



كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم التجارية  
التخصص: مالية المؤسسة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د.

## أثر التقييم المالي للمجمعات وفق المعايير المالية الدولية على اتخاذ القرارات

إشراف: أ.د. غريسي العربي

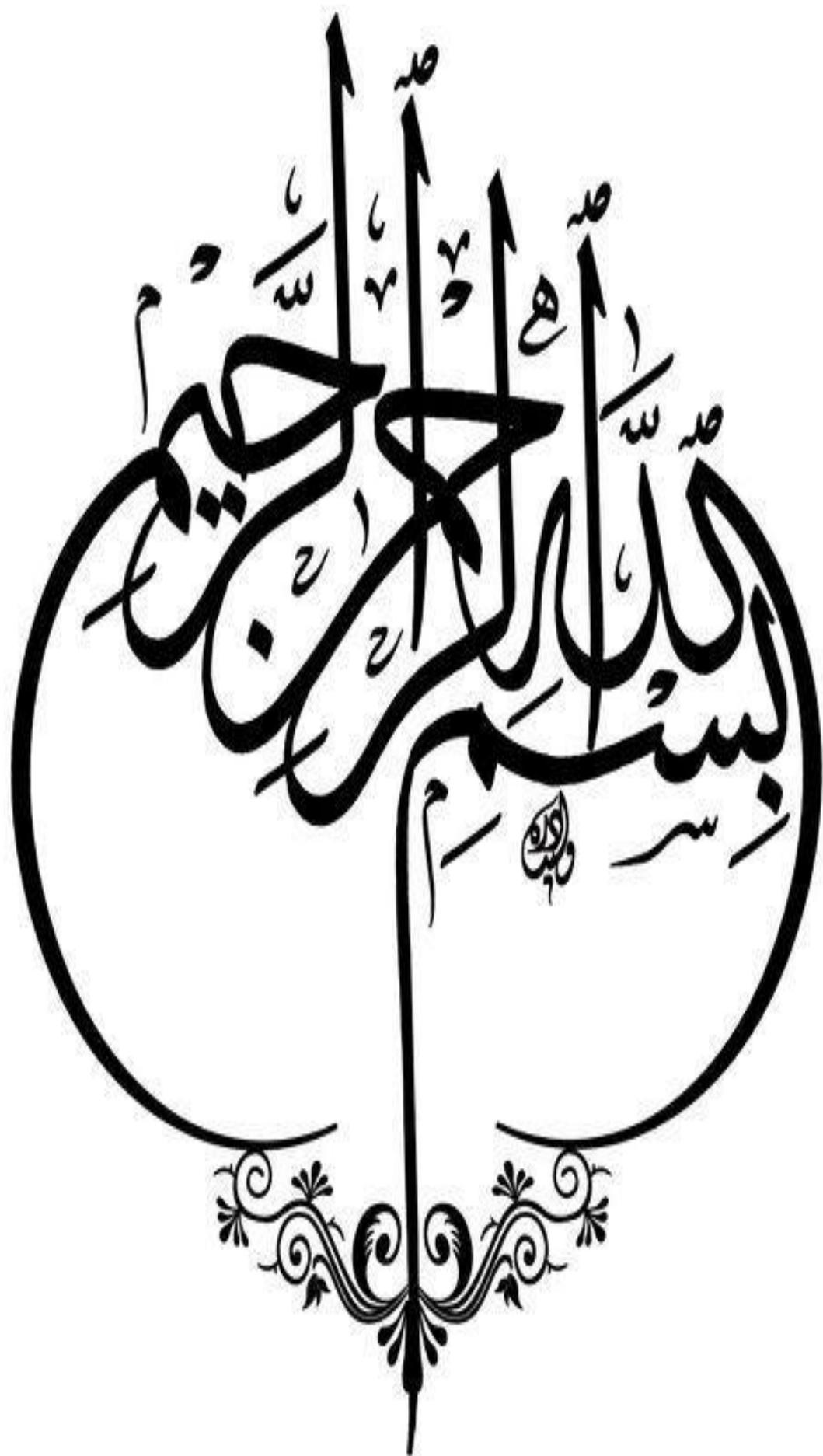
إعداد الطالبة: بوزيد خديجة

نوقشت علنا وأجيزت بتاريخ 06 جوان 2023

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. يقور أحمد
مقررا	جامعة معسكر	أستاذ التعليم العالي	أ.د. غريسي العربي
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	د. بوحزام سيد أحمد
ممتحنا	جامعة معسكر	أستاذ محاضر "أ"	د. بركاني عبد الرحمن
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بشوندة رفيق
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	أستاذ التعليم العالي	أ.د. بن سعيد محمد

السنة الجامعية: 2023/2022



# الشكر

الحمد لله الذي وهبنا التوفيق والسداد ومنحنا الثبات وأعاننا على

إتمام هذا العمل المتواضع

أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف البروفيسور

"غريسي العربي" على كل ما قدمه لي من توجيهات ومعلومات

قيمة ساهمت في إثراء موضوع الدراسة.

كل الأساتذة الدكاترة المحترمين المحكمين أعضاء لجنة المناقشة

على تكرمهم لمناقشة هذه الدراسة.

دون أن ننسى شكر كل أساتذة وعمال كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير على ما قدموه لنا خلال فترة التكوين في

الدكتوراه

# الإهداء

الحمد لله على عظيم فضله وكثير عطائه و الحمد لله عدد خلقه  
وزنة عرشه ومداد كلماته  
والصلاة والسلام على أشرف خلقه سيدنا محمد وعلى آله وصحبه  
أجمعين.

إلى أمي الغالية أطال الله في عمرها 

إلى روح أبي الطاهرة 

إلى شقيقتي 

إلى أفراد العائلة الذين ساندوني طوال هذا المشوار 

إلى كل زملاء الدراسة متمنية لهم التوفيق 

إلى كل من ساعدني على كتابة هذه الأطروحة 

## فهرس الدراسة

الصفحة	المحتوى
	البسمة
	الشكر
	الإهداء
I	فهرس الدراسة
VI	قائمة الجداول
XII	قائمة الأشكال
XV	قائمة الملاحق
12-1	المقدمة العامة
74-13	الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة
14	تمهيد
15	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمجمع الشركات
15	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول مجمع الشركات
15	1 - مفهوم المجمع
17	2 - الأهمية الاقتصادية لتكوين مجمع شركات
18	المطلب الثاني: التجميع المحاسبي
19	1 - سيرورة التجميع المحاسبي
28	2 - الحسابات المجمعة
46	المبحث الثاني: التحليل المالي للحسابات المجمعة وفق المعايير المالية الدولية

## فهرس الدراسة

46	المطلب الأول: عموميات حول التحليل المالي
46	1 - مفهوم وأهداف ومنهجية التحليل المالي
49	2 - أهمية تحليل الحسابات المجمعة
50	3 - منهج التحليل المالي للحسابات المجمعة
56	المطلب الثاني: التحليل المالي للحسابات المجمعة
56	1 تحليل حساب النتائج
60	2 تحليل الميزانية
71	3 تحليل جدول سيولة الخزينة
74	خلاصة الفصل
135-75	الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسات
76	تمهيد
77	المبحث الأول: القيمة والتقييم المالي
77	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول التقييم المالي
77	1 مفهوم القيمة في الفكر المالي
77	2 أهداف عملية التقييم المالي
78	3 مهارات المقيم
79	المطلب الثاني: الخطوات و الأدوات الأساسية لتنفيذ عملية التقييم المالي
80	1 جمع المعلومات
81	2 تشخيص المؤسسة
89	3 اختيار طريقة التقييم المناسبة

## فهرس الدراسة

90	المبحث الثاني: طرق التقييم المالي
90	المطلب الأول: الطرق التقليدية (مقاربة الذمة المالية)
90	1 طريقة الأصل الصافي المحاسبي
91	2 طريقة الأصل الصافي المصحح
93	3 طرق تقليدية أخرى
95	المطلب الثاني: الطرق الحديثة للتقييم المالي
95	1 مقارنة التدفقات
114	2 المقاربة السوقية (المقارنة باستعمال المضاعفات)
131	المطلب الثالث: طرق أخرى للتقييم
131	1 طرق المركبة les méthodes mixtes
133	2 طريقة المطبقين (غير مباشرة)
134	3 طرق الأنجلوسكسونية
135	خلاصة الفصل
212-136	الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي
137	تمهيد
138	المبحث الأول: الإطار النظري لاتخاذ القرار
138	المطلب الأول: القرار واتخاذ القرار في المؤسسة
138	1 القرار واتخاذ القرار
140	2 مراحل صنع واتخاذ القرار
142	3 العوامل المؤثرة وصعوبات اتخاذ القرار

## فهرس الدراسة

146	المطلب الثاني: أنواع القرارات في المؤسسة
146	1 وفق الوظائف الأساسية للمؤسسة
147	2 وفق الأهمية
148	3 وفق معايير أخرى
152	المبحث الثاني: القرارات المالية والتقييم المالي
152	المطلب الأول: القرار المالي
154	1 قرار الاستثمار
162	2 قرار التمويل
188	3 قرار توزيع الأرباح
205	المطلب الثاني: التقييم المالي واتخاذ القرار
206	1 قرار الاندماج والاستحواذ
208	2 قرار الخصصة
212	خلاصة الفصل
275-213	الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية
214	تمهيد
215	المبحث الأول: بورصة الجزائر
215	المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر
215	1 -المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة
216	2 تنظيم بورصة الجزائر
218	المطلب الثاني: الشركات المدرجة والأوراق المتداولة في بورصة الجزائر

## فهرس الدراسة

218	1 السوق الرئيسي
224	2 سوق المؤسسات المتوسطة والصغيرة
225	3 الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر
227	المبحث الثاني: الدراسة القياسية لمجمعات بورصة الجزائر
227	المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة
228	1 عينة وفترة ومصادر معلومات الدراسة
228	2 متغيرات الدراسة
232	3 نظرة حول بيانات بانل Panel Data
236	المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشتها
236	1 الإحصاء الوصفي والارتباط بين لمتغيرات الدراسة
240	2 تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم
248	3 تأثير المتغيرات المستقلة على القرارات المالية
273	خلاصة الفصل
283-276	الخاتمة العامة
298-284	قائمة المراجع
318-299	قائمة الملاحق

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	بعض العلاقات المالية المحتملة لمجمع الشركات	23
2-1	طرق حساب القدرة على التمويل الذاتي	57
3-1	نسب الربحية	60
4-1	الميزانية الوظيفية المختصرة	62
5-1	الميزانية المالية المختصرة	65
6-1	نسب السيولة	67
7-1	نسب الاستقلالية المالية	68
1-2	نموذج مصفوفة SWOT	88
2-2	طريقة حساب الأصل الصافي المصحح	92
3-2	حساب التدفق النقدي المتاح للأسهم	104
4-2	حساب التدفق النقدي المتاح للشركة	108
5-2	تواريخ التسعير المستعملة لحساب المضاعفات	121
6-2	إيجابيات وسلبيات استخدام مضاعف القيمة الدفترية	126

## قائمة الجداول

207	طرق الاندماج والاستحواذ	1-3
229	أسعار أسهم بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020	1-4
236	نتائج الإحصاء الوصفي	2-4
239	نتائج مصفوفة الارتباط	3-4
240	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_E (I)	4-4
241	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية وسعر السهم	5-4
241	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_VB (I)	6-4
242	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية وسعر السهم	7-4
242	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_S (I)	8-4
243	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات وسعر السهم	9-4
243	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (I)	10-4
244	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT وسعر السهم	11-4
244	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (I)	12-4
245	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA وسعر السهم	13-4
246	نتائج اختبار F-Fisher (سعر السهم)	14-4

## قائمة الجداول

246	نتائج نموذج الانحدار التجميعي لسعر السهم	15-4
249	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_E (II)	16-4
249	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية والعائد على الأصول	17-4
250	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_VB (II)	18-4
250	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و العائد على الأصول	19-4
251	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_S (II)	20-4
251	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات والعائد على الأصول	21-4
252	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (II)	22-4
252	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT والعائد على الأصول	23-4
253	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (II)	24-4
253	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA و العائد على الأصول	25-4
254	نتائج اختبار F-Fisher لمعدل العائد على الأصول	26-4
255	نتائج الانحدار التجميعي لمعدل العائد على الأصول	27-4

## قائمة الجداول

257	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_E (III)	28-4
257	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية و الاستقلالية المالية	29-4
258	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_VB (III)	30-4
258	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و الاستقلالية المالية	31-4
259	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_S (III)	32-4
259	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات و الاستقلالية المالية	33-4
260	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (III)	34-4
260	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT و الاستقلالية المالية	35-4
261	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (III)	36-4
261	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA و الاستقلالية المالية	37-4
262	نتائج اختبار F-Fisher للاستقلالية المالية	38-4
262	نتائج الانحدار التجميعي للاستقلالية المالية	39-4
264	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_E (IV)	40-4
265	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية والربح الموزع	41-4

## قائمة الجداول

265	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_VB (IV)	42-4
266	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والربح الموزع	43-4
266	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P_S (IV)	44-4
267	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات والربح الموزع	45-4
267	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (IV)	46-4
268	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT والربح الموزع	47-4
269	نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (IV)	48-4
269	نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA والربح الموزع	49-4
270	نتائج اختبار F-Fisher للربح الموزع	50-4
271	نتائج الانحدار التجميعي لمتغير الربح الموزع	51-4

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الرقم	المحتوى	الصفحة
1-1	مخطط التوازن المالي من خلال الميزانية الوظيفية	64
2-1	مخطط جدول سيولة الخزينة	72
1-2	المهارات الواجب توفرها في القائم بعملية التقييم	79
2-2	الخطوات الرئيسية للتقييم المالي للمؤسسات	80
3-2	التشخيص الخارجي	81
4-2	نموذج القوى الخمس لبورتر	83
5-2	التشخيص الخارجي	85
6-2	نموذج سلسلة القيمة	86
7-2	نموذج H	98
8-2	نموذج النمو ثلاثي المراحل	100
9-2	الخطوات الرئيسية لمقاربة التدفقات النقدية المخصومة	103
1-3	مراحل عملية صنع القرار	142
2-3	تصنيف القرارات حسب الأهمية	148
3-3	عملية اتخاذ قرار الاستثمار	157
1-4	الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر	218
2-4	التسعيرة الرسمية لبورصة القيم في الجزائر	226

229	التمثيل البياني لأسعار الأسهم شركات بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020	3-4
231	تمثيل المتغيرات المستقلة في الدراسة	4-4

# قائمة الملاحق

## قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى	الرقم
300	شكل الميزانية - جانب الأصول	1
301	شكل الميزانية - جانب الخصوم	2
302	حساب النتائج حسب الطبيعة	3
303	حساب النتائج حسب الوظيفة	4
304	جدول سيولة الخزينة (الطريقة المباشرة)	5
305	جدول سيولة الخزينة (الطريقة غير المباشرة)	6
306	جدول المساهمات (فروع وكيانات مشاركة)	7
307	نتائج الدراسة القياسية	8

# مقدمة عامة

1. تمهيد:

في ظل الوتيرة المتسارعة التي يشهدها الاقتصاد العالمي منذ ثمانينات القرن الماضي في إطار ما يعرف بالعولمة والتي نشأت مع العصر الحديث وتكونت بما أحدثه العلم من تطور في مجال الاتصالات وخصوصاً بعد بروز الإنترنت والتي أتاحت مجال واسع في التبادل المالي حيث إن التقدم في الاتصالات يُمكن الشركات من تحديد فرص الاستثمار، وفي الوقت نفسه فإن الابتكارات في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال الفوري تتيح النقل السريع للأصول المالية عبر الحدود . ما أدى إلى تشكل مجموعات الشركات، والتي أصبحت تعبر عن الواقع الحديث للشركة ، ومعظمها مجموعات متعددة الجنسيات. وبالتالي لمواجهة تطور الأسواق الاقتصادية والمالية، قامت الشركات في كثير من الأحيان بتجميع نفسها لتصل إلى الحجم الكافي، على وجه الخصوص، لتنفيذ التآزر بين أنشطتها المختلفة، والجمع بين جهودهم الاستثمارية، والاستفادة من الاقتصاديات السلمية، لدخول الأسواق الخارجية، لتتوسع إنتاجها، إلخ .سواء في سياق الاستراتيجيات الصناعية أو المالية.

عندما تتطور وتصبح الشركة أكبر ، فإنها تنشئ فروعاً ، وخاصة في التجارة التي تتجاوز الحدود ، فإنها تنشئ شركات منفصلة كشركات تابعة للشركة الأم وتشكل مجموعات متعددة الجنسيات ، يتم إدارة هذه المجمعات بشكل مختلف تماماً: فبعضها يتم توجيهه بإحكام من قبل الشركة الأم ، بينما يتم دمج البعض الآخر مع مراكز ربح مستقلة إلى حد كبير وأحياناً مع منافسة جماعية داخلية شرسة ، أما إذا تعاونت المجمعات ، فإنها تختار أحياناً الاحتفاظ ببعض الشركات التابعة بشكل مشترك . هذا الحل له العديد من المزايا :مشاركة المخاطر ، وفتح رأس المال ، وسهولة الوصول إلى الأسواق المالية ، وتحسين الضرائب ، إلخ .هذه الشركات تتمتع بشخصية معنوية مستقلة غير أنها مراقبة من طرف الشركة الأم . وكغيرها من الشركات، لابد من التحليل والتقييم المالي لهذه المجمعات وذلك بإتباع نهج صارم يأخذ في الاعتبار آخر التطورات في مجال توحيد المعايير المحاسبية الدولية IFRS .

تمثل المؤسسة حجر الأساس في أي نظام اقتصادي، ولقد تغير الهدف الذي تسعى لتحقيقه عبر الزمن، حيث كان الهدف الرئيسي تعظيم الأرباح ثم أصبح تعظيم ثروة الملاك لينتهي إلى تعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة. تعتبر معرفة قيمة المؤسسة معلومة ذات أهمية كبرى في مرحلة اتخاذ القرارات سواء بالنسبة للمسيرين أو المستثمرين، فبالنسبة لأي شخص مهتم بمجال تمويل المؤسسات، فإن فهم آليات تقييم الشركة هو شرط لا غنى عنه. هذا ليس فقط بسبب أهمية التقييم في عمليات الاستحواذ أو الاندماج

أو الشراكة أو الدخول إلى البورصة أو التصفية ولكن أيضا لأن عملية تقييم الشركة ووحدات أعمالها تساعد على تحديد مصادر خلق القيمة الاقتصادية. يمكن تحديد القيمة الحقيقية أو العادلة للمؤسسة من خلال مختلف مقاربات التقييم المالي، والتي يطبق كل منها معايير مختلفة، ولكن معظم هذه التصنيفات تعكس محددات قيمة الشركة: القدرة على توليد النقد، والأصول غير الملموسة للشركة، وتطوير الصناعة، والموارد الخفية للشركة. شهد تقييم الأعمال تطورًا قويًا للغاية على مدار الثلاثين عامًا الماضية، في بيئة اقتصادية ومالية متغيرة باستمرار. أدى تسريع التبادلات وتدويل المجموعات إلى التركيز في العديد من قطاعات النشاط (الاتصالات، والنقل، والأغذية الزراعية، والخدمات المالية، وتكنولوجيا المعلومات، وما إلى ذلك). كما أصبحت بيئة التقييم دولية إلى حد كبير، وقد تم تعزيز حركة التدويل هذه من خلال اعتماد معايير IFRS، والهدف الرئيسي من هذه المعايير هو توحيد مبادئ وطرق المحاسبة، من أجل تسهيل المقارنات بين الشركات.

ينكون تقييم الشركة من اقتراح قيمة أو مجموعة من القيم لأصول الشركة أو أوراقها المالية، ولا تقترح سعرًا بأي حال من الأحوال. في الواقع، إذا كان سعر الشركة عبارة عن بيانات موضوعية، فإن القيمة تكون ذاتية بدرجة أكبر نظرًا لأنها تعتمد على كليهما: الوكيل الاقتصادي الذي أجرى التقييم (محلل، مساهم، مستثمر، مدير، دائن، إلخ) والأهداف التي يسعى لتحقيقها وهذا هو جوهر سؤال التقييم المالي، كيفية البيع بأفضل سعر لمشتري يريد الشراء بأقل سعر ممكن أو كيفية الشراء بالسعر المناسب عندما يبالغ البائع في تقدير شركته؟

## 2. الإشكالية:

في تمويل الشركات، ننظر في أفضل السبل لزيادة قيمة الشركة من خلال تغيير قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح. في إدارة المحافظ المالية، ننفق الموارد في محاولة للعثور على الشركات التي تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية، ثم نأمل في جني الأرباح مع تقارب الأسعار من القيمة. أما عند دراسة ما إذا كانت الأسواق تتسم بالكفاءة، نقوم بتحليل ما إذا كانت أسعار السوق تتحرف عن القيمة، وإذا كان الأمر كذلك، ما مدى سرعة رجوعها إلى الوراء. يبدو أن فهم ما الذي يحدد قيمة الشركة وكيفية تقدير هذه القيمة هو شرط أساسي لاتخاذ قرارات معقولة.

من خلال هذا المنطلق يمكن طرح الإشكالية التالية:

في ظل تعدد مقاربات التقييم المالي، كيف تؤثر نتائج عملية تقييم المجمعات على القرارات المالية المتخذة داخل الشركة الأم والفروع التابعة لها؟

انطلاقاً من الإشكالية الأساسية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مختلف المقاربات التي يمكن تبنيها لإيجاد القيمة العادلة للمؤسسة؟
- ما العلاقة بين طرق التقييم المالي وسعر السهم؟
- ما العلاقة بين نتائج عملية التقييم المالي والقرارات المالية المتخذة في المؤسسات؟

### 3. فرضيات الدراسة:

وللإجابة على مختلف هذه الأسئلة، تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى:

- تتعدد مقاربات التقييم المالي بين مقارنة الذمة الدالية ومقاربة التدفقات والمقاربة السوقية ومقاربة الطرق المركبة.

الفرضية الرئيسية الثانية:

- توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات المقاربة السوقية وسعر سهم المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر.

الفرضية الرئيسية الثالثة:

- توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات المقاربة السوقية والقرارات المالية المتخذة في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر.

الفرضيات الجزئية الخاصة بالفرضية الرئيسية الثالثة:

- توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية والقرار الاستثماري في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر؛

- توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية وقرار التمويل في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر؛

- توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية وقرار توزيع الأرباح في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر؛

#### 4. أهمية وأهداف الدراسة:

يتزامن موضوع الدراسة مع توجه الجزائر نحو الانفتاح على اقتصاد السوق، الأمر الذي أدى إلى زيادة حدة المنافسة بين المؤسسات، وقد برز مفهوم مجمع الشركات كوسيلة للجمع بين الجهود الاستثمارية لهذه المؤسسات ومصدر لخلق القيمة حتى تصبح أكثر قدرة على المنافسة سواء وطنيا أو دوليا، ما استدعى الوقوف على أبرز رهانات وطرق تقييم هذه المجمعات، آخذين في عين الاعتبار آخر التطورات في مجال توحيد المعايير المالية الدولية التي تضمن إلى حد ما مصداقية عملية التقييم بغية تحقيق الهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسات إليه وهو الحرص على الاستمرارية والذي لا يتحقق إلى من خلال ترشيد قرارات المسؤولين على تسييرها.

#### 5. الدراسات السابقة:

قمنا بإجراء دراسة مسحية لبعض الكتب العربية والأجنبية وكذلك الدوريات العلمية المنشورة وغير المنشورة، وذلك لغرض التعرف على الدراسات التي أجريت حول الموضوع، والتي تساعد في وضع الإطار النظري للدراسة، وكذا صياغة فروضها واختباراتها، والتي يمكن عرضها كالتالي:

#### 1.5. الدراسات باللغة العربية:

الدراسة الأولى: هواري سويبي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مقال منشور في مجلة الباحث، العدد 05، سنة 2007، الصادرة عن جامعة قاصدي مرباح -ورقلة-، ص 107-119.

حاول الباحث في هذا المقال إبراز أهمية تقييم المؤسسات - من خلال تقييم الأوراق الدالية في بورصة القيم - بالنسبة لعملية اتخاذ القرار للمستثمرين الماليين، التي تدخل في إطار تسيير حوافضهم المالية . وذلك من خلال التعرض للمداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية(أولا)، وطرق التقييم المستعملة في

الوقوف على قيمة الأوراق الدالي(ثانيا)، وذلك في إطار نقدي وتحليلي لهذه المداخل والطرق، بغية ترقية ومساعدة المستثمرين في ترشيد تصرفاتهم وقراراتهم، الأمر الذي ينعكس على كفاءة السوق المالي.

خلصت هذه الدراسة إلى أنه وفي العموم، من خلال استعراض مداخل تحليل الأوراق المالية وطرق تقييم المؤسسات المستعملة في هذا الإطار، تبرز جليا أهمية التقييم كأحد العناصر المهمة ضمن مسار المعلومات واتخاذ القرار لدى المستثمرين الماليين، مما ينجر عنه تعزيز رشادتهم، إذا ما تم تبني منهجية سليمة ومنظمة ومدروسة في استعمال الأدوات المقدمة في هذه الدراسة التي تتقدمها عملية التقييم . فهذه الرشادة ستساعد حتما في كفاءة البورصة، ومن ثم الإسهام في كفاءة الاقتصاد الوطني بشكل عام.

الدراسة الثانية: علال بن ثابت، أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر، مقال منشور في مجلة دراسات العدد الاقتصادي رقم 21أ في جانفي 2014 الصادرة عن جامعة الأغواط، ص ص: 21-42.

تهدف هذه الدراسة إلى تبيان أهم الأساليب المطبقة في تقييم المؤسسات، سواء عند خصصتها أو عند الاندماج والاستحواذ أو لإعادة الهيكلة أو للأغراض الضريبية ولأغراض استثمارية وعند التصفية أو لأسباب أخرى .وغالبا ما تتعدد هذه الأساليب بتعدد المداخل، فهناك مجموعة من الطرق تعتمد على مدخل الذمة المالية كطريقة الأصل الصافي والأصل الصافي المصحح وطريقة القيمة الجوهرية وطريقة الأموال الخاصة وهناك طرق أخرى منبثقة من المدخل المالي أو التدفقات النقدية كطريقة خصم التدفقات المالية وطريقة قيمة المردود أو رسملة الأرباح، وطرق أخرى تعتمد على البورصة، إضافة إلى مجموعة أخرى تعتمد على مدخل فائض القيمة أو شهرة المحل goodwill وهذه الطرق بالرغم من اعتمادها على صيغة رياضية محددة إلى أنها تتغير بحسب تغير نوع المؤسسة المعنية وبحسب دافع التقييم.

كما تطرق الباحث إلى تجربة بعض المؤسسات الاقتصادية التي مستها عملية التقييم، خاصة تلك المؤسسات التي تم خصصتها جزئيا عن طريق البورصة، كمؤسسة صيدال ومؤسسة الرياض سطيف وفندق الأوراسي، حيث ظهر أن كل مؤسسة تعتمد على طرق أو توليفة من الطرق تختلف عن المؤسسات الأخرى. كما تشهد الساحة نقاشات حادة حول إشكالية تقييم مؤسسة جيزي التي تحاول السلطات الجزائرية إعادة شرائها من المتعامل الروسي.

الدراسة الثالثة: بكاري بلخير، أثر التقييم الدالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر- دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار- " ENSP " ، الدراسة عبارة عن أطروحة دكتوراه العلوم في علوم التسيير صادرة عن كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 03 ، خلال السنة الجامعية 2010/2009 .

تعالج هذه الأطروحة، موضوع أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مركزة على مقارنة التقييم التي تم اعتمادها لتقييم وحدات المؤسسة البتولية كمساهمة في الفرع أو المساهمة الجديدة متمثلة في مقارنة الذمة الدالية وبدقة أكثر طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح، وأراد الباحث إعطاء البديل الذي يجهل لماذا لم تختاره المؤسسة خلال الدراسة على الأقل من أجل أن يكون لديها مجال للقيمة ومن ثم مجال أكبر للتفاوض مع الشريك الأجنبي، خصوصا في إطار التحولات التي يشهدها الاقتصاد الجزائري، حيث حاول الباحث وضع برنامج مصغر لتقييم المؤسسات لأغراض الشراكة مركزا في ذلك على ما يحدث في الخارج آخذا في ذلك خصوصية الوضع في الجزائر .

الدراسة الرابعة: مواعي بحرية، التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية صادرة عن كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسيير جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف-، ديسمبر 2016 .

تتناول هذه الأطروحة موضوع التقييم الدالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية في ظل المعايير المحاسبية الدولية وذلك في نطاق ما يميز هذه المؤسسات من خصائص مالية وغير مالية تنعكس على سلوكها المالي، حيث أن الهدف من هذه الدراسة هو الوقوف على حقيقة إشكالية التقييم المالي للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة العمومية في الجزائر في شقها المحاسبي من حيث موثوقية المعلومات الدالية المستخدمة في عملية التقييم، ومحاولة إيجاد العلاقة بين مصداقية هذه العملية وموثوقية تلك البيانات في ظل النظام المحاسبي المالي . وقد خلص هذا البحث إلى جملة من النتائج كان من أهمها أن الالتزام الصارم بمبادئ النظام المحاسبي المالي وتطبيقه بشكل صحيح واحترام آلياته سوف يمكن من الحصول على قوائم مالية تتصف بموثوقية أكبر، الأمر الذي سيؤثر بالإيجاب على مصداقية تقييم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية مع ضرورة توفر سوق نشطة ومناخ أعمال مناسب.

الدراسة الخامسة: بن حمو عصمت محمد، طرق و محددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة -دراسة حالة مؤسستي صيدال و الاوراسي-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان-، خلال السنة الجامعية 2016/2015.

تناولت هذه الدراسة موضوع التقييم المالي من منظور أن تقييم المؤسسات تتموقع في قلب المالية، حيث أنها تهدف إلى إعطاء قيمة للمؤسسة أو مجموعة من القيم بالاعتماد على مجموعة من الطرق (المختلفة) طريقة الذمة المالية، طريقة مقارنة التدفقات، مدخل فائض القيمة، الطرق التي تعتمد على البورصة)، هذه الأخيرة تساهم في تحديد القيمة العادلة للأصل أو المؤسسة الراغبين في خوصصتها و التي تلقى الإجماع بين مختلف الأطراف الفاعلة في إستراتيجية الخوصصة وتكون نقطة البداية لعملية التفاوض ومن تم تحديد قيمة التنازل أو البيع.

