منح الائتمان التجاري واستخدامه على العوامل التالية[4]:

- مركز البائع المالي ومقدرته على منح الائتمان للمشتري بشروط أسهل؛
- مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي؛
- قدرة البائع على تقدير أخطار الائتمان؛
- الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة؛
- طبيعة السلعة المباعة، حيث أن السلع التى تتمتع بطلب كبير تكون فيها شروط الائتمان أسهل من تلك ذات الطلب الضيق والمحدود؛
- الحالة التجارية، بحيث إذا كانت الأحوال التجارية مزدهرة ورابحة فإن أخطار الائتمان تصل إلى أدناها، وبالتالي التوسع في منح الائتمان وبشروط سهلة.

**أ-5- مزايا الائتمان التجاري:**

يمكن حصر مزايا الائتمان التجاري في النقاط التالية:

- يعتبر الائتمان التجاري وسيلة مألوفة في العمليات التجارية في معظم المؤسسات، ويمكن للمؤسسة التي لا تستطيع الحصول على ائتمان من المؤسسات المالية أن تحصل على ائتمان تجاري من المؤسسة البائعة المعروفة

---

[1]- زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 1996، ص126.

[2]- علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص267.

[3]- علي حسن علي وآخرون، الإدارة الحديثة لمنظمات الأعمال، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص305 .

[4]- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص ص 221-320.

مسبقا بالجدارة الائتمانية؛

– في الكثير من الأحوال لا تجد المؤسسة المشترية بديلا آخر أفضل للتمويل غير الائتمان التجاري حيث تكون تكاليفه متناسبة مع المخاطر التي تتحملها المؤسسة البائعة؛

– يمثل الائتمان التجاري إعانة مالية للمؤسسة المشترية أو وسيلة لترويج مبيعات المؤسسة المانحة للائتمان[1]؛

– يتصف الائتمان التجاري بالسهولة والبساطة في الحصول عليه وهذا بخلاف القروض المصرفية، حيث في بعض الأحيان يؤدي التأخير في تسديد القروض المصرفية إلى إفلاس المؤسسة؛

– يتطلب الائتمان التجاري في بعض الأحيان وجود صناعات كبيرة، وعندها نستعمل الأوراق التجارية كضمان للبنك من استرجاع القرض؛

– يعتبر التمويل بواسطة الائتمان التجاري مصدر تمويلي قليل التكلفة مقارنة بالمصادر الأخرى؛

– التمويل بالائتمان التجاري مهم بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي يتعذر عليها الحصول على القروض[2].

**أ–6– عيوب الائتمان التجاري:**

إلى جانب مزايا الائتمان التجاري توجد بعض العيوب التي نوجزها في العناصر التالية[3]:

- تؤدي صعوبات التسديد المؤسسة لمستحقات الموردين في الآجال المحددة إلى الإساءة بسمعتها في السوق؛
- قد يكون تمويلا مكلفا إذا لم تحسن المؤسسة استخدامها في زيادة مركزها التنافسي؛
- قد يكون هذا التسهيل في السداد مرتبط بشروط بيعية أو تسويقية يفرضها البائع على المشتري مستغلا في ذلك ظروف المشتري.

**ب– الائتمان المصرفي:**

**ب–1– تعريف الائتمان المصرفي:**

يمكن تعريف الائتمان المصرفي بأنه: الأموال التي تحصل عليها المؤسسات من البنوك التجارية بهدف تمويل نشاطاتها الجارية والموسمية، وذلك مقابل دفع فوائد نظير استعمالها لهذه الأموال بمعدلات تعرف باسم معدل فائدة معين[4]، بمعنى آخر ذلك القرض القصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك التجارية بهدف تمويل العمليات الجارية، ويأتي هذا النوع في المرتبة الثانية بعد القرض التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر تمويل قصير الأجل.

إن اختيار البنك من قبل المؤسسة التي ترغب في استخدام الائتمان المصرفي مسألة ذات أهمية كبيرة، نظرا لوجود عوامل تلعب دور في طريقة المفاضلة بين البنوك وتمثل هذه العوامل في العناصر التالية:

---

[1]– سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1999، ص ص 150 -151.

[2]– عبد القادر بوعزة، مرجع سابق، ص ص 54-55 .

[3]– مرجع نفسه، ص55.

[4]– علي حسن علي وآخرون ، مرجع سابق، ص303.

- ❖ تناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي ترغب في الحصول على الأموال (هناك بنوك متخصصة تقدم قروض للمؤسسات الصغيرة)؛
- ❖ تركيز المؤسسة على سياسات البنك فيما يتعلق بمنح الائتمان (مقدار الأموال التي يستطيع اقتراضها، مدة القرض وتكلفة القرض)، فتختار المؤسسة البنك الذي يتبع سياسات تتماشى وظروفه[1]؛
- ❖ يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنك المركزي، إذ تزداد المقدرة على الاحتفاظ بعلاقة وثيقة مرضية؛
- ❖ البنك يبحث على المؤسسة ذات المركز المالي القوي والمستقر[2].

**ب-2- أشكال الائتمان المصرفي:**

تقوم البنوك التجارية بمنح أنواع متعددة من القروض لعملائها، ولهذا سنحاول التمييز بين نوعين من هذه القروض وهما:

**ب-2-1- الائتمان المصرفي غير مكفول بضمانات محددة:**

إذا كانت المؤسسة من النوع الذي يقترض من البنك باستمرار فإن تفاوضها في كل حالة اقتراض يسبب الكثير من المشاكل إلى جانب اهدار الوقت والجهد لها، ولتجنب هذه المفاوضات المتكررة فقد يلجأ البنك إلى أن يفتح اعتمادا للمؤسسة[3]، بمعنى أن البنك التجاري يقدم الأموال اللازمة للمؤسسة خلال موسم معين أو نشاط دوري، حيث يستخدم الأموال لتمويل النشاط المعنى والذي بدوره يخلق الإيرادات النقدية الكافية لتسديد، ومن أمثلة ذلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة لتمويل مخزونها السلعي قبل موسم البيع، حيث تحول السلع المخزونة إلى مدينون، وبعد تحصيل ذمم المبيعات تستخدم هذه التحصيلات وحصيلة النقديات لسداد قيمة التسهيلات الائتمائية وفوائدها[4]، وعادة ما تعمد البنوك عند منح هذا النوع من الائتمان إلى وضع شرطين هما[5]:

**الشرط الأول:** مايعرف بالرصيد المعوض حيث يقوم البنك بحجز أو الإحتفاظ بنسبة معينة من قيمة الإعتماد، والسبب وراء ذلك أن البنوك ترى من مصلحة العميل الإحتفاظ برصيد نقدي مما يؤدي إلى تقوية مركزه المالي، ولا شك أن هذا الشرط يزيد من تكلفة الأموال التي يقترضها.

**الشرط الثاني:** هو إلزام العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة، والسبب ذلك إظهار أن هذه

---

[1]- عبد المعطي ارشيد، حسنى خريوش، مرجع سابق، 174.

[2]- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية "دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص11.

[3]- عبد المعطي ارشيد، حسني على خريوش، مرجع سابق، ص175.

[4]- علي حسن علي وآخرون ، مرجع سابق، ص303.

[5]- محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر، بدون سنة، ص435.

القروض من النوع قصير الأجل وأن لا يتخذها العميل على أنها مصدر تمويلي طويل الأجل، بالإضافة إلى اشتراط البنك باتباع سياسات مالية معينة طول فترة القرض.

**ب-2-2- الإئتمان المصرفي المكفول بضمان:**

قد تمنح البنوك التجارية المؤسسات قروضا غير مضمونة مجرد توقيع المقترض للعقد الإقتراض، ولكن إلى جانب ذلك نجد أن البنوك قد تطلب ضمانا معينا يجب أن يقدمه المدين قبل منح الائتمان، وهذا الضمان قد يكون طرف آخر (ضامن) أو أصل معين كالحسابات المدينة، أوراق القبض، البضائع أو العقارات، ومن الملاحظ أن البنوك لا تمنح المؤسسة القرض المطلوب بالقيمة الكاملة للضمان بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية خطر انخفاض قيمته وقت الرجوع إليه في حالة عدم سداد المؤسسة، وتختلف نسبة التغطية باختلاف نوع الأصل المقدم كضمان وباختلاف المراكز المالية للمؤسسات وحسب مواعيد الإستحقاق[1].

ويرجع استخدام القروض المكفولة بضمان إلى أسباب عديدة أهمها:

- ضعف المركز المالي للمؤسسة؛
- امكانية حصول المؤسسة على قدر أكبر من الأموال عند تقديم ضمانات؛
- عادة تطلب البنوك من المؤسسات الصغيرة تقديم ضمانات، لأن هذه المؤسسات تتعرض للمخاطر.

**ج- المقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري:**

لتوضيح ذلك نقدم الجدول التالي:

[1]- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص141.

**الجدول رقم (01): المقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري**

| المعيار / نوع الائتمان | الائتمان التجاري | الائتمان المصرفي |
|---|---|---|
| **الزمن** | قصير الأجل | إما قصير الأجل وإما طويل الأجل |
| **الحجم** | حجم الائتمان التجاري أكبر من الائتمان المصرفي قصير الأجل | أقل من الائتمان التجاري في حالة القروض قصيرة الأجل |
| **التكلفة** | الائتمان التجاري مجاني في معظم الأحيان إلا في حالة تفويت فرصة الخصم النقدي، وفي حالة تجاوز فترة الائتمان إذا كان ذلك يسبب دفع فائدة. | الائتمان المصرفي لا يكون مجانيا بأية حال ولكن تكاليفه غالبا تكون أقل من تكاليف الائتمان التجاري إذا لم يكن ذلك الائتمان مجانيا |
| **طبيعة الائتمان** | يكون على شكل بضاعة بهدف إعادة بيعها | يكون على شكل نقدي |
| **شكل الائتمان** | الائتمان التجاري يأخذ شكل الحساب الجاري أو شكل الكمبيالة | يأخذ الائتمان المصرفي عدة أشكال |

**المصدر**:حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، ديسمبر 2010، ص44.

**المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي طويلة الأجل**

يعرف التمويل طويل الأجل على أنه:مصادر التمويل التي تزيد آجالها عن السنة وذلك لتمويل دورة الإستثمار، بمعنى آخر القروض التي تتحصل عليها المؤسسة وتكون مدتها تفوق السنة لتمويل انفاقها الإستثماري أو أموال للاستحقاق له (أموال ملكية).

ويمكن تقسيم مصادر التمويل طويل الأجل وفق الترتيب التالي:

**أ- أموال الملكية:**

تعتبر أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل انفاقها الإستثماري، وتأخذ نسبة معينة من الهيكل المالي لأغلب المؤسسات، وهي أموال التي يتم الحصول عليها من داخل المؤسسة[1]، بمعنى آخر الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المؤسسة، وهي بمثابة حقوق المساهمين والتي تمثل التزامات المؤسسة تجاه مالكيها.

[1]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص368.

تتشكل مصادر الملكية من العناصر التالية:

**1- الأسهم العادية:**

تعتبر الأسهم العادية من أكثر الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات، ويتم تداولها في البورصات من خلال قيام المستثمرين بشراء هذه الأسهم من الجهة المصدرة لها.

**1-1- مفهوم السهم:**

تعرف الأسهم على أنها: مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس المال الشركة فهي تمثل الملكية الأصلية في المؤسسة، وهي أيضا أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المؤسسة خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا يكاد يكون تاما على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم[1].

**1-2- خصائص السهم:**

يمكن تلخيص خصائص السهم في النقاط التالية[2]:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال المؤسسة وحملة الأسهم العادية هم أصحاب المؤسسة؛
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها؛
- صاحب الأسهم له الحق في المشاركة في إدارة المؤسسة؛
- أرباح السهم غير محددة مقدما وتعتمد على الموقف المالي للمؤسسة.

**1-3- قيم الأسهم:**

يمكن التمييز بين القيم التالية:

**- القيمة الإسمية:**

القيمة الإسمية للسهم هي سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم في بداية نشأته (عند إصداره لأول مرة) ويوضع هذا السعر على شهادة السهم مطبوعا في الأمام والقيمة الإسمية للسهم في العادة لا ترتبط بسعر السهم في السوق، وهي التي على أساسها يتم تسجيل أسهم رأس المال المصدر والمدفوع في الدفاتر[3].

---

[1]- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم "دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص10.

[2]- ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص41.

[3]- أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة (فلسطين)، 2009، ص35.

**– القيمة الدفترية:**

هي القيمة السهم العادي في دفاتر السجلات المحاسبية للمؤسسة ( قيمة الأسهم حسب هذه السجلات)، فإذا كانت المؤسسة تصدر نوعا واحدا من هذه الأسهم فإن القيمة الدفترية لهذه الأسهم تساوي مجموع رأس المساهم والاحتياطات والأرباح غير موزعة (حقوق الملكية)، وتكون القيمة الدفترية للسهم بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة[1].

ولتوضيح ذلك نقدم المعادلة التالية:

**القيمة الدفترية= حقوق الملكية /عدد الأسهم**

**– القيمة السوقية:**

القيمة السوقية للسهم هي: عبارة عن سعر السهم الذي يتم تداوله في السوق المالي، وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية[2].

كما نشير أن هناك عوامل تؤثر على القيمة السوقية للسهم، والتي تتمثل في العناصر التالية[3]:

– توزيعات الأرباح للمؤسسة في نهاية كل سنة، حيث يؤدي توزيع الأرباح إلى التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للسهم العادي؛

– التوقعات بخصوص مستقبل المؤسسة والمستندة على مركزها فإذا كانت متفائلة بخصوص المؤسسة استنادا إلى قوة مركزها المالي ونجاحها وقدرتها على تحقيق أرباح أكبر في المستقبل كلما أدى إلى زيادة القيمة السوقية للسهم العادي؛

– حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبط بمجموع العوامل السابقة والتي يمكن أن تؤدي إلى زيادة الطلب على العرض وتزداد القيمة السوقية للسهم العادي؛

– حالة الإقتصاد، أي الحالة الإقتصادية العامة والتي تمثلها حالة النشاطات الإقتصادية والتي يعتبر مؤشرها الناتج والدخل الوطني، حيث يؤدي التوسع والإنتعاش الإقتصادي إلى زيادة الطلب على السهم العادي، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للسهم العادي.

**1–4– مفهوم الاسهم العادية:**

تمثل الأسهم العادية حقوق ملكية في المؤسسات المساهمة، لذلك فإن حاملي الأسهم العادية يتمتعون بنفس الحقوق التي يتمتع بها مالك أي شيء، ويكون لهذا السهم ثلاثة قيم، قيمة اسمية تظهر على شهادة

[1]– علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص277.

[2]– محمد صالح الحناوي، محمد فريد صحن، مرجع سابق، ص336.

[3] – أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سابق، ص39.

الأسهم، إضافة إلى القيمة الدفترية التي تعادل قيمة حقوق الملكية المتمثلة في الإحتياطات والأرباح المحتجزة، إضافة لمجموع الأسهم العادية مقسوما على عددها، وأخيرا القيمة السوقية التي تحددها عوامل الطلب والعرض في السوق المالي[1].

### 1-4-1- حقوق حملة الأسهم العادية:

يحصل حامل الأسهم العادية على مجموعة من الحقوق تنص عليها القوانين الخاصة بقانون المؤسسات، وذلك لحماية المساهمين، وتتمثل هذه الحقوق في مايلي:

- الإشتراك في الجمعيات العامة وحق التصويت، وإن أصحاب الأسهم العادية يتمتعون بحق المشاركة في إدارة المؤسسة؛
- حق الحصول على الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيتحصل المساهمين على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم الأرباح؛
- الحق في التوزيعات من الأرباح المحققة ضمن شروط وسياسات التوزيع[2]؛
- الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع، وذلك لأنه لا يحق للمساهم العودة إلى المؤسسة المصدرة للسهم والمطالبة باسترجاع قيمته، فالسبيل الوحيد هو عرضه في سوق رأس المال للبيع[3]؛
- أولوية الشراء للأسهم الجديدة عندما تصدر المؤسسة أسهما جديدة لزيادة لحملة الأسهم القدامى[4].

### 1-4-2- إتجاهات حديثة في الأسهم العادية:

قامت بعض المؤسسات في السنوات الأخيرة بإيجاد مفاهيم جديدة للأسهم العادية، وذلك بهدف تطوير مفاهيم وإدخال خصائص على الأسهم التقليدية رغبة في زيادة جاذبية هذه الأسهم، ومن بين أهم الأنواع التي ظهرت نذكر مايلي[5]:

**- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:**

الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها ككل، ولكن بعض المؤسسات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواعا أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة للمؤسسة، وعلى الرغم من المزايا التي يحقق هذا النوع الحديث من الأسهم إلا أنه ولد نوعا من تضارب المصالح بين المستثمرين في المؤسسة الواحدة.

---

[1]- محمد صالح جابر، الإستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005، ص 30.

[2]- ضياء مجيد، مرجع سابق، ص41.

[3]- بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص13.

[4]- عبد المعطي ارشيد، حسنى خريوش، مرجع سابق، ص192.

[5]- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، قسم إدارة الأعمال، الإسكندرية، مصر، 1997، ص ص 21 -23 .

**– الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة قبل حساب الضريبة:**

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للمؤسسات، التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى مستخدميها في ظل خطة معينة، بمشاركتهم في ملكية المؤسسة بخصم التوزيعات من الأسهم من الإجراءات قبل احتساب الضريبة.

**– الأسهم العادية المخصومة:**

المفروض في الأسهم العادية أنه ليس لحملها الحق في الرجوع على المؤسسة وذلك في حالة انخفاض القيمة السوقية، إلا أنه في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1984 لأول مرة أصدرت أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

**2– الأسهم الممتازة:**

**2–1– مفهوم الأسهم الممتازة:**

تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين نوعين، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك في حالة التصفية[1]، و يمثل السهم الممتاز سند ملكية وله قيمة اسمية، دفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي[2].

ونشير أن المؤسسات تلجأ إلى إصدار هذا النوع من الأسهم للأسباب التالية[3]:

- زيادة الموارد المتاحة للمؤسسة (تتمكن المؤسسات من زيادة مواردها الممتلكة عن طريق إصدار أسهم ممتازة)؛
- المتاجرة بالملكية حيث تستطيع المؤسسة أن تحقق أرباحا إضافية لحملة الأسهم العادية إذا تمكنت من استثمار حصيلة الأسهم الممتازة، لتحقيق أرباح تزيد على الأرباح الموزعة لحملة الأسهم الممتازة؛
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة، لأن حملة الأسهم الممتازة لا يتمتعون بحق التصويت وبالتالي ليس لهم دور تشاركي في إدارة المؤسسة.

**2–2– مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:**

**2–2–1– مزايا التمويل بالأسهم الممتازة:**

تتمثل مزايا التمويل بالأسهم الممتازة في النقاط التالية[4]:

---

[1]– عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، جامعة صنعاء، اليمن، بدون سنة، ص41.

[2]– جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص223 .

[3]– حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص ص 963-964.

[4]– رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص23.

- السهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند؛
- إن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس المؤسسة، إضافة إلى ذلك فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الإقتراضية للمؤسسة؛
- ميزة الأرباح الموزعة التراكمية التي في حالة عدم توزيع الشركة أرباح في سنة ما على حملة الأسهم الممتازة لعدم تحقيق أرباح كافية، فإن الأرباح لتلك السنة تنقل إلى السنة التي تليها، أي أنه يتطلب من المؤسسة في السنة القادمة أن تسدد أرباح الأسهم الممتازة المتأخرة، والمستحقة قبل أن تقوم بتوزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية، وهذا يحفظ حق حملة الأسهم الممتازة في الأرباح المستحقة المقررة لهم بغض النظر عن مستوى أرباح المؤسسة.

### 2-2-2- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

تمثل عيوب التمويل بالأسهم الممتازة في النقاط التالية:

- تعرض حملة الأسهم الممتازة لمخاطر أعلى من المخاطر التي يتعرض لها المقرضين وحملة السندات[1]؛
- تعتبر تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالدين[2]؛
- التكلفة المرتفعة التي تتحملها المؤسسات المصدرة للأسهم الممتازة وذلك لأن توزيعاتها لا تحقق وفرات ضريبية للمؤسسة[3].

## 3- الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد أهم المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ لها أغلبية المؤسسات المختلفة لتمويل جزء من احتياجاتها المالية بواسطة هذه الأرباح المحتجزة.

ويقصد بالأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر في الميزانية من عناصر حقوق الملكية[4].

وتستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدم في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كالمؤسسات التي ترغب في تخفيض ديونها أو التي تواجه ظروفا اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الحالة يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة، وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة[5]، وكذلك تعمل هذه الأرباح على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة، حيث ترفع من

---

[1]- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص378.

[2]- عبد المعطي ارشيد، حسني علي خريوش، مرجع سابق، ص201.

[3] - بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص16.

[4]- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص55.

[5]- نهال فريد مصطفى، أساسيات الأعمال، دار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص260.

نسبة حقوق الملكية إلى الإقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية للمؤسسة، إضافة إلى أن زيادة الأرباح المحتجزة يؤدي إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة ومن ثمة زيادة القيمة المتوقعة لأسهمها الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية للمؤسسة[1].

**ب- أموال الإقتراض طويل الأجل:**

يعد الإقتراض طويل الأجل أحد مصادر الضرورية لتمويل المؤسسات في الوقت الحاضر لما له دور في تمويل مختلف نشاطات المؤسسة خاصة الإستثمارية، وفي المقابل يمثل التزاما على المؤسسة تجاه الآخرين يتطلب منها الوفاء به في تاريخ الإستحقاق المتفق عليه وإلا تعرضت لمخاطر قد تؤدي إلى إفلاسها، وتتمثل مصادر الإقتراض طويل الأجل في مايلي:

**1- السندات:**

تعد السندات من أهم وأقدم وسائل التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات والحكومات، والتي من خلالها تستطيع الحصول على الموارد اللازمة للإستثمار والنمو والتطوير والتوسع في النشاط الإقتصادي والمنافسة، فتلجأ المؤسسات أو الحكومات التي تكون بحاجة إلى الموارد للإقتراض عن طريق إصدار أوراق مالية تسمى السندات.

**1-1- تعريف السند:**

يعرف السند على أنه: ورقة مالية تمثل دين طويل الأجل يحق لصاحب هذا السند الحصول على فائدة سنوية ثابتة تاريخ استحقاق القرض[2].

كما يعرف السند كذلك على أنه: عبارة عن وثائق اعتراف بالدين اتجاه المقرضين وذلك لمدة زمنية محددة وبالمقابل سعر فائدة محددة مسبقا ومضمون[3].

نستنتج أن السندات هي أوراق دين تصدرها الحكومات أو المؤسسات في تاريخ محددة وتحت شروط معينة، وتلتزم الجهة المصدرة بدفع فوائد سنويا مع دفع قيمة السند عند تاريخ استحقاقه.

**1-2- خصائص السندات:**

تتمثل أهم خصائص السندات في مايلي[4]:

- يمثل السند أداة دين تباع من جهة ما، وتشترى من قبل المستثمرين كافة؛
- تحمل السندات تاريخ استحقاق محدد، أي تاريخ الذي يعاد عنده رأس المال المستثمر؛
- القيمة الإسمية التي أصدر فيها السند؛

---

[1]- عاطف وليد أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص379.

[2]-J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3éme édition, 1993, P 27.

[3]- سامية زيطارى، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة"حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع القياس الإقتصادي،كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص17.

[4]- فهد عبد الله الحويماني، المال والإستثمار في الأسواق المالية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الطبعة الثانية، 2006، ص393.

- السعر الحالي وهو السعر الذي يتم فيه تداول السند في سوق السندات في أي وقت من الأوقات والذي يكون أعلى من القيمة الإسمية أو أدنى منها؛
- العائد الإسمي وهو نسبة الفائدة المحددة لسند عند صدوره؛
- العائد الجاري وهو ناتج قسمة العائد الإسمي على السعر الحالي للسند؛
- عائد الإستحقاق وهو العائد المتحقق عند الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الإستحقاق.

**1-3- أنواع السندات:**

تأخذ السندات أنواع مختلفة، حيث يمكن تصنيفها حسب عدة معايير، لكل معيار من معايير مميزات هامة، لهذا نحاول التطرق لبعض أنواع السندات وفقا الترتيب التالي:

**- سندات ذات معدل فائدة متغير:**

في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب متغير السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

**- سندات ذات معدل فائدة ثابت:**

في هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية القرض، كما أن هذا النوع يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لأن المستثمر يستطيع الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق[1].

**- سندات لحاملها:**

يكون السند لحامله عندما يصدر خاليا من إسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الإستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك الذي يتولى دفع الفوائد، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في استلام قيمته الإسمية من البنك مباشرة[2].

**- السندات القابلة للتحويل لأسهم:**

تصدر بعض المؤسسات سندات يستطيع المستثمر تحويلها إلى أسهم من أسهم المؤسسة نفسها وبطريقة حسابية معينة، بعد فترة محددة من الزمن، وفي المقابل تصدر المؤسسة المصدرة لهذه السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية.

**- سندات قابلة للاستدعاء:**

بعض المؤسسات تصدر سندات معينة تسمح للمؤسسة باسترجاعها في المستقبل، حيث تقدم المؤسسة بدفع كامل رأس المال للمستثمرين وتزيد عليه مبلغا محددا من المال كتعويض عن سحب السندات، والسبب الذي

[1]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص27.

[2]- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص ص101 -102.

يجعل المؤسسات تقدم هذا النوع من السندات هو أنها تعتبر طريقة للتخلص من الديون، خصوصا عندما تنخفض معدلات الفائدة بشكل كبير وتجد المؤسسة نفسها تدفع فائدة باهضة لمستثمري السندات لديها، فتقوم باستدعائها وأحيانا تقوم المؤسسة بإصدار سندات جديدة بمعدل فائدة أقل من السابق[1].

**– السندات المضمونة بأصول المؤسسة:**

في حالة تصفية المؤسسة أو عدم وفائها بالتزاماتها يحق لحملة السندات التصرف بالأصول من أجل استيفاء حقوقهم، وهي طريقة تلجأ إليها بعض المؤسسات لاجتذاب رؤوس الأموال عن طريق تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض[2].

**– سندات غير مضمونة بأصول:**

وهي سندات تصدرها المؤسسات ذات المركز الائتماني القوي والقوة الإيرادية للمؤسسة المصدرة.

**– السندات بقيمة الإكتتاب في الأسهم :**

يعطي هذا النوع من السندات الحق لحاملها الإكتتاب في أسهم المؤسسة المصدرة لها، حيث أن حصول أي مستثمر على سند من السندات التي طرحها المؤسسة، يمكنه من الإكتتاب في الأسهم، وذلك وفق سعر محدد، حيث بإمكان تتداول هذه السندات مثل بقية الأوراق المالية الأخرى المتداولة في البورصة[3].

## 1–4– مزايا وعيوب التمويل بالسندات[4]:

### 1–4–1– مزايا التمويل بالسندات:

للتمويل بالسندات مجموعة من المزايا أهمها:

– يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل بالأسهم، حيث الفوائد التي تدفعها لحاملي السندات تخصم من الضرائب التي تدفعها الحكومة باعتبارها نفقات تتحملها المؤسسة؛

– تعرض المقترضين إلى مخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم؛

– يتيح للمؤسسة فرصة المحافظة على استقلالية التسيير، بحيث لا يمنح للمقترضين حق التصويت في الجمعية العامة؛

– غالبا ما تكون تكلفة إصدار السندات أقل مقارنةً بتكلفة إصدار الأسهم؛

– يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرةً عند الإصدار، و كذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين.

---

[1]– فهد عبد الله الحويماني، مرجع سابق، ص397.

[2]– رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص30.

[3] - Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2éme Edition, Vibert, 1999, P 247

[4]– منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص57.

### 1-4-2- عيوب التمويل بالسندات:

تتمثل عيوب التمويل بالسندات في النقاط التالية:

- التمويل بالسندات مرتبط بموعد استحقاق، وبالتالي على المؤسسة العمل على توفير قدر كافي من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الإستحقاق؛
- يترتب عن التمويل بالسندات فوائد تدفعها المؤسسة، حيث الفشل في تسديد هذه الفوائد قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الإفلاس؛
- الخطر الذي يتعرض له المكتتب نتيجة التقلبات في أسعار الفائدة.

## 2- التمويل بواسطة الإستئجار:

### 2-1- تعريف الإستئجار:

يعرف الإستئجار على أنه:" عملية تجارية ومالية، يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركات تأجير مؤهلة قانونياً والمعتمدة من طرف المتعاملين الإقتصاديين الجزائريين أو الأجانب، أشخاص طبيعيين كانوا أو معنويين، تابعين للقانون العام أو الخاص، ويتعلق الأمر فقط بالأصول المنقولة أو غير المنقولة ذات الإستعمال المهني، أو المحلات التجارية أو المؤسسات الحرفية "[1].

وهناك أسباب تجعل المؤسسة تقوم باستئجار الأصول بدلا من شرائها، وذلك يرجع إلى الأسباب التالية[2]:

- قد تكون حاجتها لذلك الأصل مؤقتة أو موسمية؛
- قد لا تسمح لها إمكانياتها الخاصة بشرائه؛
- قد تكون تكلفة استئجار الأصل أقل من تكلفة الحصول عليه عن طريق قرض كلاسيكي؛
- بسبب التطورات التكنولوجية فهي تنقل هذه الخسارة المحتملة إلى مالك الأصل الذي يتحمل في بعض الأحيان حتى تكلفة الصيانة الدورية لذلك الأصل وفي آخر مدة العقد تطرح أمام المؤجر ثلاث حالات: التنازل عن الأصل، تجديد مدة الإستئجار، خيار شراء الأصل.

### 2-2- أشكال التمويل بالإستئجار:

هناك أشكال عديدة يتخذها التمويل بالإستئجار، لهذا نحاول دراسة شكلين فقط هما:

#### 2-2-2- التأجير التشغيلي:

**- تعريف التأجير التشغيلي:**

يرتبط هذا النوع باستئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه ولا تكون عقود التأجير دائمة بل

---

[1]- عاشور كتوش، عبد الغني حريري، مداخلة بعنوان التمويل بالائتمان الايجاري، الإكتتاب في عقود وتقييمه، الملتقى الوطني حول سياسات التمويل وأثره على الإقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2006، ص4 .

[2] - مليكة زغيب ، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2010، ص ص196-197.

من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته[1].

كذلك يعرف بإستئجار الخدمات أو الإستئجار مع تقديم خدمات أخرى، هنا تكون المؤسسة المؤجرة هي نفسها منتج الأصل محل الإهتمام ( آلات ، معدات ) وتتحمل مسؤولية الصيانة وبتوريد قطع الغيار للمستأجر، بمعنى أن المؤجر يوفر للمستأجر خدمات إعداد الأصل للتشغيل[2].

**– خصائص التأجير التشغيلي:**

يتميز التأجير التشغيلي بمجموعة من المميزات تكون على النحو التالي[3]:

- ❖ تقوم المؤسسة المؤجرة بصيانة وخدمة المعدات المستأجرة وتضم تكاليف هذه الصيانة أقساط الإيجار أو التي تحصلها من المؤسسة المستأجرة بإنفاق منفصل عن عقد الإيجار؛
- ❖ تعطي عقود استئجار الخدمة عادة للمؤسسة المستأجرة الحق في إلغاء العقد وإرجاع الأصل قبل نهاية هذا العقد، خاصة إذا ظهرت ميزة تكنولوجية أكثر تقدما.

**2–2–3– التأجير التمويلي:**

**– تعريف التأجير التمويلي:**

يعرف التأجير التمويلي بأنه: ذلك النوع من اتفاقات الإستئجار التي يقوم بمقتضاها المستأجر بإستخدام الأصل المؤجر للفترة زمنية طويلة الأجل غالبا ما تغطي هذه الفترة العمر الإنتاجي للأصل مقابل سداد مبلغ محدد (قيمة الإيجار) كل فترة زمنية من فترات الإيجار، كما أن هذا الإستئجار لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر الذي يستهلك قيمة المعدات بكاملها ( الأقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة)[4].

**– خصائص التأجير التمويلي:**

من أهم خصائص التأجير التمويلي مايلي:

- ❖ طالما يلتزم المستأجر بدفع الإيجار والوفاء بكافة الشروط الأخرى لعقد الإيجار، فإن له كامل الحق في استخدام الأصل طوال فترة الإستئجار؛
- ❖ إن عبء تقادم الأصل فنيا خلال فترة الإيجار يقع بالكامل على المستأجر، إذ لا يمكن إلغاء العقد الإيجار في أي وقت بحجة أن الأصل أصبح متقادما من الناحية التكنولوجيا[5]؛

---

[1]– دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص412.

[2]– محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2000، ص420 .

[3]– سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص 45.

[4]– فواز صالوم حمودي، مشكلات الإستئجار التمويلي وأثرها على عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الإستثمارات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 21، العدد الأولى، قسم العلوم الإدارية، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2005، ص226.

[5]– وليد زكرياء صيام، محمد نواف قطيشات، تأثير قرارات التأجير التمويلي على الأداء المالي للشركات المستأجرة في الأردن، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد1، الأردن، 2007، ص17.

- ❖ يتم اختيار الأصل محل التأجير بمعرفة المستأجر، حيث يتولى مهمة الاتفاق مع المؤجر سواء كان موزع أو منتج حول السعر وشروط التسليم؛
- ❖ المستأجر يتولى خدمة أو صيانة الأصل؛
- ❖ عدم القيام بتغيرات فنية على الأصل دون موافقة المؤجر[1].

**2-3- مزايا وعيوب التمويل بواسطة الإستئجار:**

**2-3-1- مزايا التمويل بواسطة الإستئجار:**

يترتب عن استخدام التمويل بواسطة الإستئجار مجموعة من المزايا أهمها[2]:

- يسمح بالتمويل اللازم للحصول على الأصول المطلوبة، أما إذا قام المستأجر بدلا من ذلك فإنه يكون مضطر إلى إيجاد تمويل كبير لتوفير تمويل الأصل؛
- يسمح للمستأجر باستبدال الأصول المستخدمة لديه بأصول أخرى أكبر كفاءة وأكثر جودة في الإنتاج خلال فترات قصيرة من الزمن مما يؤدي إلى تفادي مخاطر تقادم الأصول؛
- توفر شروطا وإجراءات تتسم بالمرونة التي قد يتعذر توفرها في حالة اختيار المستأجر لأسلوب الإقتراض والشراء بدلا من الإستئجار؛
- معالجة مشكلة الوصول إلى الطاقة القصوى للإقتراض، فعند وصول المؤسسة إلى الحد الأقصى للإقتراض أي لا تستطيع الإقتراض من البنوك، فإن الإستئجار يمكنها من التغلب على المشكلة، دون أن يؤثر ذلك على الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث تظهر ضمن الأرباح والخسائر كمصروف مما يؤدي إلى تخفيض الضرائب.

**2-3-2- عيوب التمويل بواسطة الإستئجار:**

نلخص عيوب التمويل بواسطة الإستئجار على النحو التالي:

- ❖ يتميز التمويل بواسطة الإستئجار بالتكلفة المرتفعة مما يشكل عائقا كبيرا وعاملا أكثر سلبية للمستأجر مقارنة بأسعار الفائدة على القروض التقليدية، بالرغم من الدور الذي يلعبه في تمويل احتياجات المؤسسة الإستثمارية[3]؛
- ❖ عدم التزام المؤسسة المستأجرة بالدفع عند حلول الآجال المحددة، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر عدم التسديد بالنسبة للمؤجر وفي نفس الوقت ارتفاع تكاليف التأخر عن التسديد في الآجال المحددة، بالإضافة إلى قلة شركات التأمين التي تقوم بتأمين مثل هذه المخاطر؛

---

[1]- حسن أحمد الخضيري، التمويل بدون نقود، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2001، ص 112.

[2]- المرجع نفسه، ص ص 114-115 .

[3]- بالمقدم مصطفى (وآخرون)، التمويل عن طريق الإيجار كإستراتيجية لتغير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع، إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2005/03/16، ص13.

❖ قد يؤدي فقدان أو تلف الأصل أو المواد المستأجرة نتيجة سوء الإستعمال في الموقع إلى تحمل المؤسسة لتكاليف مالية جديدة قد لا تؤخذ في الحسبان من قبل المؤجر[1].

**المبحث الثاني: تكلفة التمويل**

تعتمد المؤسسات الإقتصادية على توليفة من مصادر التمويل بغية تمويل مختلف نشاطاتها من ناحية وتخفيض تكلفة التمويل الإجمالية من ناحية أخرى، لذا يعتبر موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات الهامة للإدارة المالية بشكل خاص وللمؤسسات بشكل عامة، وأصبحت دراسة تكلفة التمويل وتقديرها أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين الهيكل المالي الملائم للمؤسسات.

وسيتم تناول في هذا المبحث مفاهيم أساسية حول تكلفة التمويل وذلك في المطلب الأول، أما المطلب الثاني فخصص لدراسة تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل، بينما تم معالجة تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل في المطلب الثالث، وأخيرا تطرقنا إلى التكلفة المتوسطة المرجحة وتكلفة الحدية لمصادر التمويل في المطلب الرابع.

**المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول تكلفة التمويل**

يعد موضوع تكلفة التمويل من أهم الموضوعات التي حظيت بالكثير من الإهتمام وإثارة الجدل سواء عند تأصيل نظريات الفكر المالي أو عند التطبيق العملي، لهذ تعتبر من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة قبل إستخدام أي مصدر من مصادر التمويل أو تقييم الإستثمارات.

**أولا: تعريف تكلفة التمويل**

تعرف تكلفة التمويل على أنها: الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب تحقيقه من المشاريع الإستثمارية، للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الإقتصادية، فتحقيق عائد يقل عن تكلفة التمويل يؤدي إلى سوء الوضع المالي للمؤسسة مع انخفاض القيمة السوقية لأسهمها بينما يؤدي تحقيق عائد أكبر من تكلفة التمويل إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب الأسهم[2].

كما يمكن تعريف تكلفة التمويل بأنها: معدل العائد المطلوب للمحافظة على قيمة المؤسسة السوقية( المحافظة على أسعار أسهم المؤسسة)، اذا يجب على المدراء معرفة تلك التكلفة[3].

كذلك تعرف تكلفة التمويل على أنها: السعر الذي يتم دفعه صراحة أو ضمنيا للحصول على الأموال اللازمة لتمويل المشروع، ويختلف هذا السعر من مصدر تمويل لآخر[4].

حسب التعاريف السابقة يمكن تعريف تكلفة التمويل بأنها: تكلفة الناجمة على مختلف الموارد المالية التي تحصلت

---

[1]- عبد القادر بوعزة، مرجع سابق، ص52.

[2]- تكلفة رأس المال، [ على الخط]، www.aleppoconomics. com، تاريخ الإطلاع 2013/01/15.

[3]- عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص303.

[4]- محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية في المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص157.

عليها المؤسسة من مصادر متعددة، سواء كانت مصادر التمويل قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، حيث لكل نوع من أنواع التمويل تكلفته الخاصة به والتي تؤثر على على التكلفة الإجمالية لنشاطات التمويل المختلفة.

**ثانيا: فوائد حساب تكلفة التمويل**

يترتب عن حساب تكلفة التمويل لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الفوائد أهمها:

– تعظيم القيمة السوقية، ذلك أن تعظيم هذه القيمة يرتبط بالقدرة على تخفيض تكاليف الأموال المستثمرة في المؤسسة ؛

– التمكن من إعداد الميزانيات الرأسمالية، حيث أن إعداد هذه الميزانيات يساعد على القدرة على تقدير تكلفة التمويل التي تحتاجها المؤسسة؛

– اعتماد العديد من قرارات الإدارة المالية على المعلومات المتصلة بتكلفة التمويل مثل قرارات التمويل بالإستئجار، قرارات المتعلقة بالسندات، قرارات المتصلة بإدارة رأس المال[1] ؛

– المساهمة في تحديد هيكل رأس المال الأمثل[2]؛

– تعتبر تكلفة التمويل معيارا مهما للأداء المالي ولقياس فاعلية استخدام الأموال[3].

**ثالثا: العناصر الإستثمارية المحددة لتكلفة التمويل**

تتكون تكلفة التمويل من إجمالي مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، وهذه التكلفة تتأثر بمجموعة من العناصر التي نوجزها في النقاط التالية[4]:

**1– العوامل الإقتصادية العامة:**

يتوقع المستثمرون الحصول على عائد من العملية الإستثمارية، نتيجة تأجيل مقدرتهم الإستهلاكية إلى زمن مستقبلي، بالإضافة إلى تحملهم مخاطر العملية الإستثمارية، وهذا ما يعادل العائد المتوقع على السندات التي تصدرها الحكومة، والتي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهذا ما يطلقه عليه بمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر ويتوقف هذا العائد الذي يعتبر بالنسبة للمشروع جزءا من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الإقتصادية العامة، أما بالنسبة للعائد الذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر يسمى بدل المخاطر وهو يمثل المخاطر التي يتعرض لها العائد في مخاطر العمليات والمخاطر المالية.

**2– أثر العوامل الخاصة بكل عنصر:**

نظرا للخصائص المميزة لكل مصدر من مصادر التمويل، فإن كل مصدر تفترض له قياسات تختلف عن الآخر

[1]– على حسين علي وآخرون، مرجع سابق، ص308.

[2]– عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، مرجع سابق، ص303.

[3]– حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي، مرجع سابق، ص365 .

[4]– حسين مصطفى هلالى، الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999، ص ص 142-143.

نتيجة طبيعته التي تفرض عليه مخاطر معينة، كما أنها توفر له بعض الإمتيازات.

**3- قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي:**

عادة ما تتخذ المؤسسة لنفسها برنامجا بشأن المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي، ونسبة كل عنصر في هذا البرنامج، كما تقرر المؤسسة نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج الذي قرر الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها المختلفة.

**المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل**

**أولا: تكلفة التمويل باستخدام أموال الملكية**

تعرف تكلفة أموال الملكية بأنها الحد الأدنى من العائد الواجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة من هذه الأموال للحفاظ على القيمة السوقية للأسهم العادية، حيث تتشكل أموال الملكية من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة، ولهذا نحاول دراسة تكلفة المترتبطة بكل منها على النحو التالي:

**1- تكلفة التمويل بواسطة الأسهم العادية الجديدة:**

يمكن تعريف تكلفة التمويل باستخدام الأسهم العادية الجديدة بأنها: الحد الأدنى للعائد المطلوب على الإستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير[1].

كما يمكن تعريفها بأنها: العائد الذي يطلبه المستثمرون من حملة الأسهم العادية، وهي تتأثر بفرص الإستثمار البديلة ومعدل المخاطرة المرتبطة بالذات بالأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة مجال البحث[2].

الواقع أن تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار أسهم عادية جديدة عند قياسها تواجه العديد من الصعوبات أهمها مايلي[3]:

- عدم إرتباط عملية الإصدار الأسهم العادية بأي إتفاق تعاقدي فيما بين المؤسسة طالبة التمويل وبين المستثمرين المتوقع شرائهم لهذه الأسهم يحدد صراحة تلك التكاليف المرتبطة بإجتذاب هؤلاء المستثمرين وذلك خلافا لما يحدث عند إصدار الأسهم الممتازة والسندات وكذلك الإقتراض قصير ومتوسط الأجل؛
- إن عملية إصدار أسهم عادية جديدة سوف يكون له أثره الملموس على مراكز حملة الأسهم العادية الحاليين سواء من حيث السيطرة أو الرقابة على المؤسسة أو من حيث التأثير على قيمة الأسهم الحالية وقيمة الأرباح المتبقية؛
- إرتباط عملية إصدار أسهم عادية جديدة بتكاليف إضافية تتعلق بعمليات الإكتتاب والعمولات والتسجيل

[1]- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات (الاستثمار، التمويل، التحليل المالي)، مرجع سابق، ص175.

[2]- جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية ( مدخل اتخاذ القرارات )، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص278.

[3]- نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، جامعة عين شمش، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1998، ص ص 365-366.

والتسويق، حيث تخفض هذه التكاليف من القيمة الصافية التي تحصلها المؤسسة من عملية إصدار هذه الأسهم، الأمر الذي قد يحتم تخفيض سعر البيع عن سعر الأسهم العادية المتداولة وبهدف ضمان تسويق الأسهم الجديدة.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة بالأساليب التالية:

**أ- نموذج جوردون:**

من المعروف أن ما يحفز الأفراد على شراء أسهم عادية هو مستوى التوزيعات التي يمكن أن يحصلوا عليها ومعدل نمو الزيادة المتوقعة في هذه التوزيعات عبر الزمن، ومن ثم فإنه حساب تكلفة الأسهم العادية يتعين أخذ هذين العاملين في الحسبان بالإضافة إلى تكاليف الإصدار.

ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة وفقا لهذا النموذج حسب العلاقة التالية[1]:

$$\mathrm{k} = \frac{Di}{\mathrm{r} - \mathrm{g}} \times 100 + t\%$$

حيث تمثل:

K: معدل تكلفة الأسهم العادية؛

$D_i$: التوزيعات المتوقعة للسهم العادي في السنة؛

r:قيمة إصدار السهم؛

g: تكلفة الإصدار؛

t: معدل نمو الأرباح المتوقع.

**ب- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:**

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model(CAPM) والذي قدم من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركوتز عام 1952، حيث يعتبر من أفضل النماذج التي توضح العلاقة التوازنية بين العائد المطلوب على الأصول والخطر.

وقد قام هذا النموذج على الإفتراضات التالية:

- إن جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة؛
- إن الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء مايشاء؛
- الإقراض والإقتراض بين المستثمرين بمعدل خالي من المخاطرة؛
- يتمتع السوق بكفاءة تامة وهناك تماثل بالمعلومات بين المستثمرين؛
- عدم وجود تكاليف للتبادل وعدم وجود ضرائب؛

[1]- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص307.

- جميع المستثمرين يشتركون برؤية اقتصادية واحدة ويتماثلون في توزيعاتهم الإحتمالية للتدفقات النقدية المتوقعة[1].

وتصاغ العلاقة التي يتضمنها هذا النموذج كمايلي[2]:

$$R_i = R_f + b_j ( R_m - R_f )$$

حيث تمثل:

- $R_i$ : معدل العائد المطلوب للسهم i؛
- $R_f$: معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس بالعائد على السندات الحكومية؛
- $R_m$: معدل العائد المتوقع في السوق؛
- $b_j$: معامل بيتا للورقة المالية وهي مقياس للمخاطرة السوقية (المخاطر النظامية)؛

$b_j ( R_m - R_f )$ : علاوة المخاطرة السهم وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله الإستثمار.

كما نشير أن هناك العديد من العوامل التي يستند عليها المستثمر عند اتخاذ قرار الإستثمار من أهمها مدى قدرة المؤسسة على الإستمرارية في نشاطها ومدى قدرتها على تحقيق عائد جاري، ومدى جودة الأرباح المتحققة، ومدى حجمها في السوق، هذه العوامل لا يمكن تجاهلها والإعتماد فقط على تأثير السهم بعائد السوق عند إتخاذ القرار الإستثماري.

وهناك مجموعة من العيوب تأخذ على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهي[3]:

- ❖ يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على فروض غير واقعية، فعلى سبيل المثال يفترض النموذج أن المستثمر لا يتكبد أي مصروفات عند شراء الأوراق المالية، كما يفترض أن المعلومات متاحة عن الأوراق المالية في السوق لكل المستثمرين؛
- ❖ يعاب على النموذج أنه نموذج محدود الأبعاد، وذلك لأنه يقوم على فرض أساسي وهو أن المعدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد وهو المخاطر النظامية والتي يتعرض لها عائد السهم، والتي تتحدد بمدى التغير في عائد السهم كنتيجة التغير في عائد محفظة السوق.

### ج- نموذج الأرباح المعدلة بسعر السهم[4]:

يقيس هذا النموذج كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، ويعتمد على تكلفة رأس المال التي ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد

---

[1]- إسماعيل جميل الصعيدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السوق "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011، ص ص35-36.

[2]- الفصل الثالث من تكلفة رأس المال، [على الخط ]، www . erudite.univ-paris12.fr، تاريخ الاطلاع :2013/01/16، ص4.

[3]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص455.

[4]- أنفال حدة خبيرة، مرجع سابق، ص44.

إستخدامها في الإستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الإستثمارات سترفع من قيمة المشروع ومن معدل ربحيته.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية حسب هذه الطريقة وفقا العلاقة التالية:

**تكلفة الأسهم العادية = الأرباح الحالية للسهم الواحد/ القيمة الصافية للسهم**

حيث أن:

**القيمة الصافية= سعر البيع– ( تكلفة الإصدار+تكلفة الخصم)**

### د– نظرية التسعير بالمراجحة (APT)Arbitrage Pricing Theoey:

تعتبر هذه النظرية أن العائد المتوقع الحصول عليه من الورقة المالية لا يتأثر أو يتحدد بمتغير واحد كما بين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، بل هناك عدد متغيرات أخرى لها تأثير على هذا العائد المتوقع، إضافة أن معدل العائد المتوقع الحصول عليه من الورقة المالية يرتبط بالكثير من المخاطر، على عكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يرى أن المخاطر النظامية هي التي لها علاقة بهذا العائد، [1]، حيث اعتمد ROSS صاحب هذه النظرية على مجموعة من العوامل هي[2]:

- تغير معدل الفائدة الحقيقي في المدى القصير؛
- تغير معدل التضخم في المدى القصير؛
- تغير مؤشر الإنتاج الصناعي.