أن الهدف من هذه الدراسة هو تبيان ايجابيات, سلبيات و حدود تطبيق كل المقاربات و طرق التقييم الممكن تطبيقها على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية الراغبين في خوصصتها.

## 2.5. الدراسات باللغة الأجنبية:

**الدراسة الأولى: Pablo Fernandez, Valuing Companies by Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories, Journal of Management Science, Vol.1, No.1, 2007**

الدراسة عبارة عن مقال قام فيه الباحث بتلخيص موجز لجميع الطرق والنظريات حول تقييم الشركة باستخدام التدفق النقدي المخصوم. يذكر الباحث 10 طرق وهي: التدفق النقدي الحر، التدفق النقدي لأسهم (حقوق الملكية)، التدفق النقدي لرأس الدال، القيمة الحالية المعدلة (APV)، التدفقات النقدية الحرة المعدلة حسب المخاطر التجارية المخصومة عند العائد المطلوب على الأصول، التدفقات النقدية للأسهم المعدلة حسب المخاطر التجارية عند العائد المطلوب على الأصول، الربح الاقتصادي المخصوم بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) المخصومة عند المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، التدفقات النقدية الحرة المعدلة بطريقة خالية من المخاطر المخصومة عند معدل الفائدة الخالي من المخاطر وأخيرا، التدفقات النقدية لحقوق المساهمين المعدلة

بطريقة خالية من المخاطر المخصومة عند معدل العائد المطلوب على الأصول. كل الطرق العشرة تعطي دائماً نفس القيمة. هذه النتيجة منطقية، حيث أن جميع الأساليب تحلل نفس الواقع تحت نفس الفرضيات؛ تختلف فقط في التدفقات النقدية التي تم اتخاذها في نقطة البداية للتقييم.

**الدراسة الثانية: Kim Ehab Shelbaya Ali, Fundamental Analysis and Relative Valuation Multiples: A Determination of Value Drivers and Development of a Value Model for the US and UK Markets, The thesis is submitted in partial fulfilment of the requirements for the award of the degree of Doctor of Philosophy of the University of Portsmouth, August 2014.**

كان الهدف الرئيسي من هذه الدراسة هو تطوير نموذج مالي خوارزمي لتحديد وفحص خصائص محركات القيمة الرئيسية وهي الأرباح وصافي الدخل والأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والمبيعات والقيمة الدفترية، والتي تصوغ جوانب القيمة للشركة لحساب مضاعفات القيمة الخام باستخدام تحليلات الانحدار متعدد الخطوط لمحرك القيمة المتدرجة، السعر إلى الأرباح (PE)، السعر إلى صافي الدخل (PX\_Earn\_Com)، السعر إلى (P/E)، السعر إلى المبيعات (PS)، والسعر - إلى الدفترية (PB)، مقابل قائمة شاملة للمتغيرات المستقلة. يتم استخدام الطيف الناتج من مضاعفات القيمة الخام في مزيد من الحسابات التي تشمل تثليث مضاعفات القيمة الخام للطيف في عملية مرجحة بناءً على المعامل المعدل لقياس التحديد، والذي من شأنه أن يصنع سعر حصة السوق الخام للشركة (Adj. Vs\_PX) مقارنة بأسعار الأسهم المستندة إلى بلومبرج (PX). على نحو فعال، سيتم استخدام النموذج المالي الحسابي الانحداري متعدد الخطوط لتقييم القيمة السوقية للإشارة إلى الشراء أو البيع بناءً على مركز سعر حصة السوق المركب بالنسبة لأسعار الأسهم الحالية في السوق. تتكون عينة البيانات المدمجة لهذه الدراسة من مؤشرات السوق التي تمثل الأسواق الأنجلوساكسونية والأوروبية، وهي (FTSE-All-Share (ASX في المملكة المتحدة، و S&P 500 (SPX) للولايات المتحدة الأمريكية و STOXX Europe 600 (SXXP) من أوروبا مع توفر بيانات تتراوح من 2001 إلى 2011 تم الحصول عليها من بلومبرج. تم إكمال الهدف الرئيسي بنجاح من خلال تحليل 170 نموذجًا للانحدار استنادًا إلى 5 متغيرات تابعة متدرجة متراجعة مقابل 56 متغيرًا مستقلًا لـ 8,851 شركة - سنة من 14,340 شركة - سنة تمثل مؤشرات السوق الثلاثة، ASX، SPX، و SXXP.

أدت المقاييس الإحصائية الوصفية لمضاعفات القيمة الخام المحسوبة وأسعار الأسهم بالنسبة إلى القيم المستندة إلى بلومبرج إلى نتائج قوية ومهمة بشكل عام. تعكس عمومًا خطأ معياريًا منخفضًا وانحرافًا معياريًا ثابتًا وعينة متشابهة جدًا. إن ربط مضاعفات القيمة الأولية المحسوبة ل PE و PX\_Earn\_Com و P/EBITDA و PS و PB ، مقابل المضاعفات المستندة إلى بلومبرج ، أظهر في الغالب قيمًا مماثلة لشركة ASX و SPX ، مما يدل على أن الشركات المدرجة يتم تقييمها بكفاءة. بينما بالنسبة للشركات المدرجة في مؤشر SXXP ، أوضحت النتائج أن هناك اختلافات في القيم لوحظت بين المضاعفات الأولية المركبة والمضاعفات القائمة على بلومبرج ، مما يعني أن الشركات إما مبالغ فيها أو مقيمة بأقل من قيمتها. بشكل عام ، عرضت مضاعفات PS و PB المناظرة النتائج الأكثر اتساقًا وذات الأهمية التفسيرية مقارنة بمضاعفات الأرباح الثلاثة. ومع ذلك ، فإن التناقضات الملحوظة في القيم المركبة بالنسبة للقيم المستندة إلى بلومبرج سيتم تعويضها بشكل جماعي بين PE و PX\_Earn\_Com و PEBITDA ، وبالتالي تقديم نتائج متسقة وهامة.

خلصت هذه الدراسة إلى أن تحليل التقييم النسبي المقطعي لأي شركة مدرجة بالكامل في الأسواق الأنجلوساكسونية والأوروبية في عملية مماثلة يمكن تحقيقها. ومن ثم ، يمكن توحيد عملية تحليل التقييم باستخدام hgمتغيرات المستقلة للأسواق الأنجلوساكسونية والأوروبية وتثليث مضاعفات القيمة لتجميع أسعار أسهم قابلة للمقارنة في السوق. تستند الجوانب المختلفة للمنهجيات المطبقة على تحليل الانحدار متعدد الخطوط والتقييم النسبي باستخدام قاعدة بيانات موحدة لجميع البيانات التي تم الحصول عليها من مؤشرات السوق الثلاثة: ASX و SPX و SXXP. وبالتالي ، فإن النموذج المالي الخوارزمي الانحدار متعدد الخطوط قادر على حساب التقييم المقطعي ، وكذلك التقييم عبر السوق لأي شركة مدرجة بالكامل ، لحساب مضاعفات القيمة التي يمكن تجميعها لتجميع أسعار الأسهم المعنية.

**الدراسة الثالثة: Abdelkader GLIZ, le problème de l'évaluation de l'entreprise en privatisation dans un contexte de transition vers l'économie de marché, Les Cahiers du CREAD, n° 54/2000**

الدراسة عبارة عن مقال قام فيه الباحث بعرض المبادئ القياسية لتقييم الأعمال وصعوبات التقييم في سياق الانتقال إلى اقتصاد السوق. حيث يقدم في القسم الأول طرق التقييم القياسية للشركة، وهي طريقة التدفقات النقدية المخصومة (قيمة العائد) وطريقة القيمة الدفترية الصافية المصححة (قيمة الأصول)،

يتمثل أحد أهداف هذا القسم في السماح بتقييم الأساليب المستخدمة في تقييم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر. أما القسم الثاني فهو مناقشة تهدف إلى تسليط الضوء على صعوبات التقييم الرئيسية في سياق الانتقال إلى اقتصاد السوق. ويعتبر القسم الثالث مثال ملموس على تقييم الشركات المقدمة في بورصة الجزائر للأوراق المالية (الرياض سطيف، صيدال والأوراسي) لتسليط الضوء على الصعوبات العملية للتقييم ومخاطر الأخطاء التي يمكن أن تنتج. كما وضح الباحث في هذا القسم، من بين أمور أخرى، أن منهجيات التقييم التي تستخدمها الشركات الاستشارية غير متكافئة.

#### 6. حدود الدراسة:

من أجل معالجة الإشكالية تم تحديد النطاقين الزمني والمكاني كما يلي:

- النطاق المكاني: تمت هذه الدراسة في الجزائر، حيث تم اختيار المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر لتكون عينة الدراسة؛

- النطاق الزمني: تتجلى فترة الدراسة الميدانية من سنة 2017 إلى سنة 2022.

#### 7. منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية البحث محل الدراسة وتحقيق الأهداف المسطرة، وكذا اختبار صحة الفرضيات اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال عرض مختلف المفاهيم النظرية المرتبطة بمتغيرات البحث هذا في الجانب النظري. أما في الجانب التطبيقي تم الاعتماد على التحليل القياسي وذلك بهدف دراسة العلاقة إحصائياً بين متغيرات التقييم المالي والقرارات المالية في المؤسسة خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020، وذلك اعتماداً على البرنامج الإحصائي EVIEW-12.

#### 8. أقسام الدراسة:

لمعالجة الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيم البحث إلى أربعة الفصول (ثلاثة فصول نظرية وفصل دراسة تطبيقية)، وتحت كل فصل تدرج مباحث وكل مبحث يشمل عدة مطالب، وهي كالتالي:

- الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

بما أن دراستنا تتمحور حول المجمعات بصفة محددة كان لا بد من إبراز هذا المفهوم ويشمل الفصل الأول الإطار المفاهيمي لمجمع الشركات من حيث التعريف والعلاقات المالية بين الشركة الأم والشركات

التابعة كما قمنا بإبراز أهم المعايير المالية الدولية التي تخص مفهوم التجميع المحاسبي. ثم تم التطرق إلى منهج التحليل المالي لهذه الحسابات المجمعة.

- الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

تطرقنا في هذا الفصل إلى مفهوم القيمة والتقييم المالي ومنهجية إجراء عملية التقييم المالي وبعدها انتقلنا إلى دراسة مختلف طرق ومقاربات التقييم المالي التقليدية منها والحديثة.

- الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

خصص هذا الفصل لدراسة عملية اتخاذ القرار في المؤسسة من حيث ماهية القرار في حد ذاته ثم مراحل اتخاذ القرار وأخيرا التركيز على القرارات المالية وهي قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح، بعدها حاولنا إبراز العلاقة بين مفهومي التقييم المالي والقرارات المالية التي تتم في المؤسسة.

- الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

نظرا لأن الدراسة تهتم بدراسة الأثر فإنه تم إجراء دراسة قياسية على المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر في الفترة الممتدة من 2010 إلى 2020، لاستخلاص العلاقة بين نتائج عملية التقييم المالي للمجمعات والقرارات المالية التي يتم اتخاذها بناء على هذه النتائج .

الفصل الأول:

التحليل المالي

للقوائم المالية

المجمعة

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### تمهيد:

تتجه المؤسسات خلال الآونة الأخيرة إلى التكتل من أجل تحقيق النمو وتعظيم القيمة السوقية، لذلك أصبحت ظاهرة مجتمعات الشركات علامة فارقة في ظل اقتصاد السوق بحيث أنها تغطي بشكل تسارع حصة متزايدة من النشاط الاقتصادي. من أهم الأسباب التي تؤدي إلى تشكيل هذا النوع من المجتمعات في جميع القطاعات هو أن ظاهرة التركيز (concentration) تعد مصدراً للميزة التنافسية، ومن المزايا الأخرى: تقاسم المخاطر ، وفتح رأس المال ، وسهولة الوصول إلى الأسواق المالية ، وتحسين الضرائب . هناك بعض الشركات التي تتوسع على المدى الجغرافي مع التركيز على عمل أساسي واحد وهذا يؤدي إلى تشكيل كيانات قانونية جديدة بحكم أن هذا التوسع سيكون دولياً، في حين أن هناك شركات أخرى تختار التوسع في أعمال جديدة (ثانوية) والبعض الآخر ينتهج إستراتيجية التحالف لإنشاء كيانات مشتركة.

تعكس الحسابات الموحدة الواقع الاقتصادي للمجموعة. يعد تحليلها الآن مهارة أساسية. نظراً لأن هذه الحسابات هي الأداة المفضلة للاتصال المالي الخارجي ، يجب على إدارة المجموعة والقسم المالي إتقان تفسيرها. يستخدم المستثمرون الحسابات الموحدة لتقييم الربحية الإجمالية للمجموعة وتوقعاتها. أما بالنسبة للمصرفي ، يعد تحليل الحسابات الموحدة مكملاً أساسياً لفهم المخاطر من خلال قياس المديونية وقدرة السداد للمجموعة ككل. غالباً ما يجمع مدير الائتمان بين تحليل الحسابات الفردية لعميله وتحليل حسابات المجموعة التي ينتمي إليها. في الواقع ، عندما تكون هناك روابط اقتصادية أو مالية قوية بين الكيانات المختلفة ، فإن ملاءة الشركة التابعة تعتمد على ملاءة المجموعة ككل. وفي ظل اعتماد المعايير المالية الجديدة IFRS فقد تم إدخال العديد من التغييرات العميقة على التحليل المالي ، لا سيما فيما يتعلق بالمديونية ، والمعلومات القطاعية ، واستخدام الأدوات المشتقة ، ونهج التدفق النقدي المنتظم ، وما إلى ذلك. بعض هذه التغييرات تغير ردود أفعال المحللين الماليين. على هذا الأساس تطرقنا في الفصل الأول إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمجمع الشركات

- المبحث الثاني: التحليل المالي للحسابات المجمعة وفق المعايير المالية الدولية

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لمجمع الشركات

في مواجهة تطور الأسواق الاقتصادية والمالية، قامت الشركات في كثير من الأحيان بتجميع نفسها لتصل إلى الحجم الكافي وذلك بالجمع بين جهودها الاستثمارية للتوسع في الأسواق الخارجية وتنويع الإنتاج، سواء في سياق الاستراتيجيات الصناعية أو المالية، وبذلك كان على هذه الشركات أن تتطور من خلال إنشاء شركات تابعة أو الاستحواذ على شركات قائمة لتكوين ما يسمى بمجمع الشركات الذي يختص بمميزات من حيث أساليب تكوينه والعلاقات التي تربط بين الوحدات المكونة له.

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول مجمع الشركات

#### 1 مفهوم المجمع:

يمكن النظر إلى التعاريف التي قدمت لمجمع الشركات من ناحيتين:

#### 1 1 - الناحية الاقتصادية:

عرف الباحثين برونو باشي (Bruno. B) وميشال سيون (Michel. S) المجمع بأنه "مجموعة من الشركات ذات الصلة والتي يمكن أن تكون الروابط التي تربط هذه الكيانات المختلفة ذات طبيعة مختلفة"<sup>1</sup>. أما الباحث جورج لوغرو (Georges LEGROS) حاول إبراز سيطرة الشركة الأم على الشركات التابعة، فعرفه على أنه "يتكون من شركة مهيمنة وشركات تابعة برقابة مطلقة وشركات تابعة برقابة مشتركة، وشركات تمارس فيها الشركة المهيمنة تأثيرا بارزا"<sup>2</sup>.

وفي تعريف آخر: "المجمع هو مجموعة من الشركات تشكل كيانًا واحدًا محصورًا بنطاق توحيد مع وجود كيان مدمج على رأسه"<sup>3</sup>، وقد يرى البعض أن "مجمع الشركات هو عبارة عن شركة أم ترتبط بمجموعة من الشركات التابعة بعلاقة تدرجية وتسلسلية وتبعية بحيث تجعلها مجموعا واحدا متكاملًا، ويتحقق ذلك من خلال وحدة اتخاذ القرار ووحدة التصرف والإستراتيجية والموارد الإنسانية والمادية والفنية"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion .M, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, 2<sup>ème</sup> édition, Donod, Paris, 2006, p 05.

<sup>2</sup> Legros.G, **Stratégie financière des groupes** : cours et études de cas corrigées, Ellipses, Paris, 2006, p 10.

<sup>3</sup> Barneto.P, Gregorio.G, **Finance: manual et applications**, 3<sup>ème</sup> edition, Donod, Paris, 2011, p 140.

<sup>4</sup> أوروآن هارون، **النظام القانوني لمجمع الشركات -دراسة مقارنة-**، رسالة دكتوراه في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد -تمسان، 2015/2016، ص 68.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

وعرف المجمع أيضا بأنه "مجموعة من الوحدات المستقلة قانونا مرتبطة بمركز قرار واحد يُدعى الشركة الأم، هذا الارتباط يمكن أن يكون تجاريا وبالتالي الاستجابة لمنطق توسع السوق، أو صناعيا ويندرج ضمن التكامل التكنولوجي، أو مالهي يرتكز حول المردودية المثلى للأموال المستخدمة، وبصفة عامة ومهما يكن الهدف فإن الارتباط يندرج ضمن إستراتيجية شاملة للتنمية"<sup>1</sup>.

### 1 2 - الناحية القانونية:

من خلال البحث في التشريع الجزائري، نلاحظ انعدام وجود تعريف صريح لمجمع الشركات في القانون التجاري وإنما ينص في الفصل الخامس من باب: في قواعد سير مختلف الشركات الجزائرية والمعنون بالتجمعات وفي المواد من 796 إلى 799 على كيفية إنشاء التجمعات والبيانات التي يجب أن يتضمنها عقد التجمعات، ولكن حسب تحليل بعض القانونيين هناك نقاط اختلاف بين التجمع والمجمع يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>2</sup>:

- ❖ الصفة القانونية: يتمتع المجمع بالشخصية المعنوية ابتداء من تاريخ تسجيله في السجل التجاري<sup>3</sup>، أما المجمع فهو تجمع لمجموعة من الشركات تتمتع كل منها بشخصيتها المعنوية المستقلة عن الأخرى.
- ❖ طريقة التشكيل: يتشكل المجمع من خلال عق مكتوب يتم إعداده ونشره حسب الكيفيات المحددة عن طريق التنظيم<sup>4</sup>، أما المجمع فينشأ من خلال سيطرة الشركة الأم على الشركات التابعة باستعمال وسائل وأدوات مستمدة من قانون الشركات.
- ❖ هدف التشكيل: لا يؤدي التجمع من تلقاء نفسه إلى تحقيق الفوائد واقتسامها ويمكن أن يؤسس بدون رأسمال<sup>5</sup>، ولكن في حالة المجمع فالشركة المسيطرة تسعى إلى تحقيق فوائد مالية من خلال استثمار رؤوس أموالها في الشركات التابعة.

أما النظام المالي المحاسبي فلم يَخص هو الآخر على تعريف واضح لمجمع الشركات بل اكتفى إلى الإشارة إلى هدف إنشاء الحسابات المدمجة والكيان المسؤول عن إعدادها في المواد 1.132 و 2.132 و 3.132.

<sup>1</sup> سبتي إسماعيل، سعدي يحيى، أثر حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي للقوائم المالية الموحدة في المجموعة -دراسة ميدانية-، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2، العدد 11، ديسمبر 2014، ص 65.

<sup>2</sup> أورو هارون، مرجع سابق، ص ص: 88-90، (بتصرف).

<sup>3</sup> المادة 799 مكرر من القانون التجاري الجزائري.

<sup>4</sup> المادة 797 من القانون التجاري الجزائري.

<sup>5</sup> المادة 799 من القانون التجاري الجزائري.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

غير أن القانون الجبائي الجزائري تطرق إلى تحديد هذا المفهوم حيث ينص في المادة 138 من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة على أن مجمع الشركات هو كل كيان اقتصادي، مكون من شركتين أو أكثر ذات أسهم مستقلة قانونياً، تدعى الواحدة منها "الشركة الأم" تحكم الأخرى المسماة "الأعضاء" تحت تبعيتها بامتلاكها المباشر ل: 90% أو أكثر من رأس المال الاجتماعي، والذي لا يكون رأس المال ممتلكاً كلياً أو جزئياً من طرف هذه الشركات أو نسبة 90% أو أكثر من طرف شركة أخرى يمكنها أخذ طابع الشركة الأم.

من خلال ما تقدم يمكن تعريف المجمع على أنه مجموعة من الشركات التي تتمتع بالاستقلال القانوني عن بعضها البعض ولكن تتركز على وحدة اتخاذ قرار مشتركة، حيث تخضع الشركات التابعة من خلال حق الرقابة إلى سلطة الشركة الأم.

### 2 - الأهمية الاقتصادية لتكوين مجمع شركات:

يتميز مجمع الشركات بأهمية كبيرة في مجال الأعمال لما يقدمه من إيجابيات لأعضائه ويحددها الباحثان برونو باشي (Bruno BACHY) وميشال سيون (Michel SION) في عدة نقاط نوجزها فيما يلي<sup>1</sup>:

- ❖ إشراك المستثمرين في تمويل نشاط ما دون الحاجة إلى تقاسم السلطة؛
- ❖ ضمان تقسيم المخاطر: إن إنشاء كيانات قانونية منفصلة يسمح "بتجزئة" المخاطر ويمنع المصاعب المالية للنشاط من الانتشار إلى أنشطة أخرى للمجموعة الذي يمكن أن يهدد استدامة الكل؛
- ❖ ضمان تطوير الأعمال التجارية الدولية: مع نمو الأعمال التجارية الدولية، تخلق المجموعة شركات إنتاج في الخارج لتزويد الأسواق المحلية حيث يتم توزيع الإنتاج بين مختلف البلدان، وتصبح كل شركة فرعية منتجة للعديد من البلدان، وقد تعهد في بعض الأحيان المسؤولية عن تطوير خطوط إنتاج معينة للمجموعة بأكملها إلى شركات تابعة أجنبية معينة وبالتالي لم تعد جميع مراكز القرار التابعة للمجموعة موجودة في بلد المنشأ؛
- ❖ تسهيل التملك والتخلي عن بعض النشاطات: تقوم المجمعات بشراء أو اكتساب العديد من الكيانات للوصول إلى الحجم الكافي والمطلوب للتنوع في نشاط ما، بالعكس قد تقوم بالتخلي عن أنشطة معينة للتركيز على أعمالها الأساسية، لتوليد السيولة الكافية للتقليل من الديون، وما إلى ذلك. من الواضح أنه من الأسهل بيع أسهم أي كيان قانوني بدلاً من تحويل الأصول والديون والعقود المتعلقة بنشاط ما إلى

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, pp : 08-12.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

المشتري. علاوة على ذلك، عند رغبة شركة ما التخلي عن نشاط داخلي تابع لإطارها القانوني، فهي تقوم بتحويله إلى شركة تابعة، من خلال إنشاء كيان قانوني مملوك بالكامل يتوفر على جميع الأصول والديون والعقود المتعلقة بهذا النشاط ثم تباع أسهم هذا الكيان للمشتري؛

❖ تسهيل التحالفات التجارية: كثيرا ما تجتمع الشركات لتركيز جهودها أو الجمع بين نقاط القوة التكميلية وقد تقتصر بعض التحالفات على إبرام العقود التجارية، بينما ينتج البعض الآخر عن تكوين شركات تابعة مشتركة. إنشاء شركة تابعة مشتركة توفر إمكانية التعاون المرن والمحدود في مجالها، ولا يترتب عليه تغيير في هيكل رأس المال للمنشآت المرتبطة به ويتصل عموما بجزء فقط من نشاطها. قد يكون الغرض من شركة فرعية مشتركة:

- تجميع وسائل الإنتاج أو التسويق: قد يكون كيانا يوزع منتجات الشركاء، وبالتالي يقلل من تكلفة التسويق؛

- تركيز القوة على نفس المهنة: حيث الحجم هو أحد الأصول في بعض الأنشطة مثل الملاحاة الجوية والتسلح؛

- التكامل بين الشركات: بجلب كل شريك معارفه مثل التكنولوجيا الصناعية أو المعرفة السوقية وقوة المبيعات.

بالإضافة إلى ما سبق، فإن مجمع الشركات يخضع لنظام قانوني يمكنه من تكريس سياسة اقتصادية تقوم على مبدأ تنوع الأنشطة وتعدد الأسواق، كما يكرس المجمع مبدأ مركزية التخطيط ولا مركزية التنفيذ<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: التجميع المحاسبي

يتكون تجميع الحسابات من خلال استبدال الحسابات الاجتماعية بحسابات موحدة في كيان واحد وهو الشركة الأم<sup>2</sup>، حيث يتم التجميع من دمج عدد كبير من حسابات الكيانات المختلفة المشكلة للمجمع والتي قد تختلف درجة السيطرة فيها بشكل كبير<sup>3</sup>. التجميع المحاسبي هو مجموعة من الوسائل التي تسمح بتنسيق المعلومات المالية الكلية على مستوى مجمع من الشركات يتكون من عدة كيانات<sup>4</sup>، حيث يهدف توحيد الحسابات إلى

<sup>1</sup> أوروآن هارون، مرجع سابق، ص ص: 51-52.

<sup>2</sup> Thibierge . C, *Analyse financière*, 3<sup>e</sup> édition, Vuibert, Paris, 2009, p : 126.

<sup>3</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 140.

<sup>4</sup> Torc. E, *l'essentiel de la Consolidation des comptes*, Gualino lextensio éditions, Paris, 2011, p : 13.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

إنشاء حسابات جماعية وفقاً لنهج اقتصادي في الغالب يعكس أصول جميع الشركات التي تنتمي إلى المجموعة ومعاملات هذه المجموعة ككيان واحد<sup>1</sup>. مما سبق يمكن القول أن التجميع هو تقنية لتقديم في شكل بيانات محاسبية، الوضعية المالية ونتائج المجمع باعتباره كيانا واحداً.

### 1 - سيرورة التجميع المحاسبي:

#### 1 1 - تحديد محيط التجميع:

يحدد نطاق التجميع مجموع الشركات التي سيتم تضمينها عند إعداد الحسابات المجمعة، حيث يتكون من الكيان المدمج ويسمى الشركة الأم، الشركات التابعة التي تتحكم فيها بصفة مطلقة، بصفة مشتركة أو تمارس فيها تأثيراً هاماً. الفكرة الأساسية التي يتمحور حولها مفهوم مجمع الشركات هي نسبة السيطرة ونسبة المصلحة. لفهم نطاق الدمج، من الضروري أولاً تقديم المخطط أو الهيكل التنظيمي للمجمع. المشاركة هي حق في رأس مال شركة أخرى والتي تهدف من خلال إنشاء رابط دائم معها إلى المساهمة في نشاط الشركة القابضة، والمخطط التنظيمي يجعل من الممكن تتبع المشاركات المختلفة القابلة للدمج، فهو عبارة عن تمثيل رسمي لبنية مجموعة الشركات المدمجة من الحدود التي يتم تحديدها مسبقاً. حيث أنه في التقارير السنوية للمجمعات، يتم تجميعها بجدول يوضح حسابات النسب المختلفة للسيطرة والمصلحة وكذلك طرق الدمج المستخدمة.<sup>2</sup>

#### 1 1 1 - نسبة السيطرة (pourcentage de contrôle) :

حسب معيار المحاسبة الدولي رقم 27 يعرف بأنه "القدرة على التحكم في السياسات المالية والتشغيلية للمؤسسة من أجل الحصول على منافع من أنشطتها"، كما يمكن تعريفه على أساس عدد حقوق التصويت المتاحة عند تحديد نطاق التجميع من قبل الشركة المدمجة<sup>3</sup>. يمكن تمييز الأنواع التالية للسيطرة:

#### 1 1 1 1 - السيطرة المطلقة:

بموجب المعايير الدولية للتقارير المالية، تعتبر الشركة التابعة تحت السيطرة المطلقة عندما:

❖ يكون لدى الشركة الأم أكثر من 50% من حقوقها في التصويت المتاحة والمحتملة. في هذه الحالة،

ستضاف إيرادات ونفقات الشركة التابعة بالكامل إلى الشركة الأم، على الرغم من أنها لن تكون مساهماً

<sup>1</sup> Torc. E , Op.cit , p : 15.

<sup>2</sup> Barento. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 156.

<sup>3</sup> Ibid, p : 143.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

بنسبة 100% وذلك بعد إقصاء العمليات الداخلية وإعادة المعالجة، غير أن الأموال الخاصة يتم تقسيمها في الشركة التابعة بين الحصة التي تنتمي إلى المجموعة وبين الحصة التي تخص المساهمين الآخرين (مصالح الأقلية)<sup>1</sup>.

❖ يكون للشركة المدمجة نصف أو أقل حقوقها في التصويت المتاحة والمحتملة، ولديها سلطة تعيين أو رفض أغلبية أعضاء مجلس الإدارة أو هيئة الإدارة المعادلة أو تستطيع جمع غالبية حقوق التصويت في اجتماعات مجلس الإدارة<sup>2</sup>. وينتج عن هذه السيطرة حقيقة أن الشركة الأم هي المساهم الرئيسي، ويمكن أن يتم توزيع بقية رأس المال بين العديد من المساهمين الآخرين.

❖ يكون للشركة الأم القدرة على توجيه السياسات المالية والتشغيلية للكيان بموجب نص تنظيمي (اللوائح) أو عقد<sup>3</sup>، وهو اتفاقية بشأن حقوق التصويت بين المساهمين. بموجب هذه الاتفاقية، يتعهد واحد أو أكثر من المساهمين بالتصويت وفقا لإرادة مساهم آخر، المستفيد من الاتفاق. وبالتالي فإن هذه الاتفاقية هي وسيلة تحكم أضعف من الإمتلاك المباشر أو غير المباشر لحقوق التصويت<sup>4</sup>.

### 1 1 1 2 - السيطرة المشتركة:

بموجب المعيار الدولي رقم 11 لإعداد التقارير المالية، السيطرة المشتركة هي المشاركة المتفق عليها تعاقدياً للتحكم في عملية ما، والتي لا توجد إلا في الحالات التي تتطلب فيها القرارات المتعلقة بالأنشطة ذات الصلة الموافقة بالإجماع من جانب الأطراف التي تتقاسم السيطرة<sup>5</sup>.

❖ تقاسم السيطرة: يفترض تقاسم السيطرة أن أياً من الأفراد المشاركين في المشاريع غير قادر على التحكم في النشاط من جانب واحد، هذا لا يعني بالضرورة التقاسم المتساوي لحقوق التصويت<sup>6</sup>.

❖ ضرورة وجود اتفاق تعاقدي: وجود اتفاق تعاقدي هو شرط أساسي لإنشاء السيطرة المشتركة. تحدد الاتفاقية القرارات الضرورية لتحقيق أهداف المشروع المشترك والتي تتطلب موافقة جميع الأطراف

<sup>1</sup> Burland. A, Thauvron. A, Guyvarc'h. A, **Finance DSCG 2 : manuel**, 4<sup>e</sup> édition, Sup'Foucher, Vanves, 2010, p : 304.

<sup>2</sup> Messekdji. C, **Techniques de consolidation des comptes de groupes normes IAS/IFRS**, Houma éditions, Alger, 2012, p : 18.

<sup>3</sup> Ibid, p : 19.

<sup>4</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, pp : 08-12.

<sup>5</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 11 "الترتيبات المشتركة"، الفقرة 07.

<sup>6</sup> Messekdji chafik, Op.cit, p : 19.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

المشاركة. يجوز تقديم إثبات للاتفاق التعاقدى بطرق مختلفة، إما بموجب عقد أبرم أو محضر مناقشة. أيا كان الشكل، عادة ما تكون الاتفاقية مكتوبة وتتعامل مع قضايا مثل<sup>1</sup>:

- النشاط والمدة والتزامات الاتصال المالي للمشروع المشترك؛
- تعيين مجلس الإدارة أو هيئة تنفيذية أخرى مماثلة للمشروع المشترك وحقوق التصويت لأصحاب المشروع المشترك؛
- المساهمات الرأسمالية لأصحاب المشروع المشترك؛
- المشاركة بين أصحاب المشروع المشترك في الإنتاج أو الدخل أو النفقات أو نتائج المشروع.

### 1 1 1 3 - التأثير الهام:

بموجب المعيار المحاسبي الدولي رقم 28، فإن التأثير الهام هو القدرة على المشاركة في القرارات المتعلقة بالسياسات المالية والتشغيلية للشركة المستثمر فيها، وحيث لا تمارس فيها السيطرة أو السيطرة المشتركة على تلك السياسات<sup>2</sup>. يفترض وجود التأثير الهام في الحالات التالية<sup>3</sup>:

- ❖ إذا احتفظ المستثمر، بشكل مباشر أو غير مباشر بنسبة 20% أو أكثر من حقوق التصويت في الشركة المستثمر فيها؛
- ❖ التمثيل في مجلس الإدارة أو الهيئة الإدارية للشركة المستثمر فيها؛
- ❖ المشاركة في عملية تطوير السياسات، بما في ذلك المشاركة في توزيعات الأرباح وغيرها من قرارات التوزيع؛
- ❖ المعاملات الهامة بين المستثمر والشركة المستثمر فيها؛
- ❖ تبادل موظفي الإدارة؛
- ❖ توفير المعلومات التقنية الأساسية.

<sup>1</sup> Messekdji chafik, Op.cit, p : 20.

<sup>2</sup> IAS 28, paragraphe 3.

<sup>3</sup> Ibid, paragraphe 6.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1 1 2 -نسبة المصلحة (pourcentage d'intérêt):

تقابل حصة رأس المال المحتفظ بها من قبل الشركة الأم بشكل مباشر أو غير مباشر في كل شركة مدمجة وبالتالي قيمة حقوقها في الوضعية الصافية ونتيجتها<sup>1</sup>.  
ملاحظة: قد تختلف نسبة المصلحة عن نسبة حقوق التصويت.

### 1 1 3 -العلاقات المالية لمجمع الشركات:

بعد تحديد مفهومي نسبة السيطرة ونسبة المصلحة، يسهل تحديد العلاقات المالية الممكنة في مجمع الشركات. الجدول الآتي يلخصها:

<sup>1</sup> Messekdji. C, Op.cit, p : 30.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الجدول (1-1): بعض العلاقات المالية المحتملة لمجمع الشركات

نسبة المصلحة (%d'intérêt)	نسبة السيطرة (% de contrôle)	شكلها	نوع العلاقة
نسبة مصلحة M في F 80%	نسبة سيطرة M على F = 80%	<pre> graph LR     M[M] -- 80% --&gt; F[F]         </pre>	مباشرة
نسبة مصلحة M في F = 80% (مباشرة) نسبة مصلحة M في G = 78% (30% مباشرة و 60% غير مباشرة)	نسبة سيطرة M على F = 80% (مباشرة) نسبة سيطرة M على G = 90% (30% مباشرة و 60% غير مباشرة)	<pre> graph TD     M[M] -- 80% --&gt; F[F]     M[M] -- 30% --&gt; G[G]     F[F] -- 60% --&gt; G[G]         </pre>	غير مباشرة
نسبة مصلحة المجمع في M = $\frac{(1-10\%)}{[1-(80\%+10\%)]} = 97,82\%$ نسبة مصلحة المجمع في F = $\frac{(1-10\%)*80\%}{[1-(80\%*10\%)]} = 78,26\%$	نسبة سيطرة M على F = $\frac{80}{100-10} = 88\%$	<pre> graph LR     M[M] -- 80% --&gt; F[F]     F[F] -- 10% --&gt; M[M]         </pre>	متبادلة
نسبة مصلحة المجمع في M = $\frac{(1-5\%)}{[1-(80\%*60\%*5\%)]} = 97,33\%$ نسبة مصلحة المجمع في F = $\frac{(1-5\%)*80\%}{[1-(80\%*60\%*5\%)]} = 77,86\%$ نسبة مصلحة المجمع في G = $\frac{(1-5\%)*80\%*60\%}{[1-(80\%*60\%*5\%)]} = 46,72\%$	نسبة سيطرة M على F = 70% نسبة سيطرة M على G = 63,31%	<pre> graph TD     M[M] -- 80% --&gt; F[F]     M[M] -- 5% --&gt; G[G]     F[F] -- 60% --&gt; G[G]         </pre>	دائرية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Barneto. P, Gregorio. G, **Finance: manual et applications**,

3<sup>ème</sup> edition, Donod, Paris, 2011, pp : 158-160.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1 2 - مرحلة التجانس وإعادة المعالجة:

الغرض من إعادة صياغة الحسابات الفردية هو تصحيح الكتابات المحاسبية للاختلافات بين الطرق المستخدمة في الحسابات الفردية والأساليب المطبقة على الحسابات الموحدة من أجل ضمان التجانس<sup>1</sup>. هذا الانسجام في محيط التجميع يتطلب:

❖ استخدام القوائم المالية للشركات التابعة مغلقة في تاريخ إغلاق مماثل لتاريخ الشركة الأم، عندما تختلف تواريخ إعداد التقارير للشركة الأم وشركة تابعة، تقوم الشركة التابعة بإعداد قوائم مالية إضافية لأغراض التجميع في نفس تاريخ القوائم المالية للشركة الأم، ما لم يكن الأمر كذلك. غير عملي<sup>2</sup>.

❖ تحديد الطرق المحاسبية التي يجب استخدامها من قبل الشركات التابعة لإنشاء حساباتها الفردية. ستشكل هذه الطرق مرجعا سيحدد على وجه الخصوص<sup>3</sup>:

- فترات وطرق الاهتلاك (المتناقص أو الخطي) التي يجب استخدامها لكل فئة من التثبيتات؛
- قواعد تقييم المخزون؛
- حساب مخصصات مؤونات انخفاض قيمة الأصول المتداولة؛
- شروط تقييم التزامات التقاعد؛
- قواعد تحويل الديون والذمم المدينة بالعملات الأجنبية؛
- أساليب محددة لأنشطة معينة: محاسبة التعبئة القابلة للاسترجاع، تكاليف البحث والتطوير، العقود طويلة الأجل....

❖ يجب إلغاء الكتابات المحاسبية الناتجة عن تطبيق التشريعات الضريبية فقط في الحسابات الموحدة. في الواقع، هذه الإدخالات الضريبية البحتة لا يجب الحفاظ عليها في عملية التجميع، وإلا فإن المعلومات المالية الشاملة ستكون خاطئة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p 60.

<sup>2</sup> Messekdji. C, Op.cit, p : 42.

<sup>3</sup> De Oliveira. L. S, Pham . D, **la consolidation des comptes –nouvelles réglementations et pratiques-**, Ellipses édition, Paris, 2000, pp : 65-66.

<sup>4</sup> Torc. E, Op.cit, p : 44.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1 2 1 - استبعاد العمليات الداخلية:

الغرض من إلغاء المعاملات داخل المجموعة هو الاحتفاظ في الحسابات المجمعة فقط بالمعاملات مع أطراف ثالثة، حتى تظهر بأنه يوجد كيان واحد ومحاسبة واحدة<sup>1</sup>. من أجل بناء القوائم المالية المجمعة، فإنه يجب إزالة تلك العمليات الداخلية للمجمع والتي تنقسم إلى فئتين:

### 1 1 2 1 - العمليات ذات التأثير على النتيجة المجمعة:

يجب استبعاد الأرباح الداخلية للمجمع بغض النظر عن طريقة التجميع المستخدمة. هذا الاستبعاد يخص:

- ❖ الأرباح الداخلية على المخزون: عندما يكون لدى شركة تابعة لمجمع مخزون من السلع آتي من شركات المجموعة الأخرى والتي تم إنشاء هامش الربح لها، يجب التخلص منها<sup>2</sup>.
- ❖ توزيعات الأرباح: عندما تقوم شركة مُدمجة بتوزيع أرباح على شركة أخرى في المجموعة، فإن هذا يمثل على مستوى الحسابات الفردية انخفاضاً في حقوق المساهمين للشركة التي تدفع توزيعات الأرباح ومنتج مالي للشركة التي تستلمها، يجب إزالة هذه النتيجة على مستوى الكيان الذي يتلقى هذه الأرباح<sup>3</sup>.
- ❖ مخصصات المؤنات: المؤنات المخصصة من قبل شركة على الأوراق المالية والقروض والديون والحسابات الجارية لشركة أخرى في نطاق التجميع يجب إقصاءها إذا ما تم استبعاد العناصر المذكورة آنفا بقيمتها الإجمالية<sup>4</sup>.
- ❖ الربح أو الخسارة الرأسمالية الداخلية عند التخلص من الأصول: إن بيع أصل ما بين كيانين موحدتين يولد ربحاً أو خسارة في الشركة البائعة إذا لم يتم تنفيذها بالقيمة الدفترية الصافية. في حالة الربح الرأسمالي، تؤدي المعاملة إلى إعادة تقييم الأصل والاعتراف بذلك التقييم مباشرة في ربح الشركة البائعة. في حالة الخسارة، يجب ألا تكون القيمة الدفترية الصافية للأصل أعلى من قيمتها الحالية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> Messekdji. C, Op.cit, p : 47.

<sup>2</sup> Ibid, p : 48.

<sup>3</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 64.

<sup>4</sup> De Oliveira. L.S, Pham. D, Op.cit, p : 93.

<sup>5</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 64.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1 2 1 - العمليات التي ليس لها أي تأثير على النتيجة المجمعة:

الشركات التي تنتمي إلى نفس المجموعة في كثير من الأحيان لديها علاقات تجارية أو مالية مع بعضها البعض. تسجل هذه المعاملات التجارية أو المالية في الحسابات الفردية لكل شركة في الاتجاه المعاكس، يتم حذف الحسابات التبادلية للذمم المدينة والدائنة وكذلك الأعباء والنتائج. هذا الاستبعاد ينطوي على مبالغ متطابقة ليس لها أي تأثير على النتيجة الإجمالية للمجموعة. إلغاء هذه المعاملات يسمح للمجموعة بعرض البيانات المالية فقط مع الأطراف الخارجية. لا تتم إزالة الحسابات التبادلية إلا بين شركات مدمجة بطريقة التكامل الشامل أو النسبي. إذا تم إدماج الشركة وفقاً لطريقة حقوق الملكية، فلن يتم استبعاد المعاملات المتبادلة بل تعتبر معاملات يتم إجراؤها مع أطراف ثالثة.<sup>1</sup>

### 1 2 2 - الضرائب المؤجلة:

حسب المعيار المحاسبي الدولي رقم 12، خصوم الضرائب المؤجلة هي مبالغ ضرائب الدخل المستحقة في الفترات المستقبلية للفروق المؤقتة الخاضعة للضريبة. أما أصول الضريبة المؤجلة هي مبالغ ضرائب الدخل القابلة للاسترداد في الفترات المستقبلية فيما يتعلق ب: الفروق المؤقتة القابلة للاقتطاع، ترحيل الخسائر الضريبية غير المستخدمة، ترحيل الاعتمادات الضريبية غير المستخدمة.<sup>2</sup>

### 1 2 3 - تحويل الحسابات بالعملة الأجنبية:

ينطبق المعيار المحاسبي الدولي رقم 21 على ترجمة النتائج والوضع المالي للعمليات الأجنبية المدرجة في البيانات المالية للمنشأة عن طريق التجميع بكل طرقه، من الضروري ترجمة النتائج والوضع المالية لكل كيان فردي مدرج في الكيان المدمج إلى العملة الخاصة بالكيان الذي يقدم القوائم المالية المجمعة. ترجمة القوائم المالية للعمليات الأجنبية إذا كانت العملة الوظيفية للعملية الأجنبية تختلف عن عملة المنشأة الأم تتم كالتالي:<sup>3</sup>

❖ الأصول والخصوم في الميزانية يتم ترجمتها بسعر الإقفال؛

❖ بنود الأعباء والنواتج في حساب النتائج يتم ترجمتها بأسعار الصرف في تواريخ المعاملات وعملياً يتم

استخدام متوسط السعر الجاري؛

<sup>1</sup>Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 65.

<sup>2</sup> IAS 12, paragraphe 5.

<sup>3</sup> IAS 21, paragraphe 39.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

❖ يجب حساب جميع فروق الصرف الناتجة كمكون منفصل عن رؤوس الأموال الخاصة.

### 1 3 طرق التجميع المحاسبي:

اعتمادًا على طبيعة الرقابة التي تمارسها الشركة الأم على الشركة التابعة، طرق مختلفة من التجميع يمكن تطبيقها وهي كالآتي:

### 1 3 1 -التكامل الشامل (Intégration Globale):

تطبق هذه الطريقة على الكيانات تحت السيطرة المطلقة، من خلال دمج جميع حسابات الشركة التابعة إلى حسابات الشركة الأم (الحسابات المجمعة سطرًا بسطر) ومشاركة الأموال الخاصة والأرباح بين حصة المجموعة ونصيب المساهمين الخارجيين ( حقوق الأقلية) <sup>1</sup>. حسب المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 10 تتمثل إجراءات التجميع كما يلي<sup>2</sup>:

❖ الجمع بين البنود المتماثلة من الأصول والالتزامات وحقوق الملكية والدخل والمصروف والتدفقات النقدية للمنشأة الأم مع تلك التي لمنشأتها التابعة؛

❖ تجري مقاصة (استبعادا) بين المبلغ الدفترى لاستثمار المنشأة الأم في كل منشأة تابعة وحصة المنشأة الأم في حقوق ملكية كل منشأة تابعة (يوضح المعيار الدولي للتقرير 3 كيفية المحاسبة عن أي شهرة ذات عاقلة)؛

❖ تستبعد بالكامل الأصول والالتزامات، وحقوق الملكية، والدخل، والمصروف والتدفقات النقدية المتعلقة بمعاملات بين منشآت المجموعة (تستبعد - بالكامل - الأرباح أو الخسائر الناتجة عن المعاملات داخل المجموعة والتي أثبتت ضمن الأصول، مثل المخزون والأصول الثابتة). قد تبين الخسائر داخل المجموعة وجود هبوط يتطلب إثباتا في القوائم المالية الموحدة. ينطبق معيار المحاسبة الدولي 12 " ضرائب الدخل " على الفروق المؤقتة التي تنشأ عن استبعاد الأرباح والخسائر الناتجة عن المعاملات داخل المجموعة.

يمكن تحديد الخطوات المنهجية لتنفيذ التكامل الشامل من خلال جمع جميع بنود الميزانية وحساب النتائج للشركات التابعة، ثم استبعاد جميع العمليات المتبادلة الموجودة في نطاق الدمج، يليها إلغاء الكتابات المحاسبية

<sup>1</sup> Torc. E, Op.cit, p 32.

<sup>2</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 10 "القوائم المالية الموحدة"، الفقرة ب86.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الناجمة عن تطبيق التشريعات الضريبية، كما يجب إظهار حقوق الأقلية لنستطيع في الأخير إنشاء القوائم المالية المجمعة.

### 1 3 2 - طريقة المعادلة:

حسب المعيار المحاسبي المالي رقم 28، هي طريقة محاسبية تتكون في البداية من الاعتراف بالمشاركة في التكلفة وتعديلها بعد ذلك للأخذ في الاعتبار التغيرات في حصة المستثمر في صافي موجودات الشركة المستثمر فيها والتي تحدث بعد الاستحواذ. تتضمن النتيجة الصافية للمستثمر حصته من صافي دخل الشركة المستثمر فيها، بينما تشمل العناصر الأخرى من الدخل الإجمالي المستثمر فيه على حصته من الدخل الإجمالي للشركة المستثمر فيها.<sup>1</sup> يجب على المستثمر الذي يمارس سيطرة مشتركة أو تأثيراً هاماً على الشركة المستثمر فيها أن يسجل حصته في الشركة الزميلة أو المشروع المشترك وفقاً لطريقة المعادلة. تدرج المساهمات ضمن إطار إعداد الحسابات المدمجة في الحسابات حسب طريقة المعادلة التي تتمثل في:<sup>2</sup>

❖ على مستوى الأصل للميزانية:

- إحلال الحصة التي تمثلها السندات في رؤوس الأموال الخاصة ونتيجة الكيان المشارك محل القيمة المحاسبية لتلك السندات؛
- احتساب حصة المجموعة هذه في نتيجة الكيان المشارك ضمن حسابات النتائج المدمجة.

❖ على مستوى حساب النتائج المدمج:

- يقدم تحت عنوان خاص حصة المجمع في نتيجة الكيان المشارك؛
- الأخذ في الحسبان النتيجة المدمجة هذه الحصة للمجمع في حساب نتيجة الكيان المشارك.

### 2 - الحسابات المجمعة:

يحدد القانون رقم 07-11 مؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق 25 نوفمبر سنة 2007 الذي يتضمن النظام المحاسبي المالي الهدف من إنشاء الحسابات المجمعة وذلك في المادة 1.132 والتي تنص على أن الحسابات المدمجة تهدف إلى تقديم الممتلكات والوضعية المالية و النتيجة الخاصة بمجموعة الكيانات كما لو تعلق الأمر بكيان واحد، كما تنص المادة 3.132 من نفس القانون على أن إعداد ونشر البيانات المدمجة يكون على عاتق أجهزة إدارة الكيان المهيمن على المجموع المدمج (أو الشركة الأم) أو على عاتق

<sup>1</sup> IAS 28, paragraphe 3.

<sup>2</sup> قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم المحاسبية ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، المادة 12.132، ص : 17.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الهيئة التي تتولى قيادته ومراقبته. يعرفها القانون التجاري في المادة 732 مكرر 4 بمصطلح الحسابات المدعمة ويقصد بها تقديم الوضعية المالية ونتائج مجموعة الشركات وكأنها تشكل نفس الوحدة حيث تخضع لنفس قواعد التقييم والمراقبة والمصادقة والنشر التي تخضع لها الحسابات السنوية الفردية<sup>1</sup>.

الحسابات الموحدة هي توحيد الميزانيات وحسابات النتائج وكل القوائم المالية لشركات المجموعة من أجل الحصول على قوائم موحدة تعبر على واقع نشاطات المجموعة ككل وكوحدة واحدة، وذلك بحفاظ كل شركة على شخصيتها القانونية<sup>2</sup>.

### 2 1 - الحسابات المجمعة في الجزائر:

على الرغم من أن كلا من النظام المالي المحاسبي والقانون التجاري في الجزائر لم يتطرقا لمفهوم المجمع حرفيا ولكن لم يمنع هذا من احتوائهما على مواد تخدم هذا المفهوم.

### 2 1 1 - النظام المالي المحاسبي:

وفقا للعدد 19 من الجريدة الرسمية الصادر ب 28 ربيع الأول عام 1430 هـ الموافق ل 25 مارس سنة 2009م والمتضمن القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 هـ الموافق 26 يوليو سنة 2008 والذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ينص في الفصل الثالث " الكيفيات الخاصة للتقييم والمحاسبة" في القسم الثاني " الإدماج- تجميع الكيانات، الحسابات المدمجة" على<sup>3</sup>:

❖ المادة 132. 1: تهدف الحسابات المدمجة إلى تقديم الممتلكات والوضعية المالية والنتيجة الخاصة

بمجموعة الكيانات كما لو تعلق الأمر بكيان واحد؛

❖ المادة 132. 3: يكون إعداد ونشر البيانات المدمجة على عاتق أجهزة إدارة الكيان المهيمن على

المجموع المدمج الذي يعرف بالكيان المدمج (أو الشركة الأم). أو على عاتق الهيئة التي تتولى قيادته

ومراقبته؛

<sup>1</sup> الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم، ص : 150.

<sup>2</sup> سبتي إسماعيل، سعدي يحيى، مرجع سبق ذكره، ص : 65.

<sup>3</sup> القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 هـ الموافق 26 يوليو سنة 2008 والذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص ص : 15-18.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

❖ المادة 132. 5: تعرف المراقبة كما لو كانت سلطة توجيه السياسات المالية العملياتية لكيان بغية الحصول على منافع من أنشطته، ويفترض وجود المراقبة في الحالات التالية:

- الامتلاك المباشر أو غير المباشر من طرف وسيط الفروع لأغلبية حقوق التصويت على كيان آخر؛

- السلطة على أكثر من 50% من حقوق التصويت محصل عليها في إطار اتفاق مع الشركاء الآخرين أو المساهمين؛

- سلطة تعيين أو إنهاء مهام أغلبية مسيري كيان آخر؛

- سلطة تحديد السياسات المالية العملياتية للكيان بموجب القانون الأساسي أو بموجب عقد؛

- سلطة جمع أغلبية حقوق التصويت في اجتماعات هيئات تسيير الكيان.

تتص المواد من 7.132 إلى 10.132 على كيفية إدماج الفروع، نذكر أهم ما جاء فيها كالآتي:

❖ المادة 132. 7: تدمج الكيانات المراقبة في إطار إعداد حساباتها المدمجة، تبعاً لطريقة التكامل الشامل. تتمثل هذه الطريقة:

- في الميزانية: الأخذ بعناصر ممتلكات الكيان المدمج فيما عدا سندات الكيانات المدمجة،

وإحلال محل القيمة المحاسبية لتلك السندات غير المأخوذ بها، مجموع عناصر الأصول

والخصوم المكونة لرؤوس الأموال الخاصة لهذه الكيانات محددة حسب قواعد الإدماج؛

- في حساب النتائج: إحلال العمليات المنجزة من قبل المجموع المدمج محل عمليات

الشركة المدمجة، مع استبعاد العمليات المعالجة فيما بينها من قبل الكيانات التي هي

جزء من هذا المجموع؛

- تأخذ الكشوف المالية في الحسابان، مصالح الغير (مصالح ذات الأقلية) ويورد ذكر هذه

المصالح ذات الأقلية تحت عنوان خاص في رؤوس الأموال الخاصة وفي النتائج

الصافية للمجموع المدمج.

❖ المادة 132. 8: يتم تحويل الكشوف المالية للكيانات الأجنبية إلى العملة الوطنية؛

❖ المادة 132. 10: يشمل ملحق الكشوف المالية المدمجة على جميع المعلومات ذات الأهمية

التي تسمح بالتقدير الصحيح لمحيط وممتلكات والوضعية المالية ونتيجة المجموع المتكون من

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الكيانات المندرجة في الإدماج. يشمل كذلك جدولاً لتغير محيط الإدماج يبين التعديلات التي أثرت في هذا المحيط بفعل تغير النسبة المئوية لمراقبة الكيانات السابق إدماجها، وبفعل عمليات اقتناء سندات والتنازل عنها.

فيما تنص المادتين 11.132 و 12.132 على كيفية إدماج الكيانات المشاركة، نذكر أهم ما جاء فيها كآلاتي:

❖ المادة 11.132: الكيان المشارك هو كيان يمارس فيه الكيان المدمج نفوذاً ملحوظاً، وهو ليس بكيان فرعي ولا بكيان أنشئ في إطار عمليات تمت بصورة مشتركة. والنفوذ الملحوظ يفترض وجوده في الحالات الآتية:

- الحيازة المباشرة أو غير المباشرة لـ 20% أو أكثر من حقوق التصويت؛
- التمثيل في الأجهزة المسيرة؛
- المشاركة في عملية إعداد السياسات الاستراتيجية؛
- المعاملات التجارية ذات الأهمية البالغة، وتبادل إعلام تقني أساسي أو تبادل إطارات ومسيرين.

❖ المادة 12.132: تدرج المساهمات في الكيانات المشاركة، ضمن إطار إعداد الحسابات

الدمجة في الحسابات حسب طريقة المعادلة التي تتمثل في:

- على مستوى الأصل للميزانية المدمجة:

- إحلال الحصة التي تمثلها السندات في رؤوس الأموال الخاصة ونتيجة الكيان المشترك محل القيمة المحاسبية لتلك السندات؛
- احتساب حصة المجموعة هذه في نتيجة الكيان المشارك ضمن حسابات النتائج المدمجة؛

- على مستوى حساب النتائج المدمج:

- يقدم تحت عنوان خاص حصة المجمع في نتيجة الكيان المشارك؛
- الأخذ في الحسبان النتيجة المدمجة هذه الحصة للمجمع في حساب نتيجة الكيان المشارك.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

وتشير المواد من 132.13 إلى 18.132 إلى تحديد مفهوم فارق الإدماج الأول وكيفية إدراجه في القوائم المالية في إطار أي عملية إدماج.

❖ المادة 132.13: يتم تحديد فارق الإدماج الأول المثبت لدى دخول كيان ما في محيط الإدماج بالفرق بين: تكلفة اقتناء سندات الكيان المعني كما تظهر في الأصل التابع للشركة المالكة لهذه السندات و الحصة عبر المعاد تقييمها لرؤوس الأموال الخاصة التابعة لهذا الكيان والتي تعود إلى الشركة المالكة بما في ذلك حصة نتيجة السنة المالية المكتسب عند تاريخ دخول الكيان في محيط الإدماج؛

❖ المادة 132.14: يتركب فارق الإدماج الأول الإيجابي على العموم من عنصرين اثنين يكونان موضوع معالجة محاسبية مختلفة في إطار إعداد الحسابات المدمجة وهما:

- فارق تقييم هو عبارة عن الفرق بين القيمة المحاسبية لبعض عناصر قابلة للتحديد في الأصل، والقيمة الحقيقية لنفس هذه العناصر في تاريخ اقتناء السندات؛
- فارق اقتناء أو "حسن التفاتة" " Good will " الذي هو عبارة عن فائض الإدماج الذي لم يمكن إلحاقه بعناصر الأصل القابلة للتحديد، والذي هو مدرج في فصل خاص من الأصل؛

❖ المادة 132.15: في إطار أي عملية الإدماج:

- تنسب فوارق التقييم إلى عناصر الأصول المعنية القابلة للتحديد إلى غاية إرجاع هذه الأصول إلى قيمتها الحقيقية المحددة في تاريخ الاقتناء؛
- يسجل فارق الاقتناء في الأصل غير الجاري للميزانية تحت عنوان منفصل في شكل زيادة للأصل إذا كان الفارق إيجابيا، وفي شكل تخفيض للأصل إذا كان الفارق سلبيا؛

❖ المادة 132.17: يدرج في الحسابات إي فارق اقتناء سلبي في شكل منتج تبعا لوظيفة أصله:

- عندما يكون عبارة عن نفقات مستقبلية منتظرة، يدرج في الحسابات في شكل منتج عند تاريخ حدوث تلك الخسائر أو النفقات؛
- عندما يكون عبارة عن فارق بين القيمة الحقيقية للأصول غير النقدية المكتسبة، وقيمة اقتنائها، فإنه يدرج في الحسابات كمنتجات على مدى المدة النفعية الباقية لهذه الأصول؛

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- عندما لا يمكن إلحاقه لا بأعباء مستقبلية، ولا بأصول غير نقدية، فإنه يدرج في

الحسابات على شكل منتوجات؛

❖ المادة 132. 18: أي تفسيرات عن معالجة الفارق المذكور أعلاه يجب أن تقدم في ملحق الحسابات المدمجة.

تجدر الإشارة إلى أن النظام المالي المحاسبي وفي مدونة الحسابات قد خصص حساب خاص تحت

الرقم "45" "المجمع والشركاء"، ويشمل هذا الحساب بحسب الحاجات، الأقسام الفرعية الآتية:<sup>1</sup>

❖ ح/451 "عمليات المجمع": يسجل هذا الحساب في جانبه المدين مبلغ الأموال التي يقدمها الكيان

بطريقة مباشرة أو غير مباشرة وبصورة مؤقتة إلى كيانات المجموعة، ويسجل في جانبه الدائن

مبلغ الأموال التي تضعها كيانات المجمع تحت تصرف الكيان بصفة مباشرة أو غير مباشرة؛

❖ ح/455 "الشركاء - الحسابات الجارية": يسجل هذا الحساب في جانبه الدائن مبلغ الأموال التي

يضعها أو يتركها الشركاء مؤقتاً تحت تصرف الكيان؛

❖ ح/456 "الشركاء - العمليات على رأس المال": يخصص هذا الحساب لاستلام مبلغ المساهمات

المقدمة من الشركاء (في الجانب الدائن) ويرصد من حسابات رؤوس الأموال المعنية؛

❖ ح/457 "الشركاء - الحصص الواجب دفعها": يقيد في الجانب الدائن من هذا الحساب مبلغ

الأرباح التي قررت الأجهزة المختصة توزيعها، من خلال القيد في الجانب المدين، حسب الحالة:

- من ح/12 "نتائج السنة المالية"؛

- من ح/106 "الاحتياطيات"؛

- من ح/11 "الترحيل من جديد".