وقد قامت نظرية التسعير بالمراجحة على جملة من الفرضيات تتمثل في النقاط التالية:

- كل الأوراق المالية لها مردوديات بأمل وتباين محددين؛
- إمكانية تشكيل الأفراد لمحافظ ذات تنويع جيد؛
- لا وجود للرسوم والضرائب؛
- لا وجود لتكلفة الصفقات[3]؛
- إن المستثمر يهمه تعظيم المنفعة إلى أقصى حد؛
- إن الأسواق المالية مثالية؛
- إن معتقدات المستثمرين متماثلة.

وحسب هذه النظرية تم التوصل إلى الصيغة الرياضية التالية[4]:

---

[1] -Tierry Vessereau , étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des action suisses , Cahier de recherche a CIRANO, Ecole des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.

[2]– عبد الغني دادي، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد06، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص24.

[3]– علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة " دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التسيير، مالية المؤسسة،كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص92.

[4]– عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص378.

$$R_I=R_F+(R_1-R_F)b_1+(R_2-R_F)b_2+\ldots+(R_M-R_F)b_m$$

حيث أن:

$R_I$: معدل العائد المتوقع أو المطلوب للسهم I؛

$R_F$: معدل العائد الخالي من الخطر؛

$b_1, b2 \ldots b_m$: درجة حساسية السهم لعوامل الخطر.

**2- تكلفة الأسهم الممتازة:**

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة المعدل الواجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة عن طريق الأسهم العادية حتى يمكن الإحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير[1].

وتستخدم الصيغة التالية في حساب تكلفة الأسهم الممتازة[2]:

$$KP=\frac{DP}{P}$$

حيث أن:

KP: تكلفة الأسهم الممتازة؛

DP: توزيعات الأسهم الممتازة؛

P: السعر السوقي للأسهم الممتازة.

كما نشير أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أكبر من العائد الذي يتحصل عليه حملتها، لأنه عادة ما تترتب مصروفات عن عملية الإصدار تخفض من قيمة متحصلات المؤسسة من عملية بيع الأسهم الممتازة، ويمكن توضيحها بالعلاقة التالية[3]:

$$KP=\frac{DP}{(P-F)}$$

حيث أن:

KP: تكلفة الأسهم الممتازة ؛

F: حصة السهم الممتاز من مصروفات الإصدار.

**3- تكلفة التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة:**

تحدد تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين على الأسهم العادية للمؤسسة، ويستند منطق احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة إلى تكلفة الفرصة البديلة، إذ أن حملة الأسهم العادية

---

[1]- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 348 .

[2]- حسن أحمد الشافعي، دراسات الجدوى والمشروعات الصغيرة للتربية البدنية والرياضة، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص 79.

[3]- عبد المجيد تيماوي، هواري معراج، مداخل تحديد هيكل رأس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة مع إسقاط الدراسة على المجمع الصناعي صيدال، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، جامعة المسيلة، 2009، ص6 .

يحصلون على توزيعات الأرباح بعد الضريبة عن أموالهم، فيما يعوض المقرضين وحملة السندات عن أموالهم بالحصول على فوائد، ويحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات ثابتة مقابل أموالهم، وبناءا على ذلك فإن كل الأرباح التي يتم حجزها بعد سداد الفوائد وتوزيعات حملة الأسهم الممتازة تخص واقع الأمر حملة الأسهم العادية، وتبعا لذلك يتعين تعويضهم بمقابل نتيجة استخدام المؤسسة لهذه الأموال المحتجزة في مشروعات النمو والتوسع وغيرها، فإذا قررت الإدارة المالية احتجاز الأرباح، فإن هناك تكلفة فرصة بديلة يستحقها حملة الأسهم العادية تتمثل في قيمة العائد المفقود نتيجة لقرار الإدارة المالية بعد إجراء توزيعات للأرباح واحتجازها هذه الأموال في مجالات أخرى كشراء أسهم أو سندات أو عقارات وغيرها وتحقيق عائد من وراء ذلك[1].

وتعرف تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة بأنها: العائد الواجب تحقيقه أو كسبه على إستثمارات ممولة بأرباح محتجزة بحيث يكون مساوي لمعدل العائد الذي يتوقعه المستثمرون على الأسهم[2].

ولتقدير تكلفة التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة نستخدم الصيغة التالية[3]:

$$\textbf{تكلفة التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم} - (\mathbf{1} - \text{سعر ضريبة الدخل})}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

نشير أن هناك أسباب تجعل من تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة وهي:

- إصدار أسهم عادية جديدة يتطلب انفاق مصروفات إصدار وبيع وتسويق في حين لا يتطلب التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة ذلك، بمعنى عند استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، بينما عند قيام المؤسسة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لاتخسر عمولة الوسطاء؛
- إن الأرباح المحتجزة يترتب عليه تحقيق وفر في الضريبة التي كان يتحملها فيما لو تم توزيع هذه الأرباح فتخضع لضريبة على الدخل[4]؛
- تعكس تكلفة التمويل باستخدام الأرباح المحتجزة العائد المطلوب على الأسهم العادية أو الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تتوقع الإدارة المالية تحقيقه من وراء استخدامها في التمويل عمليات المؤسسة بدلا من توزيعها على حملة الأسهم[5].

**ثانيا: تكلفة أموال الإقتراض**

يتم التمويل من خلال الإقتراض عن طريق إصدار السندات أو الحصول على قروض طويلة الأجل أو عن طريق

---

[1]- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، مرجع سابق، ص400.

[2]- سيد الهواري، مرجع سابق، ص129.

[3]- سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية وقياس الربحية التجارية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 119.

[4]- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 324.

[5]- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، مرجع سابق، ص 401.

الإستئجار.

### 1- تكلفة القروض طويلة الأجل:

تعرف تكلفة الإقتراض على أنها: معدل الفائدة المتفق عليه وقت عقد القرض أو معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبول بإقراض المؤسسة الإقتصادية[1].

كما تعرف تكلفة الإقتراض بأنها: الحد الأدنى من معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الإقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغير[2].

ويمكن الإعتماد على المعادلة التالية للتعرف على تكلفة القرض قبل الضريبة:

**تكلفة القرض قبل الضريبة= الفائدة المترتبة عن القرض/ مبلغ القرض**

وبإدخال الوفر الضريبي، تصبح فوائد القروض من بين المصروفات التي تدخل ضمن قائمة الدخل ومن ثم فإن خضوع المؤسسة الإقتصادية للضريبة على الأرباح يعني أنه يمكن للمؤسسة أن تستفيد من وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة [3].

وبالتالي تصبح تكلفة الإقتراض تتمثل في معدل الإستحداث(معدل التحين)، الذي يتساوى بين متحصلات القروض ( الإيرادات)، مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للمقرض( القيمة الحالية لأقساط تسديد القرض) إضافة للمصاريف المالية المسددة بعد الضريبة[4]، وهذا ما توضحه العلاقة التالية[5]:

$$M=\sum_{i=1}^{n}\frac{RB+FF(1-t)}{(1+Kd)^{i}}$$

حيث تمثل:

- M: مبلغ القرض؛
- RB:قسط القرض المسدد في نهاية السنة i؛
- FF: المصاريف المالية قبل الضريبة؛
- $K_d$: تكلفة القرض؛
- t: معدل الضريبة.

### 2- تكلفة التمويل بالسندات:

عند إصدار سندات يتم تحديد معدل الفائدة معين تدفعه المؤسسة للدائنين طول فترة السند حتى تاريخ الإستحقاق، وهذا المعدل يعبر عن جزء من التكلفة الفعلية، فهناك مصاريف خاص بإصدار سندات، السعر

---

[1]- الفصل الخامس من الهيكل المالي وتكلفة رأس المال، [على الخط]، www.najah.edu، تاريخ الاطلاع 2012/01/16، ص7.

[2]- حسن أحمد الشافعي، مرجع سابق، ص79.

[3]- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 170.

[4]- عماروش خديجة إيمان، تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل رأس المال للمؤسسة الإنتاجية باستخدام السلاسل الزمنية المقطعية، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006- 2007، ص 17.

[5] -Charreaux ,G :Finance d'entreprise, 2éme édition, EMS, Paris, 2000, p133 .

السوقي للسهم، كل هذه العوامل يجب أخذها عند حساب تكلفة السندات، على هذا الأساس يمكن احتساب تكلفة التمويل بإصدار سندات حسب الحالات التالية:

### 2-1- إصدار السندات في حالة وجود خصم الإصدار:

تقوم المؤسسة في بعض الحالات بإصدار سندات بقيمة إسمية محددة وبمعدل فائدة محدد، لكن عند بيعها للجمهور تتقاضى قيمة إصدار أقل وذلك كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء وتسدد المؤسسة القيمة الإسمية للسندات عند تاريخ الإستحقاق، كذلك وتنشأ هذه الحالة عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق أكبر من معدل الفائدة على السندات، ويطلق على الفرق بين القيمة الإسمية للسند وقيمة الاصدار بخصم الإصدار، وتحسب تكلفة السندات في هذه الحالة وفقا للمعادلة التالية[1]:

$$K_i = \frac{I+(\frac{D}{N})}{(P+M)/2} \times (1-t)$$

حيث تمثل أن:

Ki: تكلفة السندات؛

I: الفائدة السنوية المدفوعة؛

D: خصم الإصدار؛

N: سنوات الاستحقاق؛

P: القيمة السوقية للسند؛

M: القيمة الإسمية للسند؛

t: معدل الضريبة.

### 2-2- إصدار السندات في حالة وجود علاوة الإصدار:

في هذه الحالة تقوم المؤسسة ببيع السند بقيمة أعلى من قيمة الإسمية للسند على أن ترد القيمة الإسمية للسند فقط، ويمثل الفرق بين قيمة السند عند البيع و قيمة الإسمية للسند بعلاوة إصدار، وتعتبر هذه العلاوة تعويضا للمؤسسة على فرق سعر الفائدة، وتحسب التكلفة في هذه الحالة بالعلاقة التالية[2]:

$$K_i = \frac{I-(\frac{Z}{N})}{(P+M)/2} \times (1-t)$$

حيث أن:

Z: علاوة الإصدار.

### 2-3- إصدار السندات في حالة وجود مصاريف إصدار:

يترتب عادة عن إصدار أي سندات مصروفات قانونية وإدارية، ولا شك أن هذه المصروفات تجعل تكلفة

[1]- محمد عبد القادر عطية، مرجع سابق، ص 158.

[2]- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، مرجع سابق، ص404.

الإقتراض باستخدام السندات أعلى من معدل الفائدة، وتحسب تكلفة السندات في هذه الحالة حسب المعادلة التالية:

$$K_i = \frac{I+(\frac{Z}{N})}{(P+M)/2} \times (1\text{-}t)$$

**3- تكلفة التمويل بإستخدام الإيجار:**

تعرف تكلفة التمويل بالإيجار بأنها: هو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة التمويل بالإيجار، وهو المعدل الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد في الضرائب على الإهتلاك (فرصة الضريبة الضائعة على الإهتلاك) خلال مدة عقد التمويل بالإيجار مضافا إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمره الإقتصادي[1].

وتحسب تكلفة التمويل الإيجاري حسب المعادلة التالية[2]:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{Lt(1-T)+At\times T}{(1+r)^t} + \frac{VRn}{(1+r)^n}$$

حيث أن:

- $V_0$: قيمة الإستثمار الممول بالقرض الإيجاري( سعر حيازة الأصل)؛
- $Lt$: قيمة ( دفعة) الإيجار المدفوع في السنة t؛
- $T$: قيمة الضريبة؛
- $At$: مخصصات الإهتلاكات للسنةt؛
- $r$: تكلفة الإعتماد الإيجاري؛
- $VRn$: القيمة المتبقية من الأصل.

**المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل**

تشكل مصادر التمويل قصير الأجل جزء معتبر من المزيج المالي الذي تعتمد عليه المؤسسات في تمويلها، بمعنى أن نسبة الأصول الغير الجارية تمثل نسبة معتبرة من مجموع الأصول، فالمؤسسات التي تعتمد على نسبة الأصول الغير جارية بشكل كبير قد لا تواجه مشكلة في التمويل قصير الأجل التي تواجه المؤسسات التي تقل فيها نسبة الأصول الغير الجارية إلى مجموع الأصول، كما هذا النوع يوجه فقط للنشاط الإستغلالي، إضافة أن تكلفة التمويل قصير الأجل قد يكون أعلى من تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل وقد تكون أقل تكلفة أو بدون مقابل، ولهذا سيتم التركيز على تكلفة الائتمان التجاري وتكلفة الائتمان المصرفي بإعتبارهما أهم مصادر التمويل قصير الأجل التي تعتمد عليهم المؤسسات في تمويل نشاطها الإستغلالي.

[1]- مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002، ص192.

[2] –Abdelfattah Bouri, Gestion Financière, Imprimerie le livre d'art, Tunis,2007, p196 .

**أولا: تكلفة الائتمان التجاري**

تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدرا تمويليا بدون تكلفة، إلا أنه قد يصبح مصدرا تمويليا مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه ولم تلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فقد تنتهي الفترة المقررة لتسديد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد، فقد يؤثر ذلك على مكانتها وسمعتها في السوق[1].

وفي الحالة إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن تكلفة الائتمان التجاري تتوقف في هذه الحالة على إمكانية حصول المؤسسة على الخصم من عدمه، فإذا إلتزامت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي، فتكون تكلفة في هذه الحالة معدومة، فيما تزيد تكلفة الائتمان التجاري إذا كان التسديد بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي[2].

وسنحاول حساب تكلفة الائتمان التجاري حسب حالة الشروط الائتمانية بدون خصم نقدي، حالة الشروط الائتمانية مع خصم نقدي وفقا الترتيب التالي:

**1- حالة الشروط الائتمان بدون خصم نقدي:**

إذا كان قيمة الشراء الآجل أكثر قيمة من الشراء النقدي، ففي هذه الحالة تكون تكلفة التمويل بإستخدام الائتمان التجاري، تعكس تكلفة الفرصة الضائعة والناتجة عن عدم شراء النقدي بسعر أقل، ولهذا يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري بإستخدام المعادلة التالية [3]:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{قيمة الشراء الآجل} - \text{قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء النقدي}} \times 100 \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان}}$$

**2- حالة شروط الائتمان مع خصم نقدي:**

إذا نصت شروط منح الائتمان التجاري للخصم نقدي فهذا يعني وجود تكلفة ظاهرة أو صريحة تتحملها المؤسسة إذا فشلت في الحصول على هذا الخصم خلال فترة السداد المحددة من طرف المورد، ويمكن حساب تكلفة التمويل بالإئتمان التجاري في هذه الحالة بتطبيق المعادلة التالية[4]:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الاستفادة من الخصم النقدي}}$$

[1]- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص41.

[2]- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، مرجع سابق، ص405.

[3]- نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، مرجع سابق، ص 345.

[4]- أحمد فوزي ملوخية، أسس دراسات الجدوى للمشروعات الإقتصادية، مكتبة سنان للمعرفة ونشر وتوزيع الكتب، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 205.

**ثانيا: تكلفة الائتمان المصرفي**

تتوقف تكلفة الائتمان المصرفي على الفائدة والعمولات التي تدفعها المؤسسة لقاء الحصولها على القرض، إضافة إلى أن حساب هذه التكلفة يعتمد على أسلوب حساب البنك للفائدة، فهل تحصل الفوائد المحسوبة من القرض أو يوجد مايسمى بالرصيد المعوض أو على سمعة المقترض أو على الطلب والعرض من الإئتمان عند طلب القرض، حيث تستند تكلفة الائتمان المصرفي على العناصر التالية:

**1- تكلفة الخصم:**

تتكون تكلفة الخصم من العناصر التالية:

**1-1- معدل الفائدة الإسمي:**

يعرف معدل الفائدة الإسمي على أنه: تلك النسبة التي يفرضها البنك على القرض المقدم للمؤسسة، حيث تحسب هذه النسبة من طرف البنك على أساس عدة عناصر تتمثل في المعدل المرجعي، طبيعة القرض ومدته، بالإضافة إلى المخاطرة المتعلقة بالمقرض نفسه.

**1-2- العمولات:** تتعلق هذه العمولات بالتكاليف الإدارية الخاصة بمعالجة الملف وتكون مستقلة عن حجم العملية، إضافة إلى العمولات الخاصة بالأخطار والخدمات المقدمة والتي تمثل نسبة من مبلغ القرض[1].

**1-3- الأيام الإضافية:** في حالة دفع ورقة تجارية للخصم في يوم **J** فإن تحصيل المبلغ سيكون في يوم **J+1** بينما تحسب الفوائد ابتداءا من **J** عوض **J+1** هذا اليوم الإضافي يعرف بيوم البنك.

من خلال ماسبق يمكن التعبير عن تكلفة الفعلية للخصم بالعلاقة التالية[2]:

$$M- FF= \frac{M}{(1+Yd)^{J+3}}$$

$$FF= \frac{M \times i \times (j+1)}{360}$$

حيث أن:

- M: مبلغ الورقة التجارية المراد خصمها؛
- FF: المصاريف المالية ( الآجيو)؛
- Yd:معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم؛
- J: المدة مابين تاريخ تظهير الورقة التجارية من أجل الخصم وتاريخ الاستحقاق؛
- i: معدل الفائدة الإسمي.

[1]- محمد بوجلال، شوقي يورقبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول أساسيات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص3.

[2] - Charreaux ,G, Op, cit, p237 .

**2- معدل الفائدة الفعلي:**

يتوقف مقدار معدل الفائدة الفعلي الذي يدفعه المقترض على معدل الفائدة المعلن ( المتفق عليه) وعلى الطريقة التي يتبعها البنك في تحصيل الفائدة عند تاريخ استحقاق القرض[1]، كما يتميز معدل الفائدة الفعلي عن الإسمي في الأجل القصير بتأثيرات الرسوم وكل تواريخ القيم حيث تكون الرسوم كنسبة من مبلغ القرض، أما تواريخ القيم فتعبر عن التاريخ الفعلي لبداية القرض، أي المعدل الذي يمثل كل المعدلات المطبقة، وأيضا العمولات بالإضافة إلى التعويضات الأخرى، ويحسب المعدل الفعلي في حالة دفع الفوائد في تاريخ الإستحقاق على أساس المعادلة التالية[2]:

$$R = \left(1 + \frac{i\%(n+d)}{360}\right)\frac{365}{n} - 1$$

حيث تمثل:

- $i\%$: معدل الفائدة الاسمي السنوي؛
- $R$: معدل الفائدة الفعلي للقرض؛
- $n$: فترة القرض؛
- $d$: أيام الصافية للبنك.

**المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة وتكلفة الحدية لمصادر التمويل**

إنطلاقا من إعتماد معظم المؤسسات في توفير الموارد اللازمة لتمويل مختلفة مشاريعها الإستثمارية على مصادر مختلفة، فإنه من المتوقع وجود معدلات تكلفة مختلفة للأموال المتوفرة من مصادر مختلفة، وحتى يتم الحصول على تكلفة الأموال الخاصة بالهيكل المالي للمؤسسة مجتمعة يتعين تقدير كل من تكلفة الوسطية المرجحة إضافة إلى تكلفة الحدية للأموال.

**أولا: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:**

تعرف التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بأنها: تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة المقدرة على أساس الترجيح، مع احتساب كل مصدر ضمن إجمالي قيمة التمويل[3]،

كما تمثل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال: المتوسط المرجح لجميع تكاليف مصادر التمويل ( مكونات الهيكل المالي) وفقا لأوزانها النسبية قياسا بالحجم الكلي للهيكل المالي ( نسبة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي إلى مجموع الأموال المتحصل عليها).

ويمكن إيجاد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتوفرة

[1]- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سابق، ص156.

[2]- محمد بوجلال، شوقي يورقبة، مرجع سابق، ص ص 7-8 .

[3]- دريد كامل أل شبيب، مرجع سابق، ص 334.

للمؤسسة وحده، ثم يتم ضرب هذه التكلفة في نسبة هذا المصدر إلى مجموع المصادر، ثم يتم جمع تكلفة كل العناصر التي تساوي بمجموعها التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بالعلاقة التالية[1]:

**التكلفة الوسطية المرجحة لكل مصدر= تكلفة المصدر × نسبة المصدر**

$$\text{نسبة كل نوع من أنواع مصادر التمويل} = \frac{\text{مبلغ الأموال من مصدر معين}}{\text{مجموع الأموال}}$$

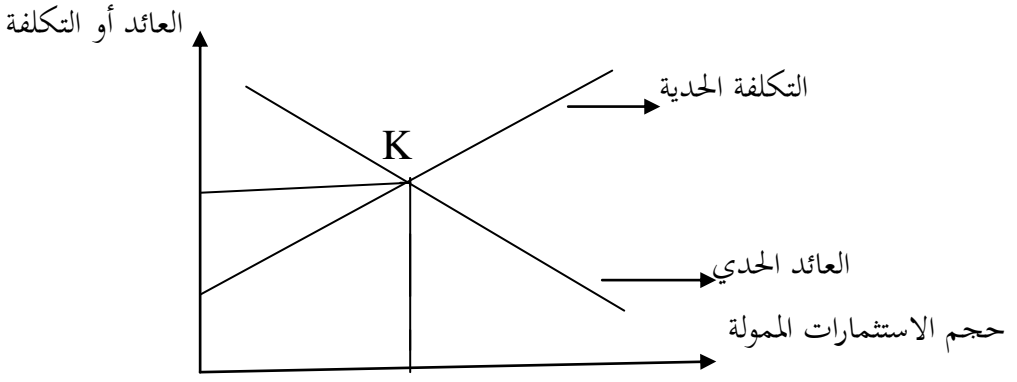
وفي الأخير يمكن القول أن مقياس التكلفة الوسطية المرجحة للأموال له أهمية في تقييم المشاريع الإستثمارية للمؤسسة، فهو يعكس الحد الأدنى لمعدل العائد المتعين تحقيقه من الإستثمار، حيث يتخذ المتوسط كأساس لخصم التدفقات النقدية المرتبطة بالإستثمار عند تقييم الربحية التجارية للمشاريع الإستثمارية المتاحة، فكلما انخفض هذا المعدل ازدادت قدرة المؤسسة التنافسية للإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة، فالمؤسسة تبحث دائما إلى تعظيم قيمتها السوقية وللوصول ذلك يتطلب اختيار هيكل مالي أقل تكلفة.

**ثانيا: التكلفة الحدية للأموال**

تعرف التكلفة الحدية على أنها:تكلفة الأموال الإضافية أو الجديدة التي يتم الحصول عليها من طرف المؤسسة، ويلاحظ أن تكلفة الحدية للأموال هي في حد ذاتها المتوسط المرجح لتكلفة مزيج الأموال الإضافية أو الجديدة، حيث تعتبر التكلفة الحدية للأموال مقياس مهما في اتخاذ القرار الإستثمار طويل المدى على أساس أن المؤسسة ستقبل الإستثمار المقترح إذا كان العائد مساوي على الأقل للتكلفة الحدية وترفضه إذا قل العائد عن تكلفة الأموال الإضافية المطلوبة[2].

ولتوضيح العلاقة بين التكلفة الحدية والعائد الحدي نقدم الشكل الآتي:

**الشكل رقم (06): العلاقة بين التكلفة الحدية والعائد الحدي**




**المصدر**: عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1993، ص38.

[1]- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص177.

[2]- سيد الهواري، مرجع سابق، ص 138.

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن التكلفة الحدية غير ثابتة فهي تغيير مع تزايد حجم الإستثمارات والأموال المطلوبة نظرا لندرة الموارد ولتزايد الخطر بينما يتناقص العائد مع معدل تزايد الإستثمارات نتيجة إستنفاذ الفرص الإستثمارية المربحة والدخول في المجالات الأقل ربحية، ومع تزايد التكلفة الحدية وتناقص العائد نصل إلى نقطة التساوي بين العائد والتكلفة الحدية في نقطة K.

**المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي**

ظهرت عدة نظريات ودراسات حاولت إعطاء تفسير للهيكل المالي الذي سوف تعتمد عليها المؤسسة الإقتصادية وعلاقتها بتكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، لهذا سنحاول في هذا المبحث تناول أهم النظريات التي حاولت إعطاء تصور حول الهيكل المالي، بداية سيتم دراسة النظرية التقليدية في المطلب الأول، بعدها نتطرق إلى مدخل موديغلياني وميلر سنة 1958 في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص لدراسة نظرية موديغلياني وميلر المصححة سنة 1963.

**المطلب الأول: النظرية التقليدية للهيكل المالي**

حسب هذه النظرية فإن المؤسسات يمكن لها أن تصل إلى هيكل مالي أمثل، وهو الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها[1]، حيث يفترض هذا المدخل أن معدل المردودية المطلوب من قبل الممولين من مساهمين ودائنين سيرتفع، عندما ترتفع نسبة الإستدانة أي حجم الديون في الهيكل المالي، كنتيجة منطقية تفسر المطالبة بتعويض المخاطرة الناجمة عن ذلك، ويعتبر هؤلاء أن تكلفة الإستدانة تكون ثابتة إلى حد معين بالرغم من ارتفاع الإستدانة، لتبدأ في الإرتفاع بزيادة الرافعة المالية وذلك لارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين[2]، حيث يعتقد التقليديون أن هناك نسبة مديونية إلى الملكية مثلى تؤدي إلى انخفاض معدل تكلفة رأس المال تدريجيا مع زيادة التمويل المقترض في هيكل المالي إلى أن تصل نسبة التمويل المقترض إلى حد معين، يأخذ المعدل بالإرتفاع، كلما زادت نسبة الإقتراض أو الإستدانة المثالية، والسبب في ذلك يعود إلى انخفاض تكلفة التمويل المقترض والتي تفوق الإرتفاع في تكلفة التمويل الممتلك، لذلك يستمر المعدل الموزون لتكلفة رأس المال بالإنخفاض مع أية زيادة في التمويل المقترض، وبعد نسبة الإقتراض المثلى فإن المعدل الموزون لتكلفة رأس المال يبدأ في الإرتفاع، ذلك أن الزيادة في نسبة التمويل المقترض لن تعود كافية لتخفيض المعدل الموزون لتكلفة رأس المال جراء الإرتفاع الكبير في التمويل الممتلك، أي أن الزيادة في استخدام التمويل المقترض يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل الممتلك بقدر يفوق الوفورات المرتبة على زيادة الإعتماد على التمويل المقترض ذي تكلفة المنخفضة نسبيا[3].

وقد اعتمدت هذه النظرية في بناءها على مجموعة من الفرضيات هي:

- الأرباح الموزعة داخل المؤسسة تكون قبل فرض الضريبة؛

[1]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 386.

[2]- ذهيبة بن عبد الرحمان، مرجع سابق، ص64.

[3]- محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص172- 173.

- المؤسسة تتحمل خطر الإستغلال ؛
- العوائد تكون معروفة من طرف المساهمين[1]؛
- ثبات حجم الإستثمارات؛
- يمكن تغير نسب مكونات الهيكل المالي، نسبة الإستدانة أو نسبة أموال الملكية، دون تغير القيمة الكلية للهيكل المالي؛
- تتماثل حجم التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين وذلك سواء بالنسبة لإيرادات المؤسسة أو المخاطر الخاصة بها؛
- لا توجد ضرائب في المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة[2].

كما أن النظرية التقليدية أخذت موقعا وسطيا بين مدخلين متناقضين، مدخل صافي الدخل الذي يقر بوجود تأثير لتركيبة الهيكل المالي التمويلي على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة الإقتصادية وحسب هذا المدخل فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عند بلوغ نسبة المديونية أكبر قدر ممكن، ومدخل الدخل الصافي التشغيلي الذي ينفي تماما فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل، وذلك اعتمادا على أن تكلفة الأموال ثابتة لا تتأثر بتغير نسبة حضور كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة[3].

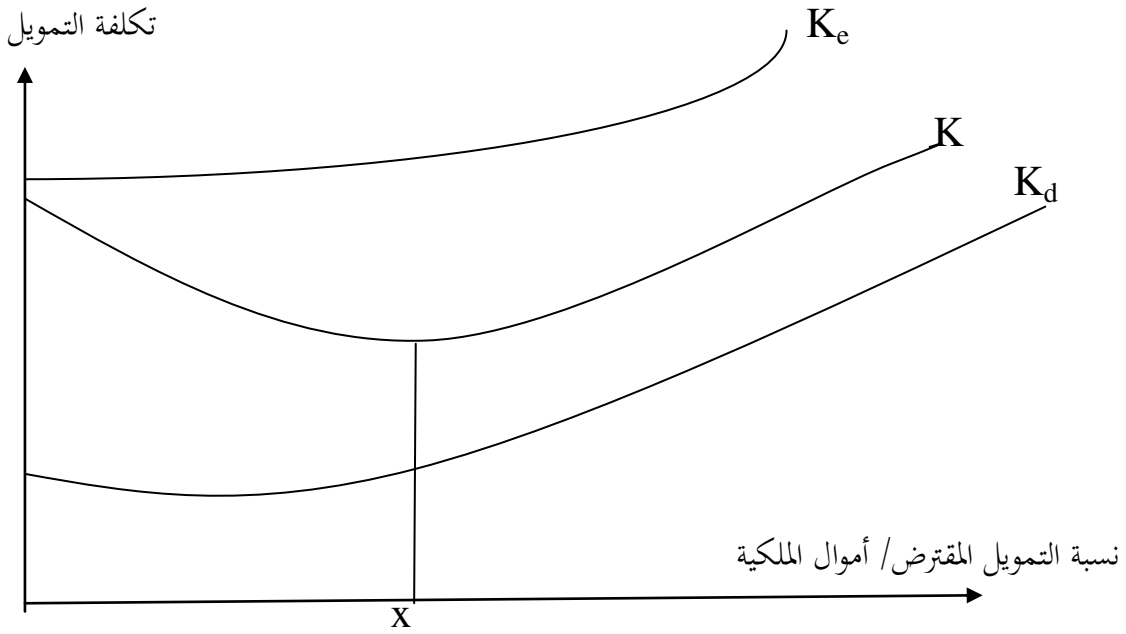
ولتوضيح ماجاء في النظرية التقليدية نقدم الشكل التالي:

[1] –Alain capiez, éléments de gestion finacière, 4éme édition, Masson, France, p, 153.

[2]– شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية"دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص 50.

[3]– علاء محمد شكري عبد الحميد، مرجع سابق، ص 72.

**الشكل رقم (07): الهيكل المالي الأمثل حسب المدخل التقليدي**




**المصدر**: محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص164.

يتضح من الشكل أعلاه، أن النقطة x تمثل نسبة الإقتراض المثلى، حيث أن تكلفة رأس المال تكون في انخفاض مع زيادة نسبة الإقتراض، نظرا لأن تكلفة الإقتراض مصدر تمويل منخفض مقارنة بتكلفة أموال الملكية، ومع زيادة الإعتماد على الإقتراض تزداد المخاطر المالية وينعكس ذلك عل تكلفة الإقتراض $k_d$ وتكلفة أموال الملكية $k_e$ وذلك لضياع الميزة التي تحصل عليها المؤسسة من الإعتماد على الإقتراض، كمصدر منخفض التكلفة نسبيا في ارتفاع معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، وبالتالي ارتفاع تكلفة الممتلك الناتج عن زيادة نسبة الإقتراض في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة معدل تكلفة التمويل k، وما يؤخذ على هذا المدخل أن مؤيدوه لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة رأس المال المصاحبة للزيادة في نسبة الإقتراض والتكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس[1].

**المطلب الثاني: مدخل موديغلياني وميلر Modigliani –Miller**

يعتبر كل من موديغلياني وميلر من أهم الأسماء التي ساهمت في تطور النظرية المالية الحديثة والتي جددت الاهتمام بمفهوم الهيكل المالي الأمثل، حيث قدم الباحثان سنة 1958 تحليلا ينفي وجود علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية، أي استبعد فكرة الهيكل المالي الأمثل، ويقوم المدخل على مجموعة من الفرضيات وهي:

- رشاد المستثمرين في الأوراق المالية؛
- إمكانية تصنيف المؤسسات الإقتصادية إلى مجموعات متجانسة من حيث الخطر والعائد؛
- المستثمريين يمكنهم شراء مايحتاجه من أوراق المالية دون قيود[2]؛

[1]- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، الطبعة الثانية، 2005، ص103.

[2]- علي بن الضب، مرجع سابق، ص103.

- المسيرون يديرون مؤسستهم حسب مصلحة مساهميها (غياب تضارب المصالح)؛
- تعمل المؤسسة في ظل سوق المنافسة الكاملة؛
- خطر الإفلاس مستبعد وعدم وجود ضرائب على أرباح الشركات[1]؛
- تماثل إمكانية وشروط الإقتراض بالنسبة للأفراد والمؤسسات؛
- تكلفة تحويل وتبديل الملكيات معدومة؛
- شفافية ومجانية السوق المالي بحيث أن المعلومات المتعلقة بالمؤسسات العاملة فيه متاحة ومجانية لجميع المتعاملين[2].

اعتمد **موديغلياني وميلر 1958** في توضيح فكرتهما على اقترحين هما:

**أولا: الاقتراح الأول**

حسب موديغلياني وميلر، فإن الاقتراح الأول يعتمد على فكرة عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، بمعنى أن تركيبة الهيكل المالي مستقلة تماما عن قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، إنما تتوقف القيمة السوقية على قرارات الإستثمار والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من الإستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على قيمة المؤسسة.

إن الفرضية الأولى لموديغلياني وميلر تسمح بفصل قرارات الإستثمار عن قرارات التمويل، حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تعتمد على هيكلها المالي وإنما تتوقف على العائد المتوقع من أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية (توقعات الأرباح قبل الفوائد والضرائب) والتي تعتمد في تمويلها على أموال الملكية فقط[3].

ويمكن التعبير عن القيمة السوقية حسب هذه الفرضية بالمعادلة[4]:

$$V_i = (S_i + D_i) = X_i / P_f$$

حيث أن:

- $V_i$: القيمة السوقية للمؤسسة **i**؛
- $S_i$: القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة**i**؛
- $D_i$: قيمة الدين في المؤسسة **i**؛
- $P_f$: معدل المردودية المطلوب من قبل المستثمرين بالملكية ( أسهم المؤسسات) التي تنتمي إلى فئة المخاطر**F** ، حيث تكون المؤسسة ممولة بالملكية بشكل كامل؛

[1]- زغدود تبر، مرجع سابق، ص 66.

[2]- شعبان محمد، مرجع سابق، ص58.

[3]- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص175.

[4] - Franco Modigliani, Merton H, Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol, 48, No,3,(Jun, 1958), P 268.

- $X_i$: العائد المتوقع من أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية.

يلاحظ من تركيب المعادلة أعلاه أن القيمة السوقية للمؤسسة إنما تتوقف على مقدار العائد على الإستثمار المناسب ومعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين لشريحة الخطر F وتعتمد في تمويلها على أموال الملكية وليس على تشكيلة هيكل التمويل في المؤسسة أي مستقلة على مستويات الرفع المالي.

كما أن موديغلياني وميلر وفي معرض تحليلهم لإقتراح الأول يؤكدون على استقلالية تكلفة التمويل WACC على صياغة هيكل التمويل، فتكلفة الأموال المرجحة لمؤسسة مرفوعة تساوي تكلفة التمويل الممتلك لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها غير مرفوعة( أي ممولة بالكامل بالملكية).

**ثانيا: الاقتراح الثاني**

بالرغم أن التغير في هيكل التمويل لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن ذلك سوف يحدث تغيرا مهما في قروض المؤسسة وحق الملكية، لهذا سنحاول اختبار ماذا سيحصل للمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية[1].

ولضمان عملية التحليل ضمن الاختبار أعلاه سوف نتجاهل الضريبة، ولهذا يمكن التعبير عن المتوسط التكلفة المرجحة WACC بالمعادلة التالية[2]:

$$WACC= K_D\times( V_D /V_D+V_{CP} ) +K_{CP} \times(V_{CP} /V_D +V_{CP})$$

حيث تمثل:

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة ؛

$K_D$: تكلفة الديون ( معدل المردودية أو العائد المنتظر من قبل المقرضين لمؤسسة معينة)؛

$V_D$: القيمة السوقية للديون؛

$V_{CP}$: القيمة السوقية للأموال الخاصة( حق الملكية)؛

$K_{CP}$: تكلفة الأموال الخاصة ( تكلفة التمويل الممتلك) أو معدل المردودية أو العائد المنتظر من قبل المساهمين في نفس المؤسسة.

كما يمكن صياغة الاقتراح الثاني كمايلي:

$$K_a= R+(R-r)D /CP$$

حيث أن:

$K_a$: معدل المردودية أو العائد المطلوب لمؤسسة مستدينة؛

---

[1]- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص، ص 556، 564.

[2]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص360.

R: تكلفة رأس المال لمؤسسة غير مستدينة؛

r:تكلفة الإستدانة وتمثل الفائدة بدون مخاطرة؛

D/CP: نسبة الرافعة المالية.

حسب موديغلياني وميلر يتوقف معدل العائد ( المردودية) المطلوب من قبل الملاك ( المساهمين) على ثلاثة متغيرات هي[1]:

- تكلفة التمويل بالإستدانة؛
- معدل المردودية (العائد) المطلوب من قبل المؤسسة ؛
- تمثل نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

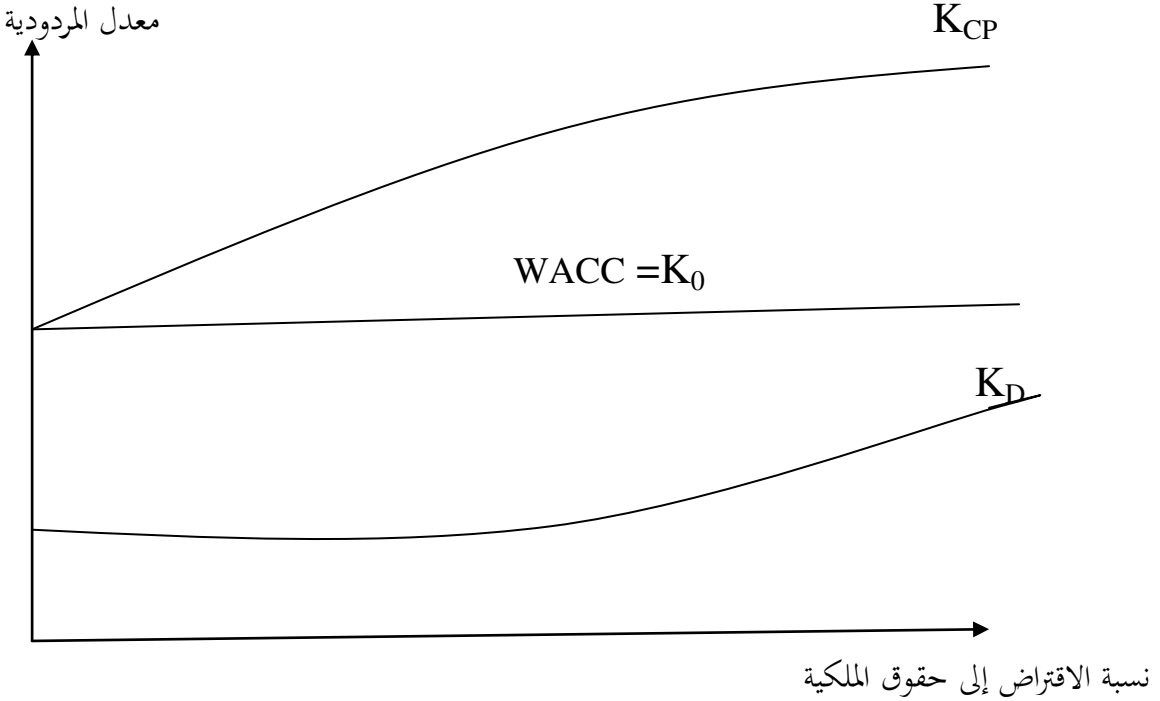
يشير موديغلياني وميلر من خلال الاقتراح الثاني أن معدل العائد أو المردودية المطلوب من قبل الملاك (المساهمين) في مؤسسة ما تعتمد على القروض في هيكل التمويل يساوي معدل العائد المطلوب من قبل الملاك لمؤسسة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها ( تعتمد على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها)، إضافة تعويض المساهمين بمعدل عائد إضافي يعوض عن المخاطر المالية التي ممكن لها الملاك بسبب الإقتراض[2]،

ويمكن توضيح ماجاء في الإقتراح الثاني في الشكل التالي:

[1] - André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirott, Finance, 2é Edition, Pearson Education France, 2008 , P 190.

[2] – حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص565.

**الشكل رقم (08): العلاقة بين تكلفة والرافعة المالية في ظل الاقتراح الثاني**




**المصدر**:ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية "حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2005 -2009"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص70.

يظهر من الشكل أعلاه، أن تكلفة التمويل المرجحة أو تكلفة رأس المال ثابتة مستقلة عن الهيكل المالي، بمعنى لا تتأثر بمكونات الهيكل المالي، حيث تكون دائما ثابتا مهما تغيرت مكونات الهيكل المالي، وهي في نفس الوقت تساوي معدل العائد المطلوب من طرف الملاك( معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين أي تكلفة الأموال الخاصة) في مؤسسة تنتمي لنفس فئة المخاطر وتعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة بالكامل، أي لا تعتمد على الديون في هيكلها المالي أو تمويل أصولها[1].

إن ثبات تكلفة رأس المال مهما ارتفعت قيمة الإستدانة تظل مصدر تمويلي منخفض التكلفة يؤدي إلى امتصاص التكلفة المرتفعة للتمويل الممتلك وبالتالي سوف تبقى تكلفة التمويل المرجحة ثابتا[2].

كما يبين الشكل كذلك أن وصول نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية إلى حجم معين، تكون تكلفة حقوق الملكية تكون متزايدة كلما ارتفعت نسبة الديون المعتمدة، بينما تبدأ تكلفة الديون في الإرتفاع، وذلك لتقليل من المخاطر المالية التي يمكن أن يتعرض لها الملاك (المساهمين) في المؤسسة، لكن ارتفاع في تكلفة حقوق الملكية يكون

[1]- منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في تمويل الشركات، مرجع سابق، ص137.

[2]- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص90.

أقل من ارتفاع في تكلفة الديون[1].

وبالتالي فإن خلاصة القول في الاقتراح الثاني الذي قدمه موديغلياني وميلر أن تكلفة رأس المال تبقى ثابتة ولا تتغير ولا تتأثر بتغير مكونات هيكل المالي، في ظل اعتماد المؤسسة على أموال الملكية فقط دون الإعتماد على الإقتراض.

**ثالثا: الإنتقادات الموجهة لمدخل مديغلياني وميلر**

يمكن حصر أهم الإنتقادات الموجهة للأطروحة مديغلياني وميلر في النقاط التالية:

1- يؤخذ على هذا المدخل افتراضه أن المؤسسات والأفراد يمكنهم الإقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة، هو إفتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن المقرضين لا يقتصرون حول الاعتمادات التي يمكن أن يمنحوها على تطبيق معدل واحد، لأن المعدل الحقيقي يكون حسب الثقل الإقتصادي للمقترض[2]؛

2- افتراض عدم وجود ضرائب هو أمر غير واقعي[3]؛

3- افتراض عدم وجود تكلفة المعاملات ( بيع وشراء الأوراق المالية) وهو شرط أساسي لعملية المراجحة، في حين أن التكاليف موجودة وقد تفوق قيمتها قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجحة[4].

على الرغم أن هذا المدخل تم وضعه على افتراضات غير واقعية، إلا أنه فتح المجال لبحوث ودراسات أخرى في محاولة لتقديم نتائج أكثر واقعية فيما يتعلق بالهيكل التمويلي وتأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة.

**المطلب الثالث: النظرية المصححة لموديغلياني وميلر في وجود الضرائب عام 1963**

قدم مديغلياني وميلر مقالة بعنوان (ضرائب دخل المؤسسة وتكلفة رأس المال)، والتي نصت على أن الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل بالرافعة المالية في الهيكل المالي، وقيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل بحقوق الملكية، هو في القيمة الحالية للوفورات الضريبية[5].

وتفترض هذه النظرية أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل خضوع دخلها للضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض، أما إذا ارتفع هذا الفرق عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية فإنه يمكن خلال عملية المراجحة إعادة التوازن بين قيمة المؤسستين،كما أن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة تنتمي لنفس فئة الخطر مضافا إليها بدل المخاطرة الذي يعتمد على الفرق بين تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة غير المقترضة وتكلفة القروض وعلى نسبة القروض إلى حقوق الملكية ومعدل الضريبة على دخل المؤسسة، لذلك يمكن

---

[1] -Vernimmen Pierre, Finance d' entreprise, 5éme édition, DALLOZ , Paris 2002, p 666

[2]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص373.

[3]- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص91.

[4]- زغود تبر، مرجع سابق، ص75.

[5]- حسن عيسى أبو حمام، أساليب المحاسبة الإدارية الإستراتيجية المطبقة من قبل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وتأثيرها على الهيكل التمويلي لتلك الشركات، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2012-2013، ص81.

تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة بزيادة نسبة الأموال المقترضة بهيكلها التمويلي إلى أقصى حد ممكن حيث سيتناقص المتوسط المرجح لتكلفة التمويل[1].

استنادا للفرضية لموديغلياني وميلر التي تنص على أن الفرق بين قيمة المؤسسة التي تستخدم التمويل المقترض في هيكلها المالي مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على التمويل الممتلك يتمثل في القيمة الحالية للوفورات الضريبية، فإن القيمة المؤسسة المقترضة تساوي قيمة المؤسسة غير المقترضة مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية[2]:

$$V_L = V_U + TD$$

حيث أن:

- $V_L$: القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة؛
- $V_U$: القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة؛
- TD: القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناتجة عن الإقتراض.

كما يمكن حساب القيمة للوفورات الضريبية من خلال المعادلة التالية[3]:

$$TD = Kd \times D \times T / Kd$$

حيث أن:

- D: تكلفة الإقتراض؛
- Kd: القيمة السوقية للقروض؛
- T: معدل الضريبة على دخل المؤسسة.

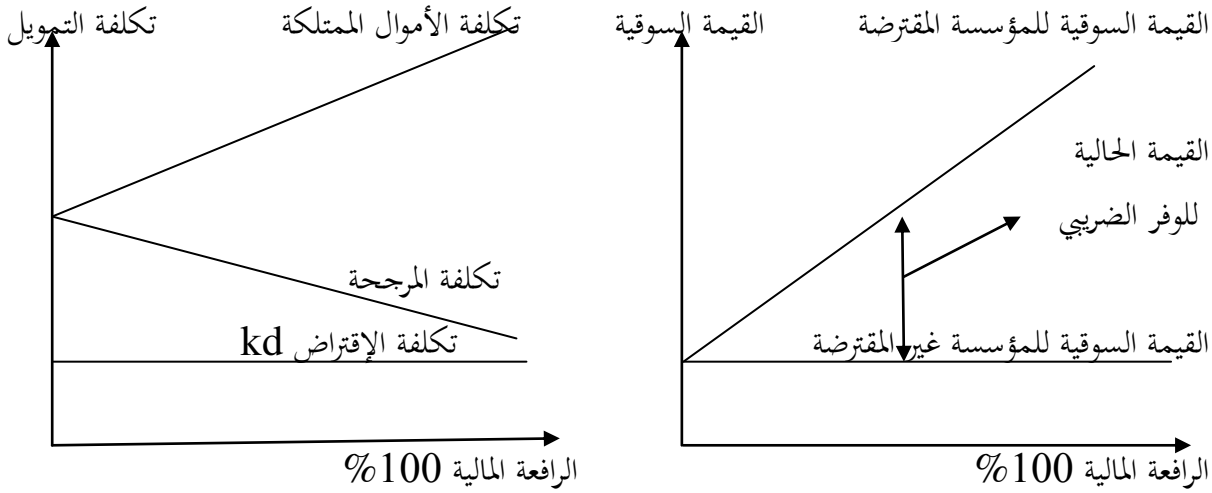
وبالتالي حسب الباحثان، فإن الهيكل المالي الأمثل يتوقف على درجة اعتماد المؤسسة الإقتصادية على الإستدانة بالكامل(هو الذي يجعل القيمة السوقية للمؤسسة بأعلى درجة من خلال التمويل التام بالرافعة المالية)، حيث زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى أقصى حدى في هيكلها التمويلي يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، ولتوضيح ذلك نقدم الشكل التالي:

[1]- عبد المجيد تيماوي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات والدراسات، العدد 13، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 2011، ص66.

[2]- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص180.

[3]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص68.