❖ ح/458 "الشركاء، العمليات المنجزة بالاشتراك معاً أو في تجمع": يسجل هذا الحساب عمليات

وضع الأموال بين الشركاء المساهمين في إطار شركات المساهمة أو المماثلة (المجموعات).

<sup>1</sup> القرار المؤرخ في 23 رجب عام 1429 هـ الموافق 26 يوليو سنة 2008 والذي يحدد قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، ص : 69.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 2 1 2 - وفق القانون التجاري:

وفقا للقانون التجاري الجزائري، ينص الفصل الرابع " أحكام مشتركة خاصة بالشركات التجارية ذات الشخصية المعنوية" في القسم الثاني " الشركات التابعة، المساهمات والشركات المراقبة " على:<sup>1</sup>

❖ المادة 729: إذا كانت لشركة أكثر من 50% من رأسمال شركة أخرى تعد الثانية تابعة للأولى. كما تعتبر شركة مساهمة في شركة أخرى، إذا كان جزء الرأسمال الذي تملكه في هذه الأخيرة يقل عن 50% أو يساويها؛

❖ المادة 731: تعذ شركة ما مراقبة لشركة أخرى قصد تطبيق أحكام هذا القسم:

- عندما تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة جزءا من رأسمال لها يخول أغلبية الأصوات في الجمعيات العامة هذه الشركة؛
- عندما تملك وحدها أغلبية الأصوات في هذه الشركة بموجب اتفاق مع باقي الشركاء الآخرين أو المساهمين، على إلا يخالف هذا الاتفاق مصالح الشركة؛
- عندما تتحكم في الواقع، بموجب حقوق التصويت التي تملكها، في قرارات الجمعيات العامة لهذه الشركة؛

تعتبر ممارسة لهذه الرقابة عندما تملك بصفة مباشرة أو غير مباشرة جزءا يتعدى 40% من حقوق التصويت، ولا يجوز أي شريك أو مساهم آخر بصفة مباشرة أو غير مباشرة جزءا أكثر من جزئها. تسمى الشركة التي تراقب شركة أو عدة شركات وفقا للفقرات السابقة، قصد تطبيق هذا القسم، "الشركة القابضة".

❖ المادة 732 مكرر: عندما تراقب شركة مساهمة شركة أخرى، بصفة غير مباشرة، لا يجوز لهذه الأخيرة امتلاك أكثر من 50% من رأسمال الشركة الأولى؛

❖ المادة 732 مكرر 3: تلزم الشركات القابضة التي تلجأ علنيا للادخار و/أو المسعرة في البورصة، بإعداد الحسابات المدعمة ونشرها كما هو محدد في المادة 732 مكرر 4 من هذا القانون؛

❖ المادة 732 مكرر 4: يقصد بالحسابات المدعمة، تقديم الوضعية المالية ونتائج مجموعة الشركات وكأنها تشكل نفس الوحدة. وتخضع لنفس قواعد التقييم والمراقبة والمصادقة والنشر التي

<sup>1</sup> القانون التجاري الجزائري الصادر سنة 2007، ص ص : 220-222.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

تخضع لها الحسابات السنوية الفردية. تحدد كفاءات تطبيق هذه المادة، عند الاقتضاء، عن طريق التنظيم.

2 2 - الحسابات المجمعة وفق المعايير المالية الدولية:

2 2 1 - ما هي المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) ؟:

تم تطبيق معايير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS في عام 2005. وبالتالي فقد حلت محل معايير المحاسبة الدولية IAS القائمة منذ عام 1973. يتم نشرها من قبل مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB\*. تهدف هذه المعايير إلى إنشاء نموذج محاسبي منسق من أجل تعزيز التجارة الدولية، أي توحيد عرض البيانات المحاسبية المتبادلة دوليًا.

تم إنشاء هذا المجلس ليحل مكان لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC\*\* وذلك في 1 أبريل 2001، ويهدف إلى تطوير ونشر معايير إعداد التقارير المالية الدولية لعرض البيانات المالية، بالإضافة إلى تعزيز استخدامها وتعميمها. بالإضافة إلى الموافقة على التفسيرات التي أعدتها لجنة تفسير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRIC\*\*\*. ويمكن تلخيص أهم المحطات التي مر بها كالتالي<sup>1</sup>:

- ❖ سنة 1973: إنشاء لجنة معايير المحاسبة الدولية من قبل السيد هنري بينسون ( Sir Henry BENSON) في لندن؛
- ❖ سنة 1975: نشر أول معيارين بعنوان معيار المحاسبة الدولي رقم 1 "نشر طرق المحاسبة" ومعيار المحاسبة الدولي رقم 2 "تقييم وعرض الأسهم وفقا لطريقة التكلفة التاريخية".
- ❖ سنة 1989: نشرت اللجنة " إطارها المفاهيمي لإعداد وعرض البيانات المالية"، مما سمح بإعطاء روح للمعايير الجديدة التي نشرت بعد صدوره، بما في ذلك التعريف والغرض من القوائم المالية، ومحاسبتها؛
- ❖ سنة 2000: تمت الموافقة على دستور جديد للجنة. المفوضية الأوروبية تقدم خطة يكون بموجبها على جميع الشركات الأوروبية المدرجة التي تنشر حسابات موحدة أن تبدأ في استخدام

<sup>1</sup>[http://www.focusifrs.com/menu\\_gauche/normes\\_et\\_interpretations/que\\_sont\\_les\\_ias\\_ifrs/historique\\_de\\_l\\_iasb](http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/que_sont_les_ias_ifrs/historique_de_l_iasb) consulté le 20/03/2020, 15 :34.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

معايير المحاسبة الدولية / المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في سنواتها المالية التي تبدأ في أو بعد 1 جانفي 2005؛

❖ سنة 2001: إصلاح لجنة معايير المحاسبة الدولية ( IASC ) التي أصبحت مجلس معايير المحاسبة الدولية ( IASB )، تحتفظ بالمعايير المنشورة حتى 1 أبريل بتسمية " IAS " :معايير المحاسبة الدولية، ستصدر المعايير الصادرة بعد هذا التاريخ تحت اسم "IFRS": المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية؛

❖ سنة 2002: نشر لائحة المفوضية الأوروبية رقم 2002/1606 المعروفة باسم " IFRS 2005": يتطلب من الشركات الأوروبية المدرجة التي تنشر حسابات موحدة تطبيق معايير المحاسبة الدولية / المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للسنوات المالية التي تبدأ في أو بعد 1 جانفي 2005؛

❖ سنة 2006: يعيد مجلس معايير المحاسبة الدولية ومجلس معايير المحاسبة المالية ( FASB ) تأكيد التزامهما بتحسين اتساق الأسواق العالمية وقابليتها للمقارنة وكفاءتها ، من خلال تطوير معايير محاسبية مشتركة عالية الجودة؛

❖ سنة 2007: نشر مسودة معيار التقارير المالية الدولية ( IFRS ) للشركات الصغيرة والمتوسطة في 15 فبراير 2007، نشر دليل إجراءات IFRIC في 22 فبراير 2007؛

❖ سنة 2009: تم نشر الإصدار النهائي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للمنشآت الصغيرة ومتوسطة الحجم ، 9 يوليو 2009. في نوفمبر ، ينشر مجلس معايير المحاسبة الدولية الجزء الأول من المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 9 "الأدوات المالية"؛

❖ سنة 2010: اعتبارًا من جويلية، تم تغيير أسماء مختلف الكيانات المرتبطة بمجلس معايير المحاسبة الدولية ( IASB ): تصبح IASCF (مؤسسة لجنة معايير المحاسبة الدولية) مؤسسة IFRS (مؤسسة المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية) ، يسمى SAC (المجلس الاستشاري للمعايير) بالمجلس الاستشاري IFRS، تمت إعادة تسمية لجنة تفسير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRIC) لتصبح لجنة تفسير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

2 2 2 - المعايير المالية الدولية الخاصة بتجميع الحسابات:

IFRS 10 (Etats "القوائم المالية الموحدة" رقم 10 - المعيار الدولي المالي رقم 1 2 2 2 :Financiers Consolidés)

يقوم المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 10 بتعديل معيار المحاسبة الدولي رقم 27 "القوائم المالية الموحدة والمنفصلة" والذي صدر في نفس التاريخ بعنوان "القوائم المالية المنفصلة" (نسخة 2011)، وحذف تفسير SIC-12 "التوحيد - الكيانات ذات الأغراض الخاصة"، وتم تضمين أحكام هذا التفسير في المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 10.

❖ الهدف: هدف هذا المعيار الدولي للتقرير المالي هو وضع مبادئ لعرض وإعداد القوائم المالية الموحدة عندما تسيطر منشأة على واحدة أو أكثر من المنشآت الأخرى. لتحقيق هذا الهدف، فإن هذا المعيار الدولي للتقرير المالي<sup>1</sup>:

- يتطلب من المنشأة (الأم)، التي تسيطر على واحدة أو أكثر من المنشآت الأخرى (منشآت تابعة)، أن تعرض قوائم مالية موحدة؛

- يُعرف مبدأ السيطرة، ويحدد السيطرة على أنها الأساس للتوحيد؛

- يحدد كيف يُطبق مبدأ السيطرة عند تحديد ما إذا كانت المنشأة المستثمرة تسيطر على أعمال مُستثمر فيها وبناء عليه يجب عليها أن توحد الأعمال المستثمر فيها؛

- يحدد المتطلبات المحاسبية لإعداد القوائم المالية الموحدة؛

- تعرف المنشأة الاستثمارية ويحدد استثناء من توحيد منشآت تابعة معينة للمنشأة الاستثمارية.

❖ نطاق التطبيق: يجب على المنشأة التي تُعد منشأةً أمّاً أن تعرض قوائم مالية موحدة. وينطبق هذا المعيار الدولي للتقرير المالي على جميع المنشآت باستثناء ما يلي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 10 "القوائم المالية الموحدة"، الفقرة 1 و2.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، الفقرة 4.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- لا يلزم المنشأة الأم أن تعرض قوائم مالية موحدة عندما تستوفي جميع الشروط التالية:

- أنها منشأة تابعة مملوكة - بشكل كامل أو منشأة تابعة مملوكة - بشكل جزئي لمنشأة أخرى وأن جميع مالكيها الآخرين، بمن فيهم أولئك الذين خالف ذلك - لا يحق لهم التصويت تم إخطارهم بأن المنشأة الأم لا تعرض قوائم مالية موحدة، ولم يعترضوا على ذلك؛
- لا يُتاجر في أدوات دينها أو أدوات حقوق ملكيتها في سوق عام (سوق أوراق مالية وطني أو أجنبي أو سوق خارج المقصورة، بما في ذلك الأسواق المحلية والإقليمية)؛
- لم تودع، وليست في سياق إيداع، قوائمها المالية لدى هيئة للأوراق المالية أو هيئة تنظيمية أخرى لغرض إصدار أي فئة من الأدوات في سوق عام؛
- تعد المنشأة الأم النهائية لها، أو أي منشأة أم وسيطة لها، قوائم مالية تكون متاحة للاستخدام العام وتلتزم بالمعايير الدولية للتقرير المالي، تكون فيها المنشآت موحدة أو مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح وفقاً لهذا المعيار الدولي للتقرير المالي.

- لا ينطبق هذا المعيار على خطط منفعة ما بعد نهاية الخدمة أو خطط منفعة الموظف طويلة الأجل والتي ينطبق عليها معيار المحاسبة الدولي 19 "منافع الموظف".

- لا يجوز للمنشأة الأم التي هي منشأة استثمارية أن تعرض قوائم مالية موحدة، إذا كان مطلوباً منها وفقاً للفقرة 31 من هذا المعيار أن تقيس كافة منشآتها التابعة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة.

❖ المتطلبات المحاسبية: يجب على المنشأة الأم أن تعد قوائم مالية موحدة باستخدام سياسات محاسبية متماثلة للمعاملات والأحداث الأخرى المتماثلة في ظروف مشابهة، . يجب أن يبدأ توحيد

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الأعمال المستثمر فيها من التاريخ الذي تكتسب فيه المنشأة المستثمرة السيطرة على الأعمال المستثمر فيها ويتوقف عندما تفقد المنشأة المستثمرة السيطرة على الأعمال المستثمر فيه.<sup>1</sup>

**2 2 2 - المعيار الدولي المالي رقم 11 "الترتيبات المشتركة" (IFRS 11 Partenariats):**

يحل المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم 11 محل معيار المحاسبة الدولي "IAS31" الحصص في المشاريع المشتركة" و SIC - 13 "الكيانات الخاضعة للسيطرة المشتركة - المساهمات غير النقدية من قبل الشركاء"

❖ الهدف: هدف هذا المعيار الدولي للتقرير المالي هو وضع مبادئ للتقرير المالي من قبل المنشآت التي تمتلك حصة في الترتيبات التي تخضع لسيطرة بشكل مشترك أي "ترتيبات مشتركة"، لتحقيق هذا الهدف يعرف هذا المعيار الدولي للتقرير المالي السيطرة المشتركة ويتطلب من المنشأة التي تكون طرفاً في ترتيب مشترك أن تحدد نوع الترتيب المشترك الذي تشارك فيه من خلال تقييم حقوقها والتزاماتها وأن تحاسب عن تلك الحقوق والالتزامات وفقاً لنوع ذلك الترتيب المشترك.<sup>2</sup>

❖ نطاق التطبيق: يجب أن يُطبق هذا المعيار الدولي للتقرير المالي من قبل جميع المنشآت التي تكون طرفاً في ترتيب مشترك<sup>3</sup>. الترتيب المشترك هو الترتيب الذي يكون لطرفين أو أكثر فيه سيطرة مشتركة ويمتلك الترتيب المشترك الخصائص التالية<sup>4</sup>:

- الأطراف مقيدة بترتيب تعاقدية؛

- يمنح الترتيب التعاقدية طرفين أو أكثر من تلك الأطراف سيطرة مشتركة على الترتيب.

❖ أنواع الترتيب المشترك: يجب على المنشأة أن تحدد نوع الترتيب المشترك الذي تشارك فيه. ويعتمد تصنيف الترتيب المشترك، على أنه عملية مشتركة أو مشروع مشترك، على حقوق والتزامات الأطراف في الترتيب، حيث:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 10 "القوائم المالية الموحدة"، الفقرة 19 و20.

<sup>2</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 11 "الترتيبات المشتركة"، الفقرة 1 و2.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، الفقرة 3.

<sup>4</sup> نفس المرجع السابق، الفقرة 4 و5.

<sup>5</sup> المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 11 "الترتيبات المشتركة"، الفقرة 14 و15 و16.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- العملية المشتركة هي ترتيب مشترك حيثما يكون للأطراف التي لديها سيطرة مشتركة على الترتيب حقوق في الأصول، والتعهدات بالالتزامات، المتعلقة بالترتيب وتسمى هذه الأطراف المشاركين في عملية مشتركة. عند عرض القوائم المالية لأطراف في العمليات المشتركة أن يثبت الآتي فيما يتعلق بحصته في العملية المشتركة:

- أصوله، بما في ذلك نصيبه من أي أصول مُحْتَظ بها - بشكل مشترك؛
- التزاماته، بما في ذلك نصيبه من أي التزامات تم تحملها - بشكل مشترك؛
- إيراده من بيع نصيبه من المخرجات الناشئ عن العملية المشتركة؛
- نصيبه في الإيراد من بيع المخرجات من قبل العملية المشتركة؛
- مصروفاته، بما في ذلك نصيبه من أي مصروفات تم تحملها - بشكل مشترك.

يجب على المشارك في عملية مشتركة أن يحاسب عن الأصول، والالتزامات، والإيرادات والمصروفات المتعلقة بحصته في عملية مشتركة وفقاً للمعايير الدولية للتقرير المالي التي تنطبق على أصول والتزامات وإيرادات ومصروفات بعينها.

- المشروع المشترك هو ترتيب مشترك حيث يكون للأطراف التي لديها سيطرة مشتركة على الترتيب حقوق في صافي أصول الترتيب وتسمى هذه الأطراف المشاركين في مشروع مشترك. يجب على المشارك في مشروع مشترك أن يثبت حصته في المشروع المشترك على أنها استثمار، ويجب عليه أن يحاسب عن ذلك الاستثمار باستخدام طريقة حقوق الملكية وفقاً لمعيار المحاسبة الدولي 28 "الاستثمارات في المنشآت الزميلة والمشروعات المشتركة" ما لم تكن المنشأة معفاة من تطبيق طريقة حقوق الملكية كما هو مُحدد في ذلك المعيار. يجب على الطرف الذي يشارك في مشروع مشترك، ولكن ليس لديه سيطرة مشتركة عليه، أن يحاسب عن حصته في الترتيب وفقاً للمعيار الدولي للتقرير المالي "9 الأدوات المالية"، ما لم يكن له تأثير مهم على المشروع المشترك، وفي هذه الحالة يجب عليه أن يحاسب عنها وفقاً لمعيار المحاسبة الدولي 28.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### IFRS 3 2 2 2 - المعيار الدولي المالي رقم 12 "الإفصاح عن الحصص في المنشآت الأخرى" 12 (Informations à fournir sur les intérêts détenus dans d'autres entités)

❖ الهدف: هدف هذا المعيار الدولي للتقرير المالي هو مطالبة المنشأة بأن تفصح عن المعلومات التي تمكن مستخدمي قوائمها المالية من تقويم:<sup>1</sup>

- طبيعة حصصها في المنشآت الأخرى، والمخاطر المرتبطة بها؛
- آثار تلك الحصص على مركزها المالي وأدائها المالي وتدفقاتها النقدية.

❖ نطاق التطبيق: يُطبق هذا المعيار من قبل المنشأة التي لها حصة في أي مما يلي<sup>2</sup>:

- منشآت تابعة؛
- ترتيبات مشتركة (أي عمليات مشتركة أو مشروعات مشتركة)؛
- منشآت زميلة؛
- منشآت مُهيكله غير مُوحدة.

❖ الإفصاحات: يحدد هذا المعيار طبيعة الإفصاحات التي يجب على المنشأة الاستثمارية تقديمها عن الحصص التي تمتلكها في المنشآت الأخرى والمتعلقة ب:

- الحصص في المنشآت التابعة: يتعين على المنشأة الإفصاح عن كل المعلومات التي تسمح مستخدمي قوائمها المالية الموحدة من فهم مكونات المجموعة والحقوق التي تحتفظ بها الحصص غير المسيطرة ذات الأهمية النسبية في الأنشطة والتدفقات النقدية كما يجب أن تساهم هذه الإفصاحات في تقييم طبيعة ومدى القيود الهامة على قدرتها على استخدام أصولها والوصول إليها، زيادة على تقييم طبيعة المخاطر والتغيرات فيها المرتبطة بالمنشآت التي تم توحيدها، وتقييم النتائج المرتبة على التغيرات في حقوق الملكية في الشركة التابعة التي لا تؤدي إلى فقدان السيطرة و التي يمكن أن تؤدي إلى فقدان السيطرة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المعيار الدولي المالي رقم 12 "الإفصاح عن الحصص في المنشآت الأخرى"، الفقرة 1.

<sup>2</sup> المرجع السابق، الفقرة 5.

<sup>3</sup> المعيار الدولي المالي رقم 12، مرجع سابق، الفقرة 10.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- الحصص في ترتيبات مشتركة ومنشآت زميلة: يجب على المنشأة الإفصاح عن معلومات تمكن مستخدمي قوائمها المالية الموحدة من تحديد طبيعة ومدى التأثير المالي على الحصص في الترتيبات المشتركة والشركات الزميلة، بما في ذلك الآثار على العلاقة التعاقدية مع المستثمرين عند وجود سيطرة مشتركة، أو تأثير هام على ترتيبات مشتركة أو شركات زميلة، كما يجب أن تساهم هذه الإفصاحات في تحديد طبيعة المخاطر والتغيرات فيها المرتبطة بالعقود المشتركة والشركات الزميلة.<sup>1</sup>

- الحصص في المنشآت المهيكلة غير الموحدة: يجب على المنشأة الإفصاح عن معلومات تمكن مستخدمي قوائمها المالية الموحدة من فهم طبيعة ومدى الحقوق في المنشآت المهيكلة غير الموحدة وكذا تقييم طبيعة المخاطر والتغيرات فيها المرتبطة بالحصص في المنشآت المهيكلة غير الموحدة.<sup>2</sup>

### 2 2 3 - الحسابات الخاصة بالقوائم المالية المجمعة:

إن إعداد القوائم المالية المجمعة يظهر بعض الحسابات الخاصة التي تكتسي أهمية كبيرة ولا بد من الانتباه لها عند التحليل المالي لهذه القوائم وتخص عامة البنود الخاصة بالميزانية وحساب النتائج والملاحق.

### 2 2 3 1 - الميزانية:

لا تختلف الميزانية المالية المجمعة من حيث عرضها عن الميزانية الفردية، ويكمن الفرق في بعض الحسابات التي لا بد أن تحتويها الميزانية المجمعة مقارنة بالميزانية الفردية، وهي:

❖ الاحتياطات الموحدة: هي احتياطات الشركة الأم الخاصة وحصتها في احتياطات الشركات الموحدة منذ اكتسابها أو إنشائها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، الفقرة 20.

<sup>2</sup> المرجع السابق، الفقرة 24.

<sup>3</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 170.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

❖ حقوق الأقلية: هي حقوق ملكية الشركاء أو المساهمين في الأموال الخاصة والنتائج التي تحققها المجموعة ككل، يتم حسابها بضرب النسبة المئوية لحصص الأقلية بمقدار حقوق الملكية (مع إدراج النتيجة) يتم تضمين هذا القسم في "الأموال الخاصة" في جهة الخصوم.<sup>1</sup>

❖ فارق الاقتناء: مثل هذا الفرق بين سعر شراء الأوراق المالية وحصة حقوق المساهمين المعاد تقييمها بتاريخ الشراء. يتم تضمين الشهرة المتعلقة بالشركة الزميلة في القيمة الدفترية للاستثمارات المحسوبة باستخدام طريقة المعادلة.<sup>2</sup>

❖ المساهمات المدرجة في الحسابات حسب طريقة المعادلة: هي حقوق ملكية الأوراق المالية للكيانات الخاضعة لتأثير هام والتي تم إعادة تقييمها في نهاية السنة المالية بمعنى آخر هي حصة حقوق المساهمين في الشركات الزميلة المجمعة بطريقة المعادلة.<sup>3</sup>

### 2 2 3 2 - حساب النتائج:

يحتوي حساب النتائج على بعض العناصر كذلك التي لا تظهر إلا في الحسابات المجمعة، وهي:<sup>4</sup>

❖ رقم الأعمال الموحد: يتوافق مع قيمة المنتجات والخدمات المرتبطة بالأنشطة اليومية لمجموعة شركات مدمجة بالتكامل.

❖ النتيجة الصافية الموحدة: وهي نتيجة الشركة الأم التي تضاف إليها نتيجة الكيانات التي تم تجميعها حيث ينبغي إبراز: حصة المؤسسات المشاركة والمؤسسات المشتركة المدمجة حسب طريقة المعادلة في النتائج الصافية، النتيجة الصافية للمجموع المدمج منها حصة الفوائد ذات الأقلية وحصة المجمع.

### 2 2 3 3 - جدول سيولة الخزينة:

يعرض هذه الجدول التدفقات النقدية المولدة والمستخدمة في المجمع خلال كل سنة مالية. على غرار الميزانية وحساب النتائج الموحد، يعكس جدول سيولة الخزينة الموحد العلاقات بين المجمع والأطراف الثالثة فقط أما التدفقات ما بين الشركة الأم والشركات التابعة فيتم إلغاؤها بالتالي فهو يقدم:<sup>5</sup>

<sup>1</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 170..

<sup>2</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 77.

<sup>3</sup> Barneto. P, Gregorio. G, op.cit, p : 171.

<sup>4</sup> Idem.

<sup>5</sup> Ibid, p : 189.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- ❖ التدفقات المولدة والمستخدمة من قبل الشركات المدمجة حسب طريقة التكامل الشامل، عند الدخول في نطاق التوحيد خلال السنة، يعرض الجدول فقط التدفقات النقدية لهذا الكيان بعد تاريخ الاستحواذ ؛
- ❖ التدفقات بين المجمع والكيانات التي يتم إدماجها بموجب طريقة المعادلة، بما في ذلك المساهمات الرأسمالية وتوزيعات الأرباح بحيث تعتبر هذه الكيانات مماثلة لأطراف ثالثة؛
- ❖ لا يظهر جدول سيولة الخزينة حسب الطريقة المباشرة أية حسابات تخص الحسابات المجمعة، على العكس من الطريقة غير المباشرة والذي يزهر حسابين هامين هما: تأثير تغيرات محيط الإدماج وتأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية.

### 2 2 3 4 - ملحق الكشوف المالية:

يشتمل الملحق على معلومات تتضمن المعلومات التي تخص الكيانات المشاركة، والفروع أو الشركة الأم وكذلك المعاملات التي يحتمل أن تكون حصلت مع هذه الكيانات أو مسيريتها. حيث فيما يتعلق بالكيانات الحائزة على نسبة تفوق 20% أو التي تمارس المؤسسة نفوذًا ملحوظًا عليها يجب عرض المعلومات التالية: اسم الكيان ومقره ومبلغ رؤوس أموالها الخاصة في السنة المالية الأخيرة المقفلة، والكسر المحتاز من رأسماله. كما يجب عرض بيان كسر التثبيات المالية والحسابات الدائنة والديون وكذلك الأعباء والمنتجات المالية التي تخص:

- الكيان الأم؛
- الفروع التابعة لها؛
- الكيانات المشاركة للمجمع؛
- الأطراف الأخرى المرتبطة بها (مساهمين، مسيرين...)

بالإضافة إلى ذلك يجب إبراز طبيعة العلاقات، أنماط المعاملات، حجم ومبلغ المعاملات، سياسة تحديد الأسعار الخاصة بالمعاملات التي تمت خلال السنة المالية مع الكيانات المشاركة أو مسيريتها. في إطار الحسابات المدمجة يجب تقديم توضيحات حول الكيانات المتروكة خارج مجال تطبيق الإدماج وهي الكيانات التي تتسبب تقييدات صارمة ودائمة في إعادة النظر بصورة جوهرية في المراقبة أو النفوذ الذي تمارسه عليها الكيان المدمج، الكيانات التي لا تحتاز

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

---

أسهمها أو حصصها إلا بقصد التنازل لاحقاً مع توضيح الوضعية المالية لهذه الكيانات، تبرير عدم الإدماج، طريقة إدراج السندات في الحسابات.

ومن المعلومات ذات الطابع الهام التي تسمح بتقدير محيط ممتلكاتها ووضعيتها المالية ونتيجة المجموع الذي تتألف منه الكيانات المدرجة ضمن الإدماج بشكل صحيح، ولاسيما جدول تغير محيط الإدماج الذي يبين التغيرات التي أثرت في هذا المحيط بفعل تغير النسبة المئوية لمراقبة الكيانات التي سبق تجميدها، وبفعل عمليات اقتناء سندات أو بيعها كذلك. تخصيص فوارق الإدماج الأول وطريقة اهتلاك فوارق الاقتناء الإيجابي.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

المبحث الثاني: التحليل المالي للحسابات المجمعة وفق المعايير المالية الدولية

التحليل المالي هو أداة علمية اضطلعت بدور متزايد الأهمية من حيث تقييم القيمة الحقيقية للمؤسسة وأدائها خلال فترة زمنية، يتم تعريف التحليل المالي على أنه عملية اكتشاف الحقائق الاقتصادية عن المنشأة و / أو المشروع على أساس تفسير البيانات المالية المتاحة، فهو يشير إلى تقييم جدوى واستقرار وربحية مشاريع أعمال

المطلب الأول: عموميات حول التحليل المالي

### 1 - مفهوم وأهداف ومنهجية التحليل المالي

#### 1 1 - مفهوم التحليل المالي:

يمكن تعريفه على أنه عملية تحديد نقاط القوة والضعف المالية للشركة عن طريق إقامة علاقة بين بنود الميزانية وحساب النتائج بشكل صحيح. وفقاً لما ذكره كينيدي ومولر، فإن "تحليل القوائم المالية وتفسيرها يكشفان عن كل جانب فيما يتعلق بالسلامة المالية للملاءة والكفاءة التشغيلية والجدارة الائتمانية"<sup>1</sup>.

التحليل المالي هو تقييم وتفسير المراكز المالية للشركة وعملياتها وينطوي على مقارنة وتفسير البيانات المحاسبية. التحليل المالي هو عملية استخدام المعلومات المالية للمساعدة في عملية الاستثمار واتخاذ القرارات المالية، حيث يساعد المديرين على تحليل كفاءة نشاط المنشأة وتحديد المشاكل التي تتعرض لها. أيضاً، فإنه يساعد على تحديد نقاط القوة التي يجب أن تبني عليها الشركة قراراتها وخططها المستقبلية. أما خارجياً، يعد التحليل المالي مفيداً لمديري الائتمان الذين يقومون بتقييم طلبات القروض والمستثمرين الذين يفكرون في الاستثمار داخل هذه المؤسسة.

يقول الدكتور شعيب شنوف أن "التحليل المالي أداة لتشخيص الوضعية المالية الماضية والحاضرة للمؤسسة واتخاذ القرارات المستقبلية من خلال القوائم المالية التي تتضمن كما كبيرا من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترات المالية السابقة والحالية، لذلك لا يكفي إعداد القوائم المالية والكشوف المحاسبية وإنما يجب تحليلها باستخدام الأساليب والأدوات المناسبة لتحويل تلك البيانات إلى معلومات مفيدة عن أداء

<sup>1</sup> Donthi. R, Muskula. A, **Financial Analysis – A Study**, Journal of Economics and Finance, Volume 2, Issue 3, 2013,p : 10.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

المؤسسة في الماضي إضافة إلى التنبؤ بمستقبلها، ثم تفسير نتائج التحليل لخدمة كافة الأطراف المستخدمة للمعلومات المحاسبية<sup>1</sup>.

يهدف التحليل المالي إلى تحويل البيانات الواردة بالقوائم المالية والبيانات المحاسبية إلى معلومات تقيّد في اتخاذ القرارات<sup>2</sup>. من وجهة نظر مماثلة، التحليل المالي عبارة عن معالجة منظمة للبيانات المتاحة بهدف الحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرار وتقييم أداء المؤسسات في الماضي والحاضر وتوقع ما ستكون عليه في المستقبل.

يتم النظر إلى التحليل المالي على أنه فحص شامل للجانب المالي للمنشأة من مجموعة متنوعة من وجهات النظر من أجل فهم كامل للوضع المالي وتحديد أفضل السبل لتعزيز الأعمال، من خلال العديد من الجوانب كالربحية، الاستقرار إلى الملاءة والسيولة. وبعبارة أخرى، يمكن تعريفه على أنه تحليل يفحص العلاقة بين مختلف عناصر البيانات المالية بهدف الحصول على المعلومات الضرورية والفعالة منها لاتخاذ أفضل القرارات.

### 1 2 - أهداف التحليل المالي:

تتمثل الأهداف الرئيسية للتحليل المالي في تزويد صانعي القرار بمعلومات حول المنشأة لاستخدامها في صنع القرار. ومع ذلك، فإن ما يلي يعتبر عموماً أهداف التحليل المالي<sup>3</sup>:

- ❖ لمعرفة الاستقرار المالي وسلامة المؤسسة؛
- ❖ التنبؤ بالربحية وآفاق النمو: يساعد تحليل القوائم المالية في تقييم توقعات معدلات النمو والتي يستخدمها المستثمرون عند مقارنة البدائل الاستثمارية والمستخدمين الآخرين في الحكم على إمكانات المؤسسة؛

<sup>1</sup> شنوف شعيب، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012، ص 01.

<sup>2</sup> منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل، نور عبد الناصر، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، مطبعة الطليعة، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص 12.

<sup>3</sup> Donthi. R, Muskula. A, Op.cit, pp : 10-11.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- ❖ تقييم الكفاءة التشغيلية: التحليل المالي يساعد على تقييم الكفاءة التشغيلية لإدارة الشركة من خلال مقارنة الأداء الفعلي للشركة التي تم الكشف عنه في القوائم المالية مع بعض المعايير المحددة سابقاً؛
- ❖ التنبؤ بالإفلاس والفشل: يعد تحليل القوائم المالية أداة مهمة في تقييم وتوقع الإفلاس واحتمال فشل العمل؛
- ❖ لتقييم قدرة الشركة على سداد القروض قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

### 1 3 - تحليل المعلومة المحاسبية:

المعلومة المحاسبية هي الأساس الضروري للتحليل المالي. يستخدم المحلل بعض المفاهيم الأساسية التي يجب فهمها قبل البدء في دراسة حسابات الشركة: الربحية والمخاطرة والملاءة والسيولة.<sup>1</sup>

#### 1-3-1 - الربحية:

عادةً ما تكون الربحية هي الهدف الأساسي لإدارة الشركة والمساهمين، فهي تقيس قدرة الشركة على توليد الأرباح. يتم تقييم الربحية من خلال مقارنة الزيادة في الثروة (النتيجة) بالوسائل المستخدمة للحصول عليها. يتم التمييز غالباً بين الربحية الاقتصادية والربحية المالية.

#### 1-3-2 - الخطر:

الخطر هو المتغير الذي يحافظ على التوازن في قرارات المستثمرين والمديرين. يقوم الشركاء الماليون أو المساهمون المستقبليون بمراقبة الربحية / المخاطرة. لذلك، يهدف التحليل المالي، بعد قياس ربحية الشركة، إلى تقييم درجة المخاطر التي تخضع لها الموارد الممنوحة أو المستثمرة. يمكن قياس هذه المخاطر من خلال مقارنة موارد الشركة الخاصة بها والديون المالية. الشركة الأكثر مديونية هي مرادف لخطر محتمل. يتم التعرف على مستوى الخطر بشكل ملحوظ من خلال مفهوم الملاءة المالية.

<sup>1</sup> Legros. G, *Mini Manuel de Finance d'Entreprise* : cours+exos, Donod, Paris, 2010, p : 08.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1-3-3- الملاءة:

تقيس الملاءة قدرة الشركة على تحمل التزاماتها على المدى المتوسط أو الطويل (الديون المالية طويلة الأجل ومتوسطة الأجل ، وموردي الأصول الثابتة ، وما إلى ذلك). لكي تكون المؤسسة ذو ملاءة، يجب أن تمتلك أصولاً أعلى من ديونها. هذا التعريف للملاءة العامة يشمل بالتالي مفهوم السيولة.

### 1-3-4- السيولة:

تقيس السيولة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها على المدى القصير (الرواتب ، الرسوم الضريبية ، إلخ). يتم تقييمها بمقارنة الأصل إلى أقل من عام من الشركة (المخزون ، والمدينين ، والنقد ، وما إلى ذلك) إلى الالتزامات المستحقة في أقل من سنة (الموردين والأجور والضرائب والديون الاجتماعية والقروض المصرفية وما إلى ذلك). كلما زادت الأصول المتاحة عن الخصوم المتداولة ، ارتفع مستوى السيولة للشركة.

الهدف من التحليل المالي هو دمج الأدوات التي تسمح بتقييم هذه الأبعاد المميزة الأربعة لصحة الشركة لتسهيل اتخاذ القرار (للمستثمرين، الشركاء الماليين، العملاء، الموردين ، إلخ).

## 2 - أهمية تحليل الحسابات المجمعة:

إن التحليل المالي القائم على أساس الحسابات المجمعة يمكن من تقييم نشاط المجموعة وربحياتها والبنية المالية الشاملة.<sup>1</sup>

❖ يمثل رقم الأعمال داخل المجمع جزءاً مهماً من نشاط المنشآت التابعة المختلفة. ومع ذلك، فإن الحسابات الفردية لا تميز بين رقم الأعمال المحقق داخل المجموعة وذلك المحقق مع العملاء الخارجيين حيث أن رقم الأعمال المجمع هو فقط من يقيس النشاط الحقيقي للمجموعة لأنه يزيل رقم الأعمال المحقق ما بين الشركات التابعة. لا تقتصر المعاملات داخل المجموعة على رقم الأعمال المجمع. كما تشمل أيضاً الإتاوات ورسوم الإدارة والموظفين والفوائد ، وما إلى ذلك. لقد رأينا سابقاً أنه يتم التخلص من جميع هذه العمليات دون التأثير على نتيجة المجموعة؛

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p p : 156-157.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- ❖ تظهر بعض الأرباح من المعاملات مع الكيانات الأخرى في المجموعة في الحسابات الفردية (المكاسب الرأسمالية وأرباح الأسهم والمخصصات ، إلخ.) وإلغاء هذه المعاملات في الحسابات الموحدة يجعل من الممكن قياس الربحية الإجمالية للشركة. المجموعة؛
- ❖ فقط الميزانية الموحدة تجعل من الممكن تقييم الهيكل المالي العام للمجموعة، فهي تعرض جميع الموجودات المحتفظ بها للمجموعة والموارد "الخارجية" ، مع إلغاء جميع الروابط المالية المتعلقة برأس المال والتمويل داخل المجموعة؛
- ❖ فقط الحسابات الموحدة تجعل من الممكن تقييم قدرة الشركة الأم على إرضاء مساهميها، حيث تعتمد ربحية مساهمي الشركة الأم على ربحية الكيانات المدرجة في نطاق التوحيد. عندما تقتصر الشركة الأم لتمويل شركاتها التابعة، تعتمد قدرتها على السداد أيضاً على ربحية هذه الشركات التابعة؛
- ❖ تحليل القوائم المالية الموحدة يعزز تقييم المخاطر الائتمانية للحسابات الفردية بالنسبة للمقرض وذلك نظراً لقوة الروابط بين الشركة الأم والشركات التابعة، بالتالي فهو يبدأ بتحليل القوائم المالية الفردية الخاصة بالعميل ثم يلجأ لتحليل الحسابات الموحدة؛
- ❖ في بعض الأحيان ، تظهر الميزانية الفردية لكل شركة فرعية خلافاً في البنية المالية يظهر بوضوح، ينشأ عدم التوازن من انخفاض الأموال الخاصة أو الاعتماد الكبير على الديون قصيرة الأجل. هذا الاختلال لا يظهر إلا إذا قامت المجموعة بتمويل هذه الشركات التابعة من موارد مستقرة. وبالتالي ، فإن تحليل الهيكل المالي لهذه الشركات الفرعية من حساباتها الفردية غير ذي صلة، باستثناء إعادة تصنيف الديون تجاه المجموعة ضمن موارد مستقرة.

### 3 - منهج التحليل المالي للحسابات المجمعة (تحليل محيط التجميع وتغيراته، المعلومة القطاعية)

إن دراسة الحسابات الموحدة تجعل من الممكن فهم الإستراتيجية الكلية للمجموعة فيما يتعلق بالأنشطة الجبائية والاجتماعية والمالية وغيرها، وكذلك للحكم على محتويات مؤشرات الأداء الموجهة للأسواق المالية. بذلك إن تحليل الحسابات المجمعة يتطلب أولاً الاطلاع والمعرفة والدراية التامة بمكونات المجموعة قبل البدء في عملية التحليل.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 3 1 -المعلومة القطاعية (المعيار المالي الدولي رقم 08):

إن تطبيق توحيد حسابات الشركات التابعة مع الشركة الأم له أثر هائل على إنتاج المعلومات المالية، لكن القوائم المالية الموحدة لوحدها لم تعد كافية خاصة بالنسبة للشركات متعددة النشاط أو الشركات متعددة الجنسيات. في الواقع، الربحية والمخاطر واحتمالات نمو الشركة تعتمد على البيئة التي تعمل فيها وعلى الأخص الأنشطة المنجزة وكذلك المناطق الجغرافية الخاصة بالنشاط الاستغلالي. إذا كان المستثمر يرغب في تقييم شركة لها نشاط متجانس في بلد واحد، فإن الحسابات الموحدة أو الاجتماعية كافية، ولكن إذا كانت الشركة متنوعة أو إذا قامت بنشاط دولي، يصبح تقييمها أكثر حساسية.<sup>1</sup>

إن المبدأ الأساسي من المعيار المالي الدولي رقم 08 والخاص ب" القطاعات التشغيلية" هو إفصاح المنشأة عن المعلومات التي تمكن مستخدمي بياناتها المالية من تقييم طبيعة والآثار المالية للأنشطة التي تقوم بها والبيئات الاقتصادية التي تنشط بها.<sup>2</sup>

### 3-1-1- نطاق التطبيق:

يطبق هذا المعيار في حالة القوائم المالية الموحدة التي تصدرها شركة أم حسب أحد الشروط التالية:<sup>3</sup>

- ❖ تداول أدوات الدين أو أدوات حقوق الملكية الخاصة بها في سوق عام (سوق بورصة محلي أو أجنبي، أو سوق بورصة غير رسمي، بما في ذلك الأسواق المحلية والإقليمية)؛
- ❖ التي تودع، أو أنها قيد إيداع، البيانات المالية الموحدة لدى هيئة الأوراق المالية أو هيئة تنظيمية أخرى بغرض إصدار أي صنف من الأدوات في السوق العام.

### 3-1-2- تحديد القطاعات التشغيلية:

حسب الفقرة 5 من المعيار المالي الدولي رقم 8 يعرف القطاع التشغيلي على أنه أحد مكونات منشأة عندما:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Paul. A, L'information sectorielle publiée par les entreprises et son utilisation financière, Gestion et management, Université Montpellier I, 1998, p 02.

<sup>2</sup> IFRS 08, paragraphe 01.

<sup>3</sup> IFRS 08, paragraphe 02.

<sup>4</sup> IFRS 08, paragraphe 05.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

- ❖ يقوم بأنشطة أعمال قد يحقق منها إيرادات ويتحمل عنها مصروفات (بما في ذلك الإيرادات والمصروفات المتعلقة بمعاملات مع مكونات أخر للمنشأة نفسها)؛
  - ❖ يتم تحليل نتائج عملياته بانتظام من قبل متخذ القرارات التشغيلية الرئيس بالمنشأة لاتخاذ قرارات تتعلق بالموارد التي سيتم تخصيصها للقطاع وتقييم أدائه؛
  - ❖ تتوفر عنه معلومات مالية بشكل منفصل.
- قد يشارك قطاع التشغيل في أنشطة لم يستلم بعد إيراداتها من الأنشطة العادية؛ على سبيل المثال، قد يكون نشاط بدء التشغيل عبارة عن قطاع تشغيل قبل تحقق الإيرادات من الأنشطة العادية. كما يحدد نفس المعيار الضوابط التي يجب مراعاتها عند تحديد القطاعات التشغيلية وهي:
- ❖ الفقرة 6: لا يعد كل جزء من المنشأة قطاعاً تشغيلياً أو جزءاً من قطاع تشغيلي، قد لا تحقق المراكز الرئيسية أو بعض الأقسام الوظيفية إيرادات، أو قد تحقق إيرادات مجرد عرضية، وبذلك لن تكون قطاعات تشغيلية؛
  - ❖ الفقرة 7: مصطلح "متخذ القرارات التشغيلية الرئيس" يحدد وظيفة، وليس بالضرورة موظفًا له لقب معين؛
  - ❖ الفقرة 9: بشكل عام يكون للقطاع التشغيلي مدير قطاع يكون مسؤولاً بشكل مباشر أمام متخذ القرارات الرئيس، و يكون على اتصال مستمر به لمناقشة الأنشطة التشغيلية والنتائج المالية والتوقعات أو خطط القطاع. مصطلح "مدير القطاع" يحدد وظيفة وليس بالضرورة موظفًا له لقب معين؛
  - ❖ الفقرة 10: قد تنطبق خصائص الفقرة 5 على مجموعتين أو أكثر من مجموعات المكونات المتداخلة التي يتحمل المديرون المسؤولية عنها. يشار أحياناً إلى هذا النوع من البنية كمؤسسة مصفوفة، وفي هذه الحالة، يجب على الكيان تحديد مجموعة المكونات التي تشكل القطاعات التشغيلية بالرجوع إلى المبدأ الأساسي.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 3-1-3- القطاعات التشغيلية الواجب التقرير عنها:

يجب على المنشأة أن تقدم بشكل منفصل المعلومات لكل قطاع تشغيلي في الحالات التالية:<sup>1</sup>

❖ تم تحديده وفقاً للفقرات 5 إلى 10، أو الناتج عن الجمع بين اثنين أو أكثر من هذه القطاعات وفقاً للفقرة 12 والتي تنص على " يتم تجميع قطاعين تشغيليين أو أكثر في قطاع تشغيلي واحد إذا كان التجميع يتفق مع المبدأ الأساس للمعيار الدولي للتقرير المالي رقم 8، وكانت لهذه القطاعات نفس الخصائص الاقتصادية، وكانت متشابهة في كل من:

- طبيعة المنتجات والخدمات؛
- طبيعة العمليات الإنتاجية؛
- نوع أو فئة عملاء منتجاتها وخدماتها؛
- الطرق المستخدمة لتوزيع منتجاتها وخدماتها؛
- طبيعة البيئة التنظيمية، حيثما ينطبق ذلك، على سبيل المثال، البنوك أو التأمين أو المرافق العامة.

❖ يتجاوز العتبات الكمية للفقرة 13 والتي تنص على " يجب على المنشأة تقديم تقرير منفصل عن القطاع التشغيلي التي تلبى إحدى العتبات الكمية التالية:

- تمثل الإيرادات التي تم الإبلاغ عنها، والتي تشمل كل من المبيعات للعملاء الخارجيين والمبيعات أو التحويلات بين القطاعات، 10% على الأقل من الإيرادات الداخلية والخارجية المدمجة لجميع قطاعات التشغيل؛
- تبلغ القيمة المطلقة للنتيجة التي تم التبليغ عنها 10% على الأقل من المبلغين التاليين أيهما أكبر: الأرباح التراكمية المنشورة لجميع قطاعات التشغيل التي لم تبلغ عن أي خسارة، أو الخسارة التراكمية المنشورة لجميع قطاعات التشغيل التي أبلغت عن خسارة؛
- تمثل أصولها ما لا يقل عن 10% من الأصول مجتمعة لجميع قطاعات التشغيل.

كما يمكن اعتبار قطاعات التشغيل التي لا تفي بأي من العتبات الكمية، ويتم تقديمها بشكل منفصل، إذا رأت الإدارة أن المعلومات الواردة في هذه القطاعات ستكون مفيدة لمستخدمي القوائم المالية. كما في

<sup>1</sup> IFRS 08, paragraphe 11.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

حالة عدم تحقيق القطاعات التشغيلية للحد الأدنى من الإيرادات الخارجية والمتمثل في 75% من إيراد المنشأة بذلك يجب تحديد قطاعات تشغيلية إضافية كقطاعات يتم التقرير عنها حتى إذا لم تستوفي العتبات الكمية حتى يتم إدراج 75% على الأقل من إيراد المنشأة في القطاعات التي يتم التقرير عنها.<sup>1</sup>

### 3-1-4- تأثير المعلومة القطاعية على التحليل المالي:

تسمح البيانات القطاعية بتقييم أداء القطاع التشغيلي خلال عملية التحليل المالي، بما في ذلك ما

يلي:<sup>2</sup>

- ❖ التغير في رقم الأعمال؛
- ❖ ربحية المبيعات؛
- ❖ الاستثمارات ورأس المال المستثمر؛
- ❖ الربحية الاقتصادية.

### 3 2 - تغيرات محيط التجميع:

بعد إدراك أنشطة المجموعة ومجالات عملها أي قطاعاتها التشغيلية، يعد تحليل نطاق التوحيد خطوة منطقية تالية. يساعد على فهم إستراتيجية المجموعة للنمو الخارجي.

### 3-2-1- التحليل الساكن لنطاق التجميع:

يتيح الاطلاع على محيط التجميع إمكانية فهم بعض الخصائص الأساسية للمجموع:<sup>3</sup>

- ❖ عدد الكيانات المدمجة؛
- ❖ الموقع الجغرافي للكيانات المدمجة. هل لدى المجموعة مواقع وطنية بحتة أم، تنتشر في مناطق جغرافية مختلفة؟؛
- ❖ مستوى السيطرة الذي تمارسه الشركة الأم على الكيانات الموحدة.

<sup>1</sup> IFRS 08, paragraphe 15.

<sup>2</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 167.

<sup>3</sup> Ibid, p : 168.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 3-2-2- التحليل الديناميكي لتغيرات محيط التجميع:

إن محيط التجميع ليس ثابت لمرة واحدة وإلى الأبد، بل يمكن للكيانات الدخول أو الخروج كل عام من نطاق التجميع. كما قد تختلف أيضًا طبيعة السيطرة ونسبة المصلحة في الكيانات الموحدة. تشمل التغيرات في محيط التجميع الدخول أو الخروج منه بالإضافة إلى التغيرات في نسب السيطرة والمصلحة مع أو بدون تغير في طرق التجميع:<sup>1</sup>

#### ❖ دخول كيان في نطاق الدمج:

- إنشاء المجمع كيانًا يقوم بنشاط جديد أو يمدد نشاطًا موجودًا في منطقة جغرافية جديدة؛
- تستحوذ المجموعة على السيطرة على كيان قائم ويمكن تحقيق هذه السيطرة بطرق مختلفة، غالبًا ما يتم ذلك من خلال الاستحواذ على أسهم أو الزيادة في رأس المال؛
- إنشاء المجموعة كيانًا جديدًا من خلال التحويل القانوني لملكية نشاط قائم لها إلى شركة تابعة، حيث تقوم بنقل جميع الأصول والديون والعقود المتعلقة بهذا النشاط إلى كيان جديد.

#### ❖ خروج كيان من نطاق الدمج:

- فقدان المجمع السيطرة على شركة تابعة. ينجم هذا عن طريق التخلي الكلي أو الجزئي عن الأسهم المملوكة للمجموعة، أو زيادة في رأس مال الكيان المكتتب به بشكل رئيسي من قبل المساهمين الآخرين هذه العملية تقلل من نسبة سيطرة المجمع على المنشأة؛
- الشركة التابعة الخاضعة للتوحيد هي موضوع إجراء التصفية الودية أو القضائية، بذلك المنشأة تصبح غير موجودة؛
- تنفذ المجموعة عمليات إعادة تنظيم قانونية، غالبًا لأسباب تتعلق بتبسيط مخططها التنظيمي. تؤدي عمليات إعادة التنظيم هذه إلى عمليات اندماج داخلية.

#### ❖ تغيرات نسبة المصلحة:

هذه التغيرات يمكن أن تكون في اتجاه تصاعدي أو تنازلي وقد تؤدي أو لا تؤدي إلى تغيير في طريقة التجميع. تعكس الزيادة في نسبة المصلحة عملية تعزيز للشركة فعندما يكون لدى المجموعة إستراتيجية

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, pp : 169-170.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

نمو طموحة، خارجية أو داخلية، فإنها لا تملك دائماً الوسائل المالية للاحتفاظ بنسبة 100% من رأس مال شركاتها التابعة. لذلك يجب أن تعتمد في البداية على الأقليات من المساهمين، في كثير من الأحيان، تقوم فيما بعد بإعادة شراء هذه الأسهم. وعلى العكس من ذلك، فإن انخفاض نسبة المصلحة قد يعكس فك الارتباط التدريجي بين الشركة الأم وشركاتها التابعة. من أمثلة أسباب تغير نسبة المصلحة:

- حيازة إضافية للأوراق المالية من أطراف ثالثة لشركة مدمجة بالفعل؛
- إعادة تصنيف الأوراق المالية لشركة موحدة داخل المجموعة؛
- نقل جزئي لملكية الأوراق المالية لشركة مدمجة بالفعل إلى أطراف ثالثة.

المطلب الثاني: التحليل المالي للحسابات المجمعة:

### 1 تحليل حساب النتائج:

#### 1 1 - تحليل النشاط: تطور رقم الأعمال والقيمة المضافة

يعتمد تحليل النشاط بشكل أساسي على حساب النتائج وهو مستند يلخص إيرادات ومصروفات السنة المالية ويظهر النتيجة المحققة في آخر السنة المالية. يتوقف تحليل النشاط على شرح تطور رقم الأعمال، ويمثل أول خطوة لأنه غالباً ما يقدم معلومات مهمة عن وضعية المؤسسة أو المجمع. لشرح تطور رقم الأعمال الموحد لدى المحلل مصدران للمعلومات: المعلومة القطاعية والتي تعرض تطوره حسب قطاع الأعمال والمناطق الجغرافية، وتقرير الإدارة. يمكن تحديد أربعة أسباب تشرح تطور رقم الأعمال: تأثير السعر، تأثير الحجم، تأثير سعر الصرف وتأثير تغيرات محيط الإدماج.<sup>1</sup> بشكل عام، يهتم المحلل المالي بتطور رقم الأعمال عبر الزمن والذي يعطى بنسبة النمو. كما هو الحال مع رقم الأعمال، يعد معدل نمو القيمة المضافة مؤشراً على ديناميكية نشاط الشركة.

$$\text{نسبة نمو رقم الأعمال} = (\text{رقم الأعمال } N+1 - \text{رقم الأعمال } N) / \text{رقم الأعمال } N$$

$$\text{نسبة نمو القيمة المضافة} = (\text{القيمة المضافة } N+1 - \text{القيمة المضافة } N) / \text{القيمة المضافة } N$$

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 175.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 1 2 - تحليل الربحية:

#### 1 2 1 - مؤشرات قياس الفائض المالي:

❖ القدرة على التمويل الذاتي:

حساب النتائج هو أول مستند يستخدمه المحلل المالي لإجراء تشخيص لنشاط الشركة، حيث يسمح بحساب قدرة التمويل الذاتي التي تمثل جميع الموارد الداخلية الصادرة من المؤسسة لتمويل استثمارات جديدة أو لسداد القروض. لحساب CAF، من الضروري إعادة دمج جميع الإيرادات والمصاريف التي لا تولد تدفقات نقدية بشكل مباشر في نتيجة الشركات المدمجة. هناك طريقتان لحساب القدرة على التمويل الذاتي من حساب النتائج. يمكن توضيحها في الجدول التالي:<sup>1</sup>

الجدول (1-2): طرق حساب القدرة على التمويل الذاتي

الفائض الإجمالي للاستغلال EBE		النتيجة الصافية للشركات المدمجة resultat net	
-	+	-	+
تكاليف أخرى للاستغلال	تحويل تكاليف الاستغلال	استرجاعات على الاهتلاكات والمؤونات	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
الأعباء المالية**	نواتج أخرى للاستغلال	نواتج التنازل عن عناصر الأصول	
الأعباء الاستثنائية**	النواتج المالية*		القيمة المحاسبية لعناصر الأصول المتنازل عنها
مشاركة المستخدمين في النتيجة	النواتج الاستثنائية*	إعانات	نتيجة الاستثمار المحولة إلى
الضرائب على الأرباح		حصّة	
	(-/+ ) حصص نتيجة العمليات المشتركة	نتيجة	
CAF			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على : Legros. G, **Mini Manuel de Finance d'Entreprise** : cours+exos, Donod, Paris, 2010, p : 23.

<sup>1</sup> Legros. G, **Mini Manuel de Finance d'Entreprise**, Op.cit, p p : 22-23.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

\* باستثناء استرجاع المؤونات.

\*\* باستثناء مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

\* باستثناء نواتج التنازل عن عناصر الأصول، حصة إعانات الاستثمار المحولة إلى نتيجة، استرجاعات على المؤونات.

\* \* باستثناء القيمة المحاسبية لعناصر الأصول المتنازل عنها، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات الاستثنائية.

تقدم القدرة على التمويل الذاتي معلومات تتعلق بإمكانيات التمويل الذاتي للشركة، والذي يحسب بطرح الأرباح الموزعة من القدرة على التمويل الذاتي. بعبارة أخرى التمويل الذاتي AF هو الفائض النقدي المتاح بعد توزيع الأرباح. كلما ارتفعت CAF، زادت الإمكانيات المالية للشركة فهي تسمح بتمويل الاستثمارات وسداد القروض. على العكس، تعكس CAF السلبية موقفاً محفوظاً بالمخاطر.<sup>1</sup>

### 1 2 2 - المؤشرات الجديدة لقياس الربحية:

بدأت في السنوات الأخيرة تظهر مجموعة واسعة من المؤشرات المالية والتي تمت صياغتها من قبل المحللين الماليين ولكن لم يتم تعريفها لحد الآن رسمياً بأي معيار أو مبدأ محاسبي. هذه المؤشرات يجب استخدامها بحذر وذلك لأن طريقة حسابها تختلف حسب المجمع والإطار المحاسبي الذي يتبعه، لهذا السبب تفرض الهيئات المنظمة للأسواق المالية على المجمعيات المدرجة في البورصة الإشارة إلى كيفية حساب هذه المؤشرات في حالة استخدامها في التقارير السنوية.<sup>2</sup>

#### ❖ EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation & Amortization):

يستخدم هذا المؤشر لمجموعة متنوعة من الأغراض التحليلية، هو مقياس مالي أصبح مقبولاً على نطاق واسع ويستخدم في الأسواق المالية للعديد من الأغراض بما في ذلك تحليل البيانات المالية وتحليل الائتمان والتقييم. هذا المؤشر يشبه إلى حد ما الفائض الإجمالي للاستغلال (EBE)، يهدف إلى ترجمة

<sup>1</sup> Legros. G, *Mini Manuel de Finance d'Entreprise*, Op.cit, p : 24.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , p : 183.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الأداء التشغيلي للمنشأة بشكل مستقل عن سياساتها التمويلية وسياساتها الاستثمارية والضرائب. تستخدم EBITDA لعدد من الأسباب بما في ذلك ما يلي<sup>1</sup>:

- توفر معيارًا يمكن من خلاله تقييم جودة الأرباح المعلنة؛
  - يمكن أن توفر نقطة انطلاق في حساب التدفق النقدي الحر؛
  - تقدم مؤشرا لعبء الديون المحتمل أن تتحمله الشركة؛
  - توفر مدخلات أساسية في تحليل التقييم.
- طريقة حسابها ليست متجانسة. بناءً على المجمع، يتم احتسابها قبل أو بعد شطب الأصول الجارية والإيرادات والنفقات غير المتكررة، حقوق الأقلية في نتيجة المجمع، حصة أرباح الشركات حسب طريقة المعادلة ومكاسب وخسائر الصرف.<sup>2</sup>

### ❖ EBIT (Earnings Before Interest and Taxes):

هذا المؤشر يشبه إلى حد ما النتيجة التشغيلية، حيث يتأثر باختيار الأساليب وفترات اهتلاك الأصول الثابتة. يتم حسابه عن طريق طرح مخصصات اهتلاك الأصول العينية من EBITDA. يتم فحص هذا المؤشر من قبل المحللين الماليين لأنه يعطي فكرة عن الموارد الناتجة عن نشاط المؤسسة خلال سنة معينة. كما هو الحال مع EBITDA، فإن طريقة حساب EBIT لا تخضع لأي نصوص محاسبية.<sup>3</sup>

### 1 2 3 -نسب الربحية:

يمكن للمحلل المالي تقييم نشاط الشركة من خلال نسب مختلفة تقارن عناصر حساب النتائج وهي مؤشرات الربحية. تعطي الربحية العلاقة بين النتيجة أو الهامش مع مستوى النشاط والذي يقاس برقم الأعمال. فيما يلي البعض من نسب الربحية:

<sup>1</sup> Luciano. R, EBITDA [Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation] as an indicator of earnings quality, JASSA, No. 1, Autumn 2003, p 30.

<sup>2</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, pp : 191-192.

<sup>3</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , pp : 183-184.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الجدول (1-3): نسب الربحية

التفسير	الصيغة الحسابية	الطبيعة
إنه يقيس قدرة الشركة على تحقيق أرباح صافية من رقم الأعمال	النتيجة/ رقم الأعمال خارج الرسم	معدل الهامش الصافي
يقيس قدرة الشركة على تحقيق المردودية من الرقم الأعمال الخاص بالأنشطة التشغيلية	نتيجة الاستغلال/ رقم الأعمال خارج الرسم	معدل الهامش الصافي للاستغلال
يقيس قدرة الشركة على تحقيق المردودية من رقم الأعمال بغض النظر عن سياستها الاستثمارية	الفائض الإجمالي للاستغلال/ رقم الأعمال خارج الرسم	معدل الهامش الإجمالي للاستغلال
يقيس تطور أداء النشاط التجاري للشركة.	الهامش التجاري/ المبيعات خارج الرسم	معدل الهامش التجاري

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Béatrice et Francis Grandguillot, *L'essentiel de l'Analyse financière*, Gualino, 14<sup>e</sup> édition, France, 2016-2017, p 68-69.