**الشكل رقم (09): نظرية موديغلياني وميلر في وجود الضرائب**




**المصدر**: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر،1998، ص 242 .

يتضح من الشكل أعلاه، أنه كل مازادت نسبة الاستدانة في الهيكل المالي كلما انخفضت تكلفة المرجحة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أن قيمة السوقية تصل إلى الحدى الأقصى عندما يصل اعتماد المؤسسة على القروض بنسبة 100%.

على الرغم ما توصلت إليه هذه النظرية إلا أن الوفورات الضريبية المتعلقة بالتمويل بالدين لا تتمتع بالاستقرار لأن الوفورات الحالية قد تتحول إلى عجز في المستقبل، وهو ما قاد الدراسات التي تلت هذا النموذج على التخلي عن بعض الفرضيات وتعويضها بفرضيات أكثر واقعية في تفسير محددات الهيكل المالي مثلا تكلفة الإفلاس.

**خلاصة الفصل:**

تطرقنا في هذا الفصل إلى الهيكل المالي للمؤسسة الإقتصادية، حيث حاولنا في المبحث الأول توضيح مفهوم الهيكل المالي، الذي يعبر عن الأموال التي سوف تعتمد عليها المؤسسة في تمويل مختلف استثماراتها وأصولها سواء من خلال الموارد الخارجية أو الداخلية، بعدها قمنا بدراسة أهم المحددات التي تؤثر على الهيكل المالي ( الربحية، حجم المؤسسة، المرونة المالية....)، وأخيرا قمنا بتحديد مكونات الهيكل المالي وذلك من خلال مصادر التمويل قصيرة الأجل ( الائتمان المصرفي والائتمان التجاري) ومصادر التمويل طويلة الأجل ( الأسهم، السندات، القروض والإستئجار).

بينما تناولنا في المبحث الثاني تكلفة التمويل، وذلك من خلال عرضنا لمفهوم تكلفة التمويل، حيث تمثل تكلفة مختلف الموارد المالية التي تحصلت عليها المؤسسة من مصادر متعددة، كما تم دراسة كيفية حساب تكلفة مصادر التمويل المختلفة سواء مصادر التمويل قصيرة الأجل ( تكلفة الائتمان التجاري وتكلفة الائتمان المصرفي) أو طويلة الأجل( تكلفة الأسهم، تكلفة السندات، تكلفة الاستئجار، تكلفة حقوق الملكية)، وأخيرا تم توضيح تكلفة الوسطية المرجحة والتكلفة الحدية.

أما المبحث الثالث تم فيه دراسة أهم النظريات التي حاولت تفسير الهيكل المالي، حيث ظهرت عدة نظريات حاولت تفسير الهيكل المالي الذي سوف تعتمد عليها المؤسسة الإقتصادية وعلاقتها بتكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، فقد تعرضنا للنظرية التقليدية التي اعتبرت أن المؤسسات يمكن لها أن تصل إلى هيكل مالي أمثل الذي يسمح لها بتعظيم قيمتها السوقية، ثم تناولنا مدخل موديغلياني وميلر سنة 1958 الذي اعتبر عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، كما قدمنا كذلك النظرية المصححة لموديغلياني وميلر في وجود الضرائب سنة 1963، حيث تفترض هذه النظرية أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة في ظل خضوع دخلها للضريبة تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير مقترضة بما يعادل القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض.

# الفصل الثالث:

# تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة

**تمهيد:**

إن الهدف الرئيسي الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه بدرجة الأولى هو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، طالما أن هذا الهدف لا يتعارض مع المصالح الأطراف المؤثرة في المؤسسة، والذي يتم تحقيقه نتيجة اتخاذ القرارات المالية، أي هذا الهدف محصلة القرارات المالية (قرارات الإستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح)، حيث تؤثر هذه القرارات على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تأثيرها على معدل المردودية المتوقع تحقيقه وعلى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة بسبب اتخاذها لهذه القرارات، كذلك ترتبط القيمة السوقية للمؤسسة عند قياسها بمعيار القيمة الإقتصادية المضافة ومعيار القيمة السوقية المضافة.

يعد موضوع دراسة العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة من المواضيع التي شغلت معظم النظريات المالية، حيث حاولت هذه النظريات دراسة تأثير قرارات الإستثمار على قيمة المؤسسة، إضافة إلى دراسة مدى تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة، ثم في الأخير حاولت دراسة تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة كمحصلة لقرار الإستثمار وقرار التمويل.

ولمعالجة هذا الفصل سيتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث أساسية وهي:

**المبحث الأول: القيمة وخلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية**

**المبحث الثاني: القيمة الإقتصادية المضافة**

**المبحث الثالث: علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة**

## المبحث الأول: القيمة وخلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية

سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مفهوم القيمة في الفكر الإقتصادي والفكر المالي وذلك في المطلب الأول، ثم نتطرف إلى الأمور الأساسية للقيمة ( تعريف القيمة، الأنواع المختلفة للقيمة، العوامل المحددة للقيمة، المبادئ الإقتصادية الأساسية لتحديد القيمة، مداخل تقدير القيمة) في المطلب الثاني ، أما المطلب الثالث فخصص لدراسة خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية.

### المطلب الأول: القيمة في الفكر الإقتصادي والفكر المالي

يعتبر موضوع القيمة من المواضيع الهامة التي عرفت نقاش بين مختلف المدارس الإقتصادية والمفكرين (الفكر الإقتصادي)، كذلك عرف مفهوم القيمة اهتماما كبيرا في الفكر المالي، يدل هذا الاهتمام المتزايد على الدور الذي أصبحت تلعبه القيمة في الحياة الإقتصادية، إضافة إلى أهميتها بالنسبة للمؤسسة الإقتصادية والأطراف الأخرى( المستثمرين، المساهمين).

#### أولا: القيمة في الفكر الإقتصادي

لقد حاولت مختلف المدارس الإقتصادية المتعاقبة إعطاء تصور للقيمة، فالمدرسة الكلاسيكية والماركسية اعتبرت تكاليف الإنتاج خاصة العمل هي التي تحدد القيمة، بينما يرى النيوكلاسيك أن ما يحددها هي المنفعة في المقام الأول، كما ذهب تيار آخر ينتمي إلى نفس المدرسة ( النيوكلاسيك) إلى اعتبار أن كلا من تكاليف الإنتاج أو العمل والمنفعة لهما تأثير مشترك في تحديد القيمة، كما تشكل نظرية القيمة أو ما يعرف بنظرية الأسعار النسبية الأساس لكل نظام نظري عام، إذ نجدها تمثل محور التحليل الإقتصادي لمختلف المدارس[1].

ويمكن استعراض أهم الخصائص التي جاءت بها دراسات الفكر الإقتصادي حول القيمة كمايلي[2]:

1- ينطلق مفهوم القيمة في الفكر الإقتصادي من أن القيمة تمثل الحكم المعطى على أهمية سلعة بمفهومها الواسع ( سلعة وخدمة).

2- يميز الفكر الإقتصادي بين ثلاثة ثنائيات من المفاهيم المرتبطة بالقيمة وهي:

– **قيمة إجمالية/ قيمة وحدوية:** يتم الحديث عن مفهوم القيمة الإجمالية أو الوحدوية في إطار النظر إليهما كقيمة مجردة، أو قيمة فردية مرتبطة بحالة خاصة، إذ نصف القيمة الإجمالية إذا كانت مجردة ولا تعكس حكم فرد، بينما القيمة الوحدوية فتطلق عندما تكون القيمة فردية أي تعكس حكم فرد.

– **قيمة موضوعية/ قيمة ذاتية:** تتمثل القيمة الموضوعية في القيمة الإجتماعية، بمعنى الأهمية التي يعطيها مجموعة من الأفراد للسلعة بالنظر لقدرتها في إشباع حاجاتهم، أما بالنسبة للقيمة الذاتية فتعني القيمة التي يعطيها فرد إلى

---

[1]– الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها" دراسة حالة مجمع صيدال"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011- 2012، ص68.

[2]– هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراة غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص17.

السلعة بالنظر لما تقدمه من إشباع لحاجته الخاصة.

**– قيمة الاستعمال/ قيمة المبادلة:** يعتبر هذا التمييز قديما جدا لأنه ظهر عند اليونان القدامى، حيث يرتكز على طبيعة الإشباع سواء بشكل مباشر بالاستعمال أو بشكل غير مباشر عن طريق مبادلة السلعة بسلع أخرى، فقيمة الاستعمال هي القيمة المعطاة للسلعة بالنظر لقدرتها على إشباع الحاجة بشكل مباشر، أما قيمة المبادلة فتوضح العلاقة أو نسبة تبادل الوحدات بين سلعتين.

كما يمكن تصنيف النظريات الإقتصادية التي تناولت القيمة إلى ثلاثة أنواع وهي:

**1– منظور تكلفة الإنتاج (جانب العرض) في تفسير القيمة:**

يرتكز أصحاب هذا المنظور في تفسير القيمة على القيمة الموضوعية والمتمثلة في تكلفة الإنتاج ويمكن أن نجد في هذا الإطار تيارين، حيث أن أحدهما يأخذ بالتكلفة المركبة والآخر يرتكز على التكلفة البسيطة[1]، حيث تعكس تكلفة المركبة أراء مفكري المدرسة الكلاسكية على رأسها آدم سميث الذي قام بصياغة نظرية العمل التي تحاول تفسير القيمة بناء على عدد ساعات العمل المبذولة في المنتج ، وقد أيده دافيد ريكاردو في ذلك مع قيامه بمحاولة تحسينها من خلال إدخال عنصر رأس المال إلى جانب عنصر العمل بنسبة ثابتة في تكلفة الإنتاج، ويعتبر بذلك صاحب أطروحة القيمة (التكلفة المركبة)، بينما تمثل التكلفة البسيطة (النظرية الماركسية لتكلفة البسيطة) إمتداد لنظرية كمية العمل التي نجد أصولها عند آدم سميث في تفسيره للقيمة بالنسبة للمجتمعات البدائية وهي التي تعتمد في نشاطها على عنصر العمل، ولكن الجديد في نظرية ماركس هو تطبيقها على العمل نفسه واستنباط نظريته في فائض القيمة التي تعتبر أساسا لتحليله ونقده الموجه للنظام الرأسمالي[2].

**2– منظور المنفعة ( جانب الطلب) في تفسير القيمة:**

تعتبر نظرية المنفعة التي كانت نتيجة لأفكار المدرسة الحدية التي جاء بها كل من جيفنز ومنجر وفالراس من خلال محاولة توضيح الفرق بين المنفعة الكلية والحدية للسلعة، حيث أرجعت تفسير قيمة المبادلة للسلعة إلى مفهوم المنفعة الحدية[3].

وقد خلصت هذه المدرسة أن المنفعة الحدية هي أساس القيمة، وأن تكلفة الإنتاج تتحلل في نهاية الأمر، إضافة أن قيمة أموال الإنتاج تستمد من قيمة أموال الاستهلاك[4].

**3– منظور تكلفة الإنتاج والمنفعة معا ( جانب العرض والطلب) كعنصرين في تفسير القيمة:**

ظهرت محاولة أخرى تهدف إلى الجمع بين كل من تكلفة الإنتاج والمنفعة، أي بين كل من العرض والطلب في تفسير القيمة، وقد حاول الفريد مارشال توضيح أن كلا من الإتجاهين السابقين التي ركزت سواء على نظرية المنفعة

---

[1]– الجوزي غنية، مرجع سابق، ص69.

[2]– هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص ص19-20.

[3]– نفس المرجع، ص21.

[4]– السيد عبد المولي، أصول الإقتصاد، دار الفكر العربي، مصر، 1977، ص 400.

أوتكلفة الإنتاج لتفسير القيمة قد وقعت في خطأ التركيز على جانب واحد مهملة الجانب الآخر الذي لا يقل أهمية في تحديد القيمة، حيث يرى مارشال أن القيمة تتوقف على الجانبين معا ( التكلفة والمنفعة)، فمن ناحية تتحدد كمية المعروض من السلعة بتكلفة معينة، ومن ناحية أخرى تتحدد كمية المطلوبة من هذه السلعة بمنفعتها للمستهلكين، وكلا من العرض والطلب لهما دور في تحديد قيمة السلعة[1].

**ثانيا: القيمة في الفكر المالي**

أفرزت الانتقادات الموجهة للربح كهدف تسعى إليه المؤسسة ظهور هدف تعظيم قيمة المؤسسة، ويرجع الفضل في ظهور مفهوم القيمة الذي يعد أساس النظرية المالية إلى الإقتصادي "جون بار ويليامس John Burr Williams " في سنة 1938، حيث بين بأن قيمة أي أصل مادي أو مالي تتحدد انطلاقا من قيمة التدفقات المالية المقدرة التي يطرحها هذا الأصل[2].

ويعد كل من أعمال "فيشر" و"وليامس" و"قوردن" أصول نظرية القيمة في إطار النظرية المالية، إضافة أنه ابتداءا من سنة 1958 تاريخ ظهور مقال"موديغلياني وميلر حول تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة ونظرية الإستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة، حيث أصبحت تدرس موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، خاصة دراسة تأثير قرار الهيكل المالي وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة[3].

**المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول القيمة**

سنحاول في هذا المطلب تسليط الضوء على مفهوم القيمة والأنواع المختلفة لها، ثم نتعرض للعوامل المحددة للقيمة، بعدها نتناول المبادئ الإقتصادية الأساسية لتحديد القيمة، وأخيرا التطرق إلى مداخل تقدير القيمة.

**أولا: تعريف القيمة**

سنحاول تقديم مجموعة من التعاريف الخاصة بالقيمة كمايلي:

تعرف القيمة على أنها: عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، ومفهوم القيمة مختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ الفعلي المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى آخر أن القيمة موجودة في جوهر الأصل أما السعر يتم ترجمته بحدوث عملية التبادل[4].

كما يمكن تعريف القيمة بأنها: القيمة التي يمكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة، والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة

[1]- السيد عبد المولي، مرجع سابق، ص ص 402-403.

[2]- الجوزي غنية، مرجع سابق، ص ص 72-73.

[3]- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص31.

[4]- طارق عبد العال حماد، تقدير قيمة بنك لإغراض الإندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص 5-6.

إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين[1].

كذلك يقصد بالقيمة: القيمة الإقتصادية التي ترتبط بميول الناس نحو مفردات معينة بالمقارنة مع أخرى بسبب المنافع التي يتصورون بأنها ستعود عليهم، واستنادا إلى النظرية الإقتصادية التقليدية المعاصرة فإن قيمة سلعة ما تساوي الإشباع المستلم من قبل شخص لاستهلاكه آخر وحدة[2].

تعرف القيمة أيضا بأنها: مفهوم موضوعي تنشأ من عناصر ملموسة (السلع الخاصة بالمؤسسة، الديون، رقم الأعمال، الأرباح، عوائد الأسهم)، بينما السعر هو مفهوم أكثر ذاتية، ذلك أنه عند القياس يستخدم جزئيا عوامل مستقلة عن قيمة المؤسسة، كرغبة المشتري في حيازة نشاط المؤسسة مثلا[3].

في الآخير يمكن القول أن مفهوم القيمة يحدد حسب استخدامها وغايتها مما يجعلها من المفاهيم غير الواضحة والمعقدة.

**ثانيا: الأنواع المختلفة للقيمة**

هناك عدة أشكال للقيمة سيتم تناولها كمايلي:

**1- القيمة السوقية:** هي قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل فالقيمة السوقية للسهم مثلا تحدد على أساس تقييم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، وبالتالي فإن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الإقتصادية للمؤسسة، وقيمة الأصل في السوق يتحدد في ضوء العرض والطلب[4].

كما تعرف القيمة السوقية بأنها: المبلغ المقدر الذي يتم به تبادل ممتلكات معينة في تاريخ التقييم بين المشتري المستعد والبائع المستعد في إطار صفقة بين أطراف مستقلة المصالح بعد التسويق الملائم ( لدى كل واحد منهما معلومات معقولة)، والتي يكون الطرفان فيها قد تصرف بمعرفة وبدون إكراه على إتمام الصفقة[5].

نشير أن القيمة السوقية للمؤسسة هي القيمة النظرية للأسهم المصدرة في السوق للتداول أي بمعنى أوضح المبلغ الذي على المستثمر دفعه إذا أراد شراء كامل الأسهم في صفقة واحدة ولا بد من التفريق بين قيمة رأس المال وحقوق المساهمين في القائمة المالية للمؤسسة ورأس المال أو قيمة الأسهم المصدرة وبالتالي عدم المزج بين القيمة السوقية وقيمة المؤسسة.

---

[1]- فراس خضير الزبيدي، العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم "دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، كلية الإدارة والإقتصاد، المجلد 16، العدد 02، جامعة القادسية، العراق،2014، ص238.

[2]- عابد حسن رشيد المزوري، محمد حويش علاوي الشجيري، أثر جودة الإبلاغ المالي على قيمة المنشأة" دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، جامعة دهوك، [على الخط]،http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=35253 ، ص4.

[3]- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر" دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)"، أطروحة دكتوراة غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010، ص13.

[4]- غدير محمود المهتدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الإقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم ( دراسة حالة بنك فلسطين)، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة (فلسطين)، 2014، ص41.

[5]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية (مصر)، 2008، ص13.

كذلك نشير في هذا الصدد أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة يقصد بها: تعظيم القيمة الحالية لموجوداتها أو تعظيم ثروتها الحالية، فتعظيم قيمة المؤسسة في السوق ينتج من تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، فالقيمة السوقية للسهم هي سعر السهم في السوق الذي يتوقف على تدفقات العائد المتوقع في المستقبل مع آخذ بعين الاعتبار المخاطر، بتوازن هذين الأمرين تتحقق أعلى قيمة للمؤسسة، لذلك فهدف تحقيق أعلى قيمة للسهم أهم من هدف تعظيم الربح لأسباب متعلقة بالقيمة الزمنية للنقود وبمخاطر الإستثمار وبتعظيم الثروة[1].

كما يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة هدف استراتيجي مقارنة باستراتيجية تعظيم الربح كهدف لأسباب التالية[2]:

– استراتيجية طويلة الأجل تعمل على تعظيم القيمة الحالية للاستثمارات للملاك، بإقرار المقترحات الإستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية، وفي ظل هذه الإستراتيجية فإن المدير المالي يعمل في ظروف عدم التأكد، ولذلك فهو يقارن بين العوائد المختلفة والمخاطر المصاحبة لكل منهما، وهل يوجد ما يبرر الإستثمار وتحمل المخاطر أم لا، وعلى ضوء العلاقة بين العائد والخطر، يمكن بناء الإستراتيجيات التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة في ظل المستوى المقبول من المخاطر؛

– تأخذ استراتيجية تعظيم القيمة السوقية في الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بصرف النظر عن حجمها، لذلك تعمل معظم المؤسسات الإقتصادية وفق اعتبار أن سياسة التوزيعات لها تأثير في جذب مستثمرين جدد، وبذلك نجد أن معرفة سياسة المؤسسة ومدى استقرارها بخصوص التوزيعات، يساهم في التأثير على القيمة السوقية للسهم.

مع الإشارة إلى أن قيمة السهم في السوق تخضع لتقديرات واختيارات ومساهمات وجهات نظر من جهات مختلفة ومتعددة ومتضاربة المصالح وتأخذ بعين الاعتبار ما يلي[3]:

- حجم الإيرادات وتوقيت الحصول عليها ونسب الأرباح منها، ومعدلات الخصم المعتمدة لخصم الإيرادات المستقبلية بهدف الحصول على القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة انطلاقا من أهمية حساب قيمة الزمنية للنقود؛
- طبيعة الأخطار التي تتعرض لها المؤسسة ودرجتها تتوقف على طبيعة الإستثمارات وهيكل رأس المال ومصادر التمويل ومقدار مساهمة عناصر التمويل الداخلية والخارجية؛
- سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من المؤسسة ومدى استقرارها واستمرار التوزيع وحجم الأرباح المحتجزة ونوعية الإستثمارات المختارة ومعدلات النمو التي تحققها المؤسسة؛
- كفاءة إدارة المؤسسة وسمعتها المالية والملف الأخلاقي للمدراء ومعدلات النمو السابقة والمحتملة ومعدل العائد على الإستثمار إضافة إلى عوامل الخارجية؛

[1]– عابد حسن رشيد المزوري، محمد حويش علاوي الشجيري، مرجع سابق، ص5.

[2]– عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية( مدخل اتخاذ القرارات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص ص24-25.

[3]– دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص39 .

➢ أسعر الفائدة ومدى تأثيرها على المؤسسة.

**2- القيمة الإستثمارية**[1]:تعتبر من القيمة المألوفة لدى المهنيين العاملين في مجال عمليات الإندماج والتملك، فهي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشترى معين ومفهومها أسهل في الفهم لأنها قيمة أصل محدد بالنسبة للمشتري محدد، فهي قيمة يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين لهذه القيمة التي نوجزها في النقاط التالية:

- فرص إنشاء القيمة؛
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛
- مدى إدراك المخاطرة؛
- الوضع الضريبي للمشتري؛
- تفاؤل المشتري.

**3- قيمة الإصدار**:هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرار إصدار الأسهم ويتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة، وتختلف قيمة إصدار الأسهم الخاصة بالمؤسسات القائمة عن قيمة الأسهم لهذه المؤسسات فتكون قيمة الإصدار أكثر من القيمة الإسمية وأقل من قيمة السهم في السوق، خاصة إذا كان تداول الأسهم لهذه المؤسسة بأسعار مرتفعة بالقيمة الإسمية، ويسمى الفرق بين القيمة الإسمية وسعر الإصدار بعلاوة الإصدار وتدفع مباشرة إلى المؤسسة وتضاف محاسبيا إلى حقوق الملكية[2].

**4- قيمة شهرة المحل**: هي مجموع الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة والتي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتحشيعهم لأي سبب من الأسباب[3].

**5- القيمة الاستعمالية**: هي قيمة تتعلق أو ترتبط بالجهة المستعملة لها، حيث تقوم بإعطاء قيمة لها أي متعلقة بمنفعة الشيء، وهي تكون قيمة متغيرة دائما وفق مقادير صغيرة أو كبيرة[4].

**6- القيمة التبادلية**:هي قيمة ترتبط بقيمة الأصل حتى ولو كان مستعملا بغض النظر عن المؤسسة التي بها ( كيان تشغيلي)، وفي العادة تكون القيمة التبادلية أكبر من الاستعمالية في مؤسسة مستمرة فمثلا أجهزة حاسوب في أحد فروع المؤسسة ما تكون قيمتها أقل لو بيعت منفصلة عمنا لو بيعت جزء من الفرع بأكمله[5].

---

[1]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص14.

[2]- ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة"دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009- 2010"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014-2015، ص18.

[3]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص16.

[4] - G Hirigoyen, J Caby, Histoire de la Valeur en Finance d'entreprise , Revue Finance,gestion, Paris, 1998, P 3 .

[5]- علي بن الضب، مرجع سابق، ص4.

**7- القيمة الإحلالية:** تمثل التكلفة المطلوبة للحصول على السهم بميزاته نفسها، لذلك فهي لا تمثل القيمة البيعية للأصل المالي بل القيمة المطلوبة لإحلال أصل محله يحمل مواصفاته نفسها[1].

**8- القيمة القابلة للتأمين:** عبارة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما والتي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة وقوع الخسارة.

**9- القيمة المتبقية:** هي قيمة الأصل بعد إهتلاكه( محاسبيا) كلية ولكنه لا زال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه، والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه[2].

**ثالثا: العوامل المحددة للقيمة**

يمكن حصر العوامل المحددة للقيمة في مايلي[3]:

**1- العوامل الموضوعية:**

ترتكز العوامل الموضوعية على فكرة تحديد القيمة العادلة للأصل محل التقييم، بمعنى مراعاة هذه العوامل وحدها سوف يسمح بالوصول إلى القيمة العادلة للأصل، لكن تحديد القيمة العادلة للشيء يبقى من الأمور الصعبة نظرا لوجود نوع آخر من العوامل المحددة لقيمة الأصل، هي العوامل غير الموضوعية.

**2- العوامل غير الموضوعية:**

ترتكز العوامل غير الموضوعية على فكرة المنفعة والرغبة في التبادل وتحديد سعر التبادل، فالمشتري يحاول دائما دفع أقل ما يمكن والعكس بالنسبة للبائع الذي يرغب في الحصول على أكبر ما يمكن، ومن خلال التفاوض بين الطرفين يتحدد سعر التبادل، لكن الوصول إلى هذا الاتفاق بشأن سعر التبادل لا يعني أن كل الطرفين حقق صفقة مربحة، ويمكن تفسير القيام بعملية التبادل إلى العوامل النفسية التي تتمثل في مجموع العوامل التي تجعل من مشتري ما يقبل على شراء الأصل أكبر من قيمته نظرا لبعض الخصائص التي يتمتع بها، إضافة إلى تأثير العوامل الإقتصادية على المشتري التي تتمثل في الندرة النسبية للشيء.

**رابعا: المبادئ الإقتصادية الأساسية لتحديد القيمة:**

هناك أربعة مبادئ اقتصادية محددة لأي أصل بشكل هام وهي:

**1- مبدأ وجود بدائل:**

يقضي مبدأ البدائل أنه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون أمام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة، وهذا لا يعني أن كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه يعني ببساطة أن البائع ليس مجبرا على البيع

---

[1]- ياسين ضيف، مرجع سابق، ص18.

[2]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص20.

[3]- بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي والمالي" دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة AMS ( العلمة)،" رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص45.

لمشتري معين وأن المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه، فإذا لم يكن هذا هو الوضع فإن آلية السوق سوف تتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية[1].

**2- مبدأ الإستبدال:**

يقضي هذا المبدأ بأن المشتري العاقل لا يدفع في أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة وأبسط مثال: قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز مستعمل أكثر مما يدفعه مقابل جهاز جديد يؤدي نفس الوظائف[2].

**3- مبدأ الإحلال:**

تحدد قيمة الأصل من خلال التكلفة التي سوف تدفع مقابل أصل مرغوب بنفس الدرجة، والفرق بين هذا المبدأ وسابقه أن مبدأ الإستبدال يتطلب أن تكون الأصول متماثلة وتؤدي نفس الوظيفة، أما مبدأ الإحلال فلا يتطلب ذلك بل للمشتري نفس الرغبة في الحصول على الأصلين[3].

**4- مبدأ المنافع المستقبلية:**

يقضي هذا المبدأ بأن قيمة الأصل تعكس المنافع المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الإقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة لملكية ذلك البنك أو المؤسسة[4]، ومن الناحية النظرية لا تكون المؤسسة في الماضي أي علاقة بالقيمة، بينما من الناحية العملية فإن الأداء السابق يكون عادة مؤشرا جيدا للأداء في المستقبل (الماضي امتداد للمستقبل) ما لم تكن هناك أحداث خارجية غير عادية قد شوهت الاتجاهات الماضية.

إن تطبيق مبدأ المنافع المستقبلية أمر معقد جدا، ويتطلب عمل افتراضات عديدة بشأن التنبؤ بمستقبل المؤسسة، ومع ذلك فإن القيمة الصافية الحالية للمنافع الإقتصادية المستقبلية تكون غالبا أفضل مقياس للقيمة خاصة بالنسبة للمشترين ( عملية استثمار)، حيث يشكل مبدأ المنافع المستقبلية مدخل إلى تقدير القيمة ( التدفق النقدي، المردودية والعائد)[5] .

**خامسا: مداخل تقدير القيمة**

هناك العديد من المداخل في الفكر المالي التي حاولت تحديد أو قياس قيمة المؤسسة، مما يجعل المسؤولين على هذه العملية مجبرين على اختيار الأفضل الذي يتناسب مع إمكانياتها المادية والمالية، ولهذا سنقوم بدراسة ثلاثة مداخل رئيسية على النحو التالي:

---

[1]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص24.

[2] - الجوزي غنية، مرجع سابق، ص76.

[3]- بلال كيموش، مرجع سابق، ص47.

[4]- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، مرجع سابق، ص ص25-26.

[5]- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص35.

**1- مدخل التكلفة في تقدير القيمة:**

يقوم هذا المدخل على مقارنة قيمة الشيء المملوك أو الأصل موضع التقدير بتكلفة استبداله، فقيمة الشيء المملوك يجب أن تساوي تكلفة شيء آخر مملوك له نفس المنفعة مع مراعاة التقادم، ويتم تطبيق هذا المدخل أكثر على عمليات تقدير الماكينات والمعدات والعقارات غير المنتجة للدخل والتي تشكل جزء من المؤسسة، وتحديدا فإن هذا المدخل لا يكون قابلا للتطبيق إلا عندما يكون المراد هو تثمين الأصول الأساسية للمؤسسة.

يمثل عامل التقادم عنصرا جوهريا في تطبيق هذا المدخل، فالتقادم يقيس التراجع الحقيقي في منفعة أصل ما، أي تقديرات مدى التقادم عامل هام في تحديد قيمة الملكية[1].

**2- مدخل السوق في تقدير القيمة:**

يقوم هذا المبدأ على مقارنة الأصل موضع التقييم بالأصول المماثلة له في السوق مع إجراء التعديلات المناسبة، كما يمكن تعريف هذا المدخل على أنه:تقدير القيمة التي يمكن تحصيلها من التصرف في الأصل بالبيع حاليا، أي تقدير صافي القيمة البيعية[2]، وهو مدخل سهل الفهم نسبيا ولكن يمكن أن يكون صعب التطبيق ما لم يكن هناك سوق نشطة بدرجة معقولة.

يتم تطبيق هذا المدخل السوقي على نطاق واسع في الولايات المتحدة على عمليات الاندماج والتملك البنكية، فنظرا للمتطلبات الخاصة بإعداد ورفع التقارير في هذا المجال توجد وفرة من المعلومات المتاحة من عمليات بيع البنوك وكذلك معلومات عن تداولات أسهم البنوك، وهذه القاعدة المعلوماتية تسمح بتطبيق المدخل السوقي في معظم الأحوال[3].

**3- مدخل الدخل في تقدير القيمة:**

يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الإقتصادية المنتظرة منه، بمعنى قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلا، حيث يرتكز هذا المدخل على أداء الأصل، أي قدرته على الحصول على الأرباح في المستقبل، سواء منفردا أو بالتضافر مع باقي الأصول المادية والمعنوية، ويتميز هذا المدخل عن سابقيه باعتماده على المستقبل، لكن تطبيقه يتطلب تقدير المنافع الإقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، كتقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن استخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم التأكد من المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الإقتصادية ( الربح التشغيلي أو الصافي، التدفقات النقدية)[4].

**المطلب الثالث: خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية**

يعد مفهوم خلق القيمة من المواضيع التي أصبحت تبني عليها مختلف المؤسسات الإقتصادية قراراتها الإستراتيجية

---

[1]- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، مرجع سابق، ص ص 160-161.

[2]- بلال كيموش، مرجع سابق، ص46.

[3]- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، مرجع سابق، ص161.

[4]- بلال كيموش، مرجع سابق، ص46.

المستقبلية، وهدف من الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه، نظرا لانعكاسها المباشر على القيمة السوقية للمؤسسة ، إضافة لأهميته لجميع الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

**أولا: مفهوم خلق القيمة**

يقصد بخلق القيمة إنشاء القيمة للمساهمين أو أصحاب المؤسسة فالعمل بهذا المعيار يعني وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار أي أن جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك ومن هنا يطرح إشكال سبب تقديم أو تفضيل المساهمين أو الملاك عن بقية الأطراف التي لها علاقة مع المؤسسة من مستخدمين وعملاء وموردين، والإجابة عن هذا السؤال تتمثل في أن الاطراف الأخرى تتمتع بقدرة المفاوضة، كذلك إذا تكمنت المؤسسة من خلق القيمة لمساهميها فإن الأطراف الأخرى حتما ستستفيد من ذلك، كذلك المسيرين الذين استطاعوا خلق القيمة لأصحاب المؤسسة سيحصلون على جزء منها كمكافأة لهم لتحقيقهم للهدف[1].

تمثل المؤسسة المنشأة للقيمة لأصحاب الأموال هي المؤسسة التي تحقق مردودية من الأموال التي استثمرتها تفوق تكلفة مصادر التمويل التي اعتمدت عليها في تمويل مختلف نشاطاتها، من هنا يتضح أن المؤسسة التي تحقق ربحا بالمفهوم المحاسبي ليست بالضرورة تكمنت من خلق القيمة مع أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة الإقتراض في حساب النتيجة، فالمؤسسة التي تخلق القيمة هي التي تستطيع تحقيق الربح بعد أن تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال الخاصة بجانب تكلفة الإقتراض[2].

**ثانيا: ظروف تطور مفهوم خلق القيمة:**

يمكن تلخيص ظروف تطور مفهوم خلق القيمة في العناصر التالية:

**1- الحاجة إلى الأموال والمنافسة:**

لقد سمح تطور مفهوم خلق القيمة للمؤسسات بطلب مختلف حاجياتها مما أدى إلى ارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينات الشيء الذي أسهم في تساوي وتيرة المنافسة بين المتعاملين الإقتصادين الخواص منهم والعمومين في سوق رؤوس الأموال، فساد عدم التنظيم المالي وصعب اقتناء الأموال بأكثر حرية بصفة مباشرة من السوق، الشيء الذي جعل المؤسسات تبحث عن معيار تحتكم إليه لتحقيق الاستقرار المالي.

ففي ظل المنافسة الشديدة من أجل الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الإقتصادية، برزت بعض المفاهيم المالية وظهرت أيضا مفاهيم جديدة متعلقة بخلق القيمة، ويبدو ذلك واضحا من خلال نجاح بعض المؤسسات

---

[1]- بوليمة مريم، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص بنك وهندسة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2011-2012، ص63.

[2]- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية: قياس وتقييم" دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة ( 2000- 2002)"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001- 2002، ص92.

التي تهتم بالرفع المالي، بالإضافة إلى تصنيف المؤسسات في الأسواق حسب معيار خلق القيمة[1].

**2- العولمة والتمويل:**

شهدت السنوات الأخيرة من القرن الماضي الانتشار الكبير لظاهرة تدويل أنشطة المؤسسات، مما أدى إلى ظهور صيغ جديدة للتمويل، فالهيكل المالي للمؤسسة أصبح يخضع لمنطق آخر مختلف عما كان سائد من قبل بسبب استراتيجيات الاندماج التي تتبناها المؤسسات سعيا منها لتحقيق الهيمنة الكاملة على الأسواق العالمية، مما أدى إلى بروز مفهوم خلق القيمة بسبب هيمنة هذه المؤسسات ولتقيم قراراتها ذات الصيغة المالية[2].

**3- دور المساهم في استراتيجية المؤسسة:**

ساهم ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم في تطور مفهوم خلق القيمة، ففي السنوات التسعينات تجسد ذلك في ظهور معاهد الإستثمار وصناديق المعاش والمنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الادخار الجماعي، والتي كانت تهدف إلى إيجاد مكانة للمساهم لتحقيق استقراره، حيث مكنته من المطالبة بمردودية مقبولة في إطار ظروف السوق، مما أدى إلى إعادة تحديد مكانة ودور المساهم في استراتيجية المؤسسة[3].

**ثالثا: الأطراف التي تستفيد من خلق القيمة**

هناك مجموعة من الأطراف تستفيد من القيمة التي تنشئها المؤسسة بصفة مباشرة وغير مباشرة وهي:

- المساهمين: يعمل المساهمين على تمويل المؤسسة من خلال رأس المال الضروري لنشاطها مع حصول مقابل ذلك على جزء من الأرباح التي توزعها المؤسسة؛
- الزبائن الذين يقومون بشراء منتجات المؤسسة مقابل الحصول على منتجات ذات جودة؛
- يحصل العاملين في المؤسسة على الأجور مقابل مايقدمونه من العمل والمهارات للقيام بنشاطاتها[4]؛
- الحكومة: تقدم للمؤسسة القوانين والمراسيم واللوائح التي تنظم الممارسات العملية وتمنع الاحتكار، وفي المقابل تحصل الحكومة على الإيرادات من خلال الضرائب والرسوم؛
- المديرون والمسيرون: يعمل المسيرون داخل المؤسسة على وضع استراتيجيات التي تعظم القيمة السوقية لها وتدعم موقع المؤسسة في السوق وتزيد من أرباحها وحجم نشاطها، وفي المقابل يحصلون على امتيازات وترقيات ومكافآت[5].

---

[1]- بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الإقتصادية (مدخل القيمة الإقتصادية EVA )، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، أفريل2009، ص ص 6-7.

[2]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص111.

[3]- بريكة السعيد، مسعي سمير، مرجع سابق، ص7.

[4] - Tugrul atamer et roland calori , diagnostic et décisions stratégiques, 2eme édition dunod, 2003, p11 .

[5]- هلالي الوليد، الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة" دراسة الجزائرية للهاتف النقال موبيليس"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، فرع الإستراتيجية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2008- 2009، ص ص 70- 71.

**رابعا: أهداف خلق القيمة**

يستند مفهوم خلق القيمة إلى مقاربة تعاقدية داخل المؤسسة التي تعد ملكا للمساهمين، ويرجع لهم اختيار المسيرين الذين يمنحونهم السلطة لإدارة أموالهم بالإستثمار والاحتفاظ بجزء منه على شكل سيولة، فالهدف الأساسي المنشود الذي يسعى إليه المسيرين من وراء خلق القيمة هو تعظيم ثروة الملاك المساهمين في رأس مال المؤسسة المسعرة، أي تعظيم القيمة السوقية للأسهم التي يملكها المساهمون من خلال بيعها بسعر أعلى من سعر الشراء[1].

كما يتطلب من المؤسسة تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين، بمعنى تحقيق مستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، الذي يسمح بتحقيق هدف المؤسسة التي تتبنى مسار خلق القيمة، وإذا لم تحقق المؤسسة تدفقات نقدية كافية فعليها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها[2].

كما يسمح مفهوم خلق القيمة بإدارك تكلفة رأس المال، حيث لا تمثل الأموال الخاصة موردا مجانيا لأن الأسهم تشكل أصلا مخطرا، لهذا على المؤسسة تقدير عوائد رأس المال على الوجه الصحيح حتى تضمن معدل مردودية مرتفعة للحائزون على الأسهم، لأنه إذا لم يتم تقدير عوائد بالشكل المطلوب سوف يتحول إلى الإكتتاب في قطاعات أخرى توفر مردودية أعلى، كما أن تكلفة الأموال الخاصة لا تنحصر فقط في تسديد أرباح الأسهم (وجهة النظر التقليدية) بل تتعدى ذلك تكلفة فرصة التوظيف البديل بنفس مستوى المخاطرة التي تقاس بالمقارنة مع العائد الإجمالي ( أرباح الأسهم وفائض تقييم رأس المال) لأسهم القطاع أو السوق[3].

نشير أن "ألفريد رابابوت 1998" حدد سبعة عناصر يمكن أن تتسبب في خلق القيمة من وجهة نظر المساهمين وهي[4]:

- معدل نمو المبيعات؛
- هامش الربح النقدي الناتج عن التشغيل؛
- معدل الضريبة على الأرباح؛
- الإستثمارات الثابتة،
- رأس المال العامل؛
- الهيكل المالي؛

[1]- بوليمة مريم، مرجع سابق، ص64.

[2]- بريكة السعيد، مسعي سمير، مرجع سابق، ص7.

[3]- بوليمة مريم، مرجع سابق، ص64.

[4]- هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، جامعة ورقلة، 2011- 2012، ص14.

– الفترة الزمنية لإستمرار نمو القيمة.

**خامسا: مؤشرات خلق القيمة**

تندرج مؤشرات خلق القيمة في ما يعرف بنظم قياس ( تقييم) الأداء، والتي كانت في بدايات ظهورها عبارة عن مقاييس أداء محاسبية تقليدية، إلا أنه بالنظر لقصورها ومع تطور المؤسسات ومحيطها، ظهرت أدوات قياس حديثة، منها بعض المقاييس المحاسبية المطورة، كمقياس القيمة الإقتصادية المضافة، والتي تعد امتدادا وتطويرا لبعض المقاييس المحاسبية في السنوات الخمسينات من القرن الماضي، والتي أبرزها الربح المتبقي، وهذا وتلعب نظم قياس الأداء دورا رئيسا في:

– تطوير الخطط الإستراتيجية؛

– تقييم مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها؛

– مكافأة المسيرين[1].

عموما تبلورت فكرة خلق القيمة من خلال عدة مراحل وهي:

1– إلى غاية سنة 1970: كان الاهتمام ينصب نحو حجم المؤسسة معبرا عنها:

– قيمة الأصول؛

– حجم الأعمال.

2– من عام 1970 إلى 1980: كان الاهتمام نحو تقييم الأداء كمايلي:

– الأرباح الصافية؛

– الأرباح الصافية للسهم؛

– ربحية السهم إلى سعره.

3–من عام 1980 إلى 1990: فقد إتجه الاهتمام نحو السيولة المولدة في المؤسسة والتي تقاس بالمؤشرات المختلفة التي تعتمد على التدفقات النقدية مثل:

– التدفقات النقدية المخصومة؛

– صافي القيمة الحالية[2].

4– من عام 1990 إلى 2000: ظهر مفهوم جديد يطلق عليه مفهوم خلق القيمة الفعلية حيث اهتم كل من المستثمرين والمؤسسات ب:

– القيمة الإقتصادية المضافة؛

– القيمة السوقية المضافة؛

---

[1]– هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة،2009– 2010، ص56.

[2]– غدير محمود المهتدي، مرجع سابق، ص29.

- العائد الإجمالي للسهم.

5- من عام 2000 إلى يومنا هذا: التوجه نحو كيف تستطيع المؤسسة أن تخلق القيمة في إطار تحقيق التنمية المستدامة[1].

ومنه يمكن تصنيف مؤشرات خلق القيمة إلى ثلاثة مجموعات وهي:

- المؤشرات المحاسبية لخلق القيمة.
- المؤشرات السوقية لخلق القيمة.
- المؤشرات المختلطة ( محاسبية/ سوقية).

**1- المؤشرات المحاسبية لخلق القيمة:**

هناك مجموعة من المقاييس يمكن الاعتماد عليها في قياس خلق القيمة نحاول دراستها وفق الترتيب التالي:

**1-1- مؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار Cash-flow return on investment** :

إن هذا النموذج هو نتيجة اقتراح جماعة الإستشارة ببوسطن التي تشكل إحدى المكاتب الأمريكية المتخصصة في الإستشارة .

ويمثل عائد التدفقات النقدية من الإستثمار في المعدل الذي يساوي بين قيمة الأصول وقيمة التدفقات النقدية المنتظرة من طول حياتها الإقتصادية، وبأسلوب آخر يتمثل هذا العائد في أسلوب معدل المردودية الداخلي، حيث أن هذه المقاربة تفرض إجراء مجموعة من المعالجات من أجل حساب القيمة الإجمالية للأصول والتدفقات النقدية الإجمالية[2]، ولحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة CFE، والتي تحسب كمايلي:

**التدفقات النقدية التشغيلية= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + الاهتلاكات + مؤونات الاستغلال- الحاجة من رأس المال العامل للاستغلال**

وعليه يتم حساب عائد التدفق النقدي على الإستثمار (CFROI) وفقا العلاقة التالية[3]:

$$CFROI=CFE + ( 1+ CMPC) / AEB$$

حيث أن:

CFE: التدفقات النقدية التشغيلية؛

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

AEB: الأصول الإقتصادية الإجمالية.

[1]- بريكة السعيد، مسعي سمير، مرجع سابق، ص12.

[2]- عادل عشي، مرجع سابق، ص94.

[3]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص118.

### 1-2- مؤشر ربحية السهم الواحد:

يقيس مؤشر ربحية السهم حصة كل سهم من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب المتحققة في نهاية كل سنة مالية، وبالتالي فإنه يعتبر مؤشرا من مؤشرات قياس أداء السهم في المؤسسة،كونه يقدم معلومات إضافية لمستخدمي القوائم المالية تساعدهم في اتخاذ القرارات التمويلية والإستثمارية[1].

و يمكن حساب ربحية السهم كالتالي[2]:

**ربحية السهم: الربح بعد الفوائد والضرائب/ عدد الأسهم**

### 1-3- مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة* (EVA):

تعد القيمة الإقتصادية المضافة مؤشرا لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير،كما أنها طريقة تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز[3].

إضافة عن أنها مؤشرا لقياس أداء المسيرين، فهي نموذج لتسيير المؤسسة التي تنتهج نماذج تسيير القيمة، حيث ترتبط بالربح الإقتصادي الذي عرفه "الفريد مارشال" على أنه: الربح المتاح للمساهمين بعد خصم مكافأة رأس المال المستثمر[4].

ويتم حساب القيمة الإقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية[5]:

**القيمة الإقتصادية المضافة= النتيجة قبل الفوائد والضرائب – مكافأة الأموال**

**= النتيجة قبل الفوائد ( 1- معدل الضريبة) – ( تكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال) × رأس المال المستثمر**

تسمح القيمة الإقتصادية بمعرفة قدرة المؤسسة على خلق القيمة خلال الدورة العادية، فإذا كانت القيمة موجبة فهذا يعني وجود قيمة للمؤسسة، وإذا كانت القيمة سالبة فذلك يدل على تدهور في القيمة ( المؤسسة لم تستطيع خلق القيمة).

### 2- المؤشرات السوقية لخلق القيمة:

من بين مؤشرات السوقية لقياس خلق القيمة نجد: المردودية الإقتصادية السنوية والعائد الإجمالي للسهم.

---

[1]- محمد داود عثمان، أثر مخففات مخاطر الائتمان على قيمة البنوك" دراسة تطبيقية على قطاع البنوك التجارية الأردنية باستخدام معادلة Tobin'sQ"، أطروحة دكتوراة غير منشورة في قسم المصارف،كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008، ص36.

[2]- غدير محمود المهتدي، مرجع سابق، ص32.

*سيتم التطرق إلى القيمة الإقتصادية المضافة بالتفصيل في المبحث الثاني من الفصل الثالث.

[3] – هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص61.

[4]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص117.

[5]- بولمية مريم، مرجع سابق، ص68.

### 2-1- مؤشر العائد الإجمالي للسهم ( Total Shareholder Return):

يقيس العائد الإجمالي للسهم TSR ماتستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة، وبالتالي فإن القيمة في السوق تتمثل في سعر الشراء السهم المتوقع من التوزيعات الخاصة أو الأرباح والقيمة المضافة خارج المبيعات، حيث هذا المؤشر كمعدل داخلي يسمح بمعرفة معدل المردودية السنوي للإستثمارات في فترة معينة.

ويمكن حساب هذا المؤشر بالعلاقة التالية[1]:

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

حيث أن:

$P_0$: سعر السهم في بداية الفترة؛

D: الأرباح الموزعة خلال الفترة؛

$P_1$: سعر السهم في نهاية الفترة.

### 2-2- مؤشر المردودية الإقتصادية السنوية (Annul Economic Return):

تتمثل المردودية الإقتصادية السنوية ( ARE) في المقارنة بين القيمة السوقية لرأس المال في نهاية الفترة والقيمة السوقية لرأس المال في بداية المدة، مع الأخذ في الحسبان توزيع الأرباح وزيادة رأس المال[2].

ويتم حساب المردودية الإقتصادية السنوية من خلال العلاقة التالية[3]:

$$ARE = \frac{VM_t + DIV_t - AC}{VM_{t-1}}$$

حيث أن:

$VM_t$: القيمة السوقية لرأس المال ويحسب بناتج عدد الأسهم وسعر السوقي خلال t؛

$DIV_t$: مبلغ الأرباح الموزعة خلال الدورة t؛

AC: زيادة رأس المال خلال الدورة العادية.

تعكس المردودية الإقتصادية السنوية قدرة المؤسسة على خلق قيمة، بحيث إذا كانت المردودية موجبة دل على تمكن المؤسسة من خلق قيمة، وإذا كانت قيمة المردودية سالبة هذا يدل أن المؤسسة لم تستطيع خلق قيمة إضافية.

### 3- المؤشرات المختلطة ( محاسبية/ سوقية):

تتحدد المؤشرات المختلطة من خلال المعلومات المحاسبية والمعلومات السوقية، ومن بين أهم هذه المؤشرات:

---

[1]- علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة" دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، جامعة ورقلة، 2012، ص116.

[2]- عادل عشي، مرجع سابق، ص94.

[3]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص119.

القيمة السوقية المضافة MVA (Market Value Added ) .

تمثل القيمة السوقية المضافة: القيمة الحالية لسلسلة من القيم الإقتصادية المضافة المقدرة لحظة التقييم، حيث يتم حساب هذه القيمة لمجموعة من السنوات عكس القيمة الإقتصادية المضافة تحسب لكل سنة.

وتحسب القيمة السوقية المضافة بالعلاقة التالية[1]:

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}$$

كذلك يمكن حساب القيمة السوقية للمؤسسة من خلال القيمة الدفترية المستقاة من الوثائق المحاسبية مضاف لها القيمة السوقية المضافة كمايلي[2]:

$$\mathbf{V_{t0} = C_{t0} + \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA_t}{(1+CMPC)^t}}$$

حيث أن:

$V_{t0}$: القيمة السوقية للمؤسسة ؛

$C_{t0}$: القيمة المحاسبية لرأس المال المستثمر في بداية الفترة.