### 2 - تحليل الميزانية:

إن اللبنة الأساسية لدراسة وتحليل البنية المالية للمؤسسة بتاريخ معين تتمثل في إعداد ميزانيتها بذلك التاريخ. بالنسبة لمجموعات الشركات الميزانية الموحدة تجعل من الممكن تقييم البنية المالية للمجموع، فهي تعرض ميزانيات كل شركة من المجموعة كما لو كانت شركة واحدة وبالتالي فهي تقدم وضعا مالياً جديداً بالمقارنة مع ميزانية الشركة الأم، كما توضح الأصول المحتفظ بها وديون الأطراف الثالثة للكيانات الموحدة. (M.Sion, B.Bachy, 2009). يمكن تحليل الميزانية من منظورين: الأول يعتمد على الميزانية المالية أي منظور سيولة-استحقاق والذي يقوم على التمييز بين درجة سيولة الأصول من جهة ودرجة استحقاق الخصوم من جهة أخرى، أما المنظور الثاني فيعتمد على الميزانية الوظيفية حيث يتم إعادة

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

تصنيف عناصر الميزانية المالية على أساس الوظيفة وهو تصنيف اقتصادي قائم على اعتبار المؤسسة كيان اقتصادي يضمن تحقيق مجموعة من الوظائف أهمها: الاستغلال، الاستثمار، التمويل.<sup>1</sup>

### 2 1 - التحليل من خلال الميزانية الوظيفية:

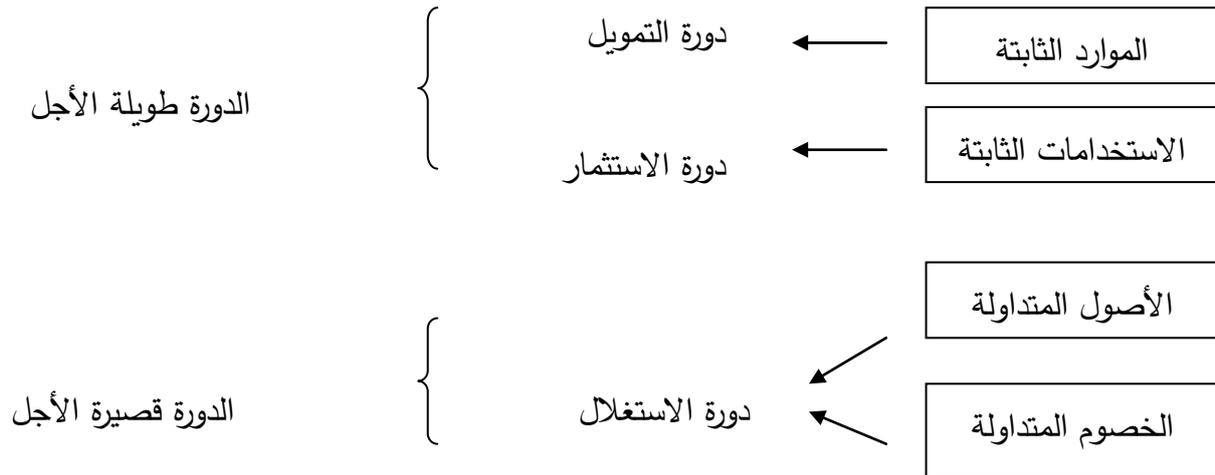
يرتكز المنهج الوظيفي على منظور استمرارية الاستغلال من خلال تسليط الضوء على "دورة الاستغلال". المبدأ الأول الذي يحكم إعداد الميزانية العمومية الوظيفية هو تقييم الاستخدامات و الموارد بالقيمة الأصلية لتدفقات الإيرادات والنفقات. المبدأ الثاني الذي يجب أخذه في الاعتبار هو تصنيف الاستخدامات والموارد في ثلاث دورات: الاستثمار والتمويل والاستغلال. أما دورة النقدية تعمل على ضمان التوازن بين الاستخدامات والموارد.<sup>2</sup>

### 2-1-1 - تقديم الميزانية الوظيفية:

الميزانية الوظيفية تمثل صورة للهيكل المالي في لحظة معينة وتسمح بما يلي:<sup>3</sup>

- ❖ تقييم الاحتياجات المالية المستقرة والمتداولة والموارد المخصصة لها؛
- ❖ تقييم التوازن المالي بين موارد التمويل واحتياجات التمويل.

يتم فصل الأصول والخصوم في الميزانية الوظيفية إلى قسمين: الجزء الثابت (المدى الطويل)، والجزء المتداول (المدى القصير).



<sup>1</sup> Bachy, B, Sion, M, Op.cit, pp :

<sup>2</sup> Legros, G, **Mini Manuel de Finance d'Entreprise** , Op.cit, pp : 41-42.

<sup>3</sup> Béatrice et Francis Grandguillot, **L'essentiel de l'Analyse financière**, 14<sup>e</sup> édition, Gualino, France, 2016-2017, p : 89.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

يتم إنشاء الميزانية الوظيفية اعتماداً على الميزانية المحاسبية قبل توزيع النتيجة. ومع ذلك، يجب القيام ببعض التصحيحات من أجل خلق كتل متجانسة تتمثل في:

- ❖ إعادة تصنيف البنود حسب وظيفتها؛
- ❖ دمج بعض البنود من خارج الميزانية؛
- ❖ تصحيح الذمم المدينة والديون لإلغاء تأثير فوارق التحويل؛
- ❖ حذف بعض البنود ( رأس مال غير مستعان به...).

الجدول (1-4): الميزانية الوظيفية المختصرة

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الاستخدامات الثابتة	*****	الموارد الثابتة	*****
الأصول المتداولة للاستغلال	*****	الخصوم المتداولة للاستغلال	*****
الأصول المتداولة خارج الاستغلال	*****	الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	*****
خزينة الأصول	*****	خزينة الخصوم	*****
مجموع الأصول	*****	مجموع الخصوم	*****

المصدر: من إعداد الطالبة

### 2-1-2- مؤشرات التوازن المالي:

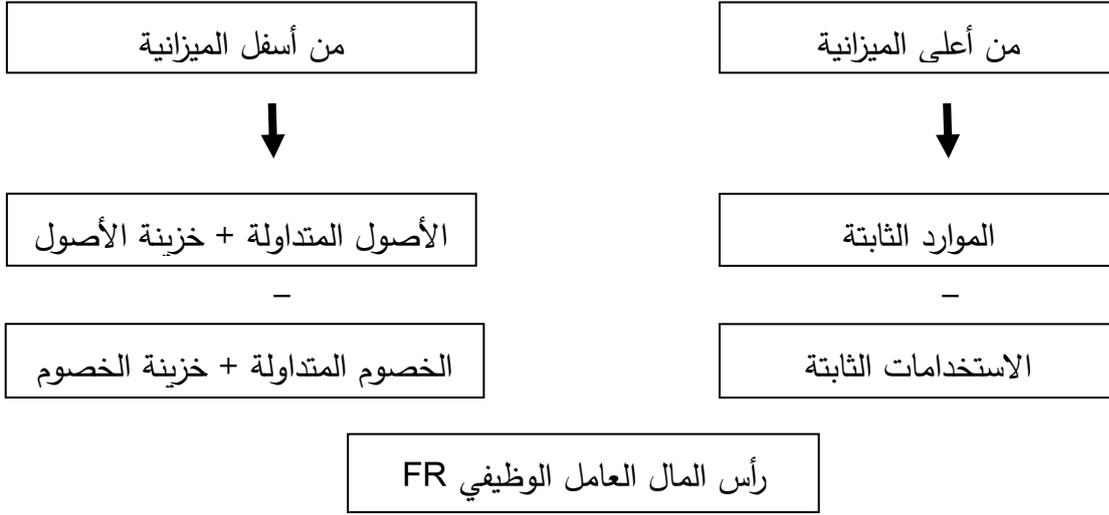
تستند الميزانية الوظيفية بشكل خاص، إلى توازن مركزي بين، من جهة، الموارد الثابتة والاستخدامات الثابتة (المرتبطة بمفهوم رأس المال العامل)، ومن ناحية أخرى بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة (المتعلقة بمفهوم احتياجات رأس المال العامل). تعكس دراسة هذه العناصر التوازن المالي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Legros. G, Mini Manuel de Finance d'Entreprise, Op.cit, p : 49.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

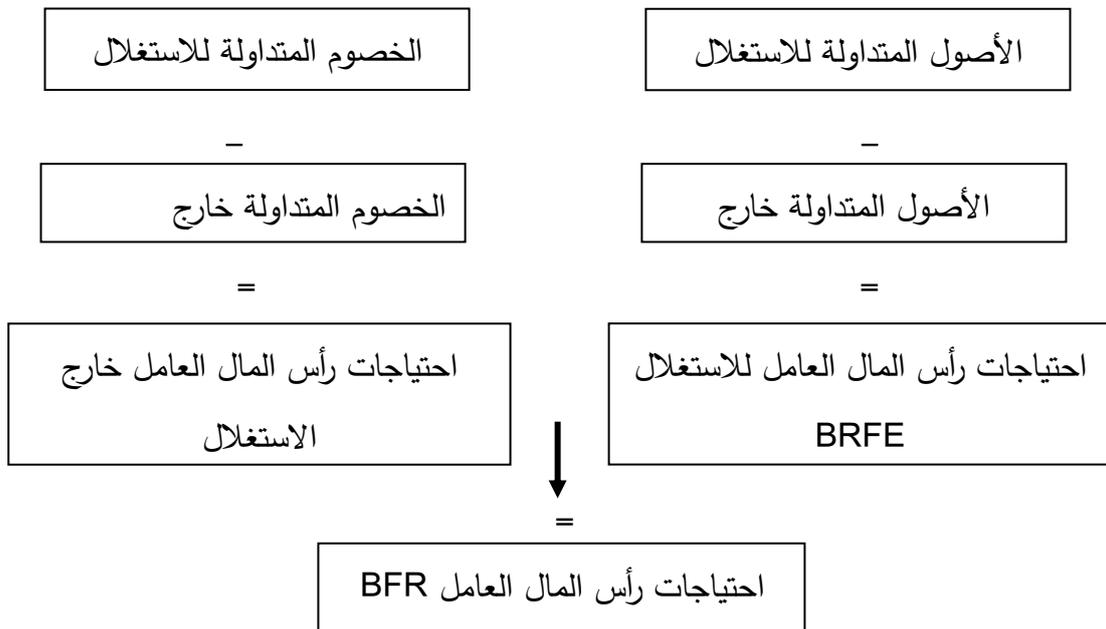
### ❖ رأس المال العامل الوظيفي FR:

يتم تحديد ذلك بواسطة الفرق بين الموارد الثابتة والاستخدامات الثابتة. قانون التوازن المالي يتطلب تمويل الاستخدامات الثابتة بالكامل من خلال موارد ثابتة، وبعبارة أخرى، يجب أن يكون رأس المال العامل إيجابياً فهو يوفر هامش أمان مالي للشركة. يمكن حسابه بطريقتين:



### ❖ احتياجات رأس المال العامل BFR:

احتياجات رأس المال العامل هي ذلك الجزء من متطلبات التمويل لدورة الاستغلال التي لا يتم تمويلها عن طريق ديون دورة الاستغلال والناجمة بسبب الفجوة بين المقبوضات والمدفوعات. تنقسم هذه الاحتياجات إلى قسمين للتمييز بين الاحتياجات المرتبطة بدورة الاستغلال وغيرها المستقلة عن هذه الدورة.



## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### ❖ الخزينة الصافية:

تحلل الميزانية الوظيفية من خلال رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل، المزج بين هذين العنصرين يحدد الرصيد وهو الخزينة الصافية. يتم تحليل التوازن المالي باستخدام إحدى الطرق التالية:

$$\begin{array}{ccc}
 \boxed{\text{خزينة الأصول}} & & \boxed{\text{رأس المال العامل الوظيفي FR}} \\
 - & & - \\
 \boxed{\text{خزينة الخصوم}} & & \boxed{\text{احتياجات رأس المال العامل BFR}} \\
 = & & \\
 \boxed{\text{الخزينة الصافية TN}} & & 
 \end{array}$$

يمكن التمييز بين ثلاث حالات للخزينة الصافية:

- الخزينة الموجبة:  $FR > BFR$ ، المؤسسة تمتلك فائض نقدي صافي أي سيولة صافية؛
- الخزينة السالبة:  $FR < BFR$ ، المؤسسة لديها نقص في الموارد وبحاجة إلى تمويل قصير الأجل؛
- الخزينة الصفرية:  $FR = BFR$ ، المؤسسة تحقق التوازن المالي.

يمكن تلخيص التوازن المالي من خلال الميزانية الوظيفية في كالتالي:

الشكل (1-1): التوازن المالي من خلال الميزانية الوظيفية

الموارد الثابتة	الاستخدامات الثابتة
	رأس المال العامل الوظيفي FR
الخصوم المتداولة للاستغلال	الأصول المتداولة للاستغلال
احتياجات رأس المال العامل للاستغلال	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	الخزينة الصافية TN
احتياجات رأس المال العامل خارج الاستغلال	خزينة الأصول
خزينة الخصوم	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Legros. G, **Mini Manuel de Finance**

d'Entreprise : cours+exos, Donod, Paris, 2010, p : 55.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 2 2 -التحليل بواسطة الميزانية المالية:

يتم تحليل الميزانية من منظور سيولة-استحقاق . يقصد بدرجة الاستحقاق الفترة الزمنية المطلوبة لاستحقاق كل عنصر من عناصر الخصوم. أما درجة السيولة فهي الفترة الزمنية اللازمة لتحويل كل عنصر من عناصر الأصول إلى نقدية جاهزة. يتم تصنيف الميزانية المالية في مجموعات متجانسة وفقاً لدرجة سيولة الأصول ودرجة استحقاق الخصوم، وهذا ما يمكن من تقييم الوضعية المالية للمؤسسة.

### 2 2 1 -تقديم الميزانية المالية المختصرة:

ترتب عناصر الميزانية في كتل متجانسة و هذا حسب السيولة بالنسبة للأصول والإستحقاقية بالنسبة للخصوم، بالإضافة إلى مبدأ السنوية و تحتوي الميزانية على أربع كتل رئيسية:

❖ جانب الأصول: الأصول الثابتة (أكثر من سنة)، الأصول المتداولة (أقل من سنة)، تظهر الأصول بالقيمة الصافية؛

❖ جانب الخصوم: الأموال الدائمة (رؤوس أموال خاصة+ ديون أكثر من سنة)، الخصوم المتداولة (ديون أقل من سنة).

### الجدول (1-5): الميزانية المالية المختصرة

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الثابتة	*****	الأموال الدائمة	*****
الأصول المتداولة	*****	الخصوم المتداولة	*****
المجموع	*****	المجموع	*****

المصدر: من إعداد الطالبة

### 2 2 2 -رأس المال العامل الصافي FR:

يعتمد تحليل السيولة على رأس المال العامل، وهو المؤشر الرئيسي لتقييم ملاءة المؤسسة، أي قدرتها على ضمان سداد ديونها. يشير رأس المال العامل الصافي إلى طريقة تمويل الأصول التي تزيد مدتها عن سنة ودرجة تغطية الديون التي تقل مدتها عن سنة واحدة. من منظور السيولة، يتم تحديد رأس المال

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

العامل من خلال الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة (الديون قصيرة الأجل). تتطلب قواعد التوازن المالي وجود أصول متداولة تزيد عن الديون قصيرة الأجل حتى تتمكن من سدادها بفضل التحصيلات النقدية المتأتية من تحويل الأصول المتداولة إلى سيولة. بالتالي فإن رأس المال العامل الإيجابي هو ضمان للاستدامة: إنه "مرتبة أمان" تحمي الدائنين من مخاطر الإعسار بسبب الخسائر في الأصول المتداولة.<sup>1</sup>

$$\begin{array}{c} \boxed{\text{الأصول المتداولة}} \\ - \\ \boxed{\text{الخصوم المتداولة}} \\ = \\ \boxed{\text{رأس المال العامل } FR > 0} \end{array}$$

### 2 2 3 -نسب السيولة:

تقيس نسب السيولة التوازن المالي للمؤسسة على المدى القصير فهي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، أي ما تمتلكه من نقدية جاهزة أو ما يمكن تحويله إلى سيولة في وقت قصير وتخص بالأساس الأصول والخصوم المتداولة.

يتم ضمان السيولة عندما تتيح قيمة الأصول نظريًا سداد الديون لنفس المدة عملاً بمبدأ سيولة/استحقاق، حيث تقيس هذه النسب سرعة دوران الأصل إلى الخصوم.

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 197.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الجدول (1-6): نسب السيولة

الطبيعة	الصيغة الحسابية	التفسير
السيولة العامة	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	تقيس القدرة على سداد جميع الديون قصيرة الأجل باستخدام الأصول قصيرة الأجل
السيولة المختصرة	الأصول المتداولة باستثناء المخزون/ الخصوم المتداولة	تقيس القدرة على سداد جميع الديون قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة ماعدا المخزون باعتباره العنصر الأقل سيولة من الأصول المتداولة
السيولة الفورية	القيم الجاهزة / الخصوم المتداولة	تقيس القدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل بواسطة السيولة الجاهزة فقط

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Béatrice et Francis Grandguillot, *L'essentiel de l'Analyse financière*, Gualino, 14<sup>e</sup> édition, France, 2016-2017, p 103-104.

### 2 2 4 - النسب الهيكلية:

يتم تحليل تأثير المديونية على الوضع المالي على المدى الطويل من خلال فكرة الملاءة المالية. يتم تعريف الملاءة المالية بأنها قدرة الشركة على سداد ديونها عند استحقاقها. بمعنى واسع، يتم ضمان الملاءة عندما تكون قيمة الأصول أكبر من قيمة الديون.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Legros Georges, mini manuel de finance d'entreprise, op.cit, p : 59.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الجدول (1-7): نسب الاستقلالية المالية

الطبيعة	الصيغة الحسابية	التفسير
نسبة الاستقلالية المالية العامة	الأموال الخاصة بالمجموعة / إجمالي الخصوم	تقيس هذه النسبة مشاركة المساهمين في تمويل المجمع (من الأفضل أن تتراوح النسبة بين 20 و25%)
درجة تكامل المجمع	الأموال الخاصة "حقوق الأقلية" / الأموال الخاصة بالمجموعة متضمنة حقوق الأقلية	تقيس مساهمة مساهمي الأقلية في تمويل الأسهم المجمع
نسبة القدرة على السداد	الديون متوسطة وطويلة الأجل / القدرة على التمويل الذاتي CAF	تقيس قدرة المجمع على سداد ديونه متوسطة وطويلة الأجل دون تدهور الخزينة (متوسط السداد 3 إلى 4 سنوات من CAF).
نسبة المديونية الكلية	مجموع الديون / الأموال الخاصة بالمجموعة	تقسي مساهمة الدائنين في التمويل مقارنة بالمساهمين وتعتبر عن المخاطرة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على Bachy. B, Sion. M, **Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS**, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2006.  
pp : 206-208.

### 2 3 - تقييم المردودية:

تعرف المردودية على أنها النسبة أو حاصل قسمة النتائج المتحصل عليها على الوسائل المستخدمة في الحصول على هذه النتائج.

المردودية = (النتائج / الوسائل) \* 100

عادة ما يميز المحللون بين نوعين من المردودية:

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 2 3 1 - المردودية الاقتصادية:

المردودية الاقتصادية، والتي تقيس ربحية رأس المال الذي يستثمره المجمع في أعماله وتكون محسوبة على أساس كل الأصول أو جزء منها. يستخدم الأنجلوسكسونيون مصطلح "العائد على الأصول" أو ROA ؛

#### ❖ مردودية إجمالي الأصول:

تشمل هذه النسبة كلا من مردودية رأس مال الاستغلال (الأصول الثابتة والاحتياج في رأس المال العامل) ومردودية سندات المساهمة غير الموحدة بالإضافة إلى الفوائض النقدية المحتملة. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>1</sup>

مردودية الأصول = النتيجة المجمعة / إجمالي الأصول

**Rentabilité de l'actif total = résultat consolidé / actif total**

#### ❖ مردودية أموال الاستغلال:

في التحليل المالي، يستعمل هذه المؤشر لتقييم المردودية التشغيلية للمجمع، غالبًا ما تستخدم هذه النسبة لتقييم أداء مركز الربح أو الشركة التابعة. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>2</sup>

مردودية أموال الاستغلال = النتيجة التشغيلية / الأصول الإنتاجية الصافية

**Rentabilité des capitaux d'exploitation = résultat opérationnel / actifs productif net**

النتيجة التشغيلية يتم حسابها دون إدراج خسائر القيمة المحتملة وهذا لقياس الأداء الفعلي فقط، أما الأصول الإنتاجية هي الأصول اللازمة لنشاط المجمع وتشمل التثبيتات المادية والعينية، احتياجات رأس المال العامل. بذلك هي تستثني السندات المدرجة حسب طريقة المعادلة سندات المساهمة غير الموحدة بالإضافة إلى الاستثمارات النقدية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion.M, Op.cit, p : 228.

<sup>2</sup> Idem.

<sup>3</sup> Idem.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 2 3 2 - المردودية المالية:

تعتبر المردودية المالية عن الأداء المالي حيث يتم مقارنة النتيجة الصافية بعد الضريبة مع رؤوس الأموال الخاصة. اعتمادًا على أهداف المساهمين، فإن المردودية المالية هي الهدف النهائي للمجمع، وشرط أساسي لتمويل تطويره بطريقة متوازنة وضمان الاستدامة. يستخدم الأنجلوسكسونيون مصطلح "العائد على حقوق المساهمين" أو ROE.<sup>1</sup>

#### ❖ المردودية المالية الكلية:

تحتسب المردودية عن طريق مقارنة النتيجة المتحصل عليها برأس المال المستثمر في بداية الفترة ولذلك تحتسب المردودية المالية للمجمعات على أساس الأموال الخاصة بالمجموعة في بداية السنة. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>2</sup>

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية المجمعة} / \text{رؤوس الأموال الخاصة في بداية الفترة (حصة المجمع وحقوق الأقلية)}}{\text{Rentabilité financière} = \frac{\text{Résultat net consolidé}}{\text{Capitaux propres part groupe et intérêts minoritaires de début d'année}}}$$

#### ❖ المردودية المالية للمجمع "الشركة الأم":

تتيح الحسابات الموحدة حساب المردودية المالية لمساهمي المجمع بشكل منفصل، تحتسب على أساس رؤوس الأموال الخاصة والنتيجة الصافية الخاصان بالمجمع فقط أي دون إشراك حقوق الأقلية. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>3</sup>

$$\text{المردودية المالية للمجمع} = \frac{\text{النتيجة الصافية لحصة المجمع} / \text{الأموال الخاصة لحصة المجمع في بداية الفترة}}{\text{Rentabilité financière, part du groupe} = \frac{\text{Résultat net, part du groupe}}{\text{Capitaux propres part du groupe de début d'exercice}}}$$

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion.M, Op.cit , p : 227.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p 186.

<sup>3</sup> Idem .

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### ❖ المردودية المالية لحقوق الأقلية:

تتيح الحسابات الموحدة حساب المردودية المالية لحقوق الأقلية بشكل منفصل أيضا، تحسب على أساس رؤوس الأموال الخاصة والنتيجة الصافية الخاصان بحقوق الأقلية. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>1</sup>

المردودية المالية لحقوق الأقلية = النتيجة الصافية لحقوق الأقلية/ الأموال الخاصة لحقوق الأقلية في بداية الفترة

**Rentabilité financière, part des minoritaires = Résultat net, part des minoritaires des sociétés intégrées / Capitaux propres part minoritaires de début d'exercice**

### ❖ المردودية المالية للشركات المدرجة حسب طريقة المعادلة:

كما تتيح الحسابات الموحدة حساب المردودية المالية للشركات المدرجة حسب طريقة المعادلة بشكل منفصل أيضا، تحسب على أساس السندات المدرجة حسب طريقة المعادلة المعاد تقييمها وحصصة النتيجة الصافية لهذه الشركات. يتم حساب هذه المردودية على النحو التالي:<sup>2</sup>

المردودية المالية للشركات المدرجة حسب طريقة المعادلة = حصصة النتيجة الصافية للشركات المدرجة حسب طريقة المعادلة/ السندات المدرجة حسب طريقة المعادلة في بداية الفترة

**Rentabilité financière des entités associées= Quote-part du résultat net des entités mises en équivalence/ Titres mis en équivalence début d'année**

### 3 - تحليل جدول سيولة الخزينة:

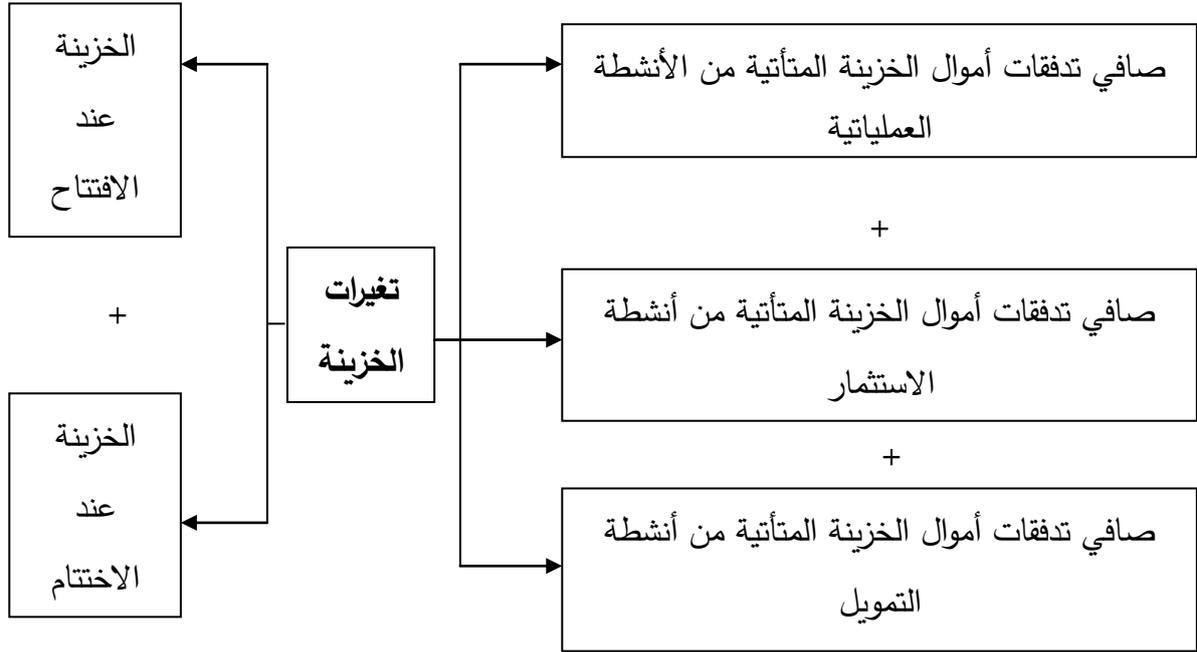
يوضح جدول سيولة الخزينة وضعية الخزينة المتراكمة لجميع الكيانات المدمجة كما يسمح بتفسير التغيرات المسجلة فيها، أما تحليله فيرتكز على سؤال أساسي وهو: "هل يمثل المجمع وحدة نقدية فعلا؟".

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 232.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 187.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

الشكل (1-2): تحليل جدول سيولة الخزينة



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على جدول سيولة الخزينة وفقا للنظام المالي المحاسبي

### 3 1 - تقييم تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية:

يتم تعريف الأنشطة التشغيلية بشكل عام على أنها الأنشطة التي تحقق إيرادات للمجمع ولا تنتمي إلى أنشطة الاستثمار والتمويل. يعتمد بقاء المنشأة على تحقيق فائض نقدي تشغيلي والذي يسمح بتسديد القروض، دفع توزيعات الأرباح وتمويل الاستثمارات بشكل جزئي على الأقل. تعد القدرة على توليد فائض نقدي تشغيلي بشكل مستدام عنصرا أساسيا في تحديد قيمة المنشأة. يركز تطور تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية على نمو النشاط وتطور الربحية وإدارة احتياجات رأس المال العامل، أما تحليلها فيحتاج معلومات مكملة وهي:<sup>1</sup>

- ❖ النسبة المئوية نمو المبيعات خلال فترة التحليل؛
- ❖ النتيجة الموحدة، معبرا عنها كنسبة مئوية من المبيعات؛
- ❖ مواعيد تدفق بنود احتياجات رأس المال العامل أو تطور بنود متطلبات رأس المال العامل المتعلقة بتطور رقم الأعمال.

<sup>1</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 190.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### 3 2 -تقييم تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار:

يوضح التدفق النقدي للاستثمار أهمية الاستثمار خلال فترة التحليل. يسمح بتحديد انتظام أو دورية نفقات الاستثمار ومدى عكسها لإستراتيجية المجمع، كما توضح السياسة المتبعة من أجل التنمية الداخلية أو النمو الخارجي<sup>1</sup>. تمثل تدفقات الاستثمار منقوصا منها تدفقات التخلي عن التثبيتات، وتشمل التدفقات المتعلقة أساسا ب:<sup>2</sup>

- ❖ تغيرات محيط الإدماج: تظهر عمليات الاستحواذ وبيع الأوراق المالية في الكيانات المدمجة وتظهر هذه التدفقات تحت عنوان "تأثير تغيرات محيط الإدماج" في القوائم المالية المجمعة؛
- ❖ نفقات البحث والتطوير للسنة، عندما يتم تجميد هذه المصروفات في الميزانية؛
- ❖ التغيرات في المبالغ المستحقة لبعض الاستثمارات النقدية.

### 3 3 -تقييم تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل:

تعرض أنشطة التمويل التدفقات النقدية المتعلقة بالمعاملات بين المجمع ومساهمي الشركة الأم، المعاملات بين الكيانات المدمجة عن طريق التكامل الشامل ومساهمي الأقلية، الاكتتابات وسداد القروض متوسطة وطويلة الأجل، التغيير في المبالغ المستحقة للقروض قصيرة الأجل. يوضح التدفق النقدي من التمويل التدفقات بين المجمع وفئتين من الممولين: المساهمين والمقرضين "البنوك والأسواق المالية". إن تحليل هذه التدفقات يسمح بتوضيح ما إذا كانت تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية تضمن سداد القروض متوسطة وطويلة الأجل، كما تبين النسبة المئوية للأرباح الموزعة مقارنة بالنتيجة المجمعة والتي تحسب على النحو الآتي: النسبة المئوية = الأرباح الموزعة من قبل المؤسسة الأم / النتيجة المجمعة "حصة المجمع للسنة N-1"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Bachy. B, Sion. M, Op.cit, p : 224.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit, p : 191.

<sup>3</sup> Ibid, p : 195.

## الفصل الأول: التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة

### خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى موضوع التحليل المالي للحسابات المجمعة، ففي ظل تزايد ظاهرة تكتل المؤسسات إما عن طريق الاندماج أو الاستحواذ أو غيرها من الطرق أصبح لزاما الاهتمام بالتحليل المالي لهذا النوع من المؤسسات للتعرف على خصوصياتها حيث أن تجميع الحسابات يتم من خلال استبدال الحسابات الاجتماعية بحسابات موحدة في كيان واحد وهو الشركة الأم، وبذلك يعد التحليل المالي للحسابات المجمعة أداة أساسية لتشخيص وضعية المجموعة (الشركة الأم ومختلف الكيانات التابعة) لها سواء في الوقت الحالي أو في الماضي باستخدام الأدوات والطرق المناسبة عن طريق تحويل المعلومات المحاسبية إلى معلومات مالية تخدم كل الأطراف المهتمة بها لأن التحليل المالي القائم على أساس الحسابات المجمعة يمكن من تقييم نشاط المجموعة وربحياتها والبنية المالية الشاملة، كما أن دراسة الحسابات الموحدة تجعل من الممكن فهم الإستراتيجية الكلية للمجموعة فيما يتعلق بالأنشطة الجبائية والاجتماعية وغيرها، وكذلك للحكم على محتويات مؤشرات الأداء الموجهة للأسواق المالية

الفصل الثاني:

مقاربات التقييم

المالي للمؤسسة

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### تمهيد:

تمثل عملية تقييم المؤسسات جوهر العملية المالية، فالقيمة هي الهدف النهائي الذي يسعى المقيم للوصول إليه حيث تؤثر على استمرارية الأعمال. إن تحديد قيمة أسهم المؤسسة يساهم بشكل مباشر في تشكيل المحفظة المالية للمستثمر، أما تحديد قيمة المؤسسة كوحدة متكاملة من شأنه أن يساهم في تحسين سيرورة اتخاذ القرارات المالية وخاصة من ناحية الحصول على القروض والاندماج والنمو والاستحواذ أو الشراكة.

في العقود الأخيرة زاد الاهتمام بعملية التقييم المالي للمؤسسات وقام العديد من الباحثين في مجال العلوم المالية بتقديم عدة طرق أو مقاربات تستند إلى نظريات مختلفة وتنطلق من أسس مختلفة أيضا فهناك ما يمكن وصفه بالنظريات التقليدية أو الكلاسيكية وأخرى تتدرج ضمن ما هو حديث، لذلك نتطرق في هذا الفصل إلى النقاط الآتية:

المبحث الأول: القيمة والتقييم المالي

المبحث الثاني: طرق التقييم المالي

### المبحث الأول: القيمة والتقييم المالي

ما هي قيمة المؤسسة/ الشركة؟ هو السؤال الأهم الذي دائما ما يطرح لأن نتيجته غالباً ما تكون العنصر الرئيسي الذي يدفع عملية صنع القرار والتأثير على استمرارية الأعمال، إن تحديد القيمة يرتكز على عاملين مهمين وهما كيفية خلق القيمة في المؤسسة وكيفية توزيعها حيث تعد مقياساً مفيداً بشكل خاص للأداء لأنه يأخذ في الاعتبار المصالح طويلة الأجل لجميع أصحاب المصلحة وليس فقط المساهمين.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول التقييم المالي

#### 1 مفهوم القيمة في الفكر المالي:

في وقت مبكر من عام 1907، وضع الخبير الاقتصادي فيشر الأسس لتحليل القيمة الحالية. ولكن في عام 1938، حدد الخبير الاقتصادي ج. ب. ويليامز فكرة القيمة الحديثة، والتي أصبحت أساساً للنظرية المالية في القرن العشرين.

القيمة هي مفهوم متعدد المعاني ويبرز هذا في التعاريف المختلفة التي قدمت لهذا المصطلح وذلك راجع إلى تباين النظريات المفسرة له حيث نجد أن هذا المفهوم مازال يثير جدلاً في علم الاقتصاد. تأتي القيمة بأشكال مختلفة للغاية ، وتتنوع بشكل كبير من النقد إلى الأصول المادية. لكن يمكن القول عنها أنها ذات قيمة مالية فقط إذا كان من الممكن تحويلها إلى نقد أو إذا كان بإمكانها إنتاج السلع والخدمات التي يمكن بيعها في المستقبل. وبالتالي ، تستند قيمة الشركة على الأصول المحتفظ بها اليوم بالإضافة إلى التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة.<sup>1</sup>

#### 2 أهداف عملية التقييم المالي:

وفقاً لفرنانديز (Fernandez.P) ، تهدف عملية تقييم المؤسسات لمقارنة القيمة التي تم الحصول عليها بسعر السوق، هذا من شأنه أن يساعد في تقرير ما إذا كان سيتم بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالأسهم. كما يمكن استخدام هذه العملية في تحديد الأوراق المالية التي يجب أن تحتويها المحفظة المالية وغالباً ما يجب التركيز على الأوراق التي تكون مقومة بأقل من قيمتها في السوق. أما في الاكتتابات

<sup>1</sup> Barneto. P, Op.cit, p : 04.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

العامة يتم استخدام التقييم لتبرير السعر الذي يتم به عرض الأسهم على الجمهور. بالإضافة إلى ذلك، يمثل تقييم المؤسسة خطوة مسبقة في القرارات الإستراتيجية التي يتم اتخاذها بشأن الاستمرار في العمل أو البيع أو الاندماج أو النمو أو شراء مؤسسات أخرى، ففي الاندماج تستدعي العملية تقييم كلتا المؤسستين التي سيتم دمجهما، أما بالنسبة لعمليات التنازل أو الاستحواذ يتم تقييم المؤسسة بحيث يمكن للأطراف ذات الصلة في المعاملة (المشتري والبائع) إيجاد نطاق سعري يكون بمثابة أساس للتفاوض. يكتسي تحديد القيمة من الأهمية الكبرى في التخطيط الاستراتيجي بحيث أن تقييم الشركة ووحدات العمل المختلفة يعد أمرًا أساسيًا لتحديد المنتجات / خطوط العمل / البلدان / العملاء ... التي سيتم العمل على تنميتها، الحفاظ أو التخلي عنها. يوفر التقييم أيضًا وسيلة لقياس تأثير السياسات والاستراتيجيات الممكنة للشركة على إنشاء القيمة وتدميرها. يجب تقييم جميع الأوراق المالية التي تشكل رأس مال المؤسسة من أجل الامتثال للتشريع الضريبي حيث تشكل قيمة أسهمها أساسًا لعدد من الضرائب.

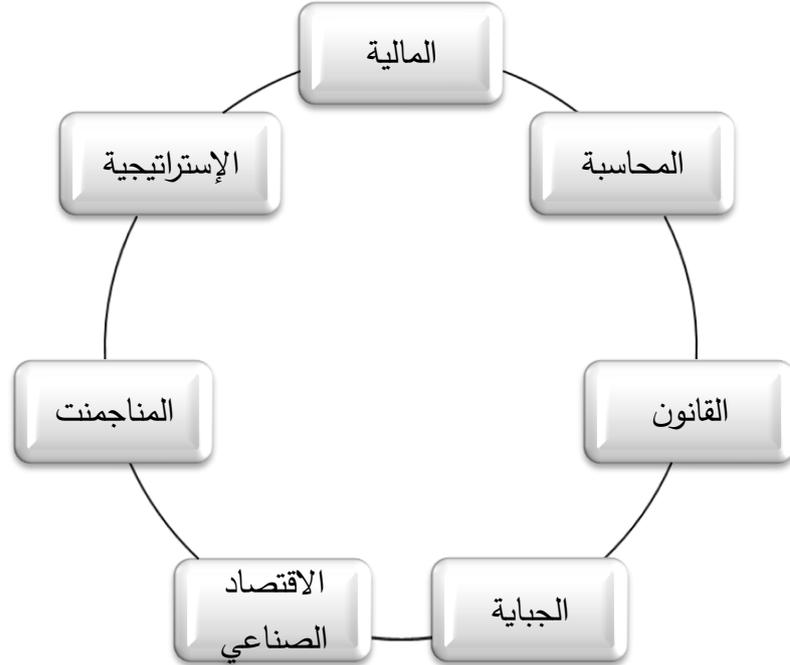
### 3 مهارات المقيم:

وفقا لكل من الباحثين بالار وإمبرت ( Jean-Étienne Palard, Franck Imbert )<sup>1</sup>، إن القيام بتقييم مؤسسة أو عمل تجاري مهمة معقدة تتطلب التمتع بالعديد من المهارات في كل من المالية والمحاسبة والقانون والجباية والاقتصاد الصناعي والمناجمنت وحتى الإستراتيجية. حيث أنه من البديهي أن إتقان التقنيات المالية الرئيسية أمر ضروري لتنفيذ نماذج التقييم المختلفة وتطوير التفكير الناقد فيما يتعلق بفرضيات الحساب، ولكنها ليست الجودة الوحيدة المطلوبة يجب على المقيم أيضًا معرفة كيفية فك تشفير البيانات المالية لتجنب العديد من عيوب المحاسبة، وذلك لتحليل محددات الأداء والربحية بدقة. كما أن فهم الإستراتيجية والاقتصاد الصناعي أمر بالغ الأهمية أيضا لتقييم عوامل النجاح الرئيسية، والفرص المتاحة للنمو والتهديدات القطاعية للمؤسسات. تتيح معرفة القانون والضرائب أيضًا تحديد المخاطر القانونية وتوقع الآثار الضريبية في سياق عمليات النقل أو النمو الخارجية، خاصة في الخارج. لكم لابد من الإشارة أنه من الصعب أن في بيئة اقتصادية وتنظيمية أكثر تعقيدًا وتغييرًا، أن تكون كل هذه المهارات من اختصاص شخص واحد أو حتى مكتب استشارات أو خبرة واحد.

<sup>1</sup> Palard. J.E, Imbert. F, **Guide pratique D'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p 28.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الشكل (1-2): المهارات الواجب توفرها في القائم بعملية التقييم



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على Palard. J.E, Imbert. F, **Guide pratique D'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p : 28.

### المطلب الثاني: الخطوات و الأدوات الأساسية لتنفيذ عملية التقييم المالي

إن استنتاج قيمة المؤسسة بالرغم من أنه جوهر مهمة التقييم المالي إلا أن هذه القيمة ما هي إلا النتيجة النهائية لعملية التقييم، والتي يتطلب الوصول لها المرور ببعض الخطوات الشكلية الواجب احترامها بحيث يمكن أن تكون هذه الشكليات أكثر أو أقل تعقيدا اعتمادا على الحجم والنشاط وحتى طرق التجميع المحاسبي للشركات التابعة وهذه بهدف ضمان السير الحسن لهذه العملية ونجاحها في الوصول للقيمة الحقيقية. يقترح كل من الباحثين بالار وإمبرت سبع خطوات أساسية لنجاح مهمة التقييم.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الشكل (2-2): الخطوات الرئيسية للتقييم المالي للمؤسسات



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا Palard. J.E, Imbert. F, **Guide pratique D'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p : 80.

### 1 جمع المعلومات

الخطوة الأولى هي مرحلة جمع المعلومات. إن المعلومات الاقتصادية والمالية والقانونية والضريبية هي المادة الخام لأي تقييم. تهدف هذه المرحلة إلى جمع الحد الأقصى من المعلومات والبيانات المتوفرة على المؤسسة من أجل التحليل (المنتج أو الخدمة وظروف الإنتاج والتكنولوجيا وطريقة التوزيع والمنافسة...)، حيث يمكن أن تكون هذه البيانات عامة أو خاصة كما قد تتعلق أيضًا بالأحداث الماضية أو التوقعات المستقبلية.

❖ المعلومة الماضية: تستخرج أساسا من البيانات المالية والمحاسبية. في الجزائر، يلزم القانون رقم 07-11 مؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق ل 25 نوفمبر سنة 2007 يتضمن النظام

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

المحاسبي المالي جميع المؤسسات على مسك محاسبة مالية<sup>1</sup>. كما يفرض نفس القانون على هذه المؤسسات بأن تكون المعلومة المحاسبية نزيهة وصادقة وتعبّر عن الصورة الحقيقية<sup>2</sup>. يحتوي التقرير السنوي الذي يتم نشره من طرف الشركات المدرجة في البورصة على المعلومات الضرورية لعملية التقييم ولكن من المهم للغاية أن يتمكن المقيم من الوصول إلى معلومات إدارية أخرى كالمحاسبة التحليلية أو مراقبة الميزانية بالإضافة إلى الوثائق الاقتصادية والقانونية المتعلقة بالبيئة القطاعية وإستراتيجية المؤسسة ومنافسيها، فضلاً عن العلاقات التي تقيمها مع عملائها ومورديها<sup>3</sup>.

- ❖ المعلومة الحالية: غالباً ما تتم عملية التقييم خلال السنة المالية (حالات استثنائية يكون فيها التقييم بعد غلق القوائم المالية) ما يستدعي القيام ببعض التعديلات من خلال إعادة تشكيل حساب النتائج والميزانية المؤقتة بناءً على العمليات الحالية وبعض التعديلات المحاسبية<sup>4</sup>.
- ❖ المعلومة المستقبلية: من منظور التقييم عن طريق خصم التدفقات النقدية، من الواضح أن البيانات المتعلقة بالمستقبل هي الأكثر أهمية حيث يضع المحللون توقعاتهم بناءً على العديد من المعايير منها معدل نمو التدفق النقدي وسياسة الاستثمار ومستوى احتياجات رأس المال العامل والتي تمكنهم من بناء خطة عمل موثوقة<sup>5</sup>.

### 2 تشخيص للمؤسسة

تمثل المعلومات المجمعة خلال المرحلة الأولى المدخلات الرئيسية التي تعتمد عليها عملية التشخيص. يمكن تعريف تشخيص المؤسسة على أنه الحكم على وضعيتها وفقاً لمميزاتها الأساسية والقيود المفروضة على بيئتها والهدف من ذلك هو تحديد وتحسين هامش المناورة الذي تحت تصرفها،

<sup>1</sup> القانون رقم 07-11 مؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق ل 25 نوفمبر سنة 2007 يتضمّن النظام المحاسبي المالي، المادة 04: " تلزم الكيانات الآتية بمسك محاسبة مالية: الشركات الخاضعة لأحكام القانون التجاري، التعاونيات، الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين المنتجون للسلع أو الخدمات التجارية وغير التجارية إذا كانوا يمارسون نشاطات اقتصادية مبنية على عمليات متكررة وكل الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الخاضعين لذلك بموجب نص قانوني أو تنظيمي"، ص 03.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، المادة 10: "يجب أن تستوفي المحاسبة التزامات الانتظام والمصادقية والشفافية المرتبطة بعملية مسك المعلومات التي تعالجها ورقابتها وعرضها وتبليغها"، ص 04.

<sup>3</sup> Palard. J.E, Imbert. F, op.cit. pp : 80-82.

<sup>4</sup> Ibid, p : 82.

<sup>5</sup> Ibid, p : 83.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

لتحقيق أهدافها<sup>1</sup>. التشخيص هو عملية تحليل نقدية للوضع وعناصر العمل من أجل إجراء تقييم لحالة النظام<sup>2</sup>. من وجهة نظر أخرى، التشخيص هو عملية إصدار حكم وتوصيف وضعية أو حالة المؤسسة من خلال تحليل مؤشرات مختلفة، حيث يمكن أن يأخذ العديد من الأشكال والأهداف. فقد يركز على الوضع التجاري أو القانوني وحتى على الجانب التكنولوجي وأنظمة المعلومات.

يرتكز تشخيص المؤسسة على 5 أسئلة رئيسية تسبق الانطلاق في مهمة التشخيص بحد ذاتها وهي<sup>3</sup>:

- ✓ من؟: من يطلب تشخيص المؤسسة؟، إجابة هذا السؤال تنقسم إلى شقين: طلبات من المؤسسة المعنية عن طريق الإدارة العامة أو مختلف الفروع والأقسام وحتى النقابات العمالية، و طلبات خارجية فقد تكون من خلال الدائنين، السلطات العامة، المستثمرين، القضاء...؛
- ✓ ماذا؟: أنواع التشخيص التي يمكن القيام بها، حسب الأسباب التي يتم من أجلها تشخيص المؤسسة يمكن على سبيل الذكر لا الحصر الإشارة إلى الأنواع التالية: التشخيص الكلي، المالي، الاستراتيجي، الوظيفي (تجاري أو إنتاجي أو موارد بشرية...)، الاجتماعي، تشخيص الجودة وأنظمة المعلومات؛
- ✓ أين؟: الأماكن الرئيسية التي يتم فيها التشخيص، تتعدد هذه الأماكن وأهمها: المؤسسة بحد ذاتها، الشركات الاستشارية، المؤسسات المالية، البنوك، وكالات التصنيف...؛
- ✓ متى؟ متى وفي أي مناسبة يتم التشخيص؟، يمكن أن تنفذ عملية التشخيص بصفة محددة من حين لآخر وذلك في حالات مختلفة كالأزمات، طلب تمويل أو إعانات مالية...، أو بصفة منهجية بشكل متكرر بسبب الفحص السنوي لحسابات المؤسسة، المتابعة من قبل المستثمرين والدائنين؛
- ✓ لماذا؟ أسباب القيام بتشخيص المؤسسة، يمكن ذكر العديد من الأسباب للقيام بتشخيص المؤسسة منها: الإدراج في البورصة، المؤسسة في حالة عسر أو أزمة، محاولة تحسين الأداء، ضمان الملاءمة والاستدامة و المردودية، بناء الإستراتيجية المستقبلية، ومن أهم الأسباب التي دفعتنا للتطرق إلى التشخيص هو تقييم المؤسسات.

<sup>1</sup> Plauchu. V et al, *Méthodologie du diagnostic d'entreprise*, Harmattan, Avril 2008, p 14.

<sup>2</sup> Tahon. C, Talbi. A.N , *Analyse de l'entreprise dans une démarche d'intégration*, APII - JESA. Volume 36, n° 8, 2002, p : 21.

<sup>3</sup> Plauchu.V et al, Op.cit, pp : 15-27.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

يهدف التشخيص الاستراتيجي إلى تقييم القدرة التنافسية للمؤسسة من خلال دراسة البيئة الخارجية أي تحديد الفرص والتهديدات المتواجدة في السوق، إلى جانب دراسة البيئة الداخلية عبر تحديد نقاط قوتها وضعفها. هذا التشخيص يمكن تنفيذه عبر مرحلتين: التشخيص الداخلي والتشخيص الخارجي.

### 2 1 - التشخيص الخارجي (التنافسي):

يعمل على تحليل السوق وتحديد خصائص البيئة الخارجية أو ما يعرف بالفرص والتهديدات التي تنشط فيها المؤسسة. يركز التشخيص الخارجي على العناصر التالية:<sup>1</sup>

- العلاقة بين المؤسسة ومنافسيها الرئيسيين،
- الترابط مع الزبائن (شبكات التوزيع) ومع الموردين (شبكات التموين)؛
- التفاعل مع أصحاب الأموال ومصالح الدولة.

الشكل (2-3): التشخيص الخارجي



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Palard. J.E, Imbert. F, **Guide pratique D'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p 85.

### • تحليل البيئة الكلية: نموذج PESTEL

نموذج PESTEL<sup>2</sup> هو أداة تخطيط استراتيجي تستخدم لتقييم العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية والتكنولوجية والبيئية والقانونية التي قد يكون لها تأثير على المؤسسة:<sup>3</sup>

❖ العوامل السياسية: الاستقرار السياسي، إقحام السياسة في الاقتصاد، اللوبيات..؛

<sup>1</sup> Palard. J.E, Imbert. F, Op.cit, p : 85.

<sup>2</sup> P= political , E= economic, S= social, T= technological, E= environmental, L= legal.

<sup>3</sup> Khammes. A.N, **Spécificités d'utilisation des outils d'analyse stratégique dans le cadre d'une politique de croissance par les PME**, mémoire de magister en sciences économiques, option : management des entreprises, facultés des sciences économiques commerciales et de gestion, université mouloud mammeri de Tizi-Ouzou, p : 146.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

- ❖ العوامل الاقتصادية: معدل النمو، معدل التضخم، معدلات الفائدة، القدرة الشرائية، مستويات البطالة..؛
- ❖ العوامل الاجتماعية: نمط المعيشة، النمو الديمغرافي، التقاليد والأعراف، معدلات الدخل، عادات الاستهلاك، مستوى التعليم..؛
- ❖ العوامل التكنولوجية: معدل الإنفاق على البحث والتطوير، الاختراعات، التجديد التكنولوجي..؛
- ❖ العوامل البيئية: تغيرات المناخ، الموقع الجغرافي، الظروف الطبيعية، التلوث، تكلفة الطاقة، ندرة المواد الأولية..؛
- ❖ العوامل القانونية: الضرائب، حصص الصادرات والواردات، قانون العمل، قانون الاستثمار، لوائح التوظيف.

### • نموذج القوى الخمس لبورتر (1+5):

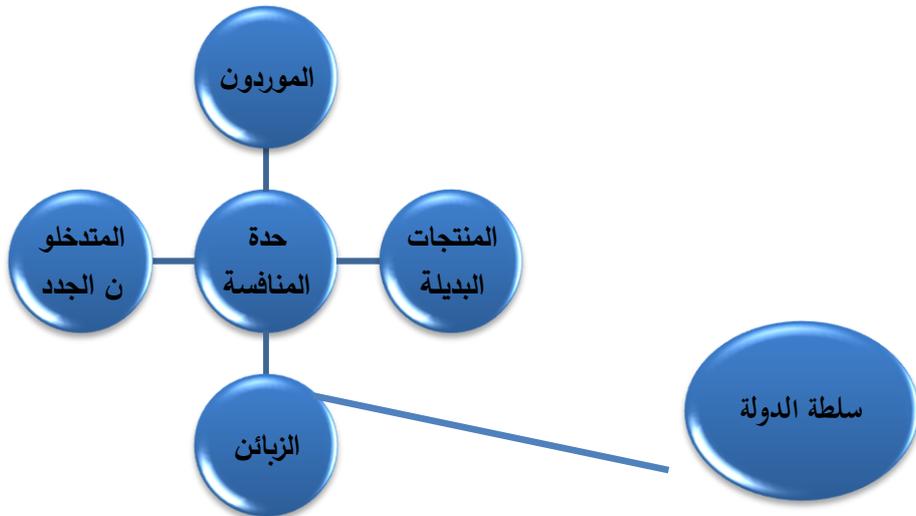
قدم الباحث "مايكل بورتر" سنة 1980 نموذج القوى الخمس التي تحدد تنافسية القطاع في إطار تحليله للبيئة الخارجية للمؤسسة، يفترض بورتر أنه يجب توسيع مفهوم المنافسة ليشمل أي شيء يمكن أن يقلل من قدرة الشركة على تحقيق الربح وعلى نطاق أوسع أي شيء يمكن أن يمنع المؤسسة من تكوين ميزة تنافسية وقد تم تعديل هذا النموذج فيما بعد من قبل فريمان حيث أضاف إليه القوة السادسة وهي سلطة الدولة ويمكن توضيحه من خلال:

- ❖ حدة المنافسة: تعتمد على العدد والوزن النسبي للمنافسين في السوق أي الحصة السوقية التي يمتلكونها هذا من جهة، من جهة أخرى تزداد حدة المنافسة حسب درجة نضج القطاع؛
- ❖ الموردون: تعتمد القوة التفاوضية للموردين بالخصوص على مدى جودة المادة الأولية المشتراة والخدمة المقدمة، بالإضافة إلى تركيز الموردين في السوق (الهيمنة)، قوة العلامة التجارية للمورد، الربحية، وكذلك قدرة المورد على جذب عملاء جدد؛
- ❖ الزبائن: تعتمد القوة التفاوضية للزبائن على تركيز المشتريين وحجم المشتريات (الهيمنة على السوق)، وكذلك على دور الجودة والخدمة حيث يمكنهم إرغام المؤسسة على تحسين جودة المنتجات وتخفيض الأسعار؛

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

- ❖ المتدخلون الجدد: يمكن أن يؤدي دخول منتجين جدد إلى زعزعة استقرار القطاع وذلك راجع إلى سعيهم إلى السيطرة على جزء من السوق ما ينتج عنه زيادة في العرض مقابل استقرار الطلب وبالتالي انخفاض في الأسعار ويحدد بورتر ستة أسباب تمثل عوائق لدخول منافسين جدد وهي: اقتصاديات الحجم، تمييز المنتج، الدخول إلى قنوات التوزيع، الأوضاع غير المناسبة من حيث التكاليف، المتطلبات الرأسمالية، السياسة الحكومية؛
- ❖ المنتجات البديلة: يعتمد تهديد المنتجات البديلة على المقارنة بين تكلفة المنتج والفائدة المتوقع الحصول عليها منه وكذلك على التطور التكنولوجي ومدى التزام ووفاء العملاء؛
- ❖ سلطة الدولة: يعتمد تأثير الدولة على الدور الذي تقوم به في الصناعة من خلال القوانين واللوائح التنظيمية والسياسة الضريبية والتي يمكن أن تكون داعمة أو مثبطة للمؤسسات وخاصة في البلدان التي تشهد تدخلا كبيرا للدولة في الشؤون الاقتصادية.

الشكل (2-4): نموذج القوى الخمس لبورتر



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Porter. M, l'avantage concurrentiel, Dunod, Paris, 1999, p :17.

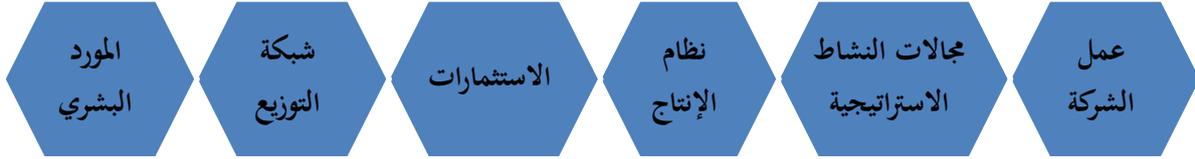
### 2 2 -التشخيص الداخلي:

يتمثل في تحديد القدرة الإستراتيجية للمؤسسة، أي قدرتها على البقاء والاستمرار والازدهار حيث يهدف إلى تحديد نقاط القوة والضعف. الغرض من التشخيص الداخلي هو تحديد أعمال الشركة أو المجموعة،

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

وتحديد مجالات النشاط الاستراتيجية التي تعتمده الشركة تطويرها. يجب أن يكون مهتما بنظام الإنتاج ومستوى الاستثمارات واستراتيجية التوزيع والأشخاص الذين يشكلون الشركة.<sup>1</sup>

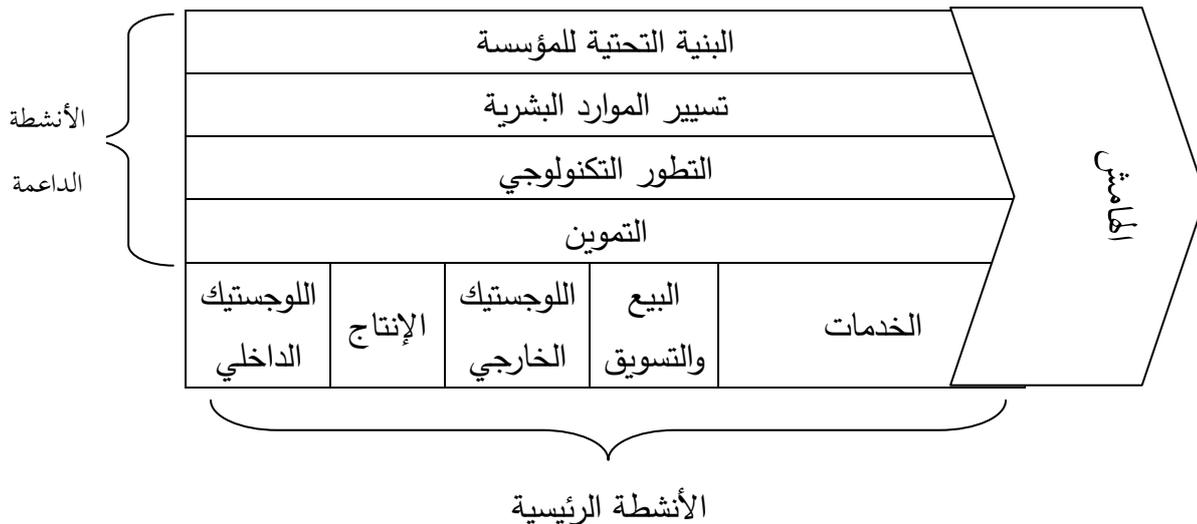
الشكل (2-5): التشخيص الداخلي



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Palard. J.E, Imbert. F, **Guide pratique D'évaluation d'entreprise**, Eyrolles, 2013, p 85.

- سلسلة القيمة: تم تقديم هذه المفهوم لأول مرة من قبل الباحث "مايكل بورتر" سنة 1985 في كتابه "الميزة التنافسية"، حيث تتكون سلسلة القيمة من جميع الشركات المشاركة في عملية التصنيع، من المواد الخام إلى المنتج النهائي<sup>2</sup>. تعتبر سلسلة القيمة أداة إستراتيجية تعتمد على تحليل الأنشطة الرئيسية خطوة بخطوة فكل خطوة تضيف قيمة للمنتج النهائي وبالتالي للزبون كما تولد هامش ربح للمؤسسة مما يساهم في تعظيم الميزة التنافسية لها. وفيما يلي تمثيلها:

الشكل (2-6): نموذج سلسلة القيمة



المصدر: Porter. M, *l'avantage concurrentiel*, Dunod, Paris, 1999, p :53

<sup>1</sup> Palard. J.E, Imbert. F, Op.cit, p : 92.