## 4- تقييم مؤشرات خلق القيمة:

الجدول التالي يوضح لنا نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من المؤشرات ( محاسبية، سوقية، مختلطة) التي تم دراستها سابقا:

[1]- بولمية مريم، مرجع سابق، ص69.

[2]- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص62.

**الجدول رقم (02): تقييم مؤشرات خلق القيمة**

| المؤشر | نقاط القوة | نقاط الضعف |
|---|---|---|
| عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI | لا يوجد حدود زمنية للنتائج السنوية | معقد في حسابه |
| ربحية السهم الواحد EPS | – أسبقيته التاريخية.<br>– بساطة وسهولة الحساب. | – لا يأخذ في الحساب المخاطرة.<br>– إهمال تكلفة الأموال الخاصة. |
| القيمة الإقتصادية المضافة EVA | يعتمد على مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. | – استعماله لسنة واحدة فقط.<br>– تقييم السعر في أزمنة صعبة التقدير. |
| العائد الإجمالي للسهم TSR | يتم حسابه على مدى الطويل والمتوسط. | حسابه على مدى القصير يجعله خاضعا لتذبذبات الأسواق المالية. |
| المردودية الإقتصادية السنوية ARE | سهولة الحساب. | محدودية الاستعمال لدورة واحدة. |
| القيمة السوقية المضافة MVA | – البساطة والسهولة في الحساب.<br>– يقيس خلق القيمة المتراكم وليس السنوي. | – يخضع لتذبذبات الأسواق المالية.<br>– صعوبة تطبيقه في المؤسسات غير المسعرة. |

**المصدر**: حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي" دراسة اختبارية وحدثيه للمؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة مابين 2007 و2008"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010-2011، ص86.

**المبحث الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة**

إن هدف الاستراتيجي الذي تسعى إليه الإدارة المالية لتحقيقه في المؤسسة الإقتصادية هو تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، والذي ينعكس على القيمة السوقية لهذه المؤسسة، وحتى يتحقق هذا الهدف بالطريقة المثلى يتوجب استخدام معيار القيمة المضافة الإقتصادية ومعيار القيمة السوقية المضافة.

لهذا سنحاول معالجة هذا المبحث من خلال التعرض للأمور الأساسية المتعلقة بالقيمة الإقتصادية المضافة وذلك في المطلب الأول، ثم ننتقل لدراسة طريقة حساب القيمة الإقتصادية المضافة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث نتاول فيه العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الإقتصادية المضافة.

**المطلب الأول: أساسيات حول القيمة الإقتصادية المضافة**

تعد القيمة الإقتصادية المضافة مؤشرا من المؤشرات الحديثة في قياس خلق القيمة والتي عرفت انتشارا واسعا وذلك بالرغم من شيوع مفهوم القيمة المضافة في الفكر الإقتصادي، إلا أن تطوير وتسويق مفهوم القيمة

الاقتصادية المضافة يرجع إلى شركة استشارية في نيويورك والتي أسسها كل من Stern Stewart .

**أولا: مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة في المدخل الإقتصادي والمدخل المحاسبي**

**1- مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة في المدخل الإقتصادي**

اتفق معظم الاقتصاديين على أن القيمة الإقتصادية المضافة في الفكر الإقتصادي تعني خلق الثروة، بمعنى قيمة إنتاجية وليست قيمة انتاج الوحدة الإقتصادية، أي أنها تمثل جزءا وليس كل ما تنتجه تلك الوحدة، إذ أن هذا الجزء الإنتاجي هو ما أضافته الوحدة الإقتصادية من منفعة إلى ما حصلت عليه من الوحدات الأخرى في صورة مستلزمات انتاجها في النهاية إلى انتاجها المستهدف من سلعة أو خدمة والذي يدخل بدوره كمستلزمات انتاج لوحدة اقتصادية أخرى، وبالتالي يعتبر ما أضافته الوحدة الإقتصادية مع غيرها من الوحدات في خلق الناتج الوطني.

وباختصار ترتبط القيمة الإقتصادية المضافة في الفكر الإقتصادي بمفهومي الدخل الوطني والناتج الوطني، أي يستخدم لإغراض قياس الدخل الوطني وتقديم المعلومات اللازمة على مستوى الإقتصاد الوطني.

**2- مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة في المدخل المحاسبي:**

يتناول المدخل المحاسبي مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة بشكل ضيق ومن خلال المحاسبة لغرض الوصول إلى قياس الدخل الوطني، ومع نهاية الخمسينات وبداية الستينيات من القرن الماضي بدأ الإهتمام بمفهوم القيمة الإقتصادية المضافة إذ أصبح من الممكن أن تتضمنها القوائم المالية للحصول على معلومات إضافية في تقييم أداء المؤسسات[1].

إن مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة هو وجه آخر لحساب الربح المتبقي المستخدم من قبل العديد من المؤسسات والذي ساد لفترة طويلة في الأوساط المحاسبية، حيث يستند كلاهما على أن مبدأ المؤسسة يقوم على خلق ثروة للمساهمين من خلال تحقيق فائض يفوق التكلفة الإجمالية لرأس المال المستثمر[2]، وبذلك ينظر البعض لمفهوم القيمة الإقتصادية المضافة ماهي إلا إعادة بعث وإحياء لمفهوم الربح المتبقي، حيث لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري، علاوة على أنه قدم على ضوء قصور في استخدام مؤشر الربح المتبقي[3]، وبالتالي يرجع الأساس النظري لمفهوم القيمة الإقتصادية المضافة إلى النموذج الإقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه " موديجلياني وميلر" 1961، باعتباره أنه أساس لنظام شامل للإدارة المالية، كما استند إلى الدراسات المقدمة في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة، وبذلك يعود الفضل في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل

---

[1]- عبد الحسين توفيق شبلي، استخدام مدخل القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الإقتصادية، مجلة العلوم الإقتصادية، العدد 23، المجلد السادس، 2009، العراق، ص ص 139- 141.

[2]- حسين صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة " دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2008- 2013"، مجلة الباحث، العدد 15، ورقلة، 2015، ص181 .

[3]- نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم حال، استخدام مدخل القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، مصر، 2014، ص64.

فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة ل" ستارن وستوارد"[1].

وقد تم استخدام الربح المتبقي بواسطة شركة "جنرال موتورز" في العشرينات من القرن الماضي وشركة"جنرال إلكتريك" في الخمسينات من القرن الماضي، ومع ازدياد استخدام القيمة الإقتصادية المضافة دفع معهد المحاسبين القانونيين الأمريكي في عام 1995 إلى التنبؤ بأن القيمة الإقتصادية المضافة ستحل محل ربحية السهم في تقارير"وول ستريت جورنال"(journl of wool staeet)، فنجد أنها انتشرت بشكل واسعا[2]، حيث في عام 1997 استخدمت القيمة الإقتصادية المضافة من قبل أكثر من 300 مؤسسة على المستوى العام كمقياس أساسي لأداء المؤسسة، في حين أن 23% من المؤسسات في المملكة قد استخدمت هذا المفهوم لتقييم أداء الأقسام في تلك المؤسسات[3].

ويكمل الفرق بين الربح المتبقي والقيمة الإقتصادية المضافة في مجال الاستخدام، فالأول يعد كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسات بمختلف وحداتها، أما القيمة الإقتصادية فهي أداة لقياس الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة[4]، إضافة لذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية، ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد القيمة الإقتصادية المضافة على مفهوم تكلفة رأس المال، وبالتالي فهو مقياس للفائض[5].

**ثانيا: مفهوم القيمة المضافة** (VA)

يعد موضوع القيمة المضافة منهجا جديدا للمحاسبة، أو أسلوبا حديثا في مجال الإقتصاد والإدارة، حيث استخدم مفهوم القيمة المضافة لأول مرة في القرن الثامن عشر وذلك في وزارة الخزانة الأمريكية لأغراض الإحصاء الأمريكي الأول للإنتاج، كما أصدرت لجنة توجيه المعايير المحاسبية التابعة لمعهد المحاسبين القانونين في انكلتر وويلز في سنة 1975 تقرير الشركات تم فيه اقتراح الحاجة إلى كشف القيمة المضافة كإضافة إلى الكشوفات المالية، وذلك لتلبية احتياجات المستخدمين من المعلومات[6].

تعرف القيمة المضافة على أنها: الثروة الحقيقية التي أضافتها المؤسسة مهما كان نوعها بفعل عمليات استغلالها، وتعكس الفعالية التي يتم بها دمج عناصر الإنتاج، فهي تعكس الوزن الإقتصادي للمؤسسة وتشكل أحسن معيار لقياس حجمها ونموها وتكامل هياكلها الإنتاجية، أي هي الفرق بين إنتاج المؤسسة واستخداماتها الوسيطية من

[1]- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص61.

[2]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص122.

[3]- حكيم حمود فليح الساعدي، تعزيز الإبلاغ المالي للشركات باستخدام القيمة الإقتصادية المضافة" دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكاديميين والممارسين"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 43، العراق، 2015، ص393.

[4]- نيفين عبد القادر حمزة ابراهيم حال، مرجع سابق، ص65.

[5]- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص60.

[6]- حكيم حمود فليح الساعدي، مرجع سابق، ص ص390 -391.

السلع والخدمات التي تحصلت عليها من الغير[1].

كذلك يمكن تعريف القيمة المضافة بأنها: الإضافة التي ساهمت بها المؤسسة في زيادة قيمة المواد والسلع والخدمات التي اشترتها من الآخرين، وذلك من خلال التحويلات التي تقوم بها في النشاط الإنتاجي، أي أن القيمة المضافة هي الفرق بين ماقدمته المؤسسة مقابل ما تلقته من محيطها، والذي يعبر عن الثروة التي أنشأتها المؤسسة بفضل توظيفها لعوامل الإنتاج[2].

كما تستخدم القيمة المضافة في مايلي[3]:

- **قياس نمو المؤسسة:** يستخدم رصيد القيمة المضافة على غرار رقم الأعمال خصوصا في القطاعات الصناعية والخدمية، وذلك من خلال المقارنة بين القيمة المضافة لسنة الأولى والقيمة المضافة لسنة الثانية؛

- **قياس الوزن الإقتصادي للمؤسسة:** تعبر القيمة المضافة عن الوزن الإقتصادي للمؤسسة، وكذا للنشاط والقطاع الذي تنشط فيه، وذلك من خلال مدى مساهمتها في الناتج المحلي، حيث أن الناتج المحلي الخام هو المجموع الجبري للقيم المضافة للمؤسسات المحلية العاملة داخل التراب الوطني سواء كانت مؤسسات وطنية أو أجنبية.

**ثالثا: مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة**

يعد مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة EVA من أهم المفاهيم الإقتصادية للربح والتي شاع انتشارها منذ تسعينات القرن العشرين لتقييم أداء الوحدات الإقتصادية بالتوافق مع مفهوم القيمة السوقية للمؤسسة، وبعد أن تم تطويره وتسويقه من قبل شركة Stern Stewart لقياس الربحية ولغايات تحفيز المديرين وتقييم المشاريع الرأسمالية، لكونه مقياس المالي الأكثر قدرة على تحديد الربح الإقتصادي الحقيقي للمؤسسة، وحسب المفهوم المحاسبي فإن معظم المؤسسات قد تكون رابحة، لكن في حقيقة الأمر عند تطبيق معيار القيمة الإقتصادية المضافة لحساب الأرباح فإنها لا تبدو كذلك، إذ يعمل هذا المعيار على تخفيض تكلفة الأموال التي استخدامها في توليد هذه الأرباح من صافي الأرباح بعد الضريبة[4].

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة حسب Stern & Stewart بأنها: مقياس للإنجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين ، وهي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس

---

[1]- رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات ( دراسة مالية ومحاسبية)، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009- 2010، ص34.

[2]- بلعور سليمان، التسيير المالي (محاضرات وتطبيقات)، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016، ص143.

[3]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص175.

[4]- ارشد فؤاد التميمي، أحمد فارس القيسي، أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهم على القيمة الإقتصادية المضافة "دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الحادي عشر "ذكاء الأعمال واقتصاد المعرفة،كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، عمان، الأردن، 2012، ص572.

المال المملوك والمقترض[1].

كما تعرف القيمة الإقتصادية المضافة على أنها: معيار لقياس الأداء من خلال الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة أو القضاء عليها، وهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الرأسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الإقتصادية المضافة تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة أو صافي القيمة الحالية، كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ قرارات الإستثمار وتحديد الفرص المتاحة[2].

تعد القيمة الإقتصادية المضافة مؤشر ومعيار لتقييم مختلف البدائل الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة الإقتصادية، حيث تمثل الفرق بين الدخل وتكلفة رأس المال المستثمر[3].

تمثل القيمة الإقتصادية المضافة تقديرا للأرباح الإقتصادية الحقيقية للدورة المالية، وهي تختلف جذريا عن الأرباح المحاسبية، بحيث تأخذ تكلفة الأموال في الحسبان، في حين أن الأرباح المحاسبية لا تأخذ في الاعتبار تكلفة الأموال الملكية[4].

تعبر القيمة الإقتصادية المضافة عن مدى قدرة المؤسسة ومسيرها على خلق القيمة لأصحاب رأس المال، حيث تمثل الهامش عن المردودية الإقتصادية المحققة وتكلفة الموارد المالية المستخدمة[5].

كذلك تعرف القيمة الإقتصادية المضافة بأنها: قيمة تقيس النجاعة المالية الفعلية لأرباح وعوائد المؤسسة مع استبعاد الأعباء وتكلفة رأس المال المستثمر للحصول على عوائد رأس المال المولدة من طرف المؤسسة لفائدة المساهمين، هذا التوجه من شأنه أن يقلص من هوة النزاع بين المساهمين ومسيري المؤسسة[6].

تمثل القيمة الإقتصادية المضافة: الدخل المتبقي بعد حصول المستثمرين على الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يعوضهم عن المخاطر التي يواجهونها نتيجة استثمار أموالهم في المؤسسة[7].

وعموما تمثل القيمة الإقتصادية المضافة الفرق بين صافي الربح المتبقي وتكلفة رأس المال لجميع مصادر التمويل المستثمرة أو المستخدمة( الديون وحقوق الملكية)، كما يقيس هذا المؤشر قدرة المؤسسة على خلق قيمة خلال فترة

---

[1]– مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الإقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها ( دراسة تطبيقية)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، العدد11، جامعة بغداد (العراق)، 2010 ، ص4.

[2]– حسنية صيفي، نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص181.

[3]- M Geyser & IE Liebenberg, greating anew valuation tool for south African agriculturl co-operatives, Agrekon, agricultural economics research, plicy and paactice, vol42,no2,south Africa, june2003, p107 .

[4]– سليم عماري، دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات" دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2012 "، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص34.

[5]– ذهيبة بن عبد الرحمان، مرجع سابق، ص123.

[6]– دادن عبد الغني، مرجع سابق، ص43.

[7] – مقبل علي أحمد علي، مرجع سابق، ص4.

معينة لأصحاب الموارد، إضافة إلى مساعدة المسيرين داخل المؤسسة في تقييم القرارات الإستثمارية.

**رابعا: إيجابيات استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة**

إن استخدام المؤسسات لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة يجعلها تستفيد من عدة إيجابيات نحاول ذكرها كمايلي:

- تقيس العوائد الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر وتعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض[1]؛
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري؛
- معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية المؤسسة في الأجل الطويل[2]؛
- تعد المؤشر الملائم للتعبير عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من الإستثمارات التي تقوم بها؛
- إمكانية استخدام القيمة الإقتصادية المضافة لتقييم أداء الأقسام المختلفة داخل المؤسسة خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تعمل بمفهوم مراكز الربحية؛
- تعتبر مؤشر فعال لتعظيم سعر السهم في السوق ؛
- مؤشر يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في المؤسسة في إطار التقييم والرقابة؛
- تعتبر أداة للمفاضلة بين الفرص الإستثمارية المتوقعة[3]؛
- تستطيع المؤسسة التي تنشئ قيمة أن تحصل بسهولة على الأموال من أسواق رأس المال وبتكلفة معقولة[4]؛ معقولة[4]؛
- تستخدم كأساس لجميع عمليات صنع القرارات المالية ووضع الإستراتيجيات المالية[5]؛
- ساهمت في دفع المديرين والمؤسسات نحو التركيز على الجوانب التشغيلية الأكثر أهمية، وتقييم الأداء الإستراتيجي، وتحديد خطوط الإنتاج غير المربحة فضلا عن زيادة التركيز على عناصر رأس المال[6].

**خامسا: حدود استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة**

بالرغم من أهمية استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة في خلق القيمة، إلا أنه هناك بعض القيود التي تحد

---

[1]– ذهيبة بن عبد الرحمان، مرجع سابق، ص124.

[2]– عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي" اتجاهات معاصرة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص140-141.

[3]– ريغة أحمد الصغير، تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن"دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الآلات الصناعية PMO"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013- 2014، ص48.

[4]– بوليمة مريم، مرجع سابق، ص68.

[5]– غدير محمود المهتدي، مرجع سابق، ص44.

[6]– عبد الحسين توفيق شبلي، مرجع سابق، ص153.

من استخدامه وهي:

- إن القيمة الإقتصادية المضافة تقيس الربحية في المدى القصير، ولهذا يجب تدعيمها بمؤشرات أخرى إضافية تقيس الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية وكفاءة عمليات التشغيل ودرجة رضاء العاملين وولائهم[1]؛
- اعتماد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة كغيره على المؤشرات الأخرى عند حسابه على البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة في أغلب الأحوال، فهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم كفاءة عمليات التشغيلية،كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المؤسسة؛
- لا يأخد في الحسبان مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة الاختلافات في الحجم في الحسبان، وذلك بسبب انخفاض القيمة الإقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة بالمقارنة بقسم آخر لاختلاف في حجم الإستثمار المتاح لكليهما[2]؛
- تركز القيمة الإقتصادية المضافة على النتائج الحالية فقط، فهي لا تهتم بالأداء على المدى البعيد مما يؤدي إلى عرقلة الإبداع والتطوير؛
- إن سلامة استخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة يشترط ثبات مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وهو أمر لا يمكن تحقيقه بالنظر لطبيعة البيئة الحالية[3]؛
- صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة فتحديدها يتطلب الحصول على معلومات يصعب الحصول عليها أو حسابها، فهذه الصعوبة تؤدي إلى المبالغة في تحديد تكلفة الأموال الخاصة أو نقص في تحديدها[4]؛
- محدودية استعمالها في الأنشطة المالية والبنكية،كون أن جزءا من الأموال المستثمرة تحدد وفق تنظيمات وقواعد الحيطة والحذر، والأمر كذلك بالنسبة للمؤسسات أو الأنشطة التي هي في بداية انطلاقتها لخضوع تدفقات عوائدها المتوقعة لعدة افتراضات[5].

وقد ذكر Stern & Stewart أن هذا القصور في التطبيق يرجع أسبابه إلى[6]:

– السرعة في تطبيق المقياس دون تفهم طبيعة المقياس الجديد؛

– عدم توفير مستويات التدريب الكافية والملائمة لجميع الأفراد العاملين؛

– عدم اقتناع بعض المدراء والعاملين بتطبيق هذا المقياس مما أدى إلى ضعف التطبيق.

---

[1]– مقبل علي أحمد علي، مرجع سابق، ص14.

[2]– هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص64.

[3]– ريغة أحمد الصغير، مرجع سابق، ص48.

[4]– عادل العشي، مرجع سابق، ص94.

[5]– هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص64

[6]– مقبل علي أحمد علي، مرجع سابق، ص14.

**سادسا: عوامل الرفع في القيمة الإقتصادية المضافة**

تتمثل عوامل الرفع في القيمة الإقتصادية المضافة في مايلي:

**1- تحسين مردودية الأموال:**

تعرف المردودية بأنها: الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الخارجية والداخلية للمؤسسة، وبالتالي فالمردودية عبارة عن علاقة بين قوة تحقيق النتائج وحجم التكلفة للأموال المستثمرة، باعتبارها مرتبطة بمدى دقة المعلومات المستقبلية لمجموعة من السياسات التقنية المتعلقة بالتمويل، الإنتاج والتسويق، وعندما نتكلم عن مردودية النشاط نعني بذلك مدى تأثير عوامل الإنتاج على النتائج النهائية المحققة مقارنة مع تلك المسطرة، بهدف التمكن من التسويق والوفاء بكل الالتزامات التي هي على عاتق المزيج المالي للمؤسسة، ومنه استخلاص الأسباب التي أدت إلى زيادة أو نقص الربح فيما يخص نوعية المنتجات والبضائع المباعة، أي دراسة المردودية بمجموعة مختلفة من الدراسات الخاصة بالاعتماد على أسعار البيع، أو هامش الربح لكل منتوج في سوق المنافسة الذي ينتظر منه تحقيق وفرة في الأرباح وتوازن في السيولة[1].

تستطيع المؤسسة الرفع في القيمة الإقتصادية المضافة من خلال الرفع في النتيجة الإقتصادية دون استخدام أموال إضافية، ويمكن أن يتم ذلك عن طريق الأسعار والهوامش.

**2- النمو المفيد:**

يعني ذلك استثمار الأموال في مشاريع يكون فيها معدل العائد أكبر من تكلفة الأموال المستخدمة، حيث يتم ذلك عن طريق القيام بسياسات للرفع في حجم المبيعات، أو إنتاج سلع جديدة، أو اختراق أسواق جديدة.

**3- عقلنة المشاريع الاستثمارية:**

يتم عن طريق اختيار الأنشطة التي تتميز بمردودية موجبة واستبعاد الأنشطة ذات المردودية السالبة، بمعنى الحصول على مداخيل تفوق تكلفة الأموال المستخدمة، من خلال زيادة استغلال الأصول والتخلص من الأصول العاطلة.

**4- تخفيض تكلفة مصادر التمويل:**

يعنى ذلك الاعتماد على مصادر التمويل ذات التكلفة والمخاطر المنخفضة في تمويل مختلف الأنشطة التي تقوم بها المؤسسة[2].

**المطلب الثاني: طريقة حساب القيمة الإقتصادية المضافة**

يتطلب احتساب القيمة الإقتصادية المضافة الأخذ في الحسبان الكثير من الأمور خاصة ما تعلق بتكلفة الأموال المستثمرة والأصول الرأسمالية والتشغيلية العاملة في الأقسام والوحدات الإنتاجية، ولكن بعد إجراء التعديلات التي

[1]- رفيق باشوندة، عوامل التحكم في المردودية المالية" دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة المصابيح"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1996-1997، ص 4.

[2]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص123.

قامت بها شركة Stearn & Stewart على الربح المحاسبي وتكلفة الإستثمار، حيث اقترحت الشركة 160 تعديلا يمكن إجراؤها على الربح المحاسبي.

ولكن معظم المؤسسات التي تستخدم القيمة الإقتصادية المضافة في الواقع الميداني تقوم بإجراء تعديلات لا تتجاوز من 5 إلى 15 تعديلا، لأنها تزيد من تعقيد حسابها وكذا ارتفاع التكاليف[1].

**أولا: خطوات احتساب القيمة الإقتصادية المضافة**

تتمثل خطوات احتساب القيمة الإقتصادية المضافة في المؤسسات في مايلي:

**1- الاطلاع ومعاينة البيانات المالية:**

نستطيع الحصول على البيانات من القوائم المالية ( الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج) التي سوف يتم الاعتماد عليها في احتساب القيمة الإقتصادية المضافة.

**2- تحديد رأس مال:** نقصد بذلك تحديد رأس المال الذي تستثمره المؤسسة.

**3- تحديد معدل تكلفة رأس المال:**

يتطلب احتساب القيمة الإقتصادية المضافة تحديد تكلفة رأس المال، حيث تتوقف تكلفة رأس المال على الهيكل المالي للمؤسسة و المخاطر وتوقعات المستثمرين.

**4- احتساب صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب:**

يقيس احتساب صافي الربح التشغيلي قدرة المؤسسة على توليد التدفق النقدي من نشاطات الأعمال بغض النظر عن هيكل رأس المال[2].

**5- حساب القيمة الإقتصادية المضافة:**

قامت شركة Stern Stewart بتحديد القيمة الإقتصادية المضافة وفق المعادلة التالية[3]:

$$EVA = NOPAT - ( WACC \times Capital\ Invested)$$

حيث أن:

NOPAT: النتيجة التشغيلية بعد الضرائب ( صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب).

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

Capital Invested : رأ س المال المستثمر.

من خلال المعادلة أعلاه، نستنتج إذا كانت القيمة الإقتصادية موجبة فهذا يعني أن العائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة الإستثمار، فإن الأثر الايجابي سوف يزيد في ثروة المساهمين من خلال تأثيره في أسعار الأسهم السوقية، أما إذا كانت القيمة الإقتصادية سالبة هذا يدل على أن الربح التشغيلي أقل من تكلفة

[1]- عبد الحسين توفيق شبلي، مرجع سابق، ص149.

[2]- مقبل علي أحمد علي، مرجع سابق، ص ص8-9.

[3]- حسينة صيفي، نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص181.

الإستثمار، هذا الأثر السلبي سوف يؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي ينعكس على ثروة المساهمين.

وعليه نتيجة احتساب القيمة الإقتصادية المضافة توضح للمستثمرين صافي العائد على رأس المال المستثمر، فالمؤسسة التي بها القيمة الإقتصادية المضافة موجبة مرتفعة يتوقع أن تكون لها قيمة سوقية أكبر، وبالتالي هذه القيمة الإقتصادية المضافة تعكس النمو الحقيقي لاسيما في الأجل الطويل[1].

**ثانيا: متغيرات تكوين القيمة الإقتصادية المضافة**

يعتمد مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة على ثلاثة متغيرات أساسية في حسابه وهي:

**1- النتيجة التشغيلية بعد الضرائب ( صافي الربح التشغيلي بعد الضرائبNOPAT ):**

يمثل صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مقياسا لقدرة المؤسسة على توليد النقدية من خلال مزاولة نشاطها العادي بغض النظر عن هيكلها التمويلي، بمعنى التعبير عن التدفقات الناتجة عن العمليات التشغيلية دون النظر إلى الهيكل التمويلي وتكلفة التمويل للمؤسسة[2].

كذلك تعبر النتيجة التشغيلية بعد الضرائب عن قدرة المؤسسة على توليد الفوائض وتكوين الثروة الإجمالية للمؤسسة، حيث تعطي قراءة واضحة حول كيفية تشكل النتيجة[3].

**2- رأس المال المستثمر( CI) :**

يشمل رأس المال المستثمر الأموال الخاصة والاستدانة الصافية والتي تعتبر موارد تمويلية، حيث تمثل الأموال الخاصة الأموال المقدمة لتأسيس المؤسسة ومقدار الزيادة في رأس المال إضافة إلى الأرباح غير الموزعة ومختلف الأموال التي كونتها المؤسسة من نشاطها، بينما تعبر الاستدانة الصافية عن مجموع الديون البنكية مهما كان أجل استحقاقها وموارد الخزينة قصيرة الأجل ( الخصومات والاعتمادات البنكية الجارية) بعد طرح المتاحات والتوظيفات المالية قصيرة الأجل.

ويمكن توضيح رأس المال المستثمر من خلال العلاقة التالية:

**رأس المال المستثمر = الأموال الخاصة + الاستدانة الصافية**

نشير أن رأس المال المستثمر يمثل مجموع الاستخدامات المبرمجة في دورة استغلال المؤسسة، بمعنى آخر عبارة عن مجموع الإستثمارات الصافية واحتياجات في رأس المال العامل، حيث نعبر عن مجموع الإستثمارات الصافية واحتياجات في رأس المال بالأصول الإقتصادية، أي:

**الأصول الإقتصادية = الإستثمارات الصافية + الاحتياج في رأس المال العامل**

- **الإستثمارات الصافية:** تشمل إجمالي الإستثمارات المادية والمعنوية والمالية، بمافيها استثمارات قروض الإيجار (لاتأخذ بعين الاعتبار في الميزانية المحاسبية بينما تأخذ بعين الاعتبار في الميزانية الإقتصادية لأنها تنشئ احتياجا

[1]- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص137.

[2]- نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم حال، مرجع سابق، ص69.

[3]- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص178.

ولأنها تساهم في النشاط وخلق القيمة).

- **الاحتياج في رأس المال العامل**: وهو الفرق بين الاستخدامات (المخزونات والحقوق) والموارد ( الديون) سواء كانت تابعة للاستغلال أو خارج الاستغلال، وهذا الاحتياج ينشأ في حالة ما إذا كانت الاستخدامات أكبر من الموارد[1].

نشير أن شركة Stewart قدمت مجموعة من الإضافات على مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة شملت التعديلات التالية:

**1- نفقات البحث والتطوير:**

تعتبر هذه النفقات مصروف تخفض من ربح العمليات في السنة التي أنفقت بها، لكون أن هذه النفقات تعد استثمارات تفيد عمليات ومنتجات المؤسسة مستقبلا، ولذلك ينظر مدخل القيمة الإقتصادية المضافة لهذه النفقات على أنها استثمارات غير ملموسة، وبالتالي يتم إضافتها إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة[2] .

**2- الفروق الضريبية:**

تبين قائمة الدخل مدفوعات الضريبة والتي يمكن أن تكون المؤسسة قد قامت بدفعها فعلا أم لا، حيث يقصد بالفروق الضريبية المبلغ الضريبي المستحق دفعه من طرف المؤسسة و ما تم دفعه فعلا خلال السنة، لكن من وجهة نظر اقتصادية التي يتم طرحها من الإيرادات هي تلك التي دفعت فعلا من طرف المؤسسة وليست تلك التي ستدفع لاحقا، لذلك يجب إضافتها في الميزانية المالية لإزالة العقبات الناتجة عن الضرائب التي يتم دفعها[3].

**3- تقييم بضاعة آخر المدة:**

نظرا لاختلاف المؤسسات في تقييم المخزون حسب طريقة (LIFO) و (FIFO)، فإنه يضاف الزيادة في احتياطي (LIFO) إذا كانت المؤسسة تستخدم هذه الطريقة في تقييم المخزون قياسا بالمؤسسات التي تستخدم(FIFO) في تقييم المخزون.

**4- شهرة المحل:**

طبقا لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة يتم إضافة إهتلاك الشهرة عن العام الحالي إلى صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة حتى تعكس عائد المؤسسة، كما أن مجموع إهتلاكات الشهرة عن السنوات السابقة تضاف إلى رأس المال المستثمر.

**5- الأرباح والخسائر المؤقتة (غير عادية):**

تعد هذه من أكثر الفقرات إرباكا عند معالجتها محاسبيا، إذ قد تخفي هذه الفقرة الأداء غير الجيد للمؤسسة، إذا كان ربحا، والأداء الجيد إذا كان هناك خسائر رأسمالية في الأصول، وبالتالي تخصم الأرباح من صافي الربح

[1]- بلعور سليمان، مرجع سابق، ص ص 121- 122.

[2]- نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم حال، مرجع سابق، ص75.

[3]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص128.

التشغيلي وتضاف الخسائر الرأسمالية غير العادية إلى هذا الصافي[1].

بناء عن هذه التعديلات المقدمة من شركة Stewart فإن القيمة الإقتصادية المضافة تكون حسب الصيغة التالية:

$$EVA= NOPAT– WACC \times CI$$

حيث أن:

NOTAT: صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة

ويمكن حساب صافي الربح التشغيلي المعدل ورأس المال المستثمر حسب الترتيب التالي:

**أ– حساب صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة[2]:**

صافي الربح التشغيلي

+ الزيادة في الديون المعدومة

+ الزيادة في تكلفة البحث والتطوير

+ الزيادة في احتياطي تقييم المخزون Lifo

+ قسط اهتلاك شهرة المحل

+ الفائدة على التمويل التشغيلي

+ الخسائر غير العادية

– الأرباح غير العادية

= صافي الربح التشغيلي المعدل

– الضرائب

= صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضريبة

**ب– حساب رأس المال المستثمر المعدل[3]:**

رأس المال المستثمر المعدل: الأموال الخاصة + احتياطي Lifo + صافي العناصر غير الملموسة + اهتلاك المتراكم لشهرة المحل + القيمة الحالية للتمويل التشغيلي ( أقساط البيع الإيجاري) + المؤونات والمخصصات الأخرى + الفروق الضريبية + الديون المالية.

**3– التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:**

تعد تكلفة رأس المال من أهم المتغيرات التي تدخل في حساب القيمة الإقتصادية المضافة، حيث تمثل تكلفة رأس المال العائد الذي لابد أن يتحصل عليه المساهمين أو المستثمرين من استثمارهم لأموالهم، وذلك تعد تحديد

[1]– عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص138.

[2]– نفس المرجع، ص139.

[3]– رزقي محمد، مرجع سابق، ص130.

تكلفة رأس المال من أكبر المعوقات عند حساب القيمة الإقتصادية المضافة.[1]

ولحساب تكلفة رأس المال المستثمر يتم استخدام التكلفة الوسطية المرجحة لتكلفة رأس المال وذلك بالنسبة لكل الأموال الخاصة والديون.

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أساس العلاقة التالية[2]:

$$WACC = t\frac{Vcp}{Vd+Vcp} + i\frac{Vd}{Vd+Vcp}$$

حيث تمثل:

- WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛
- Vcp: قيمة الأموال الخاصة؛
- Vd: قيمة الديون؛
- t: تكلفة الأموال الخاصة ( العوائد التي يمكن لحملة الأسهم الحصول عليها)؛
- i:تكلفة الاستدانة بعد الضريبة (الفوائد المفروضة على القروض).

**المطلب الثالث: العلاقة بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الإقتصادية المضافة**

هناك علاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، حيث تجذب القيمة الإقتصادية المضافة القيمة السوقية المضافة في اتجاهها، فإذا كانت القيمة الإقتصادية المضافة موجبة يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية المضافة مما يشجع المستثمرين على الإستثمار في المؤسسة.

**أولا: مفهوم القيمة السوقية المضافة (MAV)**

تعد القيمة السوقية المضافة المؤشر الثاني إلى جانب القيمة الإقتصادية المضافة الذي تم تسويقها من قبل شركة Stern Stewart كمؤشر لتقييم الأداء، وهي القيمة الناشئة عن تجاوز القيمة السوقية لرأس المال عن قيمة الدفترية، كما عرفت بأنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به[3].

تعرف القيمة السوقية المضافة على أنها: معيار لتقييم القيمة السوقية للأسهم، بحيث تعتمد على القيمة الإقتصادية المستقبلية بشكل مباشر.

كما تعبر القيمة السوقية المضافة عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة الإجمالية للأموال المستثمرة ( الأموال الخاصة والاستدانة المالية) ، أي:

**القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للمؤسسة – القيمة الإجمالية المستثمرة**

---

[1]- نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم حال، مرجع سابق، ص78.

[2]- تكلفة رأس المال، [على الخط]، http://www.itu.int/ITU-D/finance/work-cost-tariffs/events/tariff-seminars/Dakar-09، تاريخ الاطلاع: 2013/01/16، ص11.

[3]- شهاب الدين حمد النعيمي، استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 18، العدد 68، جامعة بغداد، العراق،2012، ص73.

تمثل القيمة السوقية المضافة: الفرق بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (عدد الأسهم المصدرة × السعر السوقي للسهم والقيمة الدفترية لحقوق المالكين[1]، أي:

**القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لأسهم المؤسسة – القيمة الدفترية لحقوق الملكية**

تعتبر القيمة السوقية المضافة معيار شاملا في قياس وخلق الثروة ومقياس للفاعلية التشغيلية في المؤسسات وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود على نجاح المؤسسة وفعاليتها، هذا يعني أن هذه القيمة ماهي إلا معيار السوق المالي للقيمة التي تنشأها الإدارة المالية للمؤسسة، بمعنى المقياس النهائي للقيمة التي يتم توليدها أو إهدارها من المؤسسة[2].

**ثانيا: طرق حساب القيمة السوقية المضافة**

تتمثل طرق حساب القيمة السوقية المضافة في: طريقة صافي حقوق الملكية، طريقة خصم القيمة الإقتصادية المضافة المتوقعة.

**1- طريقة صافي حقوق المالكين[3]:**

تعتمد هذه الطريقة على افتراض أن القيمة السوقية للديون ثابتة وهي مساوية للقيمة الدفترية للديون، حيث يمكن حساب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث أن:

MVA: القيمة السوقية المضافة؛

MVE: القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

BVE : القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

**2- طريقة خصم القيمة الإقتصادية المضافة المتوقعة:**

تستطيع المؤسسة تحقيق زيادة في ثروة المساهمين في حالة التي يكون فيها معدل العائد المحقق أكبر من تكلفة الإستثمار وعلى أساس الموزون لمصادره، بمعنى أن المؤسسة التي يباع سهمها في السوق بعلاوة يكون لها قيمة سوقية مضافة موجبة.

وحسب هذه الطريقة يتم خصم التدفق النقدي المتحقق من القيمة الإقتصادية المضافة بمعدل خصم مساوي إلى متوسط الموزون لتكلفة رأس المال.

---

[1]- بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء" دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006- 2010"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص103.

[2]- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص179.

[3] -J. Caby et Hirgoyen, La création de valeur de lentrprise, 2 éditio, Economica, Paris, p 31.

كما نشير أنه هناك علاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة لما لهما من مضامين في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يمكن ايجاد معادلة أخرى من خلال العلاقة بين صافي حقوق المالكين وطريقة خصم القيمة الإقتصادية المضافة[1]، أي:

$$MVA = BVE + PVEVA$$

إن القيمة السوقية للمؤسسة لحقوق المالكين تعتمد بشكل أساسي على القيمة الحالية للقيمة الإقتصادية المضافة، حيث أن المستثمرين يدفعون السعر لأسهم المؤسسة وفقا للعلاوة أو الخصم الذي تحققه القيمة الإقتصادية على القيمة الدفترية لحق الملكية[2].

**ثالثا: العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة**

تتمثل العوامل التي تؤثر في القيمة السوقية المضافة في العناصر التالية:

**1- معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي وتكلفة رأس المال:**

لكي تكون القيمة السوقية موجبة لابد أن تكون معدلات نمو في صافي الربح التشغيلي والإيرادات تفوق تكلفة رأس المال المستثمر، بمعنى يجب أن تحدد العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال في المؤسسة[3].

**2- الحد الأدنى لهامش الربح المطلوب لخلق الثروة:**

نعني بها الحد الأدنى المطلوب من هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة ثروة المساهمين، بمعنى كلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة الملكية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.

**3- كثافة رأس المال المستثمر:**

يقصد بكثافة رأس المال المستثمر مقدار رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات، بحيث كلما زادت إنتاجية الدينار المستثمر في ظل انخفاض رأس المال المستثمر كلما زادت القيمة السوقية المضافة خاص في ظل انخفاض تكلفة رأس المال[4].

**رابعا: الفرق بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة**

تتمثل نقاط الاختلاف بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة في الآتي:

- تحسب القيمة الإقتصادية المضافة لفترة واحدة، بينما تحسب القيمة السوقية المضافة لسلسلة من الفترات أو قد تحسب إلى لانهاية، بمعنى القيمة الإقتصادية المضافة هي الفائض من القيمة الناتج عن مؤسسة لفترة واحدة، بينما القيمة السوقية المضافة هي تراكم القيم الناتجة عن المؤسسة لفترة طويلة[5]؛

---

[1] - بن مالك عمار، مرجع سابق، ص ص 104-105.

[2] - عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص148.

[3] - نفس المرجع، ص145.

[4] - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص180.

[5] - هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص62.

– تعد القيمة الإقتصادية المضافة مقياسا داخليا يمكن أن تعتمد عليه إدارة المؤسسة في اختيار وتحديد السياسات والإستراتيجيات التي تؤدي إلى تحقيق القيمة لحملة الأسهم، أما القيمة السوقية المضافة فهي مقياس خارجي للأداء لا تعكس فقط القيمة لحملة الأسهم إنما تظهر تقييم السوق المالي لصافي القيمة الحالية للمؤسسة ككل، حيث تعكس الإيرادات المتوقعة مستقبلا للمؤسسة، وبالتالي يعكس مدى قدرة إدارة المؤسسة على إدارة مواردها لأجل تعظيم القيمة[1] ؛

– تعتمد مكونات المعادلة التي تحسب القيمة الإقتصادية المضافة على المخرجات المحاسبية، على الرغم من ابتعاد المعطيات المحاسبية على التقييم الإقتصادي لتلك المخرجات، حيث ينصح مبتكرو القيمة الإقتصادية المضافة بإستخدام المكونات بقيمتها المحاسبية، ولتقليص الإنحراف بين القيم المحاسبية والإقتصادية نجدهم يقترحون مجموعة من التعديلات على المعلومات المحاسبية[2].

**المبحث الثالث: علاقة القرارات المالية بقيمة المؤسسة**

سنحاول في هذا المبحث تسليط الضوء على أهم النظريات التي حاولت دراسة علاقة القرارات المالية (قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح) بقيمة المؤسسة، وذلك من خلال معالجة علاقة قرار الإستثمار بقيمة المؤسسة في المطلب الأول، أما المطلب الثاني نتناول العلاقة بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة، وفي الآخير يتم التطرق لعلاقة قرار توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة في المطلب الثالث.

**المطلب الأول: علاقة قرار الإستثمار بقيمة المؤسسة**

لقد بينت معظم النظريات التي قامت بدراسة تأثير قرار الإستثمار على قيمة المؤسسة، بأن هناك تأثير مباشر لهذا القرار على قيمة المؤسسة، حيث اعتبر كل من مديغلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الإستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي يتعرض له هذا العائد، أي القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها، بمعنى أن القيمة الكلية للمؤسسة لابد وأن تساوي القيمة الكلية لأجزاء(الإستثمارات) المكونة لها، كذلك بين كل من مديغلياني وميلر من خلال دراستهما لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة[3]، أن قرارات الإستثمار هي الوحيدة المؤثرة على قيمة المؤسسة من خلال مردوديتها ( العوائد والتدفقات المستتقبلية الناتجة عنها).

نستطيع القول أن جميع النظريات قد أثبت تأثير قرار الإستثمار على قيمة المؤسسة، لكن الاختلاف يبقى في تأثير كل من قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، حيث من يرى أن قرار الإستثمار وقرار التمويل (الهيكل المالي) يؤثران معنا على قيمة المؤسسة، ومنهم من ينفي وجود تأثير للقرار التمويل على قيمة المؤسسة، أي قرار الإستثمار يؤثر بمفرده على قيمة المؤسسة، كذلك بالنسبة لقرار توزيع الأرباح هناك اختلاف في وجهات النظر حول تأثيره

[1]– غدير محمود المهتدي، مرجع سابق، ص ص53-54.

[2]– هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سابق، ص62.

[3] – منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص645.

على قيمة المؤسسة، لكن في الواقع العملي نجد كل من قرار الإستثمار وقرار التمويل لهما تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، فهما يتأثرنا ببعضهما البعض على النحو التالي:

**1- تأثير قرار التمويل على قرار الإستثمار:**

يتوقف قرار قبول الاقتراح الإستثماري أو رفضه على صافي القيمة الحالية لتدفقات النقدية، أي على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه، وعلى تكلفة الأموال التي تستخدم في تمويله، ومن هنا يظهر أثر قرار التمويل على قرار الإستثمار[1].

كما نشير أن هناك تفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدامها على النحو التالي[2]:

- لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية؛

- يترتب عن التمويل بالأسهم العادية تدفقات نقدية خارجية تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي يحصل عليها مشتروا تلك الأسهم، ونفس الشئ بالنسبة للسندات.

**2- تأثير قرار الإستثمار على قرار التمويل:**

على المؤسسة القيام بوضع سياسة تحدد الهيكل المالي المستهدف، على أن تلتزم بعد عند تمويل الإقتراحات الإستثمارية المستقبلية، فإن كان الهيكل المالي المستهدف يتكون من 40 % قروض، 60% حقوق الملكية، فينبغي تمويل أي اقتراح استثماري بنفس هذه التشكيلة من الأموال، ولنفترض أن المؤسسة ما يتكون هيكلها المالي من قروض قيمتها 400 ألف دينار جزائري وحقوق ملكية قيمتها 600 ألف دينار جزائري، ولكن المؤسسة اضطرت للاعتماد على اصدار أسهم عادية جديدة لتمويل اقتراح استثماري تكلفته المبدئية 250 ألف دينار جزائري، وبالتالي سوف تتغير تشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي، حيث تصبح850 ألف دينار جزائري حقوق ملكية و400 ألف دج قروض، وعليه سوف تنخفض نسبة الإقتراض إلى 32% أي (400000/850000+400000)×100، بينما ترتفع نسبة حقوق الملكية إلى 68% أي (1250000/850000)×100، وحتى تحافظ المؤسسة على خليط المستهدف للهيكل المالي، فعليها اقتراض مبلغ إضافي قدره 167 ألف دج لتصبح الأموال المقترضة 567 ألف دج، وهو مايسمح بعودة نسبة الإقتراض 40% أي ( 567000/ 567000+ 850000)×100، وبالتالي تصبح نسبة القروض كما كانت عليه قبل تنفيذ المشروع الإستثماري[3].

---

[1]- عيادي عبد القادر، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل"حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 2007-2008، ص108.

[2]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص729.

[3]- نفس المرجع، ص ص 732-733.

من خلال المثال السابق يمكن القول أنه إذا ترتب على تنفيذ قرار استثماري الذي يؤدي إلى تغيير في تشكيلة مصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل المالي بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، الأمر الذي ينعكس على الطاقة الإقتراضية للمؤسسة، وبالتالي نتوقع أن تلجأ المؤسسة إلى قرض إضافي[1].

**المطلب الثاني:علاقة قرار التمويل بقيمة المؤسسة**

يرتبط إتخاذ القرار التمويلي باختيار الهيكل المالي الأمثل من مصادر التمويل الذي سوف تعتمد عليه المؤسسة في تمويل استثماراتها،كما على المؤسسة اختيار الهيكل المالي الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة في السوق المالي، حيث أن هناك العديد من النظريات حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

**أولا:المدخل التقليدي***

يفترض هذا المدخل وجود هيكل مالي أمثل أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، مما يؤدي إلى وصول قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى[2]، بمعنى آخر أن هذا المدخل ركز على الاستعمال الرشيد للأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، فالتوفيق بين الأموال المقترضة والمملوكة يعمل على تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية، ففي ظل غياب كل من الضرائب وتكاليف الوكالة والإفلاس، فإن هذا المنظور يقر بوجود هيكل مالي أمثل، وذلك نتيجة الاعتماد على مصادر تمويلية من القروض ذات تكلفة المنخفضة (في ظل مستويات معقولة من الإقتراض)، مما ينعكس على انخفاض تكلفة التمويل، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة[3].

**ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات**

وفقا هذا المدخل عدم وجود أثر لزيادة نسبة الديون في تخفيض تكلفة التمويل للهيكل المالي(قرارات التمويل) وبالتالي عدم التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة[4]، حيث يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة مع تغير نسبة الإقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض، كذلك يفترض هذا المدخل أن زيادة تكلفة التمويل بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الإقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس قيمة في تلك التكلفة نتيجة زيادة الاعتماد على القروض، وذلك نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة التمويل ثابتة مهما تغيرت نسبة الإقتراض[5].

---

[1]- عيادي عبد القادر، مرجع سابق، ص108.

[2]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص643.

*تم تعرض للمدخل التقليدي في المبحث الثالث من الفصل الثاني.

[3]- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص78.

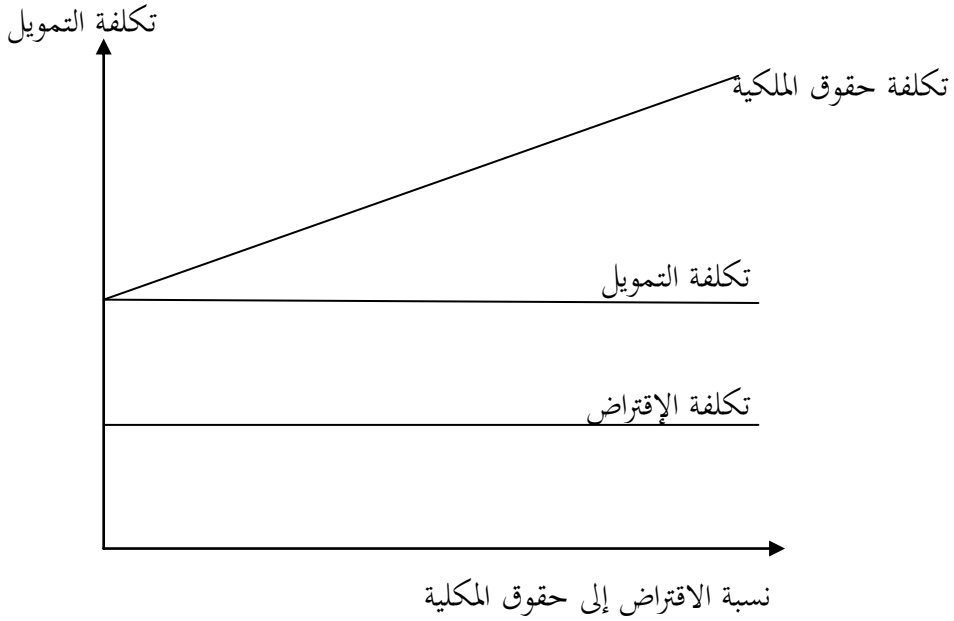
[4]- حامد أحمد محمود المحادين، مرجع سابق، ص40.

[5]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص638.

وحسب هذا المدخل تحدد قيمة المؤسسة من خلال القيام بخصم صافي ربح العمليات بمعدل تكلفة التمويل، ومادام أن تكلفة التمويل ثابتة فهذا يعني أن لا تتغير بتغير حجم الاستدانة في الهيكل المالي ( قرارات التمويل)، ولتحديد القيمة السوقية لحقوق الملكية يتم استبعاد القيمة السوقية للديون من قيمة المؤسسة[1].

ولتوضيح العلاقة بين تكلفة التمويل وبين نسبة الإقتراض، نقدم الشكل التالي:

**الشكل رقم ( 10): العلاقة بين تكلفة التمويل وبين نسبة الإقتراض حسب مدخل صافي ربح العمليات**




**المصدر**: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص546.

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن هناك علاقة طردية بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية وتكلفة حقوق الملكية، أما تكلفة الإقتراض ثابتة، ففي ظل افتراضات المقدمة من طرف هذا المدخل، فإن من المتوقع أن تظل تكلفة التمويل ثابتة مهما تغيرت نسبة الإقتراض، وهذا يعني عدم وجود هيكل مالي مثالي،، فسواء اقترضت المؤسسة أم لم تقترض وسواء زادت أو نقصت نسبة الإقتراض، فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما ينعكس على ثبات قيمة المؤسسة[2].

**ثالثا: نظرية التبادل**

تعود بدايات هذه النظرية عندما قام مديغلياني وميلر* في عام 1963 بإضافة الضريبة على الدين والتي تجعل الدين أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وبالتالي تزداد قيمة المؤسسة بزيادة حجم الدين المستخدم في التمويل، ويعود ذلك إلى أن الفوائد على الديون تخصم من ربحية المؤسسة عند احتساب ضريبة الدخل.

[1]– هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص201.

[2]– منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص642.

* تم تناول نظرية مدخل مديغلياني وميلر في المبحث الثالث من الفصل الثاني.

وفقا لنظرية التبادل تفرض بأن القرار المحدد لنسبة الإقتراض، يرجع لمحصلة التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية على القيمة السوقية للمؤسسة، والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، حيث تأخذ هذه النظرية كل من الوفر الضريبي وتكاليف الوكالة للدين وتكاليف الإفلاس بعين الاعتبار في تفسير الاختلاف في اتخاذ قرار تمويل أنشطة المؤسسة، في محاولة للموازنة بين فوائد التمويل باستخدام أموال الإقتراض وتكاليفه[1]، وحسب بريلي ومايرز أن هذه النظرية قد كملت النقص في النظرية الثانية لمديغلياني وميلر، حيث ترى نظرية مديغلياني وميلر المصححة أن على المؤسسة الاستفادة من الوفورات الضريبية قدر المستطاع لرفع قيمة السوقية للمؤسسة، وذلك من خلال التوسع في عملية الإقتراض، بينما ترى نظرية التبادل أن المؤسسة تسعى للوصول إلى اتخاذ الهيكل المالي الأمثل( قرارات التمويل) الذي يعظم من قيمتها، ومن خلال التوازن بين الوفورات الضريبية والتكلفة الإفلاس والوكالة[2].

وعلى الرغم من هذه النظرية استطاعت أن تشرح بعض السلوكيات السائدة بين المؤسسات لتحديد هيكل المالي، إلا أن هناك بعض السلوكيات التمويل الأخرى لم تتمكن من تفسيرها، فالكثير من المؤسسات تستخدم المديونية بشكل منخفض وهوما عكس ما فرضته نظرية التبادل، بالإضافة إلى الدراسات التطبيقية (Grahma & Harvey 2001)، فقد تم ملاحظة أن أكثر المؤسسات ذات الربحية التي تعتمد على التمويل باصدار الأسهم أكثر من اعتمادها على التمويل بالدين، بالإضافة إلى أن أغلب المؤسسات الرابحة تحاول الحفاظ على نسبة الدين المنخفضة، مضحية بذلك بالوفر الضريبي الناتج عن إستخدام الدين[3].

**رابعا: نظرية تكاليف الإفلاس**

لقد استبعد مديغلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الإستدانة، إذ تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها تمويلها من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكل رأس مالها يتكون من أموال خاصة فقط[4]، ويرجع هذا إلى أن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الإستحقاق، يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي باعلان إفلاس المؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) فقط، فإنها لا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها أو إجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح، ومن ثم لا تكون عرضه لمثل هذه الإجراءات القانونية[5].

كما تنتج تكلفة الإفلاس عن احتمال تعرض المؤسسة لمخطر الإفلاس الذي يعني عدم مقدرة المؤسسة على

---

[1]– فداء موسى محمد أبوراشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 2013-2014، ص12.

[2]– عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص94.

[3] – فداء موسى محمد أبوراشد، مرجع سابق، ص13.

[4]– إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص375.

[5] – منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص665.

الوفاء بالتزاماتها تجاه الأطراف الممولة لها[1]، فإذا تعرضت المؤسسة للإفلاس يترتب عليها بعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، والتي تضم مجموعتين هما[2]:

**1- مجموعة تكاليف مباشرة:** تضم التكاليف الإدارية والقانونية، انخفاض قيمة الأصول نتيجة بيع أصول المؤسسة بأقل من القيمة الدفترية لها.

**2- مجموعة تكاليف غير مباشرة:** تشمل الانخفاض المتوقع للمبيعات والذي يرجع إلى شكوك العملاء، صعوبة الحصول على ائتمان تجاري من طرف الموردين.

وإذا كان الإقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس فهل العلاقة خطية بين المتغيرين ؟ عندما تكون نسبة الإقتراض عند مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الإقتراض وذلك بعلاقة خطية، وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الإقتراض إلى نقطة معينة[3]، بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الإقتراض، وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس، زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة.

فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عنها زيادة معدل العائد (المردودية) المطلوب على الإستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة[4].

كما أن زيادة نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية ( الأموال الخاصة) يترتب عنه انخفاض في متوسط تكلفة الأموال، الأمر الذي ينعكس على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للإقتراض بسبب الوفورات الضريبية، بمعنى آخر زيادة نسبة الإقتراض في الهيكل المالي يؤدي إلى أثر متضادين، فمن ناحية تساهم في تخفيض تكلفة التمويل بسبب الوفورات الضريبية، ومن ناحية أخرى تؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس بعد مستوى معين مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل نتيجة زيادة المخاطر الناتجة عن التمويل بالمديونية[5].

بالمديونية[5].

لتوضيح العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية (الأموال الخاصة) وبين القيمة السوقية في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس، نقدم الشكل التالي:

---

[1]- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص206.

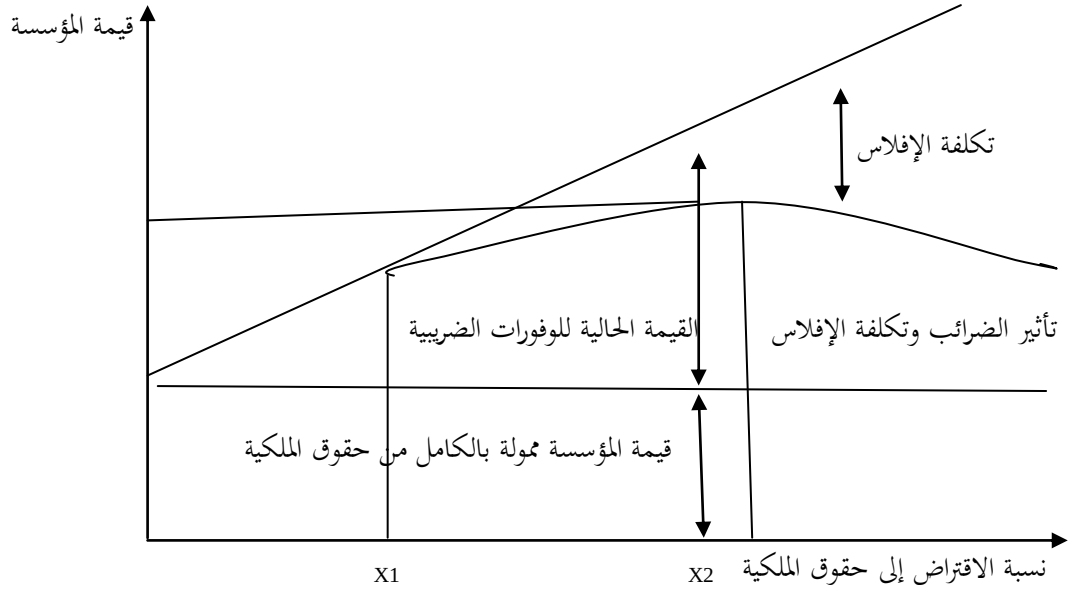
[2]- زغود تبر، مرجع سابق، ص83.

[3] - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص660.

[4] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص376.

[5]- عيادي عبد القادر، مرجع سابق، ص113.

**الشكل رقم (11): العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى حقوق الملكية وبين القيمة المؤسسة في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس**




**المصدر:** منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، مصر، ط4، 1999، ص670.

نلاحظ من الشكل أعلاه، أنه عندما كانت نسبة الإقتراض أقل من $x_1$ لم تكون هناك تكلفة للإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة التمويل خضعت فقط لتأثير الضريبة (الوفورات الضريبية) مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة، وبعد نقطة $x_1$ تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور إلا أن هذه التكاليف أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الإقتراض، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة التمويل وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الإقتراض إلى النقطة $x_2$ ، حيث في النقطة $x_2$ تزداد حدة تكلفة الإفلاس وفاقت قيمتها قيمة الوفورات الضريبية، الأمر الذي أدى إلى إتجاه تكلفة التمويل إلى الارتفاع.

وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للإقتراض إلى حقوق الملكية (الهيكل المالي الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة $x_2$ التي عندها كانت تكلفة الأموال عند حدها الأدنى، وبالتالي فعند النقطة $x_2$ تكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى.

**خامسا: نظرية تكاليف الوكالة**

ظهرت نظرية تكاليف الوكالة عام 1976 من قبل الباحثين (Jensen & Meckling) حيث تنشأ هذه التكاليف من علاقات الصراع بين المديرين والمساهمين من جهة، وبين الدائنين والمساهمين من جهة أخرى[1].

ففي الحالة الأولى يكون تضارب بين المساهمين والمديرين الماليين من خلال محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصيا للمسؤولية، كذلك الخلاف ممكن أن

[1]- فداء موسى محمد ابوراشد، مرجع سابق، ص14.

يكون ناتج عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين[1]، إضافة أن بعض المديرين يفضلون استخدام الفائض من التدفقات المالية في الإستثمار بدل من توزيعها، عكس المساهمين الذين يفضلون الحصول عليها في شكل توزيعات، فهذا التضارب في المصالح يتولد عنه تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع وهي:

- **تكاليف المراقبة:** يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته؛
- **تكاليف البرهنة:** مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر من خلالها على حسن التسيير؛
- **تكاليف الباقية:** تنشأ عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

ولتخفيف من مشكلة الوكالة يمكن استخدام الإقتراض في الهيكل التمويلي كأداة في فض تكاليف وكالة الأموال الخاصة، ففي إطار الإقتراض ذات الطبيعة البنكية، ينجم عن الزيادة في حصة الإستدانة زيادة المراقبة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل، كذلك يؤدي دفع الفوائد في آجالها المحددة إلى تخفيض إمكانيات الإستثمار غير الأمثل من جانب المسير (المدير) نظرا لأن ذلك من شأنه يؤدي إلى تخفيض التدفق المالي المتاح، وبالتالي فطبيعة الإقتراض من شأنه أن يؤدي إلى مخاطر من بينها مخاطر فقدان عمل المسير إذا حدثت تصفية للمؤسسة[2].

بينما ينشأ التضارب بالمصالح مابين المساهمين والمقرضين(الدائنين) نتيجة نقل الثروة التي تدفع بأصحاب الدين إلى طلب علاوة مما يؤدي إلى زيادة تكاليف التمويل الخارجية، وبالتالي تضحي المؤسسة ببعض الفرص الإستثمارية ذات القيمة الايجابية مما ينعكس على ربحيتها ومن ثم قيمتها السوقية[3]، بمعنى أن كما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين ينقلون تكلفة الوكالة إلى المساهمين، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر المساهمين إلى رفع معدل العائد على الإستثمار الذي يطلبونه، النتيجة هي ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية[4].

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للإقتراض إلى حقوق الملكية، أي سوف يؤثر على الهيكل المالي المثالي ( تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي)، ولتوضيح قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة، نقدم الشكل التالي:

---

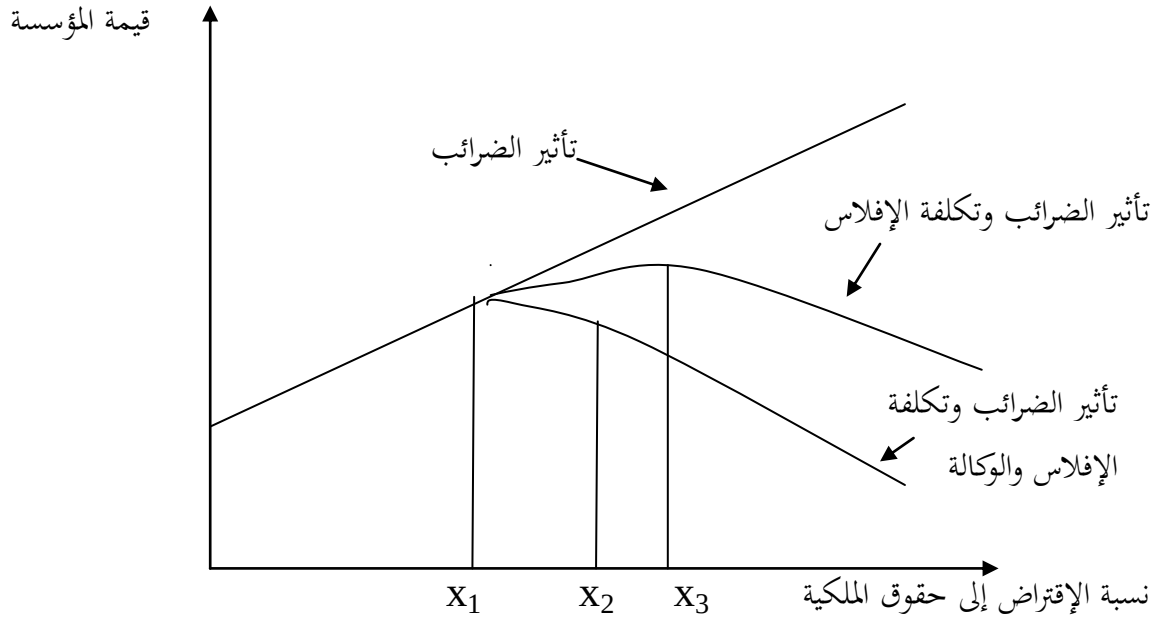
[1]- بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص103.

[2] - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص382.

[3]- فداء موسى محمد ابوراشد، مرجع سابق، 15.

[4] - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص671.

**الشكل رقم (12): قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس والوكالة**




**المصدر**: علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة، مرجع سابق، ص112.

يشير الشكل أعلاه، أن النسبة المثلى للإقتراض إلى حقوق الملكية (الأموال الخاصة) انخفضت من النقطة $X_1$ إلى النقطة $X_3$، وذلك نتيجة وجود تكلفة الوكالة إلى جانب الضرائب وتكلفة الإفلاس، الأمر الذي ينعكس على قيمة المؤسسة التي بدورها تنخفض إلى النقطة $X_2$ بعدما كانت عند حدها الأقصى في النقطة$X_3$، وبالتالي النقطة $X_2$ تتعادل عندها الوفورات الضريبية مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

وعليه فالهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية يمكن الوصول إليه من خلال المزج بين مختلف مصادر التمويل (الإقتراض وحقوق الملكية) التي تسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة والتقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

**سادسا: نظرية التمويل التدريجي**

تعود جذور هذه النظرية إلى Donaldson1961 حول ممارسات التمويل لعينة من الشركات الكبيرة فقد لاحظ أن الإدارة تفضل استخدام التمويل الداخلي (احتجاز الأرباح) على مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في الإقتراض وإصدار الأسهم العادية الجديدة، وقد تم تطوير هذه النظرية من قبل مايرز[1]Myers1984 .

وقد عرف Myers & Majluf 1984 هذه النظرية، بأن المؤسسات تظهر تدرجا في استخدامها لمصادر التمويل، فهي تفضل استخدام التمويل الداخلي أولا لكونه لا يترتب عليه تكاليف اصدار، وفي حالة لم يكفي

[1]- ياسين الضيف، مرجع سابق، ص33.

التمويل الداخلي تلجأ إلى التمويل الخارجي لتغطية العجز في التمويل[1].

ويرى مايرز Myers يتم اتخاذ القرارات التمويل (قرارات الخاصة بالهيكل المالي) حسب الأولوية وفق الترتيب الآتي[2]:

– تفضل المؤسسة التمويل الذاتي، وبذلك فإنها تحدد مستوى لتوزيع الأرباح يتلائم وفرص الإستثمار المتاحة كما يجنبها تكاليف أخرى خاصة بإصدار أسهم جديدة؛

– الاعتماد على التمويل الخارجي في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي لتمويل مختلف الإستثمارات، فيتم لجوء للإقتراض ؛

– إصدار شبه الأموال الخاصة (الأوراق المالية التي تقع بين الملكية والدين )؛

– إصدار الأسهم وهي آخر عملية نظرا لكونها مؤشر سلبي.

كما يتميز نموذج الذي جاء به مايرز Myres سنة 1984 ليدعم نظرية التمويل التدريجي، حيث يتميز هذا النموذج بعدم ارتباط الهيكل المالي (قرارات التمويل) بقيمة المؤسسة ولا الهيكل المالي المثالي، وبالتالي يمكن اتباع سياسة التمويل التدريجي للأسباب التالية[3]:

– إصدار أسهم عادية من طرف المؤسسات الكبيرة يتم تفسيره من قبل المستثمرين في السوق كأخبار سيئة مما يصاحبه انخفاض في أسعار الأسهم الحالية؛

– إن استخدام أموال التوزيعات في تمويل الاحتياجات نتيجة لعدم كفاية الأرباح المحتجزة له دلالة إعلامية على المستوى السوقي؛

– عدم وجود مصاريف إصدار للأرباح المحتجزة وانخفاض مصاريف إصدار السندات عن مصاريف إصدار الأسهم العادية؛

– إصدار أسهم عادية جديدة من شأنها إنهاك ذوي السهم بالعبء الضريبي في حين أن إصدار سندات يؤدي إلى وفر ضريبي للمؤسسة؛

– إصدار ملكية جديدة يهدد الملاك الحاليين بفقدان مركزهم السابق وحق التصويت، وعليه حسب مبدأ التمويل التدريجي لا يوجد هناك تمويل مثالي وإنما سلوك تمويلي يفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، حيث يتم اللجوء للتمويل الخارجي إلا للضرورة.

---

[1]– فداء موسى محمد ابوراشد، مرجع سابق، ص17.

[2]– عيادي عبد القادر، مرجع سابق، ص114.

[3]– شعوبي محمود فوزي، دادن عبد الغني، المؤسسة الإقتصادية بين خيار التمويل المصرفي والتمويل البورصوي في ظل الإصلاح المصرفي وحداثة السوق السوق المالي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر ، بسكرة، 21 و22 نوفمبر 2006، ص ص 6-7.

## المطلب الثالث: علاقة قرار توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة

هناك العديد من النظريات التي حاولت دراسة العلاقة بين قرار توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث اختلفت وجهات النظر بالنسبة لهذه النظريات بين مؤيدة ومعارضة لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، لهذا سوف نتطرق في البداية إلى التيار المعارض لتأثير قرار التوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وبعدها نتناول التيار المؤيد لوجود تأثير لهذا القرار على قيمة المؤسسة.

### أولا:التيار المعارض لتأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة

#### 1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات:

من أهم أنصار هذه النظرية هما مديغلياني وميلر سنة 1961 الذان أوضحا أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة وليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح وأكد أن كفاءة الإستثمارات ( قرارات الإستثمار) هي المحدد الرئيسي لثروة المساهمين ( قيمة المؤسسة)[1]، وقد بنيت أفكار هذه النظرية على الافتراضات الآتية[2]:

- لا يوجد من يستطيع السيطرة والتأثير في أسعار أسهم رأس المال العاملة، وأن الجميع لديهم المعلومات للأسعار ولا توجد تكاليف تمويل أو ضرائب؛
- التأكد التام حول مستقبل البرامج الإستثمارية ولا سيما بما يتعلق بالفوائد؛
- الرشد والعقلانية في اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين؛
- سياسة توزيع الأرباح لا ترتبط مع سياسة الإستثمار وأن سياسة الإستثمار ثابتة لا تتغير؛
- عدم تأثر تكلفة رأس المال بسياسة توزيع الأرباح.

وحسب موديغلياني وميلر أن قيمة المؤسسة تحدد بقوة ربحها ومخاطرة أعمالها فقط، وذلك من خلال العلاقة التالية:

$$N_aP_0 = \frac{(n_a+n_b)P_1-I+B}{1+Ke}$$

حيث أن:

$P_0$: سعر السهم الحالي؛

$P_1$: سهر السهم المستقبلي؛

$N_a$: عدد الأسهم القديمة؛

$N_b$: عدد الأسهم الجديدة؛

---

[1]- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013، ص13.

[2]- أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سابق، ص30.

I: مبلغ الإستثمار؛

B: الأرباح الصافية للسنة؛

$K_e$: تكلفة الأموال الذاتية.

يتضح من خلال هذه العلاقة أن القيمة الجديدة للأسهم القديمة هي عبارة عن القيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة وقيمة الأسهم الجديدة مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح ومطروح منها القيمة الحالية لمبلغ الإستثمار، حيث أن هذه العلاقة تبين غياب تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح أو نوعية التمويل ليست هي المؤثرة على ثروة المساهمين ( قيمة المؤسسة) وإنما مدى كفاءة المسير في اختيار الإستثمارات المربحة المثلى ( قرارات الإستثمار)[1].

**2- مقاربة VAN HORNE1989** :

يقدم فان هورن إثباتا رياضيا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من المتغيرات التي تؤثر أو تحدد قيمة المؤسسة، وتقوم فكرة الاثبات الرياضي على أن القيمة السوقية للسهم في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن هذا السهم خلال الفترة، حيث تتمثل تلك التدفقات التي يحصل عليها حامل السهم في نهاية الفترة، وكذا القيمة السوقية للسهم في نهاية الفترة[2].

**ثانيا: التيار المؤيد لوجود تأثير لقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة**

**1- نموذج جوردن Gordne 1963**

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير قرارات توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تشير إلى أن قرارات المؤسسة بشأن قرارات توزيع الأرباح ستؤثر على ثروة المساهمين، ومن ثم قيمتها[3]، وقد أقام جوردن نموذجه على مجموعة من الافتراضات والمتمثلة في الآتي[4]:

- إعتماد المؤسسة على حقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها؛
- ثبات معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة؛
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب؛
- ثبات معدل نمو المؤسسة g مع:

$$g= EB \times K^*$$

حيث أنEB: الأرباح المحتجزة؛

$K^*$: معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة.

---

[1] - بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص13.

[2] - منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سابق، ص693.

[3] - هواري سويسي، تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، مرجع سابق، ص213.

[4] - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص ص 129-130.

- معدل العائد المطلوب على الإستثمار أكبر من معدل النمو؛
- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

يقوم نموذج جوردن على العلاقة التالية[1]:

$$C_0 = \sum_{i=1}^{n} D_i(1+t)^{-i}$$

حيث أن:

$D_i$: تمثل الأرباح الموزعة خلال الفترة t.

وبما أن العلاقة السابقة هي عبارة عن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لعدد لا نهائي من التوزيعات، يمكن تحويلها إلى العلاقة التالية:

$$C_0 = \frac{D_1}{(K-g)}$$

وبما أن التوزيعات إنما تمثل ربحية السهم (r) مضروبة في النسبة المئوية للتوزيعات (1-EB) تصبح العلاقة السابقة كمايلي:

$$C_0 = \frac{r(1-EB)}{(K-g)}$$

ولدينا: $g = EB \times K^*$، تصبح العلاقة كالآتي:

$$C_0 = \frac{r(1-EB)}{(K-EB\times K^*)}$$

حيث عند تساوي معدل المطلوب على الإستثمار مع معدل العائد المتوقع على إستثمارات المؤسسة ($K=K^*$) تصبح العلاقة كالآتي:

$$C_0 = \frac{r}{k}$$

نلاحظ من العلاقة الأخيرة أن سياسة توزيع الأرباح ليست لها تأثير على قيمة السهم، بمعنى أن قيمة السهم تخضع للتغيرات في قرارات الإستثمار وليس لقرارات التوزيع الأرباح، حيث يحدث هذا عند تساوي معدل العائد المطلوب والمتوقع على الإستثمار[2].

أما في حالة اختلاف معدل المطلوب (تكلفة التمويل) عن المعدل المتوقع على الإستثمار يكون هناك تأثير لقرار التوزيع على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان العائد المتوقع أقل من العائد المطلوب ( المفروض) نتوقع انخفاض في قيمة المؤسسة مع زيادة الأرباح المحتجزة، بينما ترتفع قيمة المؤسسة مع الارتفاع في التوزيعات في حالة إذا كان العائد المتوقع أكبر من العائد المطلوب، ومنه يظهر الاختلاف بين جوردن ومديغلياني وملير بخصوص أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة[3].

---

[1]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص84.

[2]- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص130.

[3]- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة، مرجع سابق، ص145.

### 2- نموذج والتر 1963 Walter:

يحاول نموذج والتر تحديد الدور الذي يمكن أن يلعبه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في التأثير على سياسة توزيع الأرباح التي تؤدي في الأخير إلى تعظيم قيمة المؤسسة،

وقد اعتمد والتر لبناء نموذجه على مجموعة من الافتراضات التي جاءت على النحو التالي[1]:

- تقوم المؤسسة بتمويل استثماراتها بالاعتماد على الأرباح المحتجزة فقط دون استخدام موارد إضافية سواء عن طريق الإقتراض أو إصدار أسهم جديدة؛
- يكون معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل ثابتين ؛
- الأرباح المتوفرة للمؤسسة توزع كلها أو يتم إحتجازها كلها؛
- مستوى الأرباح والتوزيعات ثابتة والمؤسسة مستمرة في العمل.

وقد حاول والتر تحديد القيمة السوقية للسهم وفق العلاقة التالية[2]:

$$P=\frac{D+\frac{R(B-D)}{K_e}}{K_e}$$

حيث أن:

P: السعر السوقي للسهم؛

D: التوزيع السنوي لأرباح السهم؛

R: معدل العائد المتوقع على الإستثمار( معدل العائد الداخلي)؛

$K_e$: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة التمويل)؛

B: نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

تمثل العلاقة أعلاه، أن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم والقيمة الحالية لأرباح الرأسمالية.

يتضح كذلك من العلاقة أعلاه، أنه عندما يكون معدل العائد الداخلي أكبر من معدل العائد المطلوب (تكلفة التمويل)، وهو ماينعكس على المؤسسات التي يصبح لها فرص استثمارية يمكنها من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل أعلى من معدل المطلوب من المساهمين، وبالتالي قيمة المؤسسة ترتفع مع انخفاض توزيع الأرباح، حيث يرى والتر أن سياسة التوزيعات المثلى بالنسبة لمؤسسات النمو هي السياسة التي تقتضي احتجاز كل الأرباح[3]، بينما عندما يكون هناك تساوي بين معدل العائد الداخلي ومعدل المطلوب (تكلفة التمويل)، يعنى هذا استبعاد تأثير توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي لا يوجد سياسة توزيعات مثلى حسب والتر، وتنطبق هذه

[1]- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية ( التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 386.

[2] - بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص18.

[3]- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص125.

الحالة على المؤسسات العادية[1]، عكس المؤسسات ذات معدلات منخفضة التي ليس لديها أي فرص استثمارية مربحة، وذلك نتيجة أن معدل العائد الداخلي أقل من معدل المطلوب ( تكلفة التمويل)، حيث يفضل المستثمرين توزيع الأرباح لإعادة استثمارها في استثمارات أخرى يكون العائد أعلى، وبالتالي تكون سياسة التوزيعات المثلى في هذه الحالة حسب والتر هي توزيع كل الأرباح لإعادة استثمارها من قبل المستثمرين بأنفسهم[2].

**3- نظرية عصفور في اليد:**

لقد تعرضت نظرية مديغلياني وملير للعديد من الانتقادات التي كان من أهمها الانتقاد الذي وجه خاصة للافتراض الذي قامت عليه النظرية، حيث حسبهما أن المؤسسة تعمل في ظل المنافسة التامة مما يسمح باستنتاج أنه عدم وجود علاقة بين قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح، حيث اعتبر هذا الافتراض والاستنتاج غير واقعيين، وذلك بسبب عدم مرونة عرض الأموال بالإضافة إلى عدم توفر المعلومات بالقدر الكافي لجميع المتعاملين في السوق المالية لكي يمكن تصور مدى رشد القرارات الإستثمارية، فضلا عن عدم موضوعية افتراض عدم وجود تكاليف تمويل أو ضرائب[3].

ونتيجة لهذه الانتقادات صاغ كل من ميرون جوردن وجون لتنر هذه النظرية، والتي تقضي بأنه طالما أن التوزيعات تزيل عدم التأكد بالنسبة للمستثمر، وهو ما لا تحققه الزيادة في القيمة السوقية للسهم الناجمة عن احتجاز الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن توزع نسبة عالية في شكل توزيعات نقدية مما يؤدي إلى معدل عائد أكبر في شكل توزيعات، ومن ثم يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للسهم، وبالتالي تنخفض تكلفة التمويل، مما ينعكس على ارتفاع قيمة المؤسسة، وبهذا كان المستثمر يفضل الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية لأن التوزيعات المتوقعة تنطوي على مخاطر أقل بالمقارنة بالأرباح الرأسمالية، ويعني هذا أن عائد التوزيعات أكثر تأكيدا من العوائد الرأسمالية المتأتية من احتجاز الأرباح، وبهذا يعتبر كل من جوردن ولنتر أن التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل بإعتبار أن المستقبل غير مؤكد[4].

**ثالثا: النظريات المفسرة لعلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة**

**1- نظرية التفضيل الضريبي:**

حسب هذه النظرية يفضل المستثمرين الإستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح

---

[1]- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سابق، ص364.

[2]- رزقي محمد، مرجع سابق، ص83.

[3]- صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص66.

[4]- محمد زرقون، مرجع سابق، ص87

وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية[1]، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التفضيل الضريبي والذي يرجح الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل بالمقارنة بالضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التفضيل الضريبي يجب على المؤسسات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال تعظيم سعر السهم السوقي للمؤسسة[2].

وحسب كل من ويستون وبرقهام ( Weston & Brigham 1993) أن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح في حالة وجود ضرائب بدل من الحصول عليها، وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لأسباب التالية:

– الضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فبأخذ القيمة الزمنية للنقود والتي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فإن قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم[3]؛

– اعفاء الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم لمالكها المتوفي من الضرائب، بمعني إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة على أرباح رأسمالية لأن السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة حصولهم على السهم؛

– خضوع الأرباح الرأسمالية إلى معدلات ضريبية أقل من الضريبة المفروضة على الأرباح من التوزيعات[4].

**2– نظرية أثر محتوى المعلومات( الإشارة):**

حسب هذه النظرية تعتبر توزيعات الأرباح هي إشارة عن توقع الإدارة لأرباحها في المستقبل، لذا فإن توزيع الأرباح بما يفوق الجزء المتوقع، يعني أن لدى إدارة المؤسسة رؤية مستقبلية حول زيادة الأرباح وهي قادرة على المحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، ومن ثم سيرتفع سعر السهم السوقي الذي ينعكس على القيمة السوقية للمؤسسة، والعكس إذا ما وزعت المؤسسة أرباحا أقل من المتوقع[5].

وطبقا لهذه النظرية ينظر المستثمرون لأي تغيرات في سياسة توزيع الأرباح من خلال المؤسسة كإشارة لتوقع الربح، فالتوزيع الأعلى سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون ايجابيا، بمعنى أن لو كان المستثمرين يتوقعون من المؤسسة ما أنها سوف توزع نسبة منخفضة من توزيعات الأرباح، بينما قامت

[1]– بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص14.

[2] – محمد زرقون، مرجع سابق، ص87.

[3] – بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص14.

[4] – عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص ص 134-135.

[5]– علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد01، الأردن، 2014، ص64.

بالفعل بدفع نسبة أعلى، فإن سعر السهم سوف يرتفع والعكس لو توقع المستثمرين نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما المؤسسة دفعت نسبة أقل بكثير، هذا يؤدي إلى انخفاض سعر السهم في السوق المالي.

وعلى العموم يعتبر ارتفاع دفع توزيعات الأرباح إشارة موجبة، ويكشف معلومات ايجابية حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، بينما إذا كان هناك انخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليها كإشارة سالبة حول دلائل الأرباح المستقبلية، سوف تؤدي إلى انخفاض في سعر السهم والذي ينعكس على القيمة السوقية للمؤسسة[1].

مثلا إذا توقع المستثمر زيادة في معدل التوزيعات بنسبة 5% وحصلت هذه الزيادة بالفعل فإن سعر السهم لن يزيد بشكل مهم عند الاعلان عن هذه الزيادة لأن المعلومة متوقعة وقد تم استخدامها في تقييم السهم، لكن إذا توقع المستثمر زيادة 5% ولكنها زادت بنسبة 25% فإن هذه الزيادة سيرافقها زيادة في قيمة السهم والذي ينعكس على زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، والعكس سيحصل لو أن الزيادة كانت أقل من المتوقع أو أن التوزيعات انخفضت[2].

**3- نظرية أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين في أسهم المؤسسة:**

تعتبر هذه النظرية من النظريات التي تجعل لسياسة توزيعات الأرباح تأثيرا على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات، وطبقا لهذه النظرية نجد بعض المستثمرين يفضلون نسبة أعلى من توزيعات الأرباح، في حين لا يحتاج الآخرون إلى توزيعات الأرباح كدخل، حيث يفضلون احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة ذاتها، فلو انتهجت المؤسسة سياسة احتجاز الجزء الأعظم من الأرباح مما يؤدي المساهمين الذين يفضلون توزيع الجزء الأعظم سوف يتوجهون تدريجيا لبيع أسهمهم[3]، بينما انتهاج المؤسسة لسياسة توزيع نسبة عالية من الأرباح سيؤدي ببعض المساهمين إلى استلام دخول لا يرغبون فيها، إلى جانب اضطرارهم للقيام بعملية إعادة استثمار مثل هذه الفوائض المالية، وبالتالي فالمساهمين الراغبين في توزيعات الأرباح العالية سوف يشترون أسهما في المؤسسات من هذا النوع، في حين يشترون المساهمون ممن يفضلون الاحتجاز العالي للأرباح أسهما في المؤسسات من النوع الثاني، وعلى هذا الأساس يتوزع المساهمون على المؤسسات حسب أفضلياتهم للدخول الجارية والمستقبلية، حيث تؤثر الحالتان السابقتان في ارتفاع أو انخفاض سعر السهم للمؤسسة[4].

**4- نظرية الوكالة:**

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية المؤسسة وتسييرها وهذا ما توصل إليه كل من جونسون وماكلين (Jensen and Mecking)، فمن المعروف أنه بزيادة حجم المؤسسات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن

[1]- صباح أسامة علي شراب، مرجع سابق، ص ص 67-68.

[2]- عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، والطباعة، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص458.

[3]- أمجد إبراهيم البراجنة، مرجع سابق، ص ص 32-33.

[4]- صباح أسامة علي شراب، مرجع سابق، ص68.

التسيير، ومن ثم ظهر مايسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة، فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو آخرين في القيام بتسيير المؤسسة نيابة عنهم، وأهم شرط في عقد الملكية هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسئولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسئولياته[1]، وطبقا لهذه النظرية فقد يهتم المسيرين بتحقيق مصالحهم الشخصية مما يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون وهي تكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمون لمراقبة عمل المسيرين ضمان تحقيق أهدافهم.

وحسب إستربروك Easterbrook فإن هناك نوعين من تكاليف الوكالة هي المفسر الأساسي لسياسة التوزيعات، والمتمثلة في تكاليف الرقابة على المسيرين إضافة إلى تكلفة من مشاركة بعض المسيرين، كما أعرب على أن بقاء المؤسسة في السوق المالي إنما تضمنه توزيعات الأرباح، وذلك لكون تكلفة الرقابة على المسيرين تكون متاحة بأقل تكلفة ممكنة، كما يمكن أن تستخدم كذلك في تقييم المخاطرة التي يتحملها كل من المسيرين والمستثمرين[2].

كما توصل kalay1982 في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح ونظرية الوكالة، بأن دفع التوزيعات في حالة العسر المالي يؤدي إلى تحويل الثروة من الدائنين إلى المساهمين[3].

كما أن تكلفة الوكالة أثرها على قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة (مصلحة الملاك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لملاك آخرين عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تطرح للبيع، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة، لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا المفهوم، الفرق بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية، وبين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد، ومن الواضح، أنه وفقا لهذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسين هما:

- أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها؛
- أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق[4].

**رابعا: سياسة توزيع الأرباح في التطبيق العملي**

هناك مجموعة من الاعتبارات العملية تجعل من سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ومن بين هذه الاعتبارات مايلي[5]:

[1]- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص15.

[2]- عبد الكريم بوحادرة، مرجع سابق، ص145.

[3]- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة في البورصة، مرجع سابق، ص158.

[4]- محمد زرقون، مرجع سابق، ص87.

[5]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص ص 707-710.

**1- تجنب عدم التأكد:**

إن قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح يجنب المستثمر الشعور بعدم التأكد بشأن احتمال حصوله على نصيب من الأرباح المحققة، فالمستثمر إذا أعطى له الخيار بين الحصول على نصيبه من الأرباح الآن أو الحصول عليها مستقبلا، فمن المؤكد أنه سيختار الحصول عليها الآن، لأنه لا يوجد ما يضمن له الحصول على نصيبه من تلك الأرباح مستقبلا، ولعل مضمون الأساسي لفكرة تجنب عدم التأكد تنسجم مع جوهر نموذج عصفور في اليد، وهو نموذج يؤكد التأثير الإيجابي لتوزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة.

**2- التوزيعات كمؤشر للنجاح:**

ينظر المستثمرون إلى توزيعات الأرباح على أنها مصدر للمعلومات عن كفاءة الإدارة في تسيير نشاط المؤسسة، فحملة الأسهم لا تتاح لهم في الواقع فرصة متابعة النشاط الفعلي للمؤسسة، ومن ثم فإنهم ينظرون إلى سياسة توزيع الأرباح على أنها مؤشر للنجاح الذي تحققه، فزيادة قيمة الأرباح الموزعة للسهم من سنة لأخرى يترك انطباعا إيجابيا لدا المتعاملين في سوق رأس المال، الأمر الذي ينعكس على ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

**3- تكلفة الإصدار:**

إذا كان أمام الإدارة فرصة تنفيذ استثمارات جديدة فقد يكون من الأفضل من وجهة نظر تعظيم قيمة المؤسسة احتجاز الأرباح من أجل هذا الغرض، بدلا من توزيعها والقيام بإصدار أسهم عادية لتمويل تلك الإستثمارات، وذلك بسبب ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية مقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة فإن احتجاز الأرباح تعد سياسة رشيدة، إذ منِ شأنها ان تساهم في تعظيم ثروة الملاك.

**4- تكلفة سياسة التوزيع الخاصة:**

يعتقد مديغلياني وميلر أن المستثمر يمكنه تشكيل سياسة خاصة به، فإذا لم تكفي التوزيعات التي تجريها المؤسسة لتلبية احتياجات المستثمر فيمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها، أما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجاته، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة، غير أن هناك من الأسباب ما يدعو إلى الاعتقاد بأن فرصة المستثمر لتشكيل سياسة خاصة للتوزيع تعتبر ضئيلة.

ويتمثل السبب في وجود تكلفة المعاملات التي سيدفعها المستثمر للسماسرة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع أوراق مالية، أما السبب الثاني الذي يضعف فرصة المستثمر في تشكيل سياسة خاصة به هو وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية، حيث يجد المستثمر نفسه مضطرا لبيع جزء من الإستثمارات يفوق احتياجاته.

**5- تباين رغبات المستثمرين:**

لكل سياسة من سياسات التوزيع فريق من المستثمرين يفضلها عن غيرها من السياسات، ويترجم هؤلاء المستثمرين إعجابهم بتلك السياسة وذلك بشراء أسهم المؤسسة التي يتبعها، وهذا ما يسمى بنظرية العميل، حيث كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة معينة للمؤسسة، كلما ارتفعت القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

نشير أنه يتم ربط السياسة المتبعة في توزيعات الأرباح والقرار المتخذ لتوفير الأموال اللازمة لهذه التوزيعات كمايلي[1]:

**1- سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري:**

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على مصدر النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف، قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الإستثمارات المتاحة للمؤسسة، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

**2- سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي:**

تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح، وفي مثل هذا الموقف، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية ( القروض أو السندات) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لابد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل.

إن الإرتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الإستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

**توزيعات الأرباح= النقدية الناتجة عن التشغيل+ مصادر التمويل الخارجية- الأموال المطلوبة للاستثمار.**

[1]- إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح ( دراسة اختبارية)، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011، ص ص 18-19.

**خلاصة الفصل:**

تناولنا في هذا الفصل تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث تم التعرض في المبحث الأول إلى مفهوم القيمة في الفكر الإقتصادي والمالي، من خلال اعتبارنا أن مفهوم القيمة يحدد حسب استخدامها وغايتها مما يجعلها من المفاهيم غير الواضحة والمعقدة، بعدها تطرقنا لأنواع القيمة والعوامل المحددة للقيمة ( العوامل الموضوعية والعوامل غير الموضوعية)، ثم حددنا المبادئ الإقتصادية للقيمة ( مبدأ وجود بدائل، الإستبدال، الإحلال، المنافع المستقبلية)، وأخيرا قمنا بدراسة خلق القيمة في المؤسسة الإقتصادية وذلك بإعطاء مفهوم لخلق القيمة وظروف تطورها والأطراف التي تستفيد من خلق القيمة، بعدها تطرقنا إلى المؤشرات خلق القيمة حيث تم تقسيمها إلى مؤشرات محاسبية، مؤشرات سوقية ومؤشرات مختلطة.

بينما خصصنا المبحث الثاني لدراسة القيمة الإقتصادية المضافة، وذلك من خلال عرضنا لمفهوم القيمة الإقتصادية المضافة في الفكر الإقتصادي والفكر المحاسبي، ثم تناولنا مفهوم القيمة الإقتصادية المضافة، حيث تمثل الفرق بين الربح المتبقي وتكلفة رأس المال، كذلك تطرقنا لثلاثة متغيرات تدخل في حساب القيمة الإقتصادية المضافة والمتمثلة في النتيجة التشغيلية بعد الضرائب، رأس المال و التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، وأخيرا تم دراسة العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

أما المبحث الثالث تناولنا فيه العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة، حيث تطرقنا إلى علاقة قرار الإستثمار بقيمة المؤسسة، ثم تناولنا أهم المقاربات النظرية التي حاولت تفسير العلاقة بين قرار التمويل ( الهيكل المالي) وقيمة المؤسسة، بعدها تعرضنا لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بقيمة المؤسسة من خلال التعرف على النظريات التي اهتمت بدراسة هذه العلاقة.

# الفصل الرابع:

# دراسة فعالية القرارات المالية في تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

**تمهيد:**

بعد تطرقنا في الفصول السابقة إلى الجانب النظري، من تحليل لمختلف القرارات المالية المتخذة من قبل الإدارة وكذا الأساليب المساعدة في اتخاذها، إضافة إلى دراسة الهيكل المالي للمؤسسة في الفصل الثاني، بعدها تناولنا تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال دراسة العلاقة بين كل من قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة وذلك بالاعتماد على أهم المقاربات النظرية التي حاولت تفسير هذه العلاقة، لهذا سنحاول في هذا الفصل معرفة مدى فعالية القرارات المالية (قرارات الإستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح) في تعظيم القيمة السوقية لعينة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة مابين 2010 إلى 2015.

من خلال ما سبق سنقوم بدراسة هذا الفصل بالاعتماد على المباحث التالية:

**المبحث الأول: تقديم السوق المالية السعودية**

**المبحث الثاني: أداء السوق المالية السعودية**

**المبحث الثالث: منهجية الدراسة**

## المبحث الأول: تقديم السوق المالية السعودية

تعد السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما يحتل مراتب متقدمة بين الأسواق الناشئة، لهذا سنحاول التطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- التعريف بسوق المالي السعودي؛
- نظام السوق المالية السعودية؛
- اللوائح التنفيذية.

### المطلب الأول: التعريف بالسوق المالي السعودي

سنحاول التطرق من خلال هذا المطلب إلى نشأة وتطور السوق المالية السعودية، وأهداف السوق المالية السعودية، وخصائص هذا السوق، وفي الأخير نقوم بدراسة الأدوات الإستثمارية السائدة في السوق السعودي.

#### أولا: نشأة وتطور السوق المالية السعودية

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام 1932 حين أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات أخرى خصوصا في

السبعينيات، إذ تزايدت أعداد هذه الشركات، ومع تطور عدد الشركات المساهمة نشأ سوق غير رسمي للأسهم في أوائل الثمانينيات، إلى أن صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في عام 1984 بتنظيم التداول، حيث أوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي[1].

وشهد عام 1990 نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في المملكة بتشغيل النظام الآلى لمعلومات الأسهم (ESIS)، الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز سوق الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، ووفر العدالة في إدخال الأوامر وتنفيذها أيا كان مصدرها الجغرافي.

ومر النظام الآلي لمعلومات الأسهم بعدة مراحل أساسية، تم خلالها تطويره وتحديثه لاسيما توسيع نطاق البيانات والمعلومات الخاصة بالتداول والأسعار اليومية لخدمة البنوك وفروعها، وتطبيق نظام إدخال أوامر البيع والشراء مباشرة من فروع البنوك، وتسوية الصفقات في اليوم التالي من تنفيذ العملية بعد التأكد من بيانات الإشعارات آليا، وقصر التداول على الإشعارات دون الشهادات.

وساعدت عملية التداول الآلي في السوق على إحداث زيادة كبيرة في صفقات الأسهم المتداولة، حيث وصل عدد الشركات المتداول أسهمها من خلال النظام إلى 72 شركة في النصف الثاني من عام 2004 وفي شهر

---

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم،[على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_2.pdf، تاريخ الإطلاع: 05/ 12/ 2016، ص2.

أكتوبر 2001 تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية (تداول) تتميز بالتسوية الآنية لعمليات، الأمر الذي مكن المستثمر من الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد[1].

ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية في السعودية على أسس جديدة لتعزيز ثقة المستثمرين، وتوفير مزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في التعامل، صدر (نظام السوق المالية) بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31، والذي ارتكز على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهامها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق، من أهمها:

- هيئة السوق المالية: الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالية.
- السوق المالية السعودية: الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق.
- لجنة الفصل في المنازعات الأوراق المالية.
- مركز إيداع الأوراق المالية: الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها[2].

وبانعقاد مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007 تم الموافقة على تأسيس شركة مساهمة سعودية بإسم "شركة السوق المالية السعودية "، ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، حيث يبلغ رأسمال الشركة 1.2 مليار ريال سعودي، مقسمة إلى 120 مليون سهم متساوية القيمة، اكتتب فيها كلها صندوق الإستثمارات العامة، وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية العامة غير العادية للشركة.

وضمن سعي الهيئة السوق المالية المتواصل لتطوير السوق المالية أعلنت الهيئة في 2009/6/6 موافقة مجلس إدارتها على إنشاء سوق مالية لتداول الصكوك والسندات في المملكة، لتكون ثاني سوق منظم للأوراق المالية بعد أن كان التداول في السوق المال السعودي مقتصرا على الأسهم العادية، ويأتي إنشاء هذا السوق حرصا من الهيئة على توفير وسائل استثمار وقنوات تمويل جديدة، خاصة أن هذه السوق ستوفر خدمات آلية مباشرة مختلفة في هذا المجال مثل: إدراج الصكوك والسندات وإرسال الأوامر، وتنفيذ الصفقات، ونشر بيانات الأسعار، والحفظ والتسجيل، ويتم تداول الصكوك والسندات عن طريق الأشخاص المرخص لهم في السوق باستخدام المحافظ

---

[1]- هيئة السوق المالية، التقرير الأول لهيئة السوق المالية (2004/7/1- 2006/12/31)، [ على الخط] www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/docLi/book1، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05، ص15.

[2]- صايفي عمار، محددات الإستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصادية عربية، العدد71، 2015، ص131.

الاستثمارية المستخدمة لتداول الأسهم[1].

كما اعتمدت السوق المالية السعودية "تداول" في سنة 2015 نظام آلي جديد لتداول هو ( x- stream INET)، والذي يعد أحد أفضل منصات التداول العالمية، حيث يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال ربط أوامر البيع والشراء حسب الأولوية السعرية والترتيب الزمني للأوامر عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء لصالحهم أو لصالح عملائهم، كما يتميز بالفعالية وسرعة تنفيذ الأوامر بشكل دقيق وآمن، كذلك يساهم في تطوير السوق المالية السعودية من خلال تطوير المزيد من الخدمات المقدمة لجميع عملائها التي سوف تعزز من كفاءة وعمق السوق[2].

**ثانيا: أهداف السوق المالية السعودية**

تسعى السوق السعودية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف منها:

**1- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية،** حيث يتم ذلك من خلال:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الإستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء؛
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

**2- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:**

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعاملين للمشاركة في السوق؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية للمؤسسة ومساهميها[3].

**ثالثا:خصائص السوق المالية السعودية:**

يتسم السوق المالية السعودية ببعض السمات التي نحاول ذكرها كمايلي:

**1- حداثة النشأة:**

يعتبر سوق الأسهم السعودية من الأسواق حديثة النشأة أو من الأسواق الناشئة من حيث الاهتمام والتنظيم،

---

[1]- رواء عبد الرزاق باعكضة، أثر المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية على أسعار الأسهم " دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، السعودية، 2011، ص 17.

[2]- السوق المالية السعودية "تداول"، [على الخط] www.tadawul.com.sa، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05.

[3]- حسام مسعودي، واقع التداول الإكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000- 2009، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص105.

فالاستثمار في الأسهم لم يصبح استثمارا جذابا ومعروفا بشكل عام إلا بعد طفرة البترول سنة1973.

**2- ضعف حجم التداول:** قلة عدد الشركات المدرجة أسهمها في السوق مقارنة بالأسواق الدول النامية.

**3- ضيق السوق نسبيا:** بالنظر إلى حجم الإقتصاد السعودي الكبير إلا أن حجم المعاملات محدود نسبيا مقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق.

**4- حساسية السوق:**

يرتبط السوق السعودي للأسهم بالأوضاع الإقتصادية المحلية، والنمو الإقتصادي، وكذلك المشكلات التي قد يعاني من جرائها الإقتصاد مثل التضخم والبطالة، كذلك تؤثر فيه ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية، إضافة إلى السياسات الإقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكمية النقود والسيولة المتداولة في الإقتصاد[1].

**5-** الاستثمار الأجنبي في السوق المالي السعودي مصرح به للأشخاص الطبيعين والاعتباريين من دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، بالإضافة إلي المقيمين من غير السعودين داخل السعودية.

**6-** هناك جزء معتبر من أسهم الشركات المدرجة في السوق مملوك للحكومة السعودية، كما أن قسما من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحيانا، وتقلل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة.

**7-** أغلب المتدخلين في السوق المالية السعودية هم أفراد، وبنسبة تتجاوز 90 بالمئة.

**8-** يسيطر بعض الملاك الكبار على جزء كبير من ملكية الشركات، الأمر الذي يحد من كمية الأسهم المتداولة ويبعد المستثمرين المحتملين عن هذه الشركات[2].

**9-** سيطرة أسلوب المضاربات على التعاملات في السوق بحثا عن تحقيق الربح السريع، حيث ترتفع الأسعار وتهبط بشكل غير مبرر، وقد يكون ذلك بسبب قيام كبار المضاربين بتداولات وهمية مدعومة بإشاعات كاذبة مما يضر صغار المستثمرين ويعرضهم لخسائر فادحة[3].

**رابعا: الأدوات الإستثمارية السائدة في السوق السعودي**

تتمثل الأدوات الإستثمارية المتداولة في السوق المالية السعودية فمايلي:

1- **الأسهم؛**

2- **الصكوك والسندات؛**

**3- صناديق الإستثمار:** هي عبارة عن محفظة تضم مجموعة من الإستثمارات المتنوعة أو المتخصصة في نوع

---

[1]- نفس المرجع السابق، ص106.

[2]- صايفي عمار، مرجع سابق، ص133.

[3]- رواء عبد الرزاق باعكضة، مرجع سابق، ص22.

أو أنواع محددة (أسهم، سندات، نقد)، حيث يختلف مستوى العائد والمخاطرة فيها بحسب الآليات الإستثمارية المدرجة.

وتمتاز المحافظ أو الصناديق الإستثمارية بشكل عام بالمزايا الآتية:

- **التنوع الجيد:** حيث ينتقي الصندوق الآليات الإستثمارية التي تلائم أهدافه ويستفيد من مبدأ التنوع لتقليل المخاطرة؛
- **الإدارة المتخصصة:** حيث يدار الصندوق عادة بفريق عمل متخصص يتولى متابعة أداء الآليات الإستثمارية المدرجة بكفاءة تتفق وأهداف الصندوق؛
- **السيولة:** حيث يمكن وبسرعة تحويل الوحدات المستثمرة في الصندوق إلى نقد؛
- **تحقيق التنوع بأقل التكاليف:** حيث أن الوحدة في الصندوق تعني ملكية في أكثر من نوع من الآليات الإستثمارية المدرجة في الصندوق.

وتصنف الصناديق الإستثمارية بحسب مايدرج فيها من آليات استثمارية وبما يتفق وأهداف الصندوق، فمثلا هناك صناديق خاصة بالأسهم المحلية، وصناديق خاصة للآليات الإستثمارية القصيرة الأجل"صناديق النقد"، وصناديق في الأسهم العالمية[1].

**4- صناديق الاستثمارية العقارية المتداولة:** هي صناديق استثمارية متاحة للجمهور، يتم تداول وحداتها في السوق المالية، وتهدف إلى تسهيل الإستثمار في قطاع العقارات المطورة والجاهزة للاستخدام التي تدر دخلا دوريا وتأجيريا.

وحسب الهيئة المالية السعودية يمثل صندوق الإستثماري العقاري برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة[2].

**المطلب الثاني: نظام السوق المالية السعودية**

عندما يشعر المستثمرون أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة وتعمل بشفافية وفق مبادئ العدل والمساواة فإنهم يقبلون على الإستثمار فيها بكل ارتياح، وهذا يسهم في تنمية رؤوس أموال الشركات المدرجة في السوق وأصولها، وتوسيع نطاق عملياتها التشغيلية، ويتيح المجال للمستثمرين لتحقيق مزيد من الأرباح والعوائد، أما إذا كان الإستثمار حكرا على فئة قليلة تسيطر على السوق وتتلاعب به، أو تحصل على معلومات داخلية عن الشركات قبل غيرها من الناس، فلن يكون هناك إقبال على الإستثمار في السوق المالية، وقد يعزف المستثمرون عنها تماما، وهذا بدوره يقلص من مستويات النمو الإقتصادي الوطني.

---

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم، [على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_2.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05، ص ص4-5.

[2]- هيئة السوق المالية السعودية، لائحة صناديق الاستثمار العقاري، [على الخط] www.cma.org.sa/Ar/Documents/lahiya%20sanadeek%20(aqaree).pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص15.

وللعمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية وتواكب التطورات الراهنة في الأسواق المالية الدولية صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م/30 الصادر بتاريخ 2003/7/31، حيث يهدف هذا النظام إلى تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة تداولاتها ومراقبة أعمال الجهات المرخصة من الهيئة للقيام بأعمال الأوراق المالية، إضافة إلى حماية المواطنين والمستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة[1]، وقد وضح النظام الهياكل والمؤسسات التنظيمية والإشرافية والتشغيلية للسوق وتحديد صلاحياتها ومهامها بكل وضوح، لهذا سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى المؤسسات التي تم استحداثها من خلال هذا النظام، والتي تتمثل في :

- هيئة السوق المالية.
- السوق المالية السعودية "تداول".
- مركز إيداع الأوراق المالية.
- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- لجنة الإستئناف.

**أولا: هيئة السوق المالية**

**1- نشأة هيئة السوق المالية:**

تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) الصادر بتاريخ 2003 /7/31 لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة، حيث تعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية[2].

**2- المهام الأساسية للهيئة:**

بين نظام السوق المالية المهام الأساسية للهيئة، ومن أهمها مايلي[3]:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أو التي تنطوي على احتيال أو غش، أو تلاعب؛
- العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، [ على الخط] www.cma.org.sa/Ar/IA/Documents/6 ، ص2.

[2]- هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 2009 ، [على الخط]

www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA2009.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص15.

[3] - هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p،

تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص ص13-14.

- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها؛
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
- تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين والمستثمرين وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

**3- الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية:**

تشرف الهيئة على كل من [1]:

- شركة السوق المالية السعودية "تداول"؛
- الأشخاص المرخص لهم: هم الأشخاص المرخص لهم من الهيئة في ممارسة أعمال الأوراق المالية، حيث تقتصر ممارسة أعمال الأوراق المالية على من يكون حاصلا على ترخيص نافذ من الهيئة؛
- الشركات المدرجة في السوق المالية: هي الشركات التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالية السعودية؛
- المتداولون في السوق المالية: هم جمهور المتعاملين في تداول الأوراق المالية في السوق المالية السعودية؛
- المنشأت ذات الأغراض الخاصة؛
- شركات ووكالات التصنيف الائتماني.

**4- رؤية الهيئة ورسالتها[2]:**

تتمثل رؤية هيئة السوق المالية في رفع كفاءة السوق المالية السعودية، وتعزيز قدرتها التنافسية من خلال تطبيق أفضل المعايير والممارسات الدولية المطبقة في الأسواق العالمية المتقدمة، لتصبح سوقا رائدة من حيث السيولة، ومعايير الأداء، والأنظمة واللوائح والقواعد المطبقة، وزيادة مستوى الشفافية والإفصاح في السوق، والعمل على إيجاد جهاز رقابي فاعل يعمل على التطوير المتواصل للسوق بما يخدم المستثمرين والمتعاملين والمشاركين فيه، ويوفر بيئة آمنة وجاذبة للاستثمار.

أما رسالة الهيئة، فتسعى إلى تحقيق عدة أهداف من أهمها:

- تحقيق رغبة الدولة في إيجاد تنمية اقتصادية مستدامة وتشجيع الإستثمار في الأوراق المالية، وزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق؛

---

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 2015، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Annual%20Report%202015%2010April.pdf،
تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص20.

[2]- هيئة السوق المالية، التقرير الأول لهيئة السوق المالية (2004/7/1- 2006/12/31)، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/docLi/book1، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص17.

- العمل على استقطاب المدخرات والإستثمارات وتنويع الأدوات المالية وتوفير السيولة اللازمة لها؛
- المحافظة على استقرار النظام المالي وتطبيق قواعد وإجراءات وتنظيمات حديثة ومتطورة تواكب أحدث المعايير والممارسات الدولية المطبقة من حيث الشفافية، والترخيص، والإشراف، والرقابة، والتنظيم.

**5- مجلس هيئة السوق المالية:**

يكون للهيئة مجلس يتألف من خمسة أعضاء متفرعين على أن يكونوا أشخاص طبيعيين سعوديين ومن ذوي الخبرة والاختصاص، ويتم بأمر ملكي تعيين أعضاء المجلس وتحديد رواتبهم ومزاياهم المالية، ويحدد الأمر الملكي من بين أعضاء رئيسا ونائبا للرئيس يحل محله عند غيابه، وتكون مدة العضوية في المجلس خمس سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة[1].

**6- الخطة الإستراتيجية لهيئة السوق المالية[2]:**

أعدت الهيئة عام 2014 خطة إستراتيجية للأعوام 2015-2019، حيث تتكون الخطة الإستراتيجية من أربعة محاور رئيسية، و13 هدفا تحقق من خلال 63 مبادرة، وهدفت الخطة الإستراتيجية إلى تحقيق رؤية الهيئة بأن تكون السوق المالية السعودية سوقا رائدة تحوز ثقة المستثمرين وتتسم بالعدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.

خضعت الخطة الإستراتيجية للهيئة خلال عام 2015 لمراجعة شاملة بناء على ملحوظات مجلس الشؤون الإقتصادية والتنمية، الذي وافق على التوجهات والرؤى والأهداف الرئيسية لها، وأضيف هدف استراتيجي لتعميق السوق المالية يحقق من خلال مجموعة من المبادرات، ليصبح إجمالي أهداف الخطة الإستراتيجية 14 هدفا تحقق من خلال 69 مبادرة، ويمكن توضيح محاور الخطة الإستراتيجية وأهدافها كمايلي:

**6-1- محاور الخطة الإستراتيجية للهيئة السوق المالية:**

تتمثل محاور الخطة الإستراتيجية في أربعة نقاط هي:

- تعزيز تطوير السوق المالية؛
- تعزيز حماية المستثمرين؛
- تحسين البيئة التنظيمية؛
- تعزيز التميز المؤسسي لدى هيئة السوق المالية.

---

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط]، http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص16.

[2]- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2015، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Annual%20Report%202015%2010April.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص26.

**6-2- أهداف الخطة الإستراتيجية:**

- توسيع قاعدة الإستثمار المؤسسي؛
- دعم تطوير الأشخاص المرخص لهم وتنمية الكوادر البشرية في قطاع السوق المالية؛
- دعم نمو صناعة إدارة الأصول؛
- تشجيع إصدار الصكوك وأدوات الدين؛
- دعم توطين الوظائف لدى الأشخاص المرخص لهم؛
- تعميق السوق المالية لتعزيز دوره في دعم الإقتصاد الوطني؛
- تحسين متطلبات ومحتوى الإفصاح بغرض رفع مستوى الشفافية في السوق المالية؛
- رفع مستوى الوعي والثقافة الإستثمارية للمشاركين في السوق؛
- رفع مستوى الإلتزام بنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- تبني الإفصاح التنظيمية والعمل على التطوير المستمر للوائح التنفيذية؛
- تعزيز التنسيق والتعاون مع الجهات الحكومية ذات مسائل السوق المالية؛
- تحسين الكفاءة والفعالية الداخلية للهيئة؛
- تعزيز الحوكمة الداخلية وإدارة المخاطر؛
- تسهيل التحول الإكتروني لأعمال الهيئة وخدماتها.

**ثانيا: السوق المالية السعودية "تداول":**

تعتبر السوق المالية السعودية "تداول" الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية، حيث تكون صفتها شركة مساهمة وفقا لأحكام نظام السوق.

يدير السوق مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس الهيئة، يختارون من بينهم رئيسا للمجلس ونائبا للرئيس، وتكون العضوية على النحو التالي:

- ممثل وزارة المالية؛
- ممثل وزراة التجارة والصناعة؛
- ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق[1].

وتعمل هذه الشركة على التأكد من عدالة متطلبات الإدراج وكفايتها وشفافيتها، وقواعد التداول، ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق، إضافة إلى توفير قواعد وإجراءات سليمة وسريعة ذات كفاية للتسوية والمقاصة

[1]- حسام مسعودي، مرجع سابق، ص110.

من خلال مركز إيداع الأوراق المالية، ووضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها، كذلك التحقق من قوة ومتانة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة[1].

**ثالثا: مركز إيداع الأوراق المالية**

نص نظام السوق المالية على قيام مجلس إدارة السوق بإنشاء مركز إيداع الأوراق المالية تكون هي الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها، ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة، وذلك بعد أخذ موافقة مجلس هيئة السوق المالية على التحويل، وعلى المجلس أن يعطى موافقته موضحا بها متطلبات هيكل الشركة وعملياتها، وذلك وفقا لما يراه مناسبا وضروريا لسلامة السوق وحماية المستثمرين، إضافة أن قواعد العمل تحدد في المركز الإجراءات السليمة والفعالة التي تضمن كفاية عمليات تسجيل وتسوية ومقاصة الأوراق المالية المتداولة في السوق بصورة نظامية، بما في ذلك الإجراءات التي تشمل طرق معالجة مقاصة آثمان المبيعات الخاصة بالمستثمرين بعد تسويتها، كذلك يمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لأغراض عمليات تسوية ومقاصة الصفقات وذلك ضمن عملياته، إضافة أن للهيئة السوق صلاحية اعتماد أي من لوائح عمليات المركز وقواعده، أو تقوم بتعديلها أو إلغائها أو تعليقها إذا رأت ذلك مناسبا[2].

نشير أن مركز إيداع الأوراق المالية قد تحول إلى شركة مساهمة مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية " تداول"، وذلك بعد موافقة مجلس هيئة السوق المالية على طلب مجلس إدارة شركة تداول بتحويل مركز الإيداع إلى شركة مساهمة بما يتوافق مع نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2003/7/31.

وتهدف شركة السوق المالية السعودية "تداول" من تحويل مركز إيداع الأوراق المالية إلى شركة مساهمة إلى دعم وتعزيز مبادراتها الإستراتيجية في تطوير البنية التحتية للإجراءات اللاحقة لتنفيذ الصفقات بما يتوافق مع المعايير الدولية ويحقق تعزيز كفاءة خدمات التسجيل والإيداع التي يقدمها مركز الإيداع.

وتتمثل الأنشطة التي يقوم بها مركز إيداع الأوراق المالية بالأعمال المتعلقة بتسجيل المحافظ الإستثمارية في نظام الإيداع والتسوية وتسجيل ملكيتها وإيداعها ونقل ملكيتها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل أي قيد من قيود الملكية على الأوراق المالية المودعة والارتباط مع أعضاء السوق ووكلاء التسوية بنظام الإيداع والتسوية، إضافة إلى قيام مركز الإيداع بربط وإدارة سجلات مصدري الأوراق المالية وتنظيم الجمعيات العامة للمصدرين وتقديم التقارير

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط ]، http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص25.

[2]- نفس المرجع السابق، ص33.

والإشعارات والمعلومات[1].

**رابعا: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية**

حسب نظام السوق المالية السعودية تقوم الهيئة المالية السعودية بإنشاء لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدها وتعليماتها في الحق العام والحق الخاص.

تتكون هذا لجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه المعاملات والأسواق المالية يتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية، والمالية، والأوراق المالية، يتم تعين أعضاء اللجنة بقرار من المجلس لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد غير أنه يجب ألا تكون لأعضاء اللجنة مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة أو صلة قرابة، وعلى لجنة أن تباشر النظر في الشكوى أو الدعوى لا تزيد على أربعة عشر يوما من تاريخ إيداع الشكوى لدى اللجنة[2].

تشمل اختصاصات اللجنة في الأمور التالية:

- النظر في التظلم من القرارات والإجراءات الصادرة عن هيئة السوق المالية أو السوق المالية السعودية، فيما يعرف بالدعوى الإدارية؛
- النظر في الدعاوى الناشئة بين المستثمرين فيما بينهم في إطار أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية، ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص، بما يعرف بإسم الدعوى المدنية؛
- الدعوى التي ترفع من هيئة السوق المالية كجهة إدعاء عام ضد مخالفي أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

كما حرص نظام السوق المالية على منح لجنة الفصل صلاحيات واسعة تمكنها من مباشرة اختصاصاتها على أوسع تقدير، وتتمثل هذه الصلاحيات في الآتي:

- سلطة استدعاء الشهود؛
- إصدار القرارات اللازمة في الفصل في الدعوى؛
- فرض العقوبات؛
- الأمر بتقديم الأدلة والوثائق؛

---

[1]– السوق المالية السعودية "تداول"، إعلان تأسيس شركة مركز إيداع الأوراق المالية شركة مساهمة، [على الخط] https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/Press-Release/news-details/!ut/p/z0/fY2xDoIwFEW_xpG8Z9VGRwJGIsbFQexCXtqGVLBAqeLn24CDk9s5Nzf3goAChKWXq، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

[2]– هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط]، http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص28.

- إصدار قرار بالتعويض؛
- إعادة الحال لما كانت عليه، أو إصدار قرار آخر يكون مناسبا ويضمن حق المتضرر[1].

**خامسا: لجنة الإستئناف**

حسب نظام السوق المالية يتم إنشاء لجنة الإستئناف في منازعات الأوراق المالية بقرار من مجلس الوزراء، وذلك لإعادة النظر في القضايا التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتألف هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة، وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويتم الإستئناف ضد قرارات الصادرة من لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية المقدمة خلال 30 يوم من تاريخ الإبلاغ بقرارات لجنة الفصل[2].

كما حدد نظام السوق المالية صلاحيات لجنة الإستئناف في منازعات الأوراق المالية في التعامل مع طلبات استئناف قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتمثل هذه الصلاحيات في الآتي[3]:

- ❖ رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية؛
- ❖ تأكيد القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية؛
- ❖ إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استنادا على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وإصدار القرار الذي تراه مناسبا في موضوع الشكوى أو الدعوى.

**المطلب الثالث: اللوائح التنفيذية**

تعمل في سوق الأوراق المالية السعودية العديد من المؤسسات المنتمية إلى القطاعين العام والخاص، إضافة لبنوك استثمارية وشركات وساطة، ومستثمرين، ولتنظيم العلاقة بين هذه الأطراف بشكل عادل فمن الضروري سن اللوائح والأنظمة المنظمة لهذا السوق.

تعد إصدار اللوائح التنفيذية من أكبر مسؤوليات هيئة السوق المالية السعودية، حيث تتولى سن واعتماد اللوائح والقواعد المنظمة للسوق المالية وإصدار التعليمات بناء على مانصت عليه أحكام نظام السوق المالية، وتعتبر هذه الوائح ضرورية لتنفيذ المهمات التي يجب على الهيئة القيام بها، وجاءت بسبب أن نظام السوق المالية لم يضع نصوصا تنظيمية تفصيلية لكل المهمات التنفيذية التي تقوم بها الهيئة، وقد عملت الهيئة على إصدار العديد من اللوائح المنظمة والمطورة للسوق المالية، لهذا سنحاول التطرق إليه حسب الترتيب الآتي:

---

[1]– لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، اختصاصات وصلاحيات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، [على الخط] http://www.crsd.org.sa/Ar/Dispute/Pages/authority.aspx. ، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

[2]– هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط]، http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p، تاريخ الإطلاع:2016/12/06، ص28.

[3]– لجنة الإستئناف في منازعات الأوراق المالية، [على الخط] http://www.crsd.org.sa/Ar/Conflict/Pages/authority.aspx، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

**أولا: لائحة سلوكيات السوق**

أصدرت هيئة السوق المالية لائحة سلوكيات السوق التي تحدد أنواع السلوك والتصرفات التي قد تمارس في السوق وتعد غير نظامية، وهناك ثلاثة ممارسات يحظر على المستثمرين القيام بها وهي:

**1- منع التلاعب بالسوق[1]:**

يقصد التلاعب في السوق المالي القيام بأي تصرفات أو ممارسات تنطوي على تلاعب أو تضليل فيما يتعلق بأمر أو صفقة على ورقة مالية، إذا كان المتلاعب يعلم بطبيعة هذا التصرف.

ومن التصرفات أو الممارسات التي تشكل تلاعبا أو تضليلا نذكر:

1-1- الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع التلاعب أو التضليل:

- إجراء صفقة تداول وهمية؛

- تنفيذ صفقة تداول على ورقة مالية لا تنطوي على تغيير في الملكية الحقيقية لها.

1-2- الأعمال والتصرفات التي تعد من أنواع التلاعب أو التضليل، عند ارتكابها بهدف تكوين انطباع كاذب أو مضلل بوجود نشاط تداول في ورقة مالية أو اهتمام بشرائها أو بيعها، أو بهدف تكوين سعر مصطنع لطلب أو عرض أو تداول ورقة مالية، ومن هذه التصرفات مايلي:

- يدخل المستثمر أوامر الشراء أو أوامر البيع وهو يعلم أن هناك أوامر مشابهة أو مطابقة يتم إدخالها من قبل آخرين؛

- يقوم شخص ببيع أو تقديم عروض لبيع ورقة مالية بأسعار تتناقص بشكل متتابع؛

- إدخال أوامر الشراء أو بيع ورقة مالية بهدف وضع سعر مسبق التحديد للبيع أو العرض أو الطلب،كذلك بهدف تحديد سعر إغلاق مرتفع أو منخفض للبيع أو الطلب.

**2- التداول بناء على معلومات داخلية:**

عند قيام عضو مجلس إدارة إحدى الشركات المساهمة أو أحد كبار التنفيذين فيها أو أحد كبار الملاك بالبيع والشراء في أسهم الشركة التي يمثلونها بناء على معلومات متوافرة للجمهور فإن ذلك لا يعد تداولا بناء على معلومات داخلية وبالتالي يعد تداولا نظاميا.

ويعد التداول غير نظاميا إذا تم بناءا على معلومات تخفي على الجمهور، مثل تغير الإدارة التنفيذية، صدور تقارير أرباح، اندماج شركة مستقبلي مع شركة أخرى، فإذا حصل الشخص على هذه المعلومات من خلال أحد أفراد عائلته، أو من خلال علاقة تعاقدية ولم تكن متاحة للجمهور، فإنه لا يحق له نظاما تداول الأسهم بناء على

[1]- هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/LAHIYA%20SLOKIYAAT%20AL-SAUK.pdf ، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص ص8-9.

هذه المعلومات[1].

**3- البيانات غير الصحيحة ( الشائعات):**

حسب لائحة نظام سلوكيات السوق يحظر على أي شخص التصريح شفاهة أو كتابة ببيان غير صحيح أو إغفال التصريح ببيان ملزم بالتصريح عنه بمقتضى نظام السوق المالية أو اللوائح التنفيذية، إذا كان هذا التصريح بهدف التأثير على سعر أو قيمة ورقة مالية[2]، فمثلا نشر معلومات مغلوطة على الشركة قد يؤثر على قرارات المستثمرين في السوق المالية وعلى قيمة السوقية للشركة.

**ثانيا: لائحة طرح الأوراق المالية**

يقصد بطرح الأوراق المالية لغرض تطبيق هذه اللائحة إصدار أوراق مالية، أو دعوة الجمهور للاكتتاب فيها، أو الترويج لها بشكل مباشر أو غير مباشر، أو أي تصريح أو بيان أو اتصال يعد من حيث الأثر المترتب عليه بيعا أو إصدارا أو عرضا للأوراق المالية، ولا يشمل ذلك المفاوضات الأولية أو العقود المبرمة مع متعهدي التغطية أو بينهم[3].

**ثالثا: لائحة الأشخاص المرخص لهم[4]**

يعد القائمون بأعمال الأوراق المالية من مستشارين ماليين ووسطاء ووكلاء ومديري محافظ مسؤولين عادة عن غالب النشاط الإستثماري الذي يتم في السوق المالية، ولهذا السبب خصصت لائحة مستقلة تحدد الإجراءات والشروط اللازمة لحصولهم على الترخيص واستمرار صلاحيته، والقواعد التي تحكم سلوكهم أثناء قيامهم، والنظم والإجراءات الرقابية المطبقة عليهم، إضافة إلى الأحكام المتعلقة بأموال وأصول عملائهم، وعلاوة عن المبادئ العامة التي حددتها اللائحة في المادة الخامسة والمتعلقة بالترخيص ومعايير السلوك للمرخص له، مثل ضوابط النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح، فإن هناك مبادئ وضوابط أخرى مرتبطة بعلاقة المرخص له بالعميل أهمها ضرورة التزام المرخص له بمايلي:

- حماية أصول العملاء بتبني الاحترازات الكافية لتوفير الحماية لهذه الأصول؛
- معالجة تضارب المصالح بإنصاف بين المرخص له وبين عملائه الأفراد، أو بين عميل وعميل آخر؛

---

[1]-هيئة السوق المالية، التداول بناء على معلومات داخلية، [على الخط] http://www.cma.org.sa/IA/categories/rules/rules_009.html تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

[2]- هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/LAHIYA%20SLOKIYAAT%20AL-SAUK.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص17.

[3]- هيئة السوق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/ /، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص5.

[4] - هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/IA/Documents/6 ، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص12.

– التأكد من ملائمة مايقدمه المرخص له من خدمات وإدارة للعميل المقدمة له هذه الخدمات؛

– اعتماد سياسات ونظم ملائمة لإدارة المخاطر.

**رابعا: لائحة أعمال الأوراق المالية[1]**

يقصد بأعمال الأوراق المالية ممارسة أي من النشاطات التالية:

**1– التعامل:** وذلك بأن يتعامل شخص في ورقة مالية بصفته أصيلا أو وكيلا، ويشمل البيع أو الشراء أو إدارة الإكتتاب في الأوراق المالية، أو التعهد بتغطيتها.

**2– الترتيب:** وذلك بأن يقوم شخص بتقديم أشخاص فيما يتعلق بأعمال الأوراق المالية، أو تقديم الاستثناءات في أعمال تمويل الشركات، أو يتصرف بأي شكل من أجل تنفيذ صفقة على ورقة مالية.

**3– الإدارة:** وذلك بأن يدير شخص ورقة مالية عائدة لشخص آخر في حالات تستدعي التصرف حسب التقدير.

**4– تقديم المشورة:** وذلك بأن يقدم شخص المشورة لشخص آخر بشأن مزايا ومخاطر تعامله في ورقة مالية، أو ممارسته أي حق تعامل يترتب على ورقة مالية.

**5– الحفظ:** وذلك بأن يحفظ شخص أصولا عائدة لشخص آخر تشمل ورقة مالية، أو يقوم بترتيب قيام شخص آخر بذلك، ويشمل الحفظ القيام بالإجراءات الإدارية اللازمة.

**خامسا: لائحة قواعد التسجيل والإدراج**

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم الطرح العام للأوراق المالية وتسجيلها وقبول إدراجها في المملكة، حيث خصصت هذه اللائحة لتحديد الشروط العامة المتعلقة بتسجيل الأوراق المالية وقبول إدراجها، والشروط المتعلقة بتسجيل الأسهم وأدوات الدين وقبول إدراجهما، والشروط المتعلقة بطلب تسجيل أدوات الدين القابلة للتحويل وقبول إدراجها، إضافة إلى الالتزامات المرتبطة بقواعد التسجيل والإدراج[2].

**سادسا: لائحة صناديق الإستثمار**

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الإستثمار وتسجيلها وطرح وحداتها وإدراتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها في المملكة[3].

**سابعا: لائحة صناديق الاستثمار العقاري**

---

[1]– هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، [على الخط] http://www.cma.org.sa، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص9.

[2]– هيئة السوق المالية، لائحة التسجيل والإدراج، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/LISTING.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

[3]– هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار، [على الخط]

http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/IFRs%20Regulations-%20Final%20Arabic.pdf، تاريخ الاطلاع: 2016/12/06.

تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الإستثمار العقاري في السعودية وطرح وحداتها وإدراتها وحماية حقوق مالكيها، وتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية عليها[1].

**ثامنا: لائحة حوكمة الشركات**

تمً إصدار لائحة حوكمة الشركات الصادرة من مجلس هيئة السوق المالية بالقرار رقم (2006/212/1) بتاريخ 2006/11/12، حيث تسند الأنظمة واللوائح الخاصة بحوكمة الشركات إلى أفضل المعايير الدولية.

تبين هذه اللائحة القواعد والمعايير المنظمة لإدارة الشركات المساهمة المدرجة في السوق المالية السعودية، وذلك من أجل ضمان الالتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين وحقوق أصحاب المصالح، أي تعد لائحة استرشادية لجميع الشركات المدرجة في السوق المالية، حيث خصصت هذه اللائحة لتوضيح حقوق المساهمين والجمعية العامة (حقوق المساهمين المتعلقة باجتماع الجمعية العامة، حقوق التصويت، حقوق المساهمين في أرباح الأسهم)، إضافة إلى توضيح السياسات والإجراءات المتعلقة بالإفصاح، علاوة عن تحديد الوظائف ومسؤوليات مجلس الإدارة[2].

**تاسعا: لائحة الاندماج والاستحواذ**

تهدف هذه اللائحة إلى توضيح جميع مراحل عمليات الاندماج والاستحواذ، حيث تناولت هذه اللائحة عدة قواعد منظمة لصفقات الاندماج والاستحواذ، من أبرزها إلزام أطراف عملية الاندماج والاستحواذ المطلعين على المعلومات المتعلقة بهذه العملية بالسرية، وبخاصة إذا كانت هذه المعلومات التي لها تأثير على السعر، إضافة إلى تحديد الحالات التي يجب فيها على الشركات الإفصاح على عملية الاستحواذ، علاوة عن تحديد الجدول الزمني لعملية الاستحواذ، كما حددت اللائحة عدد من حالات التي يتم فيها الحظر والقيود على التعاملات وأهمها، حظر التعامل من قبل أي شخص عدا العارض حيث أنه باستثناء تعاملات العارض لا يجوز لأي شخص مطلع على معلومات سرية لها تأثير على السعر تتعلق بأي عرض أو أي عرض محتمل القيام بأي تعامل في أي نوع من الأوراق المالية أو في أي حصة سيطرة في الأوراق المالية للشركة المعروض عليها، وذلك خلال الفترة التي تبدأ من الوقت الذي يفترض فيه أن المفاوضات الأولية أو العرض قيد الدراسة وحتى وقت الإعلان عن المفاوضات الأولية أو العرض، أو الإعلان عن إيقاف المفاوضات في هذا الشأن، ويشمل الحظر أيضا التعامل في أي ورقة مالية للعارض، إلا إذا كان العرض محدود الحجم قياسا بأعمال العارض، بحيث لا يكون له تأثير جوهري على السعر السوقي للأوراق المالية للعارض لو تم الإعلان عنه للجمهور[3].

---

[1]– هيئة السوق المالية السعودية، لائحة صناديق الإستثمار العقاري، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/lahiya%20sanadeek%20(aqaree).pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص5.

[2]–هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات، [على الخط] www.cma.org.sa/Ar/Documents/CGD%202011%20%20-10.pdf تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص5.

[3]– هيئة السوق المالية، لائحة الاندماج والاستحواذ، [على الخط] http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/MERGER.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

**عاشرا: لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية**

أصدر مجلس هيئة السوق المالية القرار رقم (1-4-2011) بتاريخ 2011/1/23 القاضي باعتماد لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية التي تهدف إلى تنظيم إجراءات الترافع والتقاضي أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الإستئناف بما يكفل رعاية حقوق المتعاملين في السوق كافة[1].

نشير في الأخير أن هيئة السوق المالية عملت على إعداد ومراجعة مجموعة من اللوائح التنفيذية، وهي[2]:

- لائحة صناديق الإستثمار؛
- القواعد المنظمة للمنشأت ذات الأغراض الخاصة؛
- قواعد التسجيل والإدراج؛
- لائحة سلوكيات السوق؛
- تعليمات الحسابات الإستثمارية؛
- لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية.

**المبحث الثاني: أداء السوق المالية السعودية**

شهدت السوق المالية السعودية خلال السنوات الأخيرة تطورا ملحوظا من خلال زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق وزيادة حجم التداول، إضافة تنوع نشاط السوق من خلال ظهور أدوات استثمارية أخري للتداول في السوق، لذا سنحاول من خلال المبحث دراسة النقاط التالية:

- الواقع العملي لسوق المالية السعودية؛
- تقديم المؤشر العام لسوق المالية السعودية؛
- تحليل مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2015.

**المطلب الأول: الواقع العملي لسوق المالية السعودية**

سنتطرق في هذا المطلب إلى الواقع العملي لسوق المالية من خلال التعرض إلى الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات الإستثمارية، وأوقات التداول، بعدها نتناول مؤشرات السوق المالية السعودية.

**أولا: أسواق التداول**

تصنف الأسواق حسب الأدوات الإستثمارية المتداولة في السوق المالية السعودية إلى:

---

[1]- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2011، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Arabic%202011%20Fini.pdf، تاريخ الإطلاع:2016/12/06، ص22.

[2]- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2015، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Annual%20Report%202015%2010April.pdf
تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

**1- سوق الأسهم**: يتم التداول في هذا السوق حسب الأوقات التالية:

- فترة ما قبل التداول من الساعة 9:30 صباحا حتى الساعة 10:00صباحا، وهي الفترة إلى يتاح فيها إدخال أوامر البيع والشراء وتعديل الكميات والأسعار وإلغاء الأوامر، وفي هذه الفترة لا يمكن تنفيذ الأوامر التي تم ادخالها؛
- فترة التداول لتبدأ من الساعة 10:00 صباحا وحتى الساعة 15:00مساءا، وهي الفترة التي يتاح فيها إدخال أوامر البيع والشراء وتعديل الكميات والأسعار وإلغاء الأوامر، ويتم خلالها تنفيذ الأوامر في السوق؛
- فترة ما بعد التداول من الساعة 15:00 مساء حتى الساعة 16:00 مساءا، وهي الفترة لا يمكن فيها إدخال أو تعديل أسعار أوامر البيع والشراء أو كمياتها إلا أنه يمكن إلغاء الأوامر المدخلة والغير منفذة خلال فترة التداول أو تعديل تاريخ صلاحيتها؛
- تكون أيام التداول من الأحد إلى الخميس.

**2- سوق الصكوك والسندات**: يتم تداول الصكوك والسندات حسب التوقيت التالي:

- فترة ما قبل التداول من الساعة 11:15 صباحا حتى الساعة 11:30 صباحا؛
- فترة التداول من الساعة 11:30 صباحا حتى الساعة 15:00 مساءا.[1]

**3- سوق صناديق المؤشرات المتداولة:**

تعرف صناديق المؤشرات المتداولة بأنها: صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترة التداول المستمر كتداول أسهم الشركات، حيث تتكون كغيرها من الصناديق من سلة من أسهم الشركات المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول[2].

وتتميز هذه الصناديق بمجموعة من المزايا هي[3]:

**- الشفافية:** لما كانت صناديق المؤشرات المتداولة تتبع مؤشرات سوقية فإن من السهل التعرف على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الإستثمارات، وبالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء هذه المؤشرات التي تتبعها، ويلتزم مصدرو هذه الصناديق نشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها.

---

[1] – نظرة عامة عن السوق المالية السعودية "تداول"، [على الخط] www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05.

[2]– مركز الدراسات البحوث (غرفة الشرقية)، ورقة تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، [على الخط] www.chamber.org.sa، تاريخ الإطلاع: 2016/12/08، ص4.

[3]– هيئة السوق المالية، صناديق الإستثمار، [على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_3.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص5.

– **المرونة:** نظرا إلى إدراجها في السوق، تتميز وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بسهولة التعامل معها إذ يستطيع المستثمر شراء الوحدات أو بيعها مباشرة عن طريق السوق وبشكل فوري وبنفس طريقة شراء الأسهم، كذلك بوسع المستثمر الشراء بأي من صناديق المؤشرات المتداولة بغض النظر عن المصدر بعكس الصناديق المشتركة التي يتطلب الإستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة، وعلاوة عن ذلك لا يوجد حد أدنى للاشتراك في صناديق المؤشرات المتداولة.

– **التكلفة:** يتميز الإستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة بشكل أساسي بقلة حجم التكاليف، وذلك لأن الرسوم الإدارية منخفضة، والسبب هو أسلوب الإستثمار الذي يعد استثمارا غير نشط لا يستدعي اتخاذ قرارات في اختيار الأسهم، وإنما يتبع الصندوق مؤشرا معينا، إضافة إلى ذلك يتحمل المستثمر تكاليف تداول وحدات هذه الصناديق وهي عمولات البيع والشراء مقارنة برسوم الاشتراك.

ولتسهيل تداول وحدات صناديق المؤشرات المتداولة يعين مدير الصندوق صانع سوق الصندوق، وهو الجهة مرخصة من هيئة السوق المالية وظيفته توفير السيولة في سوق صناديق المؤشرات المتداولة بحيث تتوافر أوامر مستمرة للبيع والشراء، فيستطيع المستثمر في أي وقت بيع الوحدات أو شراءها.

وقد أعلنت السوق المالية السعودية "تداول" إدراج تداول صندوق فالكم للأسهم السعودية، حيث هذا الصندوق خاص بشركة "فالكم " اسمه" فالكم30" وهو يتكون من 30 شركة مساهمة سعودية، وهي أول شركة تكون مصدرة صناديق المؤشرات المتداولة في السعودية.

يتم تداول صناديق المؤشرات المتداولة في الأوقات التالية:

– فترة ما قبل التداول من الساعة 9:30صباحا حتى الساعة 10:00 صباحا؛

– فترة التداول من الساعة 10:00 صباحا حتى الساعة 15:00 مساءا.

**4– سوق الصناديق الإستثمارية العقارية المتداولة:** يتم تداول صناديق الإستثمارية العقارية المتداولة في الأوقات التالية:

– فترة ما قبل التداول من الساعة 9:30صباحا حتى الساعة 10:00 صباحا؛

– فترة التداول من الساعة 10:00 صباحا حتى الساعة 15:00 مساءا.

**ثانيا: مؤشرات السوق المالية السعودية**

تتمثل مؤشرات السوق في القطاعات التالية[1]:

- قطاع الإسمنت؛
- قطاع الصناعات البتروكيماوية؛

[1]– نظرة عامة عن السوق المالية السعودية "تداول"، [على الخط]
www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview، تاريخ الإطلاع:2016/12/08.

- قطاع المصاريف والخدمات المالية؛
- مؤشر السوق الرئيسي؛
- قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات؛
- قطاع الزراعة والصناعات الغذائية؛
- قطاع الطاقة والمرافق الخدمية؛
- قطاع التجزئة؛
- قطاع التشييد والتعمير؛
- قطاع الإستثمار الصناعي؛
- قطاع شركات الإستثمار المتعدد؛
- قطاع التأمين؛
- قطاع الفنادق والسياحة؛
- قطاع النقل؛
- قطاع التطوير العقاري؛
- قطاع الاعلام والنشر.

**المطلب الثاني: تقديم المؤشر العام لسوق المالية السعودية**

سنحاول التعرض من خلال هذا المطلب إلى مؤشر السوق واستخداماته، إضافة إلى كيفية تكوينه، بعدها نقوم بدراسة مجموعة من المؤشرات تساهم في معرفة مدى تطور أداء الأسواق المالية، وأخيرا نتطرق إلى مفهوم المؤشر العام "TASI" في السوق السعودية، وكيفية حسابه، والملاحظات المقدمة حول معادلة حساب هذا المؤشر.

**أولا: تعريف مؤشر السوق**

يعرف مؤشر السوق بأنه: قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.

ويمثل مؤشر السوق مقياسا شاملا لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، وبالتالي يعتبر مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم[1].

كما يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتعرف المستثمر من خلاله

[1]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص112.

عن نبض السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق، وتختلف الكيفية التي خلالها يحتسب المؤشر، فإما أن يؤخذ حين حسابه بأسعار جميع الأسهم المدرجة أو جزء منها كعينة ممكن أن تعكس واقع السوق إجمالا.

وتختلف المؤشرات في السوق المالية بحسب مايرمى إليه من أهداف معلوماتية، فهناك مؤشرات مختصة بالسوق العامة ( موشرات تقيس حالة السوق كامل)، أما النوع الثاني يتعلق بالمؤشرات الخاصة بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات مثل الشركات الكبيرة أو الصغيرة الحجم[1].

**ثانيا: استخدامات المؤشر**

من أهم استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية مايلي:

**1- متابعة أداء المحفظة الإستثمارية:**

تبنى المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق أو في الصناعة، وتزيد كفاءة المؤشر كلما كانت العينة ممثلة لكافة الأسهم في السوق، وهذا يعني وجود علاقة بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار، الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق، وبهذا يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الإستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر، أما إذا رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتي يتم على أساسها حساب المؤشر[2].

**2- قياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية:**

وهي العلاقة بين معدل العائد للموجودات ذات المخاطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من الموجودات الخطرة.

**3- الحكم على المدير المحترف:**

يكون لزاما على المدير المحترف الذي يشرف على محفظة أي مؤسسة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنويع، أن يحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من ذلك يمكن أن يستخدم عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة الشركة المعنية، على أن يؤخذ بالحسبان التباين بين مخاطر المحفظة[3].

---

[1]- هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم، [على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_2.pd، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05، ص7.

[2]- بلجبلية سمية، مرجع سابق، ص49.

[3]- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والإقتصاد، العدد89، جامعة الموصل، العراق ، 2008، ص6.

**ثالثا: بناء المؤشر**

يجب أن يحقق بناء المؤشر الأهداف التالية[1]:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلا للتسعير .

وهناك مجموعة من الأسس يعتمد عليها في تكوين المؤشرات وهي:

**1- ملائمة العينة:**

تعتبر العينة من الناحية الإحصائية، جزء من مجتمع موضوع الدراسة، والعينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، هي مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب وهي:

**1-1- الحجم:** نشير في هذا الإطار أن كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

**1-1- الاتساع:** يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر يستهدف قياس حالة السوق ككل، حيث ينبغي أن يتضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني دون تميز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد الشركات المكونة لتلك الصناعة والمختارة بدون تحيز[2].

**1-3- المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر ، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

**2- الأوزان النسبية:**

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة[3]، حيث هناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، ويمكن ذكرها كمايلي[4]:

**2-1- مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده

---

[1]- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الإقتصادية والعلوم التسيير، العدد11، جامعة دمشق، 2011، ص95.

[2]- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية "دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2011- 2012، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012، ص58.

[3]- حسين قبلان، مرجع سابق، ص95.

[4] - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، مرجع سابق، ص79.

في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.

**2-2- مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

**2-3- مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجاوز العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركة التي تتساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

**رابعا: قياس أداء السوق المالية**

هناك مجموعة من المؤشرات تستخدم في تحليل مدى تطور السوق المالية، والتي تتمثل في العناصر التالية:

**1- حجم السوق**[1]:

يمكن قياس حجم السوق عن طريق:

**1-1- القيمة السوقية:** تستخدم القيمة السوقية لقياس حجم العرض الكلي وهي تعادل نسبة القيمة السوقية للأسهم المحلية المدرجة في السوق المالي للدولة المعنية إلى الناتج المحلي الإجمالي وتعد القيمة السوقية مناسبة لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الإقتصادي الكلي على الرغم من أن عوامل مثل الضرائب قد تغير حوافز إدراج أسهم الشركات في السوق المالي.

**1-2- عدد الشركات:** أي عدد الشركات المدرجة في السوق المالي، حيث تعكس الزيادة في عدد الشركات التطور في السوق المالي بصورة عامة.

**2- السيولة:**

يمكن قياس سيولة سوق الأوراق المالية من خلال:

**2-1- معدل دوران السهم:** يعبر عن نسبة حجم التداول الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية[2]، أي يمكن حسابه من خلال النسبة التالية:

**معدل دوران السهم = حجم التداول (إجمالي الأسهم المتداولة)/ القيمة السوقية**

**2-2- حجم التداول:** يعبر عن قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي[3]، أي:

**حجم التداول = عدد الأسهم المتداولة/ الناتج المحلي الاجمالي**

---

[1]- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية " دراسة حالة بعض الدول العربية"، أطروحة دكتوراة في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص66.

[2]- بوكساني رشيد، مرجع سابق، 115.

[3]- سميحة بن محياوي، مرجع سابق، ص67.

**خامسا: مفهوم المؤشر العام "TASI" في السوق السعودية**

يقيس TASI مستوى الأداء في سوق الأسهم السعودي، حيث اسمه مؤلف من الأحرف Tadawul All الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية ( Tadwul All Share Index)[1]، كما يقيس المؤشر العام "TASI" في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوما بالقيمة السوقية لأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة على سبيل المثال فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، وهكذا في بقية القطاعات[2].

لقد بدأ المركز الوطنى للمعلومات المالية والإقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد السعودي، وذلك في سنة 1985، حيث يعد هذا التاريخ مهما جدا بالنسبة للسوق السعودية، لأنه يعتبر تاريخ الأساس لحساب المؤشر، إذ عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، ولكن عام 1999 تم تعديل هذه القيمة المرجعية لتصبح 1000 نقطة، كما أن مؤشر الأسهم المحلية أو مؤشر التداول لجميع الأسهم الذي كان يعرف سابقا بمؤشر المركز الوطنى للمعلومات المالية والإقتصادية، حيث يعكس نشاط سوق ثقة الأسهم وتداولها ومن ثم يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا فيما يتعلق بربحية الشركات المساهمة والجهات المالية والإستثمارية بالمستقبل[3].

يتم حساب المؤشر العام ومؤشرات القطاعات للسوق المالية السعودية عن طريق ضرب قيمة المؤشرات في اليوم السابق مع نسبة التغير في القيمة السوقية للأسهم الحرة للشركات المشمولة في حساب المؤشرات، ويمكن توضيح ذلك بالمعادلة التالية:

**المؤشر: (مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم/ مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق)× قيمة المؤشر لليوم السابق**

حيث أن:

- مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة= جميع الشركات المشمولة في المؤشر ( مجموع القيمة السوقية لجميع الشركات السوق).
- القيمة السوقية للشركة = سعر آخر صفقة عادية لسهم الشركة × عدد الأسهم الحرة لهذه الشركة.

---

[1]- هيئة السوق المالية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم، [على الخط] http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_7.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/08، ص14.

[2]- هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم، http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_2.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06، ص8.

[3]- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، مرجع سابق، ص84.

- سعر آخر صفقة عادية للسهم هو سعر الصفقة التي تجاوزت قيمتها 15.000 ريال.
- الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول، حيث يستبعد من حساب المؤشر الأسهم المملوكة من قبل الأطراف التالية:
  - الحكومة أو مؤسساتها؛
  - الشريك الأجنبي إذا كان محظورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية؛
  - الشريك المؤسس خلال فترة الحظر؛
  - من يملك 10% أو أكثر من أسهم الشركة[1].

هناك بعض الملاحظات نقدمها حول معادلة حساب المؤشر كمايلي[2]:

- يعكس المؤشر بصورة مباشر وسريعة حركة أسعار الأسهم صعودا وهبوطا من يوم إلى آخر؛
- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش أو الركود الإقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية أو عدم جاذبية القنوات الإستثمارية الأخرى ( مثل العقار وأسعار الفائدة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة؛
- تسمح معادلة المؤشر بتكييفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو زيادة أو خفض رأس المال.

## المطلب الثالث: تحليل مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2015

نستعرض في هذا المطلب لبعض المؤشرات التي تبين مدى تطور أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015، وهي حجم التداول ( القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة)، عدد الشركات المدرجة في السوق، القيمة السوقية للأسهم، المؤشر العام لسوق "تداول".

### أولا: حجم التداول

يوضح الجدول أدناه حجم التداول لسوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة مابين 2010 إلى 2015

[1] – www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/index-calculation-methodolog(08/12/2016).

[2] – http://www.alriyadh.com/61146(08/12/2016).

**الجدول رقم (03): تطور حجم التداول في السوق المالية السعودية (2010-2015)**

| السنة | قيمة التداول في الربع الأول (مليون ريال) | قيمة التداول في الربع الثاني (مليون ريال) | قيمة التداول في الربع الثالث (مليون ريال) | قيمة التداول في الربع الرابع (مليون ريال) | قيمة التداول الإجمالية | معدل نمو قيمة التداول(%) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **2010** | 190.031 | 265.678 | 132.979 | 170.497 | 759.185 | - |
| **2011** | 260.282 | 323.037 | 193.041 | 332.476 | 1.108.836 | 46.05 |
| **2012** | 684.711 | 562.012 | 344.568 | 312.675 | 1.903.966 | 71.70 |
| **2013** | 368.495 | 392.319 | 314.303 | 294.549 | 1.369.666 | 28.06- |
| **2014** | 468.378 | 654.865 | 532.679 | 490.595 | 2.146.517 | 56.71 |
| **2015** | 571.190 | 472.560 | 280.100 | 336.772 | 1.660.662 | 22.63- |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يتضح من الجدول أعلاه، أن نمو قيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية عرفت زيادة بنسبة 46.05% في سنة 2011 مقارنة بسنة 2010، كذلك شهدت سنة 2012 ارتفاع في حجم التداول وذلك بنسبة 71.70 % مقارنة بسنة 2011، بينما عرفت سنة 2013 انخفاض في قيمة التداول بنسبة 28.06%، إلا أن حجم التداول ارتفع بنسبة 56.71% في عام 2014 مقارنة بسنة 2013، أما حجم التداول في سنة 2015 عاود الانخفاض بنسبة 22.63% مقارنة بسنة 2014، ويعود هذا الانخفاض إلى تراجع أسعار النفط مما نعكس على السوق المالية السعودية، حيث انعكس انخفاض أسعار النفط في انكماش السيولة وعلى نظرة وثقة المستثمرين لآفاق المستقبلية للإقتصاد السعودي.

إن التطور الحاصل في قيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالنسبة لسوق المالية السعودية خلال الفترة (2010-2015)، بالرغم من انخفاض قيمة التداول خلال السنتين 2013 و2015، إلا أن نسبة الانخفاض كانت أقل من نسبة الارتفاع في قيمة التداول في السنوات الباقية، هذا يدل على تطور أداء ونمو السوق المالية السعودية، وزيادة حجم السيولة المتداولة في هذا السوق.

**ثانيا: حجم الشركات**

سنحاول توضيح تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015 في الجدول الآتي:

**الجدول رقم (04): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2010-2015)**

| السنة | عدد الشركات المدرجة | معدل نمو عدد الشركات (%) |
|---|---|---|
| 2010 | 146 | - |
| 2011 | 150 | 2.73 |
| 2012 | 158 | 5.33 |
| 2013 | 163 | 3.16 |
| 2014 | 166 | 1.84 |
| 2015 | 172 | 3.61 |

**المصدر**:من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ من الجدول رقم (04)، أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية شهدت ارتفاع في جميع السنوات المدروسة ، وذلك من خلال زيادة نمو عدد الشركات من 2.73% سنة 2011 إلى 3.61% سنة 2015، أي زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق من 146 شركة سنة 2010 إلى 172 شركة سنة 2015، كما عرفت سنة 2012 أكبر نمو في الشركات المدرجة بنسبة 5.33%.

إن زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال السنوات (2010-2015)، يدل على نمو وتوسع حجم السوق وزيادة الإستثمارات، إلا أن عدد الشركات المدرجة لا تعكس حجم الإقتصاد السعودي، بمعنى أن عدد الشركات المدرجة تبقى قليلة مقارنة بضخامة حجم الإقتصاد السعودي.

**ثالثا القيمة السوقية**

نحاول توضيح تطور القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015 في الجدول التالي:

**الجدول رقم (05): تطور القيمة السوقية في السوق المالية السعودية في الفترة (2010-2015)**

| السنة | القيمة السوقية ( مليون ريال سعودي) | معدل نمو القيمة السوقية (%) |
|---|---|---|
| **2010** | 1.325.392 | - |
| **2011** | 1.270.843 | 4.11- |
| **2012** | 1.400.342 | 10.19 |
| **2013** | 1.752.855 | 25.17 |
| **2014** | 1.812.890 | 3.42 |
| **2015** | 1.579.059 | 12.89- |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

يتضح من الجدول أعلاه، أن القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية السعودية عرفت انخفاض في نهاية سنة 2011 بنسبة 4.11% مقارنة بنهاية سنة 2010، بعدها ارتفعت بمعدل 10.19% في نهاية عام 2012 مقارنة بسنة 2011، بينما نهاية سنة 2013 شهدت القيمة السوقية زيادة بنسبة 25.17% وهي أعلى نسبة نمو مسجلة، أما نهاية سنة 2014 عرفت القيمة القيمة السوقية زيادة بنسبة 3.42% مقارنة بسنة 2013، إلا أن نهاية سنة 2015 أين سجلنا انخفاض في القيمة السوقية بنسبة 12.89% مقارنة بسنة 2014، ويعزى ذلك بشكل أساسي إلى تراجع أسعار النفط العالمية والتي أثرت على السوق المالية السعودية، مما انعكس على متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة، خاصة الشركات البتروكيماويات التي عرفت انخفاض في أرباحها بنحو 13 مليار ريال مقارنة بسنة 2014، مما يؤثر على القيمة السوقية لهذه الشركات.

عموما يمكن القول أن السوق المالية المالية عرفت تطورا في القيمة السوقية للأسهم المصدرة ، مما ينعكس على زيادة الإستثمارات وزيادة نشاط السوق، إضافة إلى تحفيز شركات أخرى لإدراج أسهم في السوق، كذلك تصبح للدولة القدرة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الإقتصادي الكلي.

**رابعا: المؤشر العام لسوق المالية السعودية "تداول":**

نحاول توضيح تطور المؤشر العام لسوق المالية السعودية "تداول" خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2015 في الجدول التالي:

**الجدول رقم (06): تطور المؤشر العام لسوق المالية السعودية "تداول" خلال الفترة (2010–2015)**

| السنة | المؤشر العام | معدل نمو المؤشر (%) |
|---|---|---|
| **2010** | 6.620,8 | **–** |
| **2011** | 6.417,7 | 3.06 - |
| **2012** | 6.801,2 | 5.97 |
| **2013** | 8.535,6 | 25.50 |
| **2014** | 8.333,3 | 2.37 - |
| **2015** | 6.911,8 | 20.65 - |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي.

نلاحظ من الجدول رقم (06)، أن المؤشر العام لسوق المالية السعودية "تداول " أغلق تعاملاته في نهاية 2011 عند مستوى 6.417,7 نقطة مقارنة بنحو 6.620,8نقطة في نهاية عام 2010، منخفضا بنسبة 3.06% بعدما خسر 203,1 نقطة، بينما حقق المؤشر نهاية عام 2012 ارتفاع بنسبة 5.97% مقارنة بنهاية عام 2011، أما نهاية عام 2013 أين أغلق المؤشر عند مستوى 8.535,6 نقطة، مرتفعا بنسبة 25.50% مقارنة بنهاية سنة 2012 وهي أعلى زيادة بنحو1.734,4 نقطة، إلا أن نهاية سنة 2014 و نهاية سنة 2015 عرف المؤشر تراجعا بنسبة 2.37% و20.65% على التوالي، وذلك يرجع بالدرجة الأولى إلى الانخفاض الحاد في أسعار النفط الذي أثر على مؤشر السوق المالية السعودية.

**المبحث الثالث: منهجية الدراسة**

تناولنا في الفصول السابقة جانبا من أهم النظريات التي حاولت تفسير العلاقة بين كل من قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح وتعظيم قيمة المؤسسة الإقتصادية، لهذا سنحاول في هذا الجزء التطبيقي معالجة العلاقة الموجودة بين هذه القرارات والقيمة السوقية لعينة من الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة مابين 2010 و2015.

ولهذا سنحاول معالجة في هذا المبحث النقاط التالية:

- الإطار العام للدراسة التطبيقية؛
- تطبيق اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك على متغيرات الدراسة؛
- تقدير النماذج وتحليل النتائج.

**المطلب الأول: الإطار العام للدراسة التطبيقية:**

سنحاول التطرق في هذا المطلب إلى النقاط التالية:

- تقديم مجتمع الدراسة التطبيقية؛
- عينة الدراسة؛
- حدود الدراسة؛
- مصادر الحصول على البيانات؛
- الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة؛
- متغيرات الدراسة.

**أولا: مجتمع الدراسة**

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة مابين 2010 و2015، حيث عرف السوق تطورا في عدد الشركات المدرجة من 146 شركة سنة 2010 إلى 172 شركة سنة 2015، إضافة إلى الارتفاع في حجم التداول والقيمة السوقية، وبهذا أصبح السوق المالية السعودية من أهم الأسواق المالية العربية.

**ثانيا: عينة الدراسة**

تتمثل عينة الدراسة في 46 شركة مدرجة في السوق المالية السعودية، مأخوذة من بين القطاعات التالية:

- قطاع الصناعات البتروكيماوية؛
- قطاع الزراعة والصناعات الغذائية؛
- قطاع الإسمنت؛
- قطاع التشييد والبناء؛
- قطاع الإستثمار الصناعي؛
- قطاع التطوير العقاري.

ولتوضيح عينة الدراسة حسب القطاعات المختارة من السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2015، نقدم الجدول التالي:

**الجدول رقم (07): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات**

| القطاع | عدد الشركات في العينة |
|---|---|
| قطاع الصناعات البتروكيماوية | 10 |
| قطاع الزراعة والصناعات الغذائية | 8 |
| قطاع الإسمنت | 7 |
| قطاع التشييد والبناء | 10 |
| قطاع الإستثمار الصناعي | 6 |
| قطاع التطوير العقاري | 5 |
| مجموع الشركات | 46 |

**المصدر**: من إعداد الباحث

**ثالثا: حدود الدراسة**

تم تقسيم حدود الدراسة إلى الحدود الزمنية والمكانية وفق الترتيب التالي:

– **الحدود الزمنية:** تعتمد الدراسة على فترة زمنية قدرها 6 سنوات، وذلك من سنة 2010 إلى غاية 2015 .

– **الحدود المكانية:** ستقوم الدراسة في السوق المالية السعودية.

**رابعا: مصادر جمع البيانات**

تم جمع البيانات المتعلقة بالجانب التطبيقي للدراسة من المواقع الإلكترونية للسوق المالي السعودية " تداول" والمواقع الإلكترونية الخاصة بالشركات محل الدراسة، حيث تم الحصول على القوائم المالية المنشورة من طرف الشركات موضع الدراسة، كذلك تم الاعتماد على النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي وأسعار التداول الأسهم هذه الشركات خلال الفترة 2010 – 2015، وهذا على اعتقاد أن المعلومات المأخوذة والمنشورة في المواقع الرسمية على الأنترنت تتمتع بمصداقية مقبولة.

**خامسا: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة**

تم الإعتماد على برنامج الإحصائي Eviews 09 لمعالجة البيانات واستخراج الأساليب والإختبارات التالية:

- إستخدام نماذج البيانات الطولية ( نماذج البانل) "Panal Model" في دراستنا؛
- تحليل الانحدار المتعدد؛
- اختبار استقرارية متغيرات الدراسة؛
- اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة" Kao Residual Cointegration"؛
- اختبار مدى التوزيع البواقي طبيعيا (Jarque-Bera)؛
- إختبار الإرتباط الذاتي بين الأخطاءDurbin-Watson ؛

- اختبارBreusch-Pagan LM لمعرفة الإرتباط التسلسلي بين البواقي.

**– نماذج البيانات الطولية Panel data Model**:

تعرف البيانات الطولية على أنها مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة، حيث تشمل المشاهدات المقطعية الدول، المحافظات، المؤسسات[1]...الخ

تتميز البيانات الطولية (البانل) عن البيانات الزمنية منفردة أو البيانات المقطعية منفردة في مايلي:

- التحكم في عدم تجانس التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المنفردة مقطعية أو زمنية؛
- تعطي البيانات الطولية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وكذلك أقل تعددية خطية بين المتغيرات، وكذلك زيادة الدقة في التنبؤ من خلال زيادة عدد المشاهدات[2]؛
- تتضمن محتوى معلوماتي كبير وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، فضلا على مشكلة الإرتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية؛
- تأخذ بيعن الاعتبار تفاوت الشركات من حيث الخصائص والعوامل المؤثرة الخاصة بكل شركة[3].

تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

- نموذج الانحدار التجميعي ***Pooled Regression Model (PM)***
- نموذج التأثيرات الثابتة ***Fixed Effects Model (FEM)***
- نموذج التأثيرات العشوائية ***Random Effects Model (REM)***

ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية[4]:

$$\mathbf{Y_{it}} = \mathbf{B_{o(i)}} + \sum_{j=0}^{k} \mathrm{BjXj(it)} + \mathrm{E}_{\mathrm{it}}$$

$$\mathrm{i}= 1, 2, \ldots\ldots,N \quad t=1,2,\ldots\ldots,T \ldots\ldots (1)$$

حيث أن:

- $\mathbf{Y_{it}}$ تمثل قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t؛
- $\mathbf{B_{o(i)}}$ تمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدةi؛
- $\mathrm{Xj(it)}$ تمثل قيمة المتغير التفسيري j في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t؛
- $\mathrm{E}_{\mathrm{it}}$ تمثل قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة t.

---

[1]– زكريا يحي الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد21، 2012، ص268.

[2]– بن ختو فريد، قياس مردودية وكفاءة المؤسسات البنكية "دراسة البنوك الجزائرية خلال الفترة 2005-2011، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013-2014، ص9.

[3]– ياسين ضيف، مرجع سابق، ص74.

[4]– زكريا يحي الجمال، مرجع سابق، ص270.

كما يمكن شرح نماذج البيانات الطولية على النحو التالي:

**1- نموذج الانحدار التجميعي:**

يعرف بأنه مشاهدات مقطعية مقاسة في فترات زمنية معينة ويعتبر من أبسط نماذج الانحدار الطولية، حيث تكون فيه جميع المعاملات Bj و$B_{o(i)}$ ثابتة ( لجميع الفترات الزمنية) أي يهمل تأثير الزمن[1].

**2- نموذج التأثيرات الثابتة:**

يعالج هذا النموذج الاختلافات والفروقات الواضحة التي قد تكون في النموذج التجميعي (حالة عدم التجانس)، والتي يسببها تحيز المقدرات المتحصل عليها باستخدام طريقة المربعات الصغرى، والتي تعود إلى وجود عوامل غير ملاحظة تؤثر على المتغير التابع[2].

ويكون الهدف في هذا النموذج معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع $B_O$ تتفاوت من مجموع إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل Bj ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية ( نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)[3].

**3- نموذج التأثيرات العشوائية:**

في هذا النموذج عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت متجانس لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل من مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة[4].

**سادسا: متغيرات الدراسة**

من أجل القيام بالدراسة التطبيقية يتطلب منا تحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وحسب دراستنا تتمثل متغيرات الدراسة في مايلي:

**1- المتغير التابع:**

يتمثل المتغير التابع الذي اعتمدت عليه دراستنا في القيمة السوقية للمؤسسة (VB)، حيث تم التعبير عنها من خلال أسعار إغلاق تداول أسهم الشركات في نهاية العام.

**2- المتغيرات المستقلة:**

تم الاعتماد على ثلاثة متغيرات مستقلة تمثل القرارات المالية، حيث يتكون القرار المالي من ثلاثة قرارات أساسية هي: قرار الإستثمار، قرار التمويل، قرار توزيع الارباح، والتي نحاول تناولها وفق الترتيب التالي:

---

[1]- عمر السر الحسن محمد، موفق محمد ربابعة، مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "دراسة تطبيقية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الإقتصادي، المجلد الثاني، العدد 29، جامعة زيان عاشور بالجلفة، جانفي 2017، ص11.

[2]- بن ختو فريد، مرجع سابق، ص ص10-11.

[3]- زكريا يحي الجمال، مرجع سابق، ص271.

[4]- عمر السر الحسن محمد، موفق محمد ربابعة، ص11.

**2-1- قرار الإستثمار:**

يعتبر قرار الإستثمار المتغير المستقل الأول الذي سوف نعتمد عليه في الدراسة التطبيقية، ويتم قياسه من خلال العائد على الإستثمار (ROI)، حيث يتم حسابه بقسمة النتيجة الصافية (صافي الدخل) على مجموع حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والمطلوبات غير المتداولة (ديون طويلة الآجل).

**2-2- قرار التمويل:**

يتعلق قرار التمويل بتحديد الهيكل المالي الأمثل أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتوفرة للمؤسسة، وسيتم قياس الهيكل المالي من خلال نسبة الديون الإجمالية (DTCP)، والتي تمثل إجمالي الديون (إجمالي المطلوبات) إلى الأموال الخاصة ( إجمالي حقوق الملكية).

**3-3- قرار توزيع الأرباح:**

سوف نعتمد على متغيرين من أجل قياس قرار توزيع الأرباح هما:

**3-3-1- ربحية السهم الواحد BPA** :

تمثل نصيب السهم الواحد من صافي الدخل ( النتيجة الصافية) للمؤسسة، حيث يتم حسابها من خلال قسمة صافي الدخل (النتيجة الصافية) على عدد الأسهم المكتتب بها.

**3-3-2- نصيب السهم من التوزيعات DPA:**

يتم حسابها من خلال قسمة التوزيعات النقدية للأرباح على عدد الأسهم العادية، حيث يمثل حصة كل سهم عادي من الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية.

**سابعا: فرضيات الدراسة**

تتمثل فرضيات الدراسة المعتمدة عليها في دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع في مايلي:

**- الفرضية الأولى:**

$H_1$: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار الإستثمار ممثلا بالعائد على الإستثمار ( النتيجة الصافية /مجموع حقوق الملكية والمطلويات غير المتداولة) والقيمة السوقية للمؤسسة.

**- الفرضية الثانية:**

$H_2$: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل ممثلا بنسبة الديون الإجمالية (إجمالي المطلوبات/ حقوق الملكية) والقيمة السوقية للمؤسسة.

**- الفرضية الثالثة:**

$H_3$: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح ممثلا بربحية السهم الواحد (**BPA**) والقيمة السوقية للمؤسسة.

**– الفرضية الرابعة:**

$H_4$: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح ممثلا بنصيب السهم من التوزيعات (**DPA**) والقيمة السوقية للمؤسسة.

**ثامنا: نموذج الدراسة**

يمكن توضيح نموذج الدراسة من خلال المعادلة التالية:

$$VB= B_0 +B_1 ROI + B_2 DTCP +B_3 BPA+B_4 DPA + E_i$$

حيث أن:

VB: القيمة السوقية للمؤسسة؛

$B_0$: ثابت الانحدار؛

ROI: العائد على الإستثمار؛

$B_1$: معامل الانحدار للمتغير المستقل الأول؛

DTCP: الهيكل المالي مقاسا بإجمالي الديون؛

$B_2$: معامل الانحدار للمتغير المستقل الثاني؛

BPA: ربحية السهم الواحد؛

$B_3$: معامل الانحدار للمتغير المستقل الثالث؛

DPA: نصيب السهم من التوزيعات؛

$B_4$: معامل الانحدار للمتغير المستقل الرابع؛

$E_i$: الخطأ العشوائي.

**المطلب الثاني: تطبيق اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك على متغيرات الدراسة**

قبل القيام بدراسة أي نموذج قياسي أو أي علاقة سواء كانت في المدى القصير (نموذج تصحيح الخطأ) أو في المدى الطويل (علاقة التكامل المتزامن)، فإنه من الضروري دراسة خصائص السلاسل الزمنية (المتغيرات) المستعملة في التقدير، لذا سيتم دراسة درجة استقرار السلاسل وتكاملها باستعمال اختبارات جذر الوحدة، حتى نتأكد من إمكانية استخدام التكامل المشترك من عدمه.

**أولاً: اختبار استقرارية متغيرات الدراسة**

تتميز اختبارات جذر الوحدة لبيانات الطولية *Panal Data* على اختبارات جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية الفردية، نظراً لتضمنها محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، ولغرض اختبار جذر الوحدة على متغيرات النموذج وللحالات (ثابت، ثابت واتجاه عام، عدم وجود ثابت واتجاه عام)، لهذا سوف نتعمد على كل من

اختبار *Dickey fuller Augmentes (ADF), Phillips et Perron(PP)* في اختبار استقرارية متغيرات الدراسة، وبالاعتماد بطبيعة الحال على برمجية ***Eviews09*** يتم تلخيص النتائج في الجدول التالي:

**الجدول رقم(08): نتائج اختبارات الاستقرارية (جذر الوحدة)**

| المتغيرات | اختبار جذر الوحدة | | *ADF - Fisher Chi-square* | | *PP - Fisher Chi-square* | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | معلمة الاختبار | القيمة الاحتمالية | معلمة الاختبار | القيمة الاحتمالية |
| VB | قاطع | ***Level*** | 87.3132 | 0.6187 | 93.9194 | 0.4248 |
| | قاطع واتجاه | | 73.4227 | 0.9228 | 118.032 | 0.0351 |
| | دون | | 76.7161 | 0.8741 | 94.8960 | 0.3973 |
| | قاطع | ***Deff 1st*** | 125.160 | 0.0123 | 136.509 | 0.0018 |
| | قاطع واتجاه | | 131.835 | 0.0027 | 186.696 | 0.0000 |
| | دون | | 240.079 | 0.0000 | 242.611 | 0.0000 |
| ROI | قاطع | ***Level*** | 110.621 | 0.0571 | 107.555 | 0.0515 |
| | قاطع واتجاه | | 107.282 | 0.1318 | 180.809 | 0.0000 |
| | دون | | 109.520 | 0.1027 | 127.009 | 0.0092 |
| | قاطع | ***Deff 1st*** | 183.809 | 0.0000 | 205.633 | 0.0000 |
| | قاطع واتجاه | | 166.048 | 0.0000 | 276.912 | 0.0000 |
| | دون | | 320.339 | 0.0000 | 320.116 | 0.0000 |
| DTCP | قاطع | ***Level*** | 111.259 | 0.0838 | 156.131 | 0.0000 |
| | قاطع واتجاه | | 109.357 | 0.0662 | 181.439 | 0.0000 |
| | دون | | 121.799 | 0.0541 | 144.685 | 0.0004 |
| | قاطع | ***Deff 1st*** | 190.178 | 0.0000 | 234.508 | 0.0000 |
| | قاطع واتجاه | | 153.687 | 0.0000 | 222.439 | 0.0000 |
| | دون | | 259.019 | 0.0000 | 267.024 | 0.0000 |
| BPA | قاطع | ***Level*** | 101.209 | 0.0908 | 100.455 | 0.0525 |
| | قاطع واتجاه | | 99.2012 | 0.1245 | 102.235 | 0.0495 |
| | دون | | 109.638 | 0.0580 | 125.038 | 0.0125 |
| | قاطع | ***Deff 1st*** | 178.237 | 0.0000 | 203.908 | 0.0000 |
| | قاطع واتجاه | | 124.416 | 0.0095 | 214.917 | 0.0000 |
| | دون | | 337.223 | 0.0000 | 350.713 | 0.0000 |
| DPA | قاطع | ***Level*** | 93.0398 | 0.9222 | 94.7224 | 0.5151 |
| | قاطع واتجاه | | 78.2105 | 0.4625 | 75.8249 | 0.4296 |
| | دون | | 87.2156 | 0.4583 | 91.0103 | 0.4949 |
| | قاطع | ***Deff 1st*** | 178.237 | 0.0000 | 203.908 | 0.0000 |
| | قاطع واتجاه | | 124.416 | 0.0000 | 214.917 | 0.0000 |
| | دون | | 337.223 | 0.0000 | 350.713 | 0.0000 |

تم اختيار فترات الإبطاء المناسبة بطريقة آلية وفقًا لمعيار (AIC)، كما تم اختبار القيم الحرجة لكل اختبار عند مستوى معنوية 05%.

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews09*.

تكشف نتائج الاختبارات الموضحة في الجدول رقم (08)، أن جميع متغيرات النموذج غير مستقرة عند المستوى، في حين كانت مستقرة عند المستوى الأول عند درجة معنوية 05%، أي رفض فرض العدم القائل بوجود جذر وحدة وقبول الفرض البديل بسكون متغيرات البانل عند الفروق الأولى.

**ثانياً: اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة**

بعد التأكد من أن كل متغير من متغيرات نماذج البيانات الطولية مستقرة عند المستوى الأول، فإن ذلك يقودنا في الخطوة التالية وهي التحقق من وجود تكامل مشترك بين متغيرات البانل، أي وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين القيمة السوقية ومتغيرات القرارات المالية خلال فترة الدراسة، وبما أن كل متغيرات الدراسة متكاملة من نفس الدرجة، فإنه يمكننا إجراء اختبار التكامل المشترك للكشف عن علاقة المدى الطويل باستعمال اختبار (***Kao Residual Cointegration***)، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار.

**الجدول رقم(09): نتائج تطبيق اختبار التكامل المشترك على متغيرات الدراسة**

| الاختبار | نوع الاختبار | إحصاء الاختبار | الاحتمال |
|---|---|---|---|
| $H_0$: لا يوجد تكامل مشترك<br>$H_a$: يوجد تكامل مشترك | Kao Residual Cointegration | -4.035340 | 0.0000 |

تم اختيار فترات الإبطاء بطريقة آلية وفقا لمعيار ($AIC$)، كما تم اختبار القيم الحرجة لكل اختبار عند مستوى معنوية5%،1%،10%.

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews*09.

يتضح من نتائج اختبار(***Kao Residual Cointegration***) للتكامل المشترك أن معظم الإحصاءات تدعم رفض الفرض الأصلي، وبالتالي يمكن القول بأن هناك تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ومن ثم يمكن القول بأن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل.

**المطلب الثالث: تقدير النماذج وتحليل النتائج**

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية بين متغيرات الدراسة فإنه سيتم تقدير النموذج باستخدام التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية، وهذا بالرغم من أن أغلب الدراسات والكتب المختصة في الإقتصاد القياسية تؤكد أن التقدير باستخدام التأثيرات الثابتة يكون أكثر ملائمة في مثل هذا الدراسات التي يكون فيه العديد من الشركات التي تختلف في القطاعات، إلا أنه لابد من التأكد من ذلك باستخدام اختبار هوسمان ***Hausman*** أو استخدام المعادلة التالية التي تعتمد على إحصائية فيشر.

يتم توضيح نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار البيانات الطولية الساكنة، من خلال تقدير نموذج الانحدار التجميعي بطريقة المربعات الصغرى العادية، أما نموذج التأثيرات الثابتة فيتم تقديره بطريقة انحدار عدم الارتباط

الظاهري($SUR^*$)، والتي تشبه طريقة المربعات الصغرى ذات المتغيرات الصورية، حيث تتميز هذه الطريقة بعدم افتراض ثبات التباين بين الوحدات المقطعية والسماح بإمكانية وجود علاقة بين المتغيرات العشوائية للوحدات المقطعية، كما تم تقدير نموذج التأثيرات العشوائية بطريقة المربعات الصغرى المعممة المقدرة($FGLS^{**}$)، والتي تستعمل لاستيعاب كلا من اختلاف التباين والارتباط بين القطاعات.

**أولا: تقدير معلمات نماذج انحدار البيانات الطولية**

يوضح الجدول التالي نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار البيانات الطولية:

**الجدول رقم(10): نتائج تقدير المعلمات لنماذج انحدار البيانات الطولية**

| النموذج | | *(PM)* نموذج الانحدار التجميعي | *(FEM)* نموذج التأثيرات الثابتة | *(REM)* نموذج التأثيرات العشوائية |
|---|---|---|---|---|
| طريقة التقدير | | *(OLS)* | *(SUR)* | *(FGLS)* |
| ROI | ***Coefficient*** | -0.430994 | 1.178251 | -0.099115 |
| | Std. Error | 0.127167 | 1.172526 | 0.143266 |
| | ***t-Statistic*** | -3.389204 | 2.833185 | -0.691822 |
| | ***Prob*** | 0.0008 | 0.0426 | 0.4896 |
| DPA | ***Coefficient*** | 6.996632 | 6.082719 | 7.033901 |
| | Std. Error | 0.815833 | 1.144576 | 0.868790 |
| | ***t-Statistic*** | 8.576058 | 5.314384 | 8.096207 |
| | ***Prob*** | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 |
| BPA | ***Coefficient*** | -0.020675 | 1.666170 | 3.280514 |
| | Std. Error | 0.010038 | 0.827509 | 0.693642 |
| | ***t-Statistic*** | -2.059560 | 2.013477 | 4.729408 |
| | ***Prob*** | 0.0404 | 0.0453 | 0.0000 |
| DTCP | ***Coefficient*** | 4.927281 | 0.028699 | -0.001829 |
| | Std. Error | 0.636593 | 0.021424 | 0.013783 |

*SUR: Seemingly Unrelated Regression.

**FGLS: Square Feasible Generalized Least.

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| -0.132725 | 1.339569 | 7.740082 | ***t-Statistic*** | |
| 0.8945 | 0.1817 | 0.0000 | ***Prob*** | |
| 18.97875 | 19.58043 | 19.36540 | ***Coefficient*** | ***CONSTANT*** |
| 2.095141 | 2.864123 | 1.403262 | Std. Error | |
| 9.058459 | 6.836448 | 13.80027 | ***t-Statistic*** | |
| 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | ***Prob*** | |
| 0.543814 | 0.878006 | 0.755493 | ***R-Square*** | |
| 80.46584 | 33.04792 | 208.5652 | ***F-Statistic*** | |
| 0.000000 | 0.000000 | 0.000000 | ***Prob(F-Stat)*** | |
| 1.292354 | 1.532264 | 0.871900 | ***DW*** | |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews*09.

من خلال الجدول رقم (10)، نلاحظ نتائج النماذج الثلاثة، حيث نجد أن نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية يعانيان من مشكلة الارتباط الذاتي وذلك لأن قيمة داربن واتسن لديهما صغيرة وبعيدة عن الاثنين (كلما اقتربت قيمة داربن واتسن من 2 كلما كان النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي)، كما نجد أن القدرة التفسيرة لنموذج التأثيرات الثابتة أكبر من النماذج الأخرى وذلك نلاحظه في قيمة R، وللمفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة سوف يتم استخدام أساليب الاختيار بين النماذج الثلاثة من خلال إختبار فيشر المقيد الذي يساعد على المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، واختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، والجدول التالي يبين نتائج المفاضلة.

**الجدول رقم (11): نتائج إختبار F المقيد واختبار (*Hausman*)**

| ***Effects Test*** | ***Statistic*** | ***d.f*** | ***Prob*** | اختبار إحصائية (***F***) |
|---|---|---|---|---|
| ***Cross-section F*** | 5.021261 | (45,225) | 0.0000 | |
| ***Test Summary*** | ***Chi-Sq Statistic*** | ***Chi-Sq d.f*** | ***Prob*** | اختبار |
| ***Cross-section random*** | 17.877053 | 4 | 0.0013 | (***Hausman***) |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews*09.

نلاحظ من الجدول أعلاه، أن قيمة (*Prob Cross-section F*) أصغر من 05% وبالتالي نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي أن الترجيح كان لصالح نموذج التأثيرات الثابتة.

من الجدول السابق نلاحظ أيضا أن قيمة(*Prob Cross-section random*) أقل من 05% وبالتالي نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل ؛ أي أن الترجيح كان لصالح نموذج التأثيرات الثابتة، وبالتالي يمكن القول بأن نموذج التأثيرات الثابتة كان أكثر ملائمة للبيانات المدروسة، وبالتالي فإن معاملات الميل المقدرة تكون متسقة وذات كفاءة مما يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة يعتبر أفضل النماذج المقدرة.

**ثانيا: تحليل النموذج الانحدار المتعدد النهائي**

يمثل الجدول رقم (12) نتائج النموذج الانحدار المتعدد النهائي المتحصل عليها بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية، حيث تم استبعاد قرار التمويل لأنه غير معنوي.

**الجدول رقم (12): النموذج الانحدار المتعدد النهائي بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية**

Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 03/24/17 Time: 23:34
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0000 | 11.97468 | 1.877436 | 22.48170 | C |
| 0.0463 | 2.062927 | 1.168826 | 1.128802 | ROI |
| 0.0000 | 5.154531 | 1.130648 | 5.827961 | DPA |
| 0.0337 | 2.136147 | 0.825735 | 1.763891 | BPA |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.877033 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.850916 | Adjusted R-squared |
| 7.525411 | Akaike info criterion | 9.618643 | S.E. of regression |
| 8.169854 | Schwarz criterion | 20909.14 | Sum squared resid |
| 7.784044 | Hannan-Quinn criter. | -985.7440 | Log likelihood |
| 1.497950 | Durbin-Watson stat | 33.58098 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |

**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews*09.

بعد استبعاد التغيرات غير المعنوية تم الحصول على النموذج الموضح في الجدول أعلاه، حيث يمكن استخراج معادلة الانحدار المتعدد التي تجمع بين المتغيرات المستقلة المدروسة والمتغير التابع وفق المعادلة التالية:

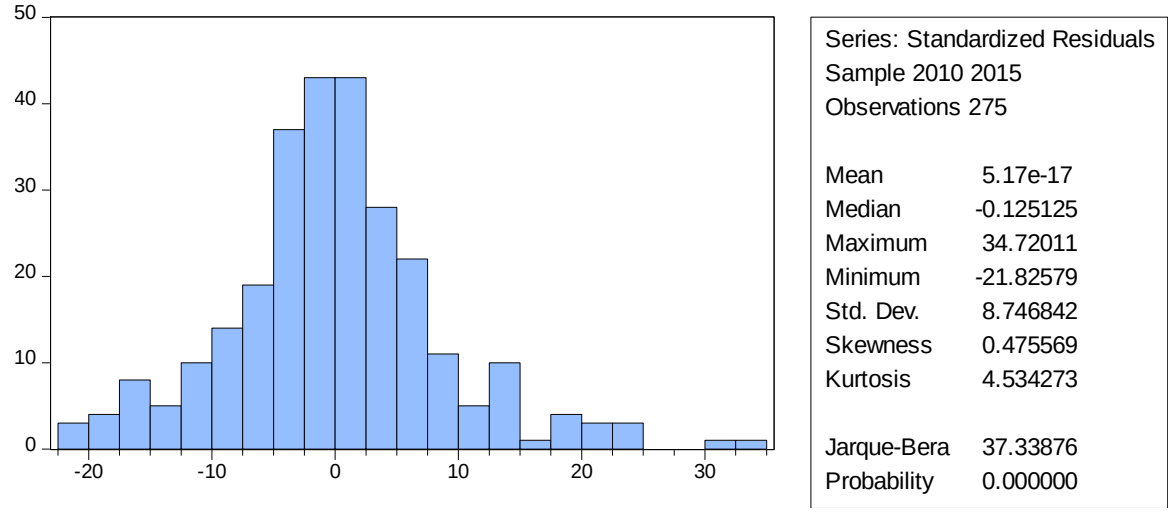
**VB= 22.48 +1.12ROI +1.75BPA +5.82DPA**

انطلاقا من استخراج معادلة الانحدار سيتم اختبار هذا النموذج وتحليله بعد التأكد من خلوه من المشاكل القياسية.

**1- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:**

نستطيع اختيار أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي من خلال استخدام اختبار *Jarque-Bera* ، حيث نحصل على نتائج هذا الاختبار في الجدول التالي:

**الجدول رقم(13): نتائج اختبار (Jarque-Bera)**




**المصدر**: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات *Eviews*09.

**2- اختبار الإرتباط التسلسلي:**

يمكن اختبار الإرتباط التسلسلي للبواقي من خلال اختبار LM، حيث نحصل على نتائج الاختبار في الجدول التالي:

**الجدول رقم (14): اختبار الإرتباط التسلسلي LM**

Residual Cross-Section Dependence Test
Null hypothesis: No cross-section dependence (correlation) in residuals
Equation: Untitled
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275
Test employs centered correlations computed from pairwise samples

| Prob. | d.f. | Statistic | Test |
|---|---|---|---|
| 0.0000 | 1035 | 1451.959 | Breusch-Pagan LM |
| 0.0000 | | 9.164478 | Pesaran scaled LM |
| 0.0000 | | 4.564478 | Bias-corrected scaled LM |
| 0.0000 | | 14.57206 | Pesaran CD |

**المصدر**: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات*Eviews*09.

يتضح من خلال نتائج الاختبارات السابقة سلامة النموذج إحصائيا، حيث نستنتج من اختبار (Jarque-Bera) أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، وخلوه من الارتباط التسلسلي بين الأخطاء باستخدام اختبار (LM) حتى الدرجة الثانية، أما إحصائية داربن واتسن فهي تساوي1.497950، حيث تقترب من اثنين الأمر الذي يؤكد أنه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

كما أثبت الدراسة أن النموذج ككل معنوي من خلال مستوى المعنوية الكلية، حيث كانت القيمة الإحتمالية في الجدول رقم (12) Prob(F-statistic) تساوي 0.000 وهي أقل من 0.01، أي النموذج يفسر التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للشركات محل الدراسة، حيث بلغت قيمة التفسير 87.70 %، بمعنى أن المتغيرات المستقلة المدروسة في الدراسة تفسر 87.70 % من القيمة السوقية (قيمة السهم) للشركات محل الدراسة، حيث بلغ معامل التحديد المتحصل عليه من الجدول رقم (12) R-squared 0.877033 .

كما تبين من خلال نتائج الإختبارات السابقة (داربن واتسن، LM، Jarque-Bera)، خلو النموذج من المشاكل القياسية، أي تم استخدام هذا الاختبارات لتوضيح مدى خلو النموذج المدروس من المشاكل القياسية.

**ثالثا: تحليل نتائج الدراسة**

توصلت نتائج الدراسة إلى النقاط التالية:

- وجود أثر معنوي لمتغير قرار الإستثمار ممثلا بالعائد على الإستثمار على القيمة السوقية ( قيمة السهم) للشركات محل الدراسة وذلك بقيمة 1.12، لأنه كلما ارتفعت قيمة قرار الإستثمار بوحدة واحدة تتأثر

القيمة السوقية للشركات محل الدراسة بقيمة 1.12 وحدة، أي هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة؛

- عدم وجود أثر معنوي لمتغير قرار التمويل ممثلا بنسبة الديون على القيمة السوقية ( قيمة السوقية للسهم) للشركات محل الدراسة؛
- وجود أثر معنوي لمتغير ربحية السهم الواحد على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة وذلك بقيمة 1.76، لأنه كلما ارتفعت ربحية السهم الواحد بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية للشركات محل الدراسة ب1.76 وحدة، أي هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة؛
- وجود أثر معنوي لمتغير نصيب السهم من التوزيعات على القيمة السوقية للشركات محل الدراسة وذلك بقيمة 5.82، لأنه كلما ارتفعت نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية للشركات محل الدراسة ب5.82 وحدة، أي هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم الواحد من التوزيعات والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة؛
- يفسر النموذج الانحدار الكلي المتحصل عليه، أي أن قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح ( ربحية السهم الواحد، نصيب السهم من التوزيعات) يفسران القيمة السوقية ( قيمة السهم في السوق) للشركات محل الدراسة بنسبة 87.70 %.

**خلاصة الفصل:**

حاولنا في هذا الفصل اختبار مدى مساهمة قرارات المالية في الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة ( القيمة السوقية للسهم)، وذلك من خلال دراسة علاقة كل من قرار الإستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2015، وذلك باختيار عينة تتكون من 46 شركة مدرجة موزعة بين 6 قطاعات، حيث تم التوصل إلى وجود أثر معنوي بين قرار الإستثمار والقيمة السوقية (القيمة السوقية للسهم) للشركات محل الدراسة، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي بين قرار توزيع الأرباح معبر عنه بمتغيرين هما: ربحية السهم الواحد ونصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، بينما توصلنا في دراستنا إلى عدم وجود أثر معنوي بين قرار التمويل والقيمة السوقية للشركات محل الدراسة، حيث تم الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة الأكثر ملائمة للبيانات المدروسة، الذي يعتبر أحد أشكال نماذج البيانات الطولية.

# الخاتمة العامة

**الخاتمة العامة:**

حاولنا من خلال الدراسة المقدمة توضيح فعالية القرارات المالية المتخذة من قبل المؤسسات في تعظيم القيمة السوقية، وذلك بالإعتماد على ثلاثة قرارات ذات أهمية كبيرة بالنسبة للإدارة المالية، والمتمثلة في قرارات الإستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، حيث تم معالجة تأثير هذه القرارات على قيمة المؤسسة من الجانب النظري وذلك من خلال عرض لأهم المقاربات النظرية التي اهتمت بتفسير هذه العلاقة، بالرغم من الاختلاف في وجهات النظر بين هذه المقاربات في وجود تأثير لهذه القرارات على قيمة المؤسسة من عدمه، خاصة ما تعلق بكل من قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح، بعدها تم دراسة تأثير هذه القرارات الثلاثة على القيمة السوقية ( القيمة السوقية للسهم) لعينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي، وذلك بغية معرفة مدى قدرة الشركات السعودية على توظيف مثل هذه القرارات بالشكل الذي يسمح لها بتعظيم قيمتها السوقية
( تعظيم قيمة أسهمها)، وعلى هذا الأساس توصلنا إلى جملة من النتائج والإقتراحات وآفاق الدراسة التي نحاول تناولها كالآتي:

**أولا: نتائج الدراسة**

على ضوء الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية والفرضيات المطروحة ومحاور الدراسة، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية التالية:

**1- النتائج النظرية:**

تتمثل أهم النتائج النظرية المتوصل إليها في النقاط الآتية:

- يتمثل القرار الإستثماري في اختيار المشروع الإستثماري أو البديل الإستثماري من البدائل الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسات، حيث يتوقف اختيار هذا البديل على معدل العائد من هذا الإستثمار، ودرجة المخاطر المتوقعة، إضافة إلى درجة توفر الموارد المالية.
- يتعلق قرار التمويل بإختيار الهيكل المالي المناسب الذي يخفض تكلفة الوسطية المرجحة ويقلل من المخاطر المالية، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك من خلال تعظيم قيمة أسهم المؤسسة؛
- يرتبط قرار التمويل بالقرار الإستثماري من خلال المقارنة بين المشاريع الإستثمارية وتكلفة تمويلهم، بمعنى اختيار المشاريع ذات تكلفة التمويل المنخفضة والمردودية المرتفعة؛
- يتوقف قيام المؤسسة بإحتجاز الأرباح في تمويل مختلف استثماراتها على العائد المتوقع الحصول عليه من هذا الإستثمار؛
- يتأثر قيمة السهم في السوق المالي بمعدل نمو المؤسسة وذلك من خلال الأرباح المحتجزة، بمعنى أن الأرباح التي يتم احتجازها وإعادة استثمارها في المؤسسة، حيث أن زيادة الأرباح المحتجزة يؤدي إلى زيادة معدل النمو في الأرباح المستقبلية للمؤسسة مما ينعكس على ارتفاع سعر السهم وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة؛

- تتحدد قيمة السهم كذلك في السوق المالي بسياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل المؤسسة ومدى استقرارها واستمرار التوزيع ونوعية الإستثمارات المختارة، إضافة إلى المركز المالي للمؤسسة وظروف الطلب والعرض بالسوق المالي،
- يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة هدف استراتيجي يتوقف بدرجة كبيرة على شكل ونوعية القرار المالي المتخذ من قبل المؤسسة.

**2- النتائج التطبيقية:**

تتمثل أهم النتائج التطبيقية التي تم التوصل إليها في دراستنا فيمايلي:

- يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة أكثر ملائمة للبيانات المدروسة في دراستنا مقارنة بنموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك بالإعتماد على اختبار فيشر المقيد **و *Hausman*.**
- قرارات الإستثمار وقرارات توزيع الأرباح ( ربحية السهم الواحد، نصيب السهم من التوزيعات) يفسران حوالي 87% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية ( سعر السهم في السوق) للشركات السعودية المدرجة في السوق المالي، وبالتالي يؤدي ذلك لتعظيم القيمة السوقية للشركات محل الدراسة، مما يدل على فعالية قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح في تعظيم القيمة السوقية للشركات.
- وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين المتغير المستقل قرار الإستثمار مقاسا بالعائد على الإستثمار والمتغير التابع هو القيمة السوقية للشركة معبرا عنها بسعر الإغلاق في نهاية كل عام، أي تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بقرار الإستثمار، حيث كلما ارتفع العائد على الإستثمار بوحدة واحدة ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة 116%، هذا يدل على أن الشركات السعودية تستغل الفرص الإستثمارية المتاحة لرفع من قيمة أسهمها وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للشركة، وعلى هذا الأساس **نقبل الفرضية الأولى**.
- لا يوجد أثر معنوي لمتغير قرار التمويل مقاسا بنسبة الهيكل المالي ( إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) على القيمة السوقية للمؤسسة، هذا لا يعنى عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، مما يدل على أن الشركات السعودية لا تستفيد من الديون لرفع من قيمتها السوقية، وبهذا نكون قد **أكدنا على الفرضية الثانية**.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح مقاسا بربحية السهم الواحد والقيمة السوقية للمؤسسة ( القيمة السوقية للسهم)، أي تتأثر القيمة السوقية للسهم بربحية السهم الواحد، حيث كلما ارتفعت القيمة الربحية للسهم الواحد بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة ب 176%، وبالتالي **قبول الفرضية الثالثة**.
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قرار توزيع الأرباح مقاسا بنصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية للمؤسسة ( القيمة السوقية للسهم)، أي تتأثر القيمة السوقية للسهم بنصيب السهم من التوزيعات، حيث كلما ارتفعت قيمة نصيب السهم من التوزيعات بوحدة واحدة ارتفعت القيمة السوقية للسهم ب 5.82 وحدة، هذا يعنى أن الشركات السعودية تعطى اهتمام للتوزيعات النقدية باعتبارها تؤثر بدرجة كبيرة على قيمة أسهمها في السوق

المالي، كذلك هذا يدل على اهتمام المستثمرون في السوق المالي السعودي بالتوزيعات النقدية التي تقوم بها الشركات أكثر من اهتمامهم بربحية السهم، وبالتالي **قبول الفرضية الرابعة**.

**ثانيا: الإقتراحات**

تتمثل أهم الإقتراحات التي يمكن استنتاجها من نتائج الدراسة في النقاط التالية:

- ينبغي على الشركات السعودية الإهتمام باتخاذ القرار التمويلي الخاص باختيار الهيكل المالي الذي يعظم من قيمتها السوقية، بمعنى تفعيل قرار التمويل كمتغير يؤثر على القيمة السوقية للشركات؛
- ينبغي على الشركات السعودية الإستغلال الأمثل للديون التي تتحصل عليها في الرفع من قيمتها السوقية، وذلك عن طريق توظيفها في فرص الإستثمارات المربحة؛
- ينبغي على الشركات السعودية اختيار نوعية القرارات المالية التي تؤدي إلى تعظيم قيمتها السوقية، أي تفعيل شكل القرار المالي المتخذ في تعظيم قيمة الشركة.
- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات حول القرارات الأكثر تأثيرا في أسعار الأسهم السوقية للشركات السعودية.

**ثالثا: آفاق الدراسة**

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية التي قمنا بها، نحاول اقتراح بعض الآفاق كالتالي:

- دراسة تأثير قرار توزيع الأرباح بشكل منفصل على القيمة السوقية لأسهم الشركات السعودية المدرجة في السوق المالي؛
- دراسة تأثير القرارات المالية ( قرار الإستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح) على القيمة السوقية في قطاع البنوك السعودي؛
- دراسة كفاءة السوق المالية السعودية عند المستوى الضعيف؛
- إعادة الدراسة السابقة بتوسيع عينة الدراسة ؛
- دراسة مدى تأثير قرار الإستثمار وقرار التمويل معا على القيمة السوقية للمؤسسة لنفس العينة.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية.

### أ- الكتب

1- أحمد السيد عامر، الإحصاء الوصفي والتحليلي، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2007.

2- أحمد فوزي ملوخية، أسس دراسات الجدوى للمشروعات الإقتصادية، مكتبة سنان للمعرفة ونشر وتوزيع الكتب، الإسكندرية، مصر، 2005.

3- أكرم محمد عرفان المهتدي، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية (بحوث العمليات)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

4- السيد عبد المولي، أصول الإقتصاد، دار الفكر العربي، مصر، 1977.

5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

6- إمتثال محمد حسن، محمد علي محمد، الإستدلال الإحصائي، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر.

7- بشير علاق، مبادئ الإدارة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

8- بلعور سليمان، التسيير المالي (محاضرات وتطبيقات)، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2016.

9- ثابت عبد الرحمن إدريس، إدارة الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

10- جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية ( مدخل اتخاذ القرارات )، الدار الجامعية، مصر، 2006.

11- جميل أحمد توفيق، إدارة الأعمال (مدخل وظيفي)، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1986.

12- جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.

13- حسن أحمد الخضيري، التمويل بدون نقود، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2001.

14- حسن أحمد الشافعي، دراسات الجدوى والمشروعات الصغيرة للتربية البدنية والرياضة، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2006.

15- حسين علي مشرقي، زياد عبد الكريم القاضي، بحوث العمليات (تحليل كمي في الإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1997.

16- حسين مصطفى هلالى، الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1999.

17- حمزة الشمخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.

18- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

19- خليل محمد حسن الشماع والآخرون، مبادئ إدارة الأعمال، دار الكتب للطباعة و النشر، بغداد، العراق، بدون سنة.

20- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

21- ربحي مصطفى عليان، أسس الإدارة المعاصرة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

22- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.

23- رضا صاحب أبو حمدال علي، سنان كاظم الموسوي، وظائف الإدارة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.

24- زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 1996.

25- زيد منير عبوي، الإدارة واتجاهاتها المعاصرة (وظائف المدير)، دار دجلة، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

26- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.

27- سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة الأولى، 2001.

28- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر،1999.

29- سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الإقتصادية للمشروعات الإستثمارية وقياس الربحية التجارية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 2000.

30- سنان الموسوي، رضا صاحب أبو أحمد، مفاهيم إدارية معاصرة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2002 .

31- سهيل عبيدات، إدارة الوقت وعملية اتخاذ القرارات والاتصال للقيادة الفعالة، عالم الكتب الحديث، اربد، الأردن، 2008.

32- سهيلة عبد الله سعيد، الجديد في الأساليب الكمية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

33- سيد الهواري، الإدارة المالية (منهج اتخاذ القرارات )، مكتبة عين شمس، مصر، 1996.
34- صبحي جبر العتيبي، تطور الفكر والأساليب في الإدارة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
35- صديق محمد عفيفي، إدارة الأعمال في المنظمات المعاصرة، مكتب عين شمس، مصر، 2003.
36- ضياء مجيد، البورصات (أسواق المال وأدواتها)، مؤسسة شباب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
37- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2008.
38- طارق عبد العال حماد، تقدير قيمة بنك لإغراض الإندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، مصر، 2002.
39- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
40- عاطف وليم أندراوس، دراسات الجدوى الإقتصادية للمشروعات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
41- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة المالية( أسس، مفاهيم، تطبيقات )، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
42- عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، الأساليب الكمية التطبيقية في إدارة الأعمال، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.
43- علي شريف، أحمد ماهر، اقتصاديات الإدارة، الدار الجامعية، مصر، 1987.
44- عبد الحميد عبد المجيد البلداوي، نجم عبد الله الحميدي، الأساليب الكمية التطبيقية في إدارة الأعمال، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
45- عبد الرؤوف جابر، الرقابة المالية والمراقب المالي من الناحية النظرية، دار النهضة العربية، لبنان، 2004.
46- عبد العزيز محمد المخلافي، أساسيات الإدارة المالية، جامعة صنعاء، اليمن، بدون سنة.
47- عبد الغفار حنفي، أساسيات إدارة منظمات الأعمال، الوظائف والممارسات الإدارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
48- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1993.
49- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007.
50- عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
51- عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
52- عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الإقتصادية لاتخاذ القرارات الإستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2006.

53- عبد المعطي ارشيد، حسنى علي خريوش، أساسيات الإدارة المالية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

54- عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.

55- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي" اتجاهات معاصرة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

56- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.

57- علاء عبد الرزاق محمد حسن السالمي، نظم دعم القرارات، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005 .

58- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

59- علي عبد الهادي مسلم، تحليل وتصميم منظمات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، بدون سنة.

60- علي أحمد أبو حسن، المحاسبة الإدارية المتقدمة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، بدون سنة.

61- علي حسن علي وآخرون، الإدارة الحديثة لمنظمات الأعمال، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.

62- علي حسين وآخرون، بحوث العمليات وتطبيقاتها في وظائف المنشأة، دار زهران، عمان، الأردن، 1999.

63- علي عباس، أساسيات علم الإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.

64- عمر وصفي عقيلي، الإدارة المعاصرة، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

65- فداغ الفداغ، المحاسبة الإدارية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.

66- فريد النجار، الإدارة المالية التطبيقية، الدار الجامعية، مصر، 2006.

67- فهد عبد الله الحويماني، المال والإستثمار في الأسواق المالية، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية للنشر، الطبعة الثانية، 2006.

68- كاسر نصر المنصور، الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، دار حامد، جامعة عمان الأهلية، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

69- كاسر نصر المنصور، نظرية القرارات الإدارية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2000.

70- مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2002.

71- محمد إسماعيل بلال، بحوث العمليات، استخدام الأساليب الكمية في صنع القرار، دار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

72- محمد الفياض، عيسى قدادة، بحوث العمليات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.

73- محمد راتول، بحوث العمليات، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثانية، 2006.
74- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.
75- محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، مصر، بدون سنة.
76- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في إدارة الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
77- محمد صالح جابر، الإستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005.
78- محمد عبد القادر عطية، دراسات الجدوى التجارية والإقتصادية والإجتماعية في المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
79- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
80- محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
81- محمد كمال خليل الحمزاوي، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الثانية، 2000.
82- محمد محمد كعبور، بحوث العمليات، نماذج وتطبيقات، منشورات أكاديمية للدراسات العليا، طرابلس (ليبيا)، الطبعة الأولى، 2005.
83- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
84- محمد يونس خان، هشام صالح غرايبة، مركز المكتب الأردني للنشر والتوزيع، الأردن، 1995.
85- مركز القرار للاستشارات، تنمية المهارات القيادية للمديرين الجدد، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الأولى، 2001.
86- مصطفى أبوبكر، مصطفى مظهر، بحوث العمليات وفعالية القرارات "مدخل تطبيقي لتحقيق الجودة الشاملة"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1997.
87- مليكة زغيب ، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2010.
88- منعم زمرير الموسوي، اتخاذ القرارات الإدارية، دار اليازوري العالمية، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
89- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، الطبعة الثانية، 2005.
90- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، مصر، ط4، 1999.

91- منير إبراهيم هندي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، قسم إدارة الأعمال، الإسكندرية، مصر، 1997.

92- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.

93- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر،1998.

94- موسى حسين، الإدارة المعاصرة، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، الطبعة الأولى، 2005.

95- نادرة أيوب، نظرية القرارات الإدارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.

96- ناصر دادي عدون، الإدارة والتخطيط الاستراتيجي، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2001 .

97- نبيل شاكر، إعداد دراسات الجدوى وتقييم المشروعات الجديدة، جامعة عين شمش، القاهرة، مصر، الطبعة الثانية، 1998.

98- نصيب رجم، الإحصاء التطبيقي، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2004.

99- نهال فريد مصطفى، أساسيات الأعمال، دار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2003.

100- نواف كنعان، اتخاذ القرارات الإدارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

101- نواف كنعان، القيادة الإدارية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

102- نوال عبد الكريم الأشهب، اتخاذ القرارات الإدارية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2015.

**ب- الرسائل والأطروحات:**

103- أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2009.

104- أحمد جنان، نظام المعلومات المحاسبي ودوره في اتخاذ القرارات "دراسة حالة وحدة تريفال"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع إقتصاد كمي، جامعة الجزائر، 2004.

105- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية "دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS بسكرة"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011-2012.

106- أحمد كامل شريعه، استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات في المؤسسات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2008-2009.

107- الجوزي غنية، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها "دراسة حالة مجمع صيدال"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011- 2012.

108- إسماعيل جميل الصعيدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السوق "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011.

109- إسمهان خلفي، دور نظام المعلومات في اتخاذ القرارات "دراسة حالة مؤسسة نقاوس للمصبرات"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص إدارة الأعمال، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2008-2009.

110- إسلام فيصل أحمد، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح (دراسة اختبارية)، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011.

111- إسماعيل مناصرية، دور نظام المعلومات الإدارية في الرفع من فعالية عملية اتخاذ القرارات الإدارية " دراسة حالة الشركة الجزائرية للألمنيوم"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، قسم العلوم التجارية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2003-2004.

112- بكاري بلخير، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)"، أطروحة دكتوراة غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2009-2010.

113- بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم "دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996- 2006"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2009-2010.

114- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة "دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.

115- بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي والمالي "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة AMS ( العلمة)،" رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2010-2011.

116- بداح محسن السبيعي، العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الإستثمار في الشركات المساهمة العامة الكويتية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2012.

117- بن مالك عمار، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء"دراسة حالة شركة إسمنت السعودية للفترة الممتدة من 2006- 2010"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2010- 2011.

118- بن ختو فريد، قياس مردودية وكفاءة المؤسسات البنكية "دراسة البنوك الجزائرية خلال الفترة 2005-2011، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاد قياسي، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013-2014.

119- بوليمة مريم، البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص بنك وهندسة مالية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2011-2012.

120- جهاد ربحي عبد القادر الناطور، أثر تطبيق معايير بطاقة الأداء المتوازن على القرار الإستثماري في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، 2005.

121- حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان 2004-2009، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010.

122- حورية بديدة، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي "دراسة اختبارية وحدثيه لمؤشر CAC40 مابين 2007 و2009"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010-2011.

123- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الإستثمار بالأسهم "دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية ( الأردن، السعودية، وفلسطين)"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.

124- حسن عيسى أبو حمام، أساليب المحاسبة الإدارية الإستراتيجية المطبقة من قبل الشركات المدرجة في بورصة فلسطين وتأثيرها على الهيكل التمويلي لتلك الشركات، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2012-2013.

125- حسام مسعودي، واقع التداول الإكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000- 2009، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.

126- خالد أحمد القصاص، استخدام منهج سيجما ستة (six sigma) في ترشيد اتخاذ القرارات الإستثمارية "دراسة تطبيقية على البنوك التجارية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2013-2014.

127- خالد محمد اللوزي، أثر ممارسة إدارة الأرباح على أسعار الأسهم "دراسة اختبارية على الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، قسم المحاسبة والتمويل، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2013.

128- خيرة مزوزي، أثر الإعلان عن سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم المدرجة في سوق دبي المالي "دراسة حدثية خلال سنة 2011"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2014-2015.

129- ذهيبة بن عبد الرحمان، دراسة تأثيرات التغيرات في مؤشرات الأداء في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية "حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة مابين 2005-2006"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011 -2012.

130- ريغة أحمد الصغير، تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الآلات الصناعية PMO"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013- 2014.

131- رفيق باشوندة، عوامل التحكم في المردودية المالية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة المصابيح"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 1996-1997.

132- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

133- رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات ( دراسة مالية ومحاسبية)، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009- 2010.

134- رواء عبد الرزاق باعكضة، أثر المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية على أسعار الأسهم "دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز بجدة، السعودية، 2011.

135- رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الإقتصادية "دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2007-2008.

136- زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.

137- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية "دراسة حالة بعض الدول العربية" أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.

138- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية "دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2011- 2012"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية والعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.

139- سامية زيطارى، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة "حالة أسواق الأوراق المالية العربية"، أطروحة دكتوراة غير منشورة في العلوم الإقتصادية، فرع القياس الإقتصادي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.

140- سميرين سمير خليل أبو راضي، تحليل حجم تداول أسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية الأعمال، الأردن، 2009.

141- سليم عماري، دور تقييم الأداء المالي في التنبؤ بالفشل المالي للشركات "دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2012"، رسالة ماجستير غير منشورة في

العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015.

142- شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية "دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009- 2010.

143- صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.

144- عاشور بدار، المفاضلة بين نموذج السلاسل الزمنية ونموذج الإنحدار البسيط في التنبؤ بحجم المبيعات في المؤسسة الإقتصادية " دراسة حالة مطاحن الحضنة بالمسيلة"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص إدارة الأعمال، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2005- 2006.

145- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة "دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، مالية المؤسسة،كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2008-2009.

146- عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر التمويل للمؤسسة ، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة الجزائر، 2003-2004.

147- عماروش خديجة إيمان، تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل رأس المال للمؤسسة الإنتاجية باستخدام السلاسل الزمنية المقطعية، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006- 2007.

148- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية: قياس وتقييم "دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة ( 2000- 2002)"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2001-2002.

149- عيادي عبد القادر، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل"حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2007-2008.

150- غدير محمود المهتدي، استخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الإقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم ( دراسة حالة بنك فلسطين)، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014.

151- فادي خليل ظاهر الأسطل، بطاقة الأداء المتوازن وعلاقتها بعملية اتخاذ القرارات الإدارية "دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية بقطاع غزة"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2001.

152- فداء موسى محمد أبوراشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم المالية والمصرفية، جامعة اليرموك، الأردن، 2013-2014.

153- منال إسماعيل البحيصي، استخدام الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات "دراسة تطبيقية من خلال استخدام نموذج محاكاة بالحاسوب لحل مشكلة خطوط الإنتظار في عيادة صحية"، رسالة ماجستير غير منشورة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005 .

154- محمد عبد الكريم محمد، إدارة الأرباح وسياسة توزيع الأرباح "دراسة مقارنة بين الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في سوق عمان المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012.

155- محمد داود عثمان، أثر مخففات مخاطر الائتمان على قيمة البنوك "دراسة تطبيقية على قطاع البنوك التجارية الأردنية باستخدام معادلة Tobin'Sq" أطروحة دكتوراة غير منشورة في قسم المصارف، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008.

156- نسيبة حسين نصيرات، أثر الرفع المالي والربحية وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المستقبلية للشركة "دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم المالية والمصرفية، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2012-2013.

157- نيفين عبد القادر حمزة إبراهيم حال، استخدام مدخل القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المحاسبي للشركات، رسالة ماجستير غير منشورة في المحاسبة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، مصر، 2014.

158- هلالي الوليد، الأسس العامة لبناء المزايا التنافسية ودورها في خلق القيمة" دراسة الجزائرية للهاتف النقال موبيليس"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، فرع الإستراتيجية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2008-2009.

159- هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراة غير منشورة في علوم التسيير، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

160- يوسف خروبي، تقدير العائد والمخاطرة للإستثمارات بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية "دراسة حالة سوق مسقط (سلطنة عمان) للأوراق المالية خلال الفترة 2006- 2009"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012.

161- يحي دريس، دور إقامة نظام وطني للمعلومات الإقتصادية في دعم متخذي القرار "حالة الجزائر"، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، تخصص استراتيجية السوق في ظل اقتصاد تنافسي، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة، الجزائر، 2005-2006.

162- يبالة سميرة، المدير وعملية اتخاذ القرار في إدارة المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال، جامعة الجزائر، 2003-2004.

163- ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة "دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2010"، رسالة ماجستير غير منشورة في العلوم التجارية، تخصص مالية كمية، كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر،2014-2015.

**ج- المجلات:**

164- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الإقتصادية " دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية"، مجلة تنمية الرافدين، كلية الإدارة والإقتصاد، العدد89، جامعة الموصل، العراق، 2008.

165- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الإقتصادية والقانونية، العدد 10، جوان 2013.

166- حكيم حمود فليح الساعدي، تعزيز الإبلاغ المالي للشركات باستخدام القيمة الإقتصادية المضافة "دراسة تحليلية من وجهة نظر الأكاديميين والممارسين"، مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد 43، العراق، 2015.

167- حامد سعد الشمرتي، علي خليل الزبيدي، تخطيط الإنتاج بإستخدام البرمجة الهدفية، مجلة التقني، المجلد 20، العدد 02، بغداد، العراق، 2007.

168- حسين صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة " دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، خلال الفترة 2008- 2013"، مجلة الباحث، العدد 15، ورقلة، الجزائر، 2015.

169- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية "دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة العلوم الإقتصادية والعلوم التسيير، العدد11، جامعة دمشق، 2011.

170- زكريا يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد21، 2012.

171- وليد زكرياء صيام، محمد نواف قطيشات، تأثير قرارات التأجير التمويلي على الأداء المالي للشركات المستأجرة في الأردن، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 34، العدد1، الأردن، 2007.

172- سمير منير عبد الملك الشماع، القرارات المالية الإستراتيجية في إستئجار الموجودات طويلة الأجل، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد 67، كلية الإدارة والإقتصاد، العراق، 2007.

173- شهاب الدين حمد النعيمي، استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي، مجلة العلوم الإقتصادية والإدارية، المجلد 18، العدد 68، جامعة بغداد، العراق، 2012.

174- صايفي عمار، محددات الإستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصادية عربية، العدد71، 2015.

175- عمر السر الحسن محمد، موفق محمد ربابعة، مؤشرات الأداء المبنية على التدفقات النقدية وأثرها على أسهم الشركات المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق "دراسة تطبيقية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الإقتصادي، المجلد الثاني، العدد 29، جامعة زيان عاشور بالجلفة، جانفي 2017،

176- عبد الغني دادي، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد06، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008.

177- عبد المجيد تيماوي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات والدراسات، العدد 13، معهد العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 2011.

178- عبد الحسين توفيق شبلي، استخدام مدخل القيمة الإقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي والتشغيلي في الوحدات الإقتصادية، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد السادس، العدد 23، العراق، 2009.

179- علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة " دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، جامعة ورقلة، الجزائر، 2012.

180- عابد حسن رشيد المزوري، محمد حويش علاوي الشجيري، أثر جودة الإبلاغ المالي على قيمة المنشأة " دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، جامعة دهوك، [على الخط]، http://www.iasj.net/iasj?func=fulltext&aId=35253

181- عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية " دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردنية للفترة (2000-2006)"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد7، العدد2، الأردن، 2011.

182- علاء محمد شكري عبد الحميد، دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية، المجلة العربية للإدارة، المجلد 32، العدد 2، ديسمبر 2012.

183- علام محمد موسى حمدان، العلاقة بين الحاكمية وتوزيعات الأرباح وتأثرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 10، العدد01، الأردن، 2014.

184- غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات الهيكل المالي بشركات الأعمال "دراسة الشركات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة العلوم الإدارية"، المجلد 38، العدد 02، جامعة الأردنية، 2011.

185- فراس خضير الزبيدي، العلاقة بين العائد والمخاطرة وأثرها في القيمة السوقية للأسهم "دراسة على عينة من شركات القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والإقتصادية، كلية الإدارة والإقتصاد، المجلد 16، العدد 02، جامعة القادسية، العراق، 2014.

186- فواز صالوم حمودي، مشكلات الاستئجار التمويلي وأثرها على عملية اتخاذ القرار التمويلي الأمثل في تنفيذ الإستثمارات، مجلة جامعة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 21، العدد الأولى، قسم العلوم الإدارية، كلية الإقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2005.

187- قسمة صابر عوض، تأثير مؤشرات التحليل المالي في ترشيد القرارات الإستثمارية" دراسة ميدانية في الشركة العامة للصناعات النسيجية لمدة 2000-2005"، مجلة العلوم المالية والمصرفية، المجلد 09، العدد 02، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة القادسية، 2007.

188- محمد زرقون، أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة "دراسة تحليلية مقارنة لمؤسسة تسيير فندق الأوراسي الجزائر"، مجلة الباحث، العدد08،كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2010.

189- مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الإقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها ( دراسة تطبيقية)، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، العدد11، جامعة بغداد، العراق، 2010.

190- نور أبو الرب، مفيد الظاهر، أثر قرار توزيع الأرباح على سعر السهم وحجم التداول للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد الثامن، 2006.

191- هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 01، جامعة ورقلة، الجزائر، 2011- 2012.

192- هاشم حسن حسين، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد السابع عشر، العراق، 2008.

193- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010.

194- هند ضياء عبد الرسول، اختبار أثر العلاقة بين توزيعات الأرباح والقيمة السوقية للأسهم باستخدام بعض من أدوات التحليل المالي "دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2010-2014"، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والإقتصادية، المجلد الخامس، العدد1، العراق، 2015.

**ت- الملتقيات:**

195- ارشد فؤاد التميمي، أحمد فارس القيسي، أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهم على القيمة الإقتصادية المضافة "دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، المؤتمر العلمي السنوي الحادي عشر "ذكاء الأعمال واقتصاد المعرفة"،كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، عمان، الأردن، 2012.

196- بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الإقتصادية (مدخل القيمة الإقتصادية EVA )، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، أفريل، 2009.

197- بالمقدم مصطفى وآخرون، التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع للريادة والإبداع، إستراتيجية الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، 2005/03/16.

198- بوسهمين أحمد، طافر زهير، فعالية إستخدام أسلوب البرمجة الخطية في مؤسسة الأعمال "مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة، الجزائر، 27-28 جانفي 2009.

199- بوشويشة ماضي بلقاسم، البرمجة الخطية كأسلوب لاتخاذ القرارات بالمؤسسة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، 14- 15 أفريل 2009.

200- حمد بوجلال، شوقي يورقبة، تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، الملتقى الدولي حول أساسيات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.

201- حركات سعيدة وآخرون، إستخدام بحوث العمليات في اتخاذ القرارات الإدارية، الملتقى الوطني السادس حول الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية علوم التسيير والعلوم الإقتصادية، جامعة 20 أوت 1995 سكيكدة، الجزائر، 27-28 جانفي 2009.

202- شعوبي محمود فوزي، دادن عبد الغني، المؤسسة الإقتصادية بين خيار التمويل المصرفي والتمويل البورصوي في ظل الإصلاح المصرفي وحداثة السوق المالي، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الإقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 21 و22 نوفمبر 2006.

203- عبد المجيد تيماوي، هواري معراج، مداخل تحديد هيكل رأس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة مع إسقاط الدراسة على المجمع الصناعي صيدال، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الإقتصادية، جامعة المسيلة، 2009.

204- علي حازم اليامور، إستخدام نموذج البرمجة الخطية في تحديد المزيج الإنتاجي الأمثل الذي يحقق الأرباح في ظل تطبيق نظرية القيود، المؤتمر العلمي الثاني للرياضيات، الإحصاء والمعلوماتية، كلية علوم الحاسبات والرياضيات، جامعة الموصل، العراق، 6-7/ 12/2009.

205- عاشور كتوش، عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الايجاري، الاكتتاب في عقود وتقييمه، الملتقى الوطني حول سياسات التمويل وأثره على الإقتصاديات والمؤسسات، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006.

206- فارس بوباكور، سليم بوقنة، استعمال الأساليب الكمية في دراسة سلوك المستهلك نحو خدمات النقل الحضري "دراسة حالة النقل الحضري لمدينة قسنطينة"، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة، الجزائر، 27-28 جانفي 2009.

**ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية**

207-Abdelfattah Bouri, Gestion Financière, Imprimerie le livre d'art, Tunis, 2007.

208- A. Alj, R. Faure, guide de la recherche opérationnelle, tome2, Masson, paris, 1990.

209 - Alain capiez, éléments de gestion financière, 4éme édition, Masson, France.

210- André Farber, Marie-Paule Laurent, Kim Oosterlinck, Hugues Pirott, Finance, 2é Edition, Pearson Education France, 2008 .

211 - Charreaux ,G :Finance d'entreprise, 2éme édition, EMS, Paris, 2000 .
212- Franco Modigliani, Merton H, Miller, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The American Economic Review, Vol, 48, No,3, Jun, 1958.
213 -Josée St- pierre , la gestion financière des pme, presses de l'université de quebei, canada, 2003.
214 -J. peyrard, La bourse, Imprimerie hérissey a ayreux, 3éme édition, 1993.
215-Jacques Teulié, Patrick Topsacalian, Finance, 2éme Edition, Vibert, 1999.
216-J. Caby et Hirgoyen, La création de valeur de lentrprise, 2 éditio, Economica, Paris .
**217- Gerald Baillargeon ,** Programmation linéaire appliquée : outils d'optimisation et d'aide à la décision, 1996.

218- G Hirigoyen, J Caby, Histoire de la Valeur en Finance d'entreprise , Revue Finance,gestion, Paris, 1998.
219- M Geyser & IE Liebenberg, greating anew valuation tool for south African agricultural economics research, plicy agriculturl co-operatives, Agrekon, june 2003 vol42 ,no2, south Africa, and paactice.
220-Vernimmen Pierre, Finance d' entreprise, 5éme édition, DALLOZ , Paris 2002 .
221-T, A, Burley and G, O sullivan. Operational rascarch, Macmillan education L T D, London 1986.
222- Tierry Vessereau , étude du modèle d'évaluation par arbitrage sur le marché des action suisses , Cahier de recherche a CIRANO, Ecole des sciences de la gestion, Montréal, Québec, CANADA.
223 - Tugrul atamer et roland calori , diagnostic et décisions stratégiques, 2eme édition dunod, 2003.

**ث– مواقع الأنترنت:**

224– صوار يوسف، ذياب الزقاي، دور البرمجة الخطية في إتخاذ القرار، [على الخط]
http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/03
225- أحمد الكردي، التخطيط المالي، [على الخط] WWW.KENANA ONLINE.COM ، تاريخ الإطلاع: 2013/10/27.
226– تكلفة رأس المال، [ على الخط] www.aleppoconomics. com، تاريخ الإطلاع: 2013/01/15.
227– الفصل الثالث من تكلفة رأس المال، [على الخط ]، www . erudite.univ-paris12.fr، تاريخ الإطلاع:2013/01/16 .

228- تكلفة رأس المال، [على الخط]،-http://www.itu.int/ITU-D/finance/work-cost
tariffs/events/tariff-seminars/Dakar-09، تاريخ الإطلاع: 2013/01/16.

229- هيئة السوق المالية السعودية، الإستثمار في سوق الأسهم،[على الخط]
http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_2.pdf، تاريخ الإطلاع: 05/ 12/ 2016.

230- هيئة السوق المالية، التقرير الأول لهيئة السوق المالية (2004/7/1- 2006/12/31)، [ على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/docLi/book1، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05.

231- السوق المالية السعودية "تداول"، [على الخط] www.tadawul.com.sa، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05.

232- هيئة السوق المالية السعودية، لائحة صناديق الإستثمار العقاري، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Documents/lahiya%20sanadeek%20(aqaree).pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

233- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/IA/Documents/6، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

234- هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 2009 ، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA2009.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

235- هيئة السوق المالية السعودية، نظام السوق المالية، [على الخط]
http://cma.org.sa/Ar/Documents/CML-AR.p، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

236- هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 2015، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Annual%20Report%202015%2010April.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

237- السوق المالية السعودية "تداول"، إعلان تأسيس شركة مركز إيداع الأوراق المالية شركة مساهمة، [على الخط]-https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/Press-Release/newsdetails/!ut/p/z0/fY2xDoIwFEW_xpG8Z9VGRwJGIsbFQexCXtqGVLBAqeLn24CDk9s5Nzf3goAChKWXq، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

238- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، اختصاصات وصلاحيات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، [على الخط] http://www.crsd.org.sa/Ar/Dispute/Pages/authority.aspx، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

239- لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية، [على الخط]
http://www.crsd.org.sa/Ar/Conflict/Pages/authority.aspx ، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

240- هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/LAHIYA%20SLOKIYAAT%20AL-SAUK.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

241- هيئة السوق المالية، التداول بناء على معلومات داخلية، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/IA/categories/rules/rules_009.html، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

242- هيئة السوق المالية، لائحة التسجيل والإدراج، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/LISTING.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

243- هيئة السوق المالية، لائحة صناديق الإستثمار، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/IFRs%20Regulations-%20Final%20Arabic.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

244- هيئة السوق المالية السعودية، لائحة صناديق الإستثمار العقاري، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/lahiya%20sanadeek%20(aqaree).pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

245- هيئة السوق المالية، لائحة حوكمة الشركات، [على الخط]
www.cma.org.sa/Ar/Documents/CGD%202011%20%20-10.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

246- هيئة السوق المالية، لائحة الاندماج والاستحواذ، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Documents/MERGER.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.

247- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2011، [على الخط]
http://www.cma.org.sa/Ar/Publicationsreports/DocLib/CMA%20Arabic%202011%20Fini.pdf، تاريخ الإطلاع: 06/12/ 2016

248- نظرة عامة عن السوق المالية السعودية "تداول"، [على الخط]
www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overview، تاريخ الإطلاع: 2016/12/05.

249- مركز الدراسات البحوث (غرفة الشرقية)، ورقة تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، [على الخط]
www.chamber.org.sa، تاريخ الإطلاع: 2016/12/08.

250- هيئة السوق المالية، صناديق الإستثمار، [على الخط]
http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_3.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/06.
251- هيئة السوق المالية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم، [على الخط]
http://cma.org.sa/Ar/Documents/IA/Booklet_7.pdf، تاريخ الإطلاع: 2016/12/08.
252- www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/index-calculation-methodology(08/12/2016).
253- http://www.alriyadh.com/61146(08/12/2016).
254- النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي، [على الخط]
http://www.arabmonetaryfund.org/ar/amdbqrt، تاريخ الإطلاع: 2016/12/16.

# الملاحق

## الملحق رقم (01): اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

Panel unit root test: Summary
Series : D(BPA)
Date : 03/24/17 Time : 11 :19
Sample : 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-Sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -21.7861 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -7.91329 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 178.237 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 203.908 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(BPA)
Date: 03/24/17 Time: 11:34
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-Sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -23.5671 | 0.0000 | 45 | 180 |
| Breitung t-stat | 1.13017 | 0.8708 | 45 | 135 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -2.67884 | 0.0037 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 124.416 | 0.0095 | 45 | 180 |
| PP - Fisher Chi-square | 214.917 | 0.0000 | 45 | 180 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D(BPA)
Date: 03/24/17 Time: 11:36
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-Sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -17.8432 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 337.223 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 350.713 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

VBفي المستوى

Panel unit root test: Summary
Series: VB
Date: 03/24/17 Time: 11:39
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -5.92721 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | 0.42728 | 0.6654 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | 87.3132 | 0.6187 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 93.9194 | 0.4248 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: VB
Date: 03/24/17 Time: 11:44
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -16.0811 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Breitung t-stat | 6.29172 | 1.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | 1.09326 | 0.8629 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | 73.4227 | 0.9228 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 118.032 | 0.0351 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: VB
Date: 03/24/17 Time: 11:46
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | 0.07403 | 0.5295 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 76.7161 | 0.8741 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 94.8960 | 0.3973 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## تابع الملحق رقم (01)

Panel unit root test: Summary
Series: D(VB)
Date: 03/24/17 Time: 11:49
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -21.0942 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -4.26076 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 125.160 | 0.0123 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 136.509 | 0.0018 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(VB)
Date: 03/24/17 Time: 11:52
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -23.1420 | 0.0000 | 45 | 180 |
| Breitung t-stat | 2.61129 | 0.9955 | 45 | 135 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -4.96084 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 131.835 | 0.0027 | 45 | 180 |
| PP - Fisher Chi-square | 186.696 | 0.0000 | 45 | 180 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D(VB)
Date: 03/24/17 Time: 11:54
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -15.4240 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 240.079 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 242.611 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

متغيرROI

Panel unit root test: Summary
Series: ROI
Date: 03/24/17 Time: 12:57
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -13.9080 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -1.53249 | 0.0627 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | .6210 11 | 715 0.0 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 7.5550 1 | 155 0.0 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: ROI
Date: 03/24/17 Time: 13:09
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -24.8290 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Breitung t-stat | 3.50904 | 0.9998 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -0.31143 | 0.3777 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | 107.282 | 0.1318 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 180.809 | 0.0000 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: ROI
Date: 03/24/17 Time: 13:12
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -2.11099 | 0.0174 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 109.520 | 0.1027 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 127.009 | 0.0092 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## تابع الملحق رقم (01)

الفروق الأولى

Panel unit root test: Summary
Series: D(ROI)
Date: 03/24/17 Time: 13:15
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -28.0822 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -8.26142 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 183.809 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 205.633 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(ROI)
Date: 03/24/17 Time: 13:16
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -123.112 | 0.0000 | 45 | 180 |
| Breitung t-stat | 0.02770 | 0.5110 | 45 | 135 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -10.9892 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 166.048 | 0.0000 | 45 | 180 |
| PP - Fisher Chi-square | 276.912 | 0.0000 | 45 | 180 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D(ROI)
Date: 03/24/17 Time: 13:18
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -22.6884 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 320.339 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 320.116 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D_CP
Date: 03/24/17 Time: 13:20
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -43.6156 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -3.35096 | 0.0004 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | 111.259 | 0.0838 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 156.131 | 0.0000 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D_CP
Date: 03/24/17 Time: 13:22
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| | | | | 229 |
| Levin, Lin & Chu t* | -25.3396 | 0.0000 | 46 | |
| Breitung t-stat | 3.78803 | 0.9999 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -0.94191 | 0.1731 | 46 | 229 |
| ADF - Fisher Chi-square | 109.357 | 0.0662 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 181.439 | 0.0000 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D_CP
Date: 03/24/17 Time: 13:24
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -4.30653 | 0.0000 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 121.799 | 0.0541 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 144.685 | 0.0004 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

الفروق

Panel unit root test: Summary
Series: D(D_CP)
Date: 03/24/17 Time: 13:27
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|

| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
|---|---|---|---|---|
| Levin, Lin & Chu t* | -21.4681 | 0.0000 | 46 | 183 |
| **Null: Unit root (assumes individual unit root process)** | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -8.58238 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 190.178 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 234.508 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(D_CP)
Date: 03/24/17 Time: 13:30
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -42.5585 | 0.0000 | 45 | 180 |
| Breitung t-stat | 3.78926 | 0.9999 | 45 | 135 |
| **Null: Unit root (assumes individual unit root process)** | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -6.48504 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 153.687 | 0.0000 | 45 | 180 |
| PP - Fisher Chi-square | 222.439 | 0.0000 | 45 | 180 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(D_CP)
Date: 03/24/17 Time: 13:31
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -20.4547 | 0.0000 | 46 | 183 |
| **Null: Unit root (assumes individual unit root process)** | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 259.019 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 267.024 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D(BPA)
Date: 03/24/17 Time: 13:36
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -21.7861 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -7.91329 | 0.0000 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 178.237 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 203.908 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: D(BPA)
Date: 03/24/17 Time: 13:37
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -23.5671 | 0.0000 | 45 | 180 |
| Breitung t-stat | 1.13017 | 0.8708 | 45 | 135 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| Im, Pesaran and Shin W-stat | -2.67884 | 0.0037 | 45 | 180 |
| ADF - Fisher Chi-square | 124.416 | 0.0095 | 45 | 180 |
| PP - Fisher Chi-square | 214.917 | 0.0000 | 45 | 180 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**تابع الملحق رقم (01)**

Panel unit root test: Summary
Series: D(BPA)
Date: 03/24/17 Time: 13:40
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -17.8432 | 0.0000 | 46 | 183 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 337.223 | 0.0000 | 46 | 183 |
| PP - Fisher Chi-square | 350.713 | 0.0000 | 46 | 183 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
Series: BPA
Date: 03/24/17 Time: 13:44
Sample: 2010 2015
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| Method | Statistic | Prob.** | Cross-sections | Obs |
|---|---|---|---|---|
| Null: Unit root (assumes common unit root process) | | | | |
| Levin, Lin & Chu t* | -0.50188 | 0.0666 | 46 | 229 |
| Null: Unit root (assumes individual unit root process) | | | | |
| ADF - Fisher Chi-square | 109.638 | 0.0580 | 46 | 229 |
| PP - Fisher Chi-square | 125.038 | 0.0125 | 46 | 229 |

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## الملحق رقم(02): اختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

Kao Residual Cointegration Test
Series: VB ROI DPA D_CP BPA
Date: 03/10/17 Time: 20:53
Sample: 2010 2015
Included observations: 275
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|
| ADF | -4.035340 | 0.0000 |
| Residual variance | 109.8152 | |
| HAC variance | 95.60000 | |

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RESID)
Method: Least Squares
Date: 03/10/17 Time: 20:53
Sample (adjusted): 2011 2015
Included observations: 229 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| RESID(-1) | -0.808664 | 0.069768 | -11.59069 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.370353 | Mean dependent var | 0.275022 |
| Adjusted R-squared | 0.370353 | S.D. dependent var | 10.79440 |
| S.E. of regression | 8.565386 | Akaike info criterion | 7.137693 |
| Sum squared resid | 16727.41 | Schwarz criterion | 7.152687 |
| Log likelihood | -816.2658 | Hannan-Quinn criter. | 7.143742 |
| Durbin-Watson stat | 1.848542 | | |

Kao Residual Cointegration Test
Series: VB ROI DPA D_CP BPA
Date: 03/10/17 Time: 20:53
Sample: 2010 2015
Included observations: 275
Null Hypothesis: No cointegration
Trend assumption: No deterministic trend
Automatic lag length selection based on SIC with a max lag of 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

| | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|
| ADF | -4.035340 | 0.0000 |
| Residual variance | 109.8152 | |
| HAC variance | 95.60000 | |

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(RESID)
Method: Least Squares
Date: 03/10/17 Time: 20:53
Sample (adjusted): 2011 2015
Included observations: 229 after adjustments

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| RESID(-1) | -0.808664 | 0.069768 | -11.59069 | 0.0000 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| R-squared | 0.370353 | Mean dependent var | 0.275022 |
| Adjusted R-squared | 0.370353 | S.D. dependent var | 10.79440 |
| S.E. of regression | 8.565386 | Akaike info criterion | 7.137693 |
| Sum squared resid | 16727.41 | Schwarz criterion | 7.152687 |
| Log likelihood | -816.2658 | Hannan-Quinn criter. | 7.143742 |
| Durbin-Watson stat | 1.848542 | | |

## الملحق (03): تقدير معلمات نماذج انحدار البيانات الطولية

### تقدير النموذج باستخدام التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 02/20/17 Time: 20:55
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0426 | 2.833185 | .1725261 | .1782511 | ROI |
| 0.0000 | 5.314384 | 1.144576 | 6.082719 | DPA |
| 0.0453 | 2.013477 | 0.827509 | 1.666170 | BPA |
| 0.1817 | 1.339569 | 0.021424 | 0.028699 | D_CP |
| 0.0000 | 6.836448 | 2.864123 | 19.58043 | C |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.878006 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.851438 | Adjusted R-squared |
| 7.524740 | Akaike info criterion | 9.601782 | S.E. of regression |
| 8.182335 | Schwarz criterion | 20743.70 | Sum squared resid |
| 7.788652 | Hannan-Quinn criter. | -984.6518 | Log likelihood |
| 1.532264 | Durbin-Watson stat | 33.04792 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |

| Effect | PAYS | |
|---|---|---|
| -8.409355 | A1 | 1 |
| -11.06101 | A2 | 2 |
| -7.507932 | A3 | 3 |
| -8.786779 | A4 | 4 |
| 27.55994 | A5 | 5 |
| 18.26370 | A6 | 6 |
| -9.531167 | A7 | 7 |
| 9.748144 | A8 | 8 |
| -13.69216 | A9 | 9 |
| -9.770724 | A10 | 10 |
| 8.031473 | B1 | 11 |
| -2.766070 | B2 | 12 |
| 11.18150 | B3 | 13 |
| -5.316094 | B4 | 14 |
| -6.646652 | B5 | 15 |
| 9.542811 | B6 | 16 |
| 7.043537 | B7 | 17 |
| -4.792355 | B8 | 18 |
| -1.494892 | C1 | 19 |
| -3.315334 | C2 | 20 |
| 7.621742 | C3 | 21 |
| 16.63438 | C4 | 22 |
| -10.28055 | C5 | 23 |
| 1.866983 | C6 | 24 |
| 3.364430 | C7 | 25 |

| | | |
|---|---|---|
| 21.00131 | D1 | 26 |
| -2.185031 | D2 | 27 |
| -15.79508 | D3 | 28 |
| -17.72796 | D4 | 29 |
| 4.285318 | D5 | 30 |
| -7.469671 | D6 | 31 |
| -10.43477 | D7 | 32 |
| 9.505573 | D8 | 33 |
| -9.596565 | D9 | 34 |
| -4.743187 | D10 | 35 |
| -5.205047 | V1 | 36 |
| -6.208946 | V2 | 37 |
| -4.651479 | V3 | 38 |
| -8.964790 | V4 | 39 |
| 21.71147 | V5 | 40 |
| 13.07839 | V6 | 41 |
| -0.469135 | H1 | 42 |
| -7.096566 | H2 | 43 |
| 19.21183 | H3 | 44 |
| -13.99899 | H4 | 45 |
| 8.826475 | H5 | 46 |

## تقدير النموذج باستخدام التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: VB
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 02/20/17 Time: 21:01
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275
Swamy and Arora estimator of component variances

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.4896 | .6918221- | 0.143266 | -0.099115 | ROI |
| 0.0000 | 8.096207 | 0.868790 | 7.033901 | DPA |
| 0.0000 | 4.729408 | 0.693642 | 3.280514 | BPA |
| 0.8945 | -0.132725 | 0.013783 | -0.001829 | D_CP |
| 0.0000 | 9.058459 | 2.095141 | 18.97875 | C |

Effects Specification

| Rho | S.D. | |
|---|---|---|
| 0.3829 | 7.562998 | Cross-section random |
| 0.6171 | 9.601782 | Idiosyncratic random |

Weighted Statistics

| | | |
|---|---|---|
| 17.03129 | Mean dependent var | 0.543814 R-squared |
| 14.47990 | S.D. dependent var | 0.537055 Adjusted R-squared |
| 26164.79 | Sum squared resid | 9.844117 S.E. of regression |
| 1.292354 | Durbin-Watson stat | 80.46584 F-statistic |
| | | 0.000000 Prob(F-statistic) |

Unweighted Statistics

| | | |
|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.744045 R-squared |
| 0.776942 | Durbin-Watson stat | 43522.13 Sum squared resid |

| | | |
|---|---|---|
| -4.324211 | A1 | 1 |
| -6.310260 | A2 | 2 |
| -4.185644 | A3 | 3 |
| -5.417746 | A4 | 4 |
| 11.79551 | A5 | 5 |
| 5.107807 | A6 | 6 |
| -4.897972 | A7 | 7 |
| 6.685967 | A8 | 8 |
| -10.05255 | A9 | 9 |
| -6.606205 | A10 | 10 |
| 7.528814 | B1 | 11 |
| -1.330612 | B2 | 12 |
| 8.159652 | B3 | 13 |
| -3.558875 | B4 | 14 |
| -2.102666 | B5 | 15 |
| 9.269849 | B6 | 16 |
| 7.036381 | B7 | 17 |
| -2.933070 | B8 | 18 |
| -5.326920 | C1 | 19 |
| -4.641396 | C2 | 20 |
| 1.128624 | C3 | 21 |
| 7.469514 | C4 | 22 |
| -6.518788 | C5 | 23 |
| -1.874030 | C6 | 24 |
| -0.630162 | C7 | 25 |
| 11.76054 | D1 | 26 |
| -1.562735 | D2 | 27 |
| -4.372912 | D3 | 28 |
| -10.05997 | D4 | 29 |
| 5.386094 | D5 | 30 |
| -2.814636 | D6 | 31 |
| -5.522080 | D7 | 32 |
| 5.716546 | D8 | 33 |
| -2.390485 | D9 | 34 |
| -3.205585 | D10 | 35 |
| -5.792834 | V1 | 36 |
| -5.283220 | V2 | 37 |
| -0.334843 | V3 | 38 |
| -6.865012 | V4 | 39 |
| 18.20938 | V5 | 40 |
| 11.01576 | V6 | 41 |
| -0.967307 | H1 | 42 |
| -7.484866 | H2 | 43 |
| 12.89571 | H3 | 44 |
| -10.72592 | H4 | 45 |
| 8.927354 | H5 | 46 |

## تقدير النموذج باستخدام نموذج التجميعي

Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 03/10/17 Time: 23:32
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0000 | 13.80027 | 1.403262 | 19.36540 | C |
| 0.0008 | -3.389204 | 0.127167 | -0.430994 | ROI |
| 0.0000 | 8.576058 | 0.815833 | 6.996632 | DPA |
| 0.0404 | -2.059560 | 0.010038 | -0.020675 | D_CP |
| 0.0000 | 7.740082 | 0.636593 | 4.927281 | BPA |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.755493 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.751870 | Adjusted R-squared |
| 7.892738 | Akaike info criterion | 12.40902 | S.E. of regression |
| 7.958498 | Schwarz criterion | 41575.60 | Sum squared resid |
| 7.919130 | Hannan-Quinn criter. | -1080.252 | Log likelihood |
| 0.871900 | Durbin-Watson stat | 208.5652 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |

## الملحق (04): اختبار فشير المقيد و هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

| Prob. | Chi-Sq. d.f. | Chi-Sq. Statistic | Test Summary |
|---|---|---|---|
| 0.0013 | 4 | 17.877053 | Cross-section random |

Cross-section random effects test comparisons:

| Prob. | Var(Diff.) | Random | Fixed | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0039 | 0.009240 | -0.099115 | 0.178251 | ROI |
| 0.2018 | 0.555260 | 7.033901 | 6.082719 | DPA |
| 0.0003 | 0.203632 | 3.280514 | 1.666170 | BPA |
| 0.0627 | 0.000269 | -0.001829 | 0.028699 | D_CP |

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 02/20/17 Time: 21:05
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0000 | 6.836448 | 2.864123 | 19.58043 | C |
| 0.3026 | 1.033185 | 0.172526 | 0.178251 | ROI |
| 0.0000 | 5.314384 | 1.144576 | 6.082719 | DPA |
| 0.0453 | 2.013477 | 0.827509 | 1.666170 | BPA |
| 0.1817 | 1.339569 | 0.021424 | 0.028699 | D_CP |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.878006 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.851438 | Adjusted R-squared |
| 7.524740 | Akaike info criterion | 9.601782 | S.E. of regression |
| 8.182335 | Schwarz criterion | 20743.70 | Sum squared resid |
| 7.788652 | Hannan-Quinn criter. | -984.6518 | Log likelihood |
| 1.532264 | Durbin-Watson stat | 33.04792 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |

## اختبار فيشر للمفاضلة

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

| Prob. | d.f. | Statistic | Effects Test |
|---|---|---|---|
| 0.0000 | (45,225) | 5.021261 | Cross-section F |
| 0.0000 | 45 | 191.199526 | Cross-section Chi-square |

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 03/11/17 Time: 00:00
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0000 | 13.80027 | 1.403262 | 19.36540 | C |
| 0.0008 | -3.389204 | 0.127167 | -0.430994 | ROI |
| 0.0000 | 8.576058 | 0.815833 | 6.996632 | DPA |
| 0.0404 | -2.059560 | 0.010038 | -0.020675 | D_CP |
| 0.0000 | 7.740082 | 0.636593 | 4.927281 | BPA |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.755493 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.751870 | Adjusted R-squared |
| 7.892738 | Akaike info criterion | 12.40902 | S.E. of regression |
| 7.958498 | Schwarz criterion | 41575.60 | Sum squared resid |
| 7.919130 | Hannan-Quinn criter. | -1080.252 | Log likelihood |
| 0.871900 | Durbin-Watson stat | 208.5652 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |

## الملحق (05): النموذج النهائي بعد استبعاد غير المعنويين

Dependent Variable: VB
Method: Panel Least Squares
Date: 03/24/17 Time: 23:34
Sample: 2010 2015
Periods included: 6
Cross-sections included: 46
Total panel (unbalanced) observations: 275

| Prob. | t-Statistic | Std. Error | Coefficient | Variable |
|---|---|---|---|---|
| 0.0000 | 11.97468 | 1.877436 | 22.48170 | C |
| 46300. | 2.062927 | 1.168826 | 1.128802 | ROI |
| 0.0000 | 5.154531 | 1.130648 | 5.827961 | DPA |
| 0.0337 | 2.136147 | 0.825735 | 1.763891 | BPA |

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 36.94364 | Mean dependent var | 0.877033 | R-squared |
| 24.91139 | S.D. dependent var | 0.850916 | Adjusted R-squared |
| 7.525411 | Akaike info criterion | 9.618643 | S.E. of regression |
| 8.169854 | Schwarz criterion | 20909.14 | Sum squared resid |
| 7.784044 | Hannan-Quinn criter. | -985.7440 | Log likelihood |
| 1.497950 | Durbin-Watson stat | 33.58098 | F-statistic |
| | | 0.000000 | Prob(F-statistic) |