<sup>2</sup> Palard. J.E, Imbert. F, Op.cit. p : 94.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

❖ الأنشطة الرئيسية: هي تلك الأنشطة التي تؤثر بشكل مباشر على القيمة المضافة للمنتج النهائي أو الخدمة. وهي تتيح إنشاء منتج ماديًا أو إنشاء خدمة، تسويقه، بيعه، وتقديمه إلى العميل النهائي وتقديم خدمة ما بعد البيع. وتشمل خمسة أنشطة وهي:

- اللوجستيك الداخلي: يعني عملية إدارة كل الموارد والوسائل الضرورية لعملية الإنتاج؛
- الإنتاج: هي عملية تحويل وسائل الإنتاج إلى المنتج النهائي ويمكن أن تشمل التجميع، التغليف، الصيانة...؛
- اللوجستيك الخارجي: يشمل كل الأنشطة الخاصة بتوصيل المنتج النهائي للزبون من معالجة وإعداد الطلبات، النقل، مواعيد التسليم؛
- البيع والتسويق: تهتم بجميع الأنشطة التي تعمل على تشجيع الزبائن لشراء المنتج كالتسعير، الترويج، الإعلانات، وقنوات التوزيع؛
- الخدمات: وهي الأنشطة المقدمة المرتبطة بالزيادة أو الحفاظ على قيمة المنتج بعد البيع مثل التركيب، التصليح، التدريب، الصيانة، توفير قطع الغيار.

❖ الأنشطة الداعمة: تساهم هذه الأنشطة في زيادة قيمة المنتج أو الخدمة النهائية ولكن بشكل غير مباشر وهي:

- البنية التحتية للمؤسسة: تشمل كل الأنشطة الإدارية التي تسمح بالسير الحسن للمؤسسة كالإدارة العامة، المالية، التخطيط، العلاقات العامة...؛
- تسيير الموارد البشرية: وهي كل الأنشطة المرتبطة بالتوظيف، التدريب، إدارة الكفاءات، الرواتب والمكافآت؛
- التطور التكنولوجي: ويتعلق أساسًا بالابتكار، البحث والتطوير، نظم المعلومات، تصميم وتطوير المنتجات؛
- التموين: وهي كل الأنشطة التي تسمح بشراء وسائل الإنتاج وتشمل المواد الأولية، التفاوض على العقود من الموردين، استئجار المباني.

❖ سلسلة القيمة في الشركة التابعة: لا تقوم الشركة دائمًا بتصنيع أو توفير منتج أو خدمة تامة الصنع من الألف إلى الياء. بالنسبة للمنتجات المعقدة التي تتطلب العديد من التخصصات، تنظم الشركات نفسها في قطاع. في مثل هذه الصناعة، تقدم كل شركة جزءًا من القيمة إلى

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

المنتج النهائي. في أي قطاع ، تقوم سلاسل القيمة لكل المساهمين من موردين ومصنعين وموزعين وغيرهم بالتنسيق والتشابك لتحقيق سلعة أو خدمة ما .

### 2 3 مصفوفة سوات « SWOT<sup>1</sup> »:

تنبثق هذه المصفوفة من نموذج LCAG وتعتبر من أبسط المداخل المستعملة في التشخيص الإستراتيجي، فهي من ناحية تحلل الوضع الداخلي للمؤسسة من خلال تسليط الضوء على نقاط القوة والضعف ومن ناحية أخرى، تحلل البيئة الخارجية لتحديد وضعية المؤسسة وخياراتها الإستراتيجية من حيث الفرص والتهديدات. بحيث يمكن إستخدامها لتحليل الوضعية العامة للمؤسسة أو إحدى الوظائف أو الفروع.

#### الجدول (1-2): نموذج مصفوفة SWOT

نقاط الضعف Weaknesses	نقاط القوة Strengths	العوامل الخارجية العوامل الداخلية
إستراتيجية علاجية WO	إستراتيجية هجومية SO	الفرص Opportunities
إستراتيجية انكماشية WT	إستراتيجية دفاعية ST	التهديدات Threats

المصدر: Mathé Jean-Charles, **Management Stratégique Concurrentiel**, librairie Eyrolles, Vuibert, 2001, p : 15.

- ❖ إستراتيجية هجومية: يعني أن المنظمة تتوافر أمامها فرص متاحة فضلا عن امتلاكها نقاط قوة كبيرة مما يدفعها لاختيار إستراتيجية هجومية الغرض منها زيادة استغلال الفرض المتاحة وتعظيم قوتها الداخلية اعتمادا على الموقف القوي للمنظمة؛
- ❖ إستراتيجية دفاعية: يعني هذا أن المنظمة تتواجد في وضع تفاعل بين نقاط القوة والتهديدات، بالتالي عليها أن تعزز وتستثمر نقاط القوة التي تمتلكها وفي الوقت نفسه تتوجه للدفاع عن أخطار التهديدات المحيطة بها من خلال اختيار إستراتيجية تسهم في تعظيم نقاط القوة وتحجيم قوة التهديدات التي تواجهها؛

<sup>1</sup> SWOT= S {strength}, W {weakness}, O {opportunities}, T {threats}

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

❖ إستراتيجية علاجية: يعني أن المنظمة تتوافر أمامها فرص مناسبة لكنها تعاني من نقاط ضعف قد تمنعها من استغلال تلك الفرص المتاحة، وعليه ينبغي على الإدارة الإستراتيجية في المنظمة القيام بإتباع إستراتيجية لمعالجة وتصحيح ما تعانيه المنظمة من نقاط ضعف سواء كانت الأنشطة الإدارية أم الأنشطة الإنتاجية والتسويقية والمالية والموارد البشرية تمكنها من استثمار الفرص المتاحة أمامها؛

❖ إستراتيجية انكماشية: تتوجه المنظمة في هذه الحالة إلى إتباع استراتيجيات انكماشية بسبب ما تعانيه من تهديدات خارجية ونقاط ضعف داخلية. بالتالي الإستراتيجية المجسدة هنا تتضمن الوصول بكل من نقاط الضعف والتهديدات إلى أقل ما يمكن.

بالإضافة إلى التشخيص الإستراتيجي الذي تم التطرق له، لا بد من إجراء نوع ثان له أهمية كبرى ألا وهو التشخيص المالي والذي يساعد في التعرف على العوامل المحددة للأداء الاقتصادي والمالي للشركة على المدى الطويل ، وتحليل هيكلها المالي وتقييم قوتها المالية.

يستخدم التشخيص المالي جميع أدوات التحليل التي تم التطرق إليها مسبقًا:

- القدرة على التمويل الذاتي، EBITA، EBIT؛
- تحليل الهيكل المالي ( FR ، BRF ، TN)؛
- نسب الربحية والمردودية والنسب الهيكلية...؛
- تحليل النقدية (جدول سيولة الخزينة).

### 3 - اختيار طريقة التقييم المناسبة

يمثل هذه التشخيص المزدوج خطوة أساسية قبل البدء في أي عملية تقييم فهو يحدد إلى حد كبير طريقة التقييم المناسبة التي يجب اتباعها، وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى كل هذه الطرق الممكنة، وتجدر الإشارة إلى أن اختيار طريقة التقييم لا تعتمد فقط على مخرجات عمليتي التشخيص والتحليل بل تتأثر كذلك بخصائص المؤسسة، طبيعة الاستثمار، أهداف عملية التقييم ومدى توفر البيانات والمعطيات وبالطبع ظروف السوق في وقت التقييم.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Palard. J.E, Imbert. F, Op.cit. p : 78.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

المبحث الثاني: طرق التقييم المالي

المطلب الأول: الطريقة التقليدية (مقاربة الذمة المالية)

لطالما كانت مقاربة الذمة المالية الطريقة الأكثر استخداما في تقييم المؤسسات فهي تتصف بالثبات، كونها تعتبر الأسهل من حيث المبدأ إذ تعتمد على المعلومات المحاسبية المستقاة من القوائم المالية وخاصة الميزانية باعتبارها تحتوي أهم البيانات. بقرأة بسيطة، قيمة المؤسسة وفقا لهذه المقاربة يمكن أن تلخص في (fonds propres)، حيث تحدد من خلال مجموع أصولها المسجلة في الميزانية مخصصا منها التزاماتها. والجدير بالذكر هنا أن قيم عناصر الميزانية هي القيم الحقيقية المصححة وليست القيم المحاسبية التاريخية.

إن هذه المقاربة لا تأخذ في الاعتبار مختلف العوامل التي يمكن أن تؤثر على القيمة كالتطور المستقبلي للمؤسسة، التدفقات المالية، الوضع الحالي للصناعة، الموارد البشرية، المشاكل التنظيمية، العقود وغيرها من العوامل التي لا تظهر في الكشوف المالية.<sup>1</sup>

يتم تطبيق هذه الطريقة في حالات محددة يمكن أن نذكر منها:<sup>2</sup>

- ❖ لمعاملات المتعلقة بواحد أو أكثر من الأصول التي لا تشكل فرعا مستقلا؛
- ❖ البحث عن قيمة "الخردة" التي تعتبر بمثابة حماية للمشتري أو المساهم الموجود بالفعل؛
- ❖ تقييم الشركات العقارية؛
- ❖ تقييم الشركات القابضة.

### 1 طريقة الأصل الصافي المحاسبي:

قيمة المؤسسة هنا هي قيمة حقوق المساهمين الواردة في الميزانية (رأس المال والاحتياطيات)، وهي أيضًا الفرق بين إجمالي الأصول والخصوم. حيث تظهر الأصول بالقيمة الدفترية، تهمل القيمة الحقيقية

<sup>1</sup> Fernandez. P, **Company valuation methods : The most commun errors in valuation**, working paper, IESE Business School, 2007, p : 04.

<sup>2</sup> **L'évaluation Financière Expliquée : Principes et Démarches**, collection guides pratique, edition cncc, 2011, p : 98.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

والفعلية لتلك الأصول حيث لا تراعي التضخم السعري والتغيرات في الأسعار وتهمل القدرات الاقتصادية للشركة في النمو في المستقبل<sup>1</sup>. ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة كما يلي:

$$\text{الأصل الصافي المحاسبي} = \text{الأصول الحقيقية} - \text{الديون}$$

تسمح هذه الطريقة بإجراء جرد دقيق لعناصر الذمة المالية للمؤسسة من قيم غير منقولة وقيم استغلال وحقوق قابلة للتحصيل وقيم جاهزة وما يترتب من ديون مستحقة تخفض من إجمالي ممتلكاتها<sup>2</sup>.

### 2 طريقة الأصل الصافي المصحح:

تسعى هذه الطريقة للتغلب على أوجه القصور التي تظهر عند تطبيق طريقة الأصل الصافي المحاسبي في التقييم. حيث يؤدي تطبيق مبدأ التكلفة التاريخية إلى عرض ميزانية لا تسمح بتقييم المؤسسة بقيمتها العادلة. ومن ثم، من الضروري إجراء تعديلات والتي سيكون لها، تأثير مالي.

لتطبيق طريقة الأصل الصافي المصحح عند تقييم المؤسسة يجب الحصول على أحدث ميزانية بعد توزيع النتائج ومن ثم القيام بالتعديلات المقترحة التي نختصرها كالآتي<sup>3</sup>:

- ❖ إلغاء الأصول الوهمية وهي جميع المصروفات المسجلة في الأصول والموزعة على مدى عدة سنوات مالية (تكاليف الإنشاء وتكاليف البحث والتطوير وتكاليف القروض التي سيتم تخصيصها وأقساط السداد)؛
- ❖ تقييم عناصر الأصول والخصوم بقيمتها الحقيقية التي تنتج عن مقارنة أكثر واقعية من الناحية الاقتصادية؛
- ❖ إضافة مبالغ الأصول المصححة المختلفة؛
- ❖ طرح الديون من الأصول المصححة التي تم تقييمها.

ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة على النحو التالي:

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{الأصول الحقيقية المصححة} - \text{الديون الحقيقية}$$

<sup>1</sup> بن حمو عصمت محمد، الهروشي خطاب، أهمية تقييم المؤسسات في إنجاح مسار الخوصصة في الجزائر، مجلة المالية و الأسواق، المجلد 01، العدد 01، 2014، ص ص : 60-61.

<sup>2</sup> سفيان بن بلياسم، الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات، مجلة علوم الاقتصاد والتجارة والتسيير، المجلد 12، العدد 03، 2008، ص : 134.

<sup>3</sup> Duplat. C.A , Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise, Vuibert, 2004, p p : 151-152.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

تساعد شبكة التحليل المقترحة من طرف "كلود آني ديبلات Claude-annie Duplat" على تحديد الأصل الصافي المصحح من خلال فحص جميع بنود الميزانية بشكل دقيق لإيجاد الأصول المصححة ليتم طرح الديون منها. ويجب الحرص على عدم نسيان خاصة البنود الآتية:

- ❖ يجب إدراج عناصر الأصول الثابتة المختلفة واحدة تلو الأخرى: تحقق من أن قيمتها الدفترية تتوافق مع القيمة الحالية؛
- ❖ يجب فحص العناصر المختلفة للمخزون: هل الأرقام تتوافق مع الواقع؟ هل مبالغ فيها أحياناً؟
- ❖ إدخال حسابات العملاء بشكل صحيح: يمكن أن يكون بعض العملاء غير المسجلين.

الجدول (2-2): طريقة حساب الأصل الصافي المصحح

العناصر الواجب إدراجها	المبلغ المتضمن (+) أو (-)
<b>1</b> مجموع الأصول في الميزانية	+
<b>2</b> الأصول الوهمية في الميزانية لـ تكاليف الإنشاء لـ تكاليف البحث والتطوير لـ شهرة المحل التجاري	-
<b>3</b> التثبيات	هل يجب تعديل قيمتها المحاسبية (التغير ب + أو -)
<b>4</b> المخزونات	هل يجب تعديل قيمتها المحاسبية (التغير ب + أو -)
<b>5</b> حسابات العملاء	هل يجب تعديل قيمتها المحاسبية (التغير ب + أو -)
<b>6</b> مجموع الديون في الميزانية لـ الديون البنكية لـ ديون الموردين لـ الديون الجبائية والاجتماعية	-
<b>حساب الأصل الصافي المحاسبي المصحح</b>	<b>2-1 + أو - (5+4+3) - 6</b>

Source : Duplat. C.A , *Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise*,  
Vuibert, 2004, p : 154.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

وعليه نستنتج أن طريقة الأصل الصافي المصحح تجري عمليات التحليل والتصحيح الضرورية على عناصر الأصول والخصوم لتقدم صورة صادقة عن الميزانية.<sup>1</sup>

### 3 طرق تقليدية أخرى:

### 3 1 طريقة القيمة الجوهرية:

أدى القصور المسجل في طريقة الأصل الصافي المصحح إلى ظهور طرق أخرى تعمل على تغطيته، وذلك بنظرة اقتصادية للذمة المالية للمؤسسة. من أهم هذه الطرق القيمة الجوهرية. تعتمد هذه الطريقة على مبدأ استمرارية النشاط. حسب بابلو فيرنانديز: "تمثل القيمة الجوهرية الاستثمار الذي يجب القيام به لتشكيل مؤسسة ذات شروط مماثلة لتلك التي يتم تقييمها من قبل المؤسسة".<sup>2</sup> يمكن أيضًا تعريفها على أنها قيمة استبدال الأصول، طبعًا بافتراض استمرار المؤسسة في العمل، على عكس قيمة التصفية. عادة، لا تشمل القيمة الجوهرية تلك الأصول التي لم يتم استخدامها لعمليات المؤسسة (الأراضي غير المستخدمة، والحيازات في شركات أخرى، وما إلى ذلك).<sup>3</sup> ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقًا لهذه الطريقة على النحو التالي:

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + الأملاك المستأجرة بقيمتها الاستعمالية +  
مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على المعدات الموجودة - العناصر خارج الاستغلال  
بقيمتها الحقيقية

عادة ما يتم تحديد ثلاثة أنواع من القيمة الجوهرية<sup>4</sup>:

- ١- القيمة الجوهرية الإجمالية: وتعتمد على قيمة الأصل بسعر السوق وهي مات م تعريفه سابقًا؛
- ٢- القيمة الجوهرية الصافية أو صافي الأصول المصححة: هذه هي القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحًا منها الخصوم، وتعرف أيضًا باسم صافي القيمة المعدلة،

<sup>1</sup> بكاري بلخير، سويسسي هواري، مراحل عملية تقييم المؤسسات (مخطط العمل)، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، ديسمبر 2006، ص: 97.

<sup>2</sup> Fernandez. P, *Company valuation methods : The most comun errors in valuation* , Op.cit, p : 05.

<sup>3</sup> Idem.

<sup>4</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

لـ القيمة الجوهرية الإجمالية المخفضة: هذه هي القيمة الجوهرية الإجمالية التي يتم تخفيضها فقط من خلال قيمة الدين الخالي من التكلفة أي يتم تخفيض الديون بدون فوائد.

إن طريقة القيمة الجوهرية تعتمد مقارنة أكثر اقتصادية إذ تأخذ بعين الاعتبار فقط الأصول التي تساهم في نشاطها الاستغلالي وتولد المنافع المرتبطة به، ولكنها تهمل شروط الاستغلال وخاصة تكلفة التمويل الذي مكن من الحصول على هذه الأصول، وتجدر الإشارة هنا إلى أن هذه الطريقة تساعد على حصر كل الأصول خارج الاستغلال التي تضخم حجم المؤسسة مقارنة بنشاطها مما يسمح بإعادة هيكلتها.<sup>1</sup>

### 3 2 - الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تنطلق هذه الطريقة من الانتقادات التي وجهت لطريقة القيمة الجوهرية، حيث تأخذ بعين الاعتبار تكلفة التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال فهي تركز على مفهوم التوازن المالي في المؤسسة. ويمكن الحصول على قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة على النحو التالي:

الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار )  
BFRE (crédit-bail) + القيم الثابتة المستأجرة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال  
الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال = القيمة الجوهرية الإجمالية + الاحتياج في رأس المال العامل  
للاستغلال BFRE

<sup>1</sup>سفيان بن بلقاسم، مرجع سابق، ص ص : 140-141.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### المطلب الثاني: الطرق الحديثة للتقييم المالي

#### 1 مقارنة التدفقات

إن طرق التقييم المرتكزة على مقارنة التدفقات تعتمد على القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية. تبعاً لهذه المقاربة يتم تقييم المؤسسة باستخدام توقعاتها المستقبلية المترجمة بتدفقات سيتم تحقيقها في المستقبل، يوجد عدة أنواع للتدفقات التي ستؤخذ في الحسبان لتحديد طريقة التقييم محل البحث، وللنظرية المالية أساساً مستويين كبيرين للتدفقات: قسائم الأرباح المقدمة من طرف المؤسسة للمساهمين، وتدفقات الخزينة المحققة من خلال استغلال المؤسسة<sup>1</sup>.

#### 1 1 نماذج خصم الأرباح Dividend Discount Models:

عند الاستثمار في الأسهم، يمكن للمستثمرين، بشكل عام، توقع نوعين من التدفقات النقدية: توزيعات الأرباح والسعر في نهاية فترة الاحتفاظ. استناداً إلى افتراض أن السهم سيتم الاحتفاظ به إلى أجل غير مسمى أو أن السعر المتوقع للسهم يتم تحديده من خلال توزيعات الأرباح المستقبلية، فإن أسهل طريقة لتقدير القيمة الحالية للسهم هي خصم التدفقات النقدية أو توزيعات الأرباح المتوقعة<sup>2</sup>. إن التدفق النقدي الوحيد الذي يتلقاه المستثمر من شركة عند شراء الأسهم المتداولة علناً هو الأرباح. لذلك فإن أبسط نموذج لتقييم حقوق الملكية هو نموذج خصم الأرباح - قيمة السهم هي القيمة الحالية للأرباح المتوقعة المستقبلية<sup>3</sup>. على الرغم من أن العديد من المحللين ابتعدوا عن استعمال هذا النموذج على اعتبار أنه أصبح قديماً، إلى أن بديهيات نماذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF) تبقى جزء لا يتجزأ من النموذج. وفي العديد من الشركات والقطاعات مازال DDM هو الأداة الرئيسية لتقدير القيمة.

#### 1 1 1 - الطريقة العامة:

إن المبدأ الأساسي لنموذج خصم الأرباح هو تداول الأسهم البسيطة التي يتوقع المستثمرون منها التدفقات النقدية المستقبلية أو الأرباح والسعر المتوقع في حالة بيع السهم. لمقارنة الربح وتكلفة

<sup>1</sup> بلخير بكاري، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات، مجلة الباحث، العدد 10، 2012، ص: 239.

<sup>2</sup> Mugoša. A, Popović. S, **Towards and Effective Financial Management: Relevance of Dividend Discount Model in Stock Price Valuation**, Economic Analysis, Vol. 48, No. 1-2, 2015, p : 40.

<sup>3</sup> Damodaran. A, **Investment Valuation**, 2<sup>nd</sup> édition, chapter 13, p : 01.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الاستثمار، يستخدم هذا النموذج القيمة الزمنية للنقود لتحديد القيمة الحالية للسهم. تسمى هذه القيمة المولدة القيمة الجوهرية للسهم حيث يتم تحديدها من خلال التحليل الأساسي دون تضمين العوامل الخارجية مثل قيمتها السوقية. نظرًا لعدم وجود معلومات لا نهائية مطلوبة حول الأرباح المتوقعة، يتم تقييم السهم على مرحلتين. تحدد المرحلة الأولى قيمة الأرباح المتوقعة بناءً على المعلومات المتاحة خلال فترة التحليل، بينما تحدد المرحلة الثانية القيمة النهائية. بالنظر إلى كلتا المرحلتين، يمكن للنموذج التقاط آثار أرباح الأسهم بالإضافة إلى مكاسب رأس المال على سعر السهم. بشكل عام، بالنسبة لفترة  $n$  سنوات، تمثل قيمة الأسهم مجموع القيمة الحالية للأرباح المتوقعة المخصومة على مدى  $n$  سنوات وسعر البيع في نهاية السنة  $n$ :<sup>1</sup>

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

نظرًا لافتراض أن السعر المتوقع يتم تحديده من خلال الأرباح المستقبلية المتوقعة، فإن القيمة الحالية للأسهم التي يحتفظ بها المستثمر من خلال ما لا نهاية هي:

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+k_e)^n}$$

حيث:  $D_n$ : توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم في الفترة  $n$ ؛

$K_e$ : تكلفة حقوق الملكية.

### 1 1 2 - نموذج النمو الصفري:

يمثل نموذج النمو الصفري أبسط DDM ويفترض عدم وجود تضخم، ولا اختلاف في التدفقات النقدية، ولا تغيير في العوامل الخارجية الأخرى التي تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية. الافتراض الأساسي لـ DDM بنمو صفري هو أن الأرباح ثابتة إلى الأبد مع عدم وجود نمو. القيمة الحالية للسهم، والتي تكون أرباحها ثابتة بمرور الوقت، مساوية للقيمة الحالية للأرباح، إلى الأبد. إذا كانت  $D_1$  هي الأرباح الثابتة المتوقع دفعها من خلال اللانهاية ( $D_1 = D_2 = \dots = D_n$ )، وإذا كانت  $k_e$  هي تكلفة حقوق الملكية، فيمكن التعبير عن القيمة الحالية للسهم  $P_0$  على النحو التالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Mugoša. A, Popović. S, Op.cit, p : 42.

<sup>2</sup> Ibid, p : 43.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e}$$

### 1 1 3 - نموذج نمو غوردن The Gordon Growth Model:

تمت صياغة هذا النموذج من طرف الباحثين "Gordon & Shapiro" والذي يمكن استخدامه لتقييم شركة في حالة مستقرة، على افتراض أن أرباح الأسهم تنمو بمعدل ثابت إلى الأبد، ما يعني أن المستثمر سيحتفظ بالسهم إلى أجل غير مسمى. يربط نموذج نمو جوردون بين قيمة الأسهم والأرباح المتوقعة في الفترة الزمنية التالية، وتكلفة حقوق الملكية ومعدل النمو المتوقع في الأرباح وذلك حسب المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$P_0 = \frac{DPS_1}{k_e - g}$$

إن افتراض أن معدل الأرباح يبقى ثابتاً على المدى الطويل من الصعب إثباته خاصة للشركات التي أرباحها متقلبة ولهذا فإن هذا النموذج فعال وموثوق به في تقييم الشركات التي يكون معدل النمو في الأرباح فيها أقل من أو يساوي معدل نمو الاقتصاد الذي تعمل فيه، وكذلك للشركات التي حددت سياسات توزيع الأرباح المستقرة طويلة الأجل المستقبلية بشكل استراتيجي.<sup>2</sup>

### 1 1 4 - نموذج نمو أرباح الأسهم على مرحلتين Two-Stage Dividend Discount Model:

يمكن استخدام النموذج المكون من مرحلتين لتقييم الشركات التي تتمتع المرحلة الأولى فيها بمعدل نمو أولي غير مستقر، قد يكون معدل نمو إيجابي أو سلبي أو متقلب ويستمر لفترة محدودة. في حين يفترض أن يكون للمرحلة الثانية معدل نمو ثابت، والذي يستمر إلى الأبد. في هذا النموذج، يُفترض أن الأرباح التي تدفعها الشركة تنمو أيضاً بنفس الطريقة، أي على مرحلتين.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{D_t}{(1 + k_{e,ng})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,ng})^n}$$

حيث:  $P_n$ : السعر (القيمة النهائية) عند نهاية السنة  $n$ :  $P_n = \frac{D_{n+1}}{(k_{e,st} - g_n)}$

<sup>1</sup> Damodaran. A, **Investment Valuation**, Op.cit, p : 02.

<sup>2</sup> Mugoša. A, Popović. S, Op.cit, p : 44.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$D_t$ : توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم الواحد في السنة  $t$ ؛

$K_e$ : تكلفة حقوق الملكية ( $hg$ : فترة النمو المرتفع،  $st$ : فترة النمو المستقر)؛

$G_n$ : معدل النمو الثابت إلى الأبد بعد السنة  $n$ .

### 1 1 5 - نموذج H - The H Model

نموذج H هو شكل آخر من نماذج خصم الأرباح الموزعة ذات المرحلتين تم تقديمه من قبل "Fuller"

Hsia &. إنه اشتقاق أو تعديل لنموذج النمو على مرحلتين ولكن على عكس النموذج الكلاسيكي، يختلف هذا النموذج في كيفية تحديد معدلات النمو في المرحلتين. يفترض النموذج H أن معدل نمو الأرباح في المرحلة الأولى ليس ثابتاً بل يبدأ بمعدل أولي مرتفع، ثم ينخفض تدريجياً بطريقة خطية ليقترّب من معدل النمو الثابت في المرحلة الثانية. يفترض النموذج أيضاً أن دفع أرباح الأسهم وتكلفة حقوق الملكية تبقى ثابتة ولا تتأثر بمعدلات النمو المتغيرة.

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1 + g_n)}{(k_e - g_n)} + \frac{D_0 \times H \times (g_a + g_n)}{(k_e - g_n)}$$

حيث:  $D_0$ : توزيعات الأرباح الأخيرة؛

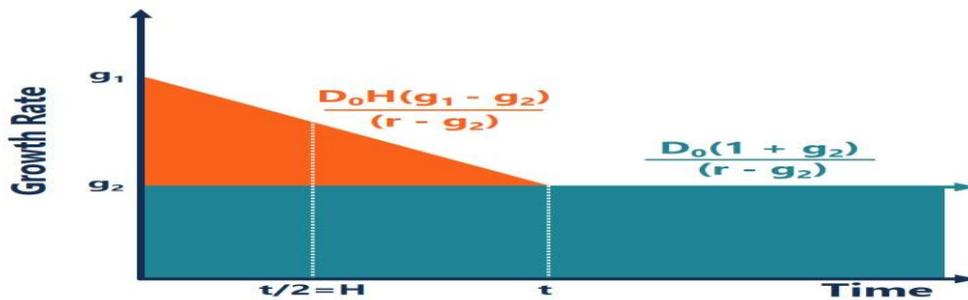
$g_a$ : معدل النمو الأولي المرتفع؛

$g_n$ : معدل النمو النهائي (المستقر أو الثابت)؛

$K_e$ : تكلفة حقوق الملكية؛

H: نصف عمر فترة النمو المرتفع (الفترة الانتقالية المتوقعة).

الشكل (2-7): نموذج H



المصدر: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/h-model/>

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### 1 6 - نموذج النمو ثلاثي المراحل Three-Stage Dividend Discount Model:

يجمع نموذج خصم الأرباح الموزعة على ثلاث مراحل بين ميزات النموذج ذي المرحلتين والنموذج H. وهو يسمح بفترة أولية من النمو المرتفع، وفترة انتقالية ينخفض فيها النمو ومرحلة نمو مستقرة نهائية. وهو أكثر النماذج شيوعًا لأنها لا تفرض أي قيود على نسبة العائد.<sup>1</sup>

$$P_0 = \underbrace{\sum_{t=1}^{t=n1} \frac{EPS_0 \times (1 + g_a)^t \times \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})^t}}_{\text{مرحلة النمو المرتفع}} + \underbrace{\sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{D_t}{(1 + k_{e,t})^t}}_{\text{المرحلة الانتقالية}} + \underbrace{\frac{EPS_{n2} \times (1 + g_n) \times \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n)(1 + r)^n}}_{\text{مرحلة النمو المستقر}}$$

حيث:  $EPS_t$ : أرباح السهم الواحد في السنة t؛

$D_t$ : توزيعات أرباح السهم الواحد في السنة t؛

$g_a$ : معدل النمو في مرحلة النمو المرتفع؛

$g_n$ : معدل النمو في مرحلة النمو المستقر؛

$\Pi_a$ : نسبة العائد في مرحلة النمو المرتفع؛

$\Pi_n$ : نسبة العائد في مرحلة النمو المستقر؛

$k_e$ : تكلفة حقوق الملكية (  $hg$  مرحلة النمو المرتفع،  $t$  المرحلة الانتقالية،  $st$  مرحلة النمو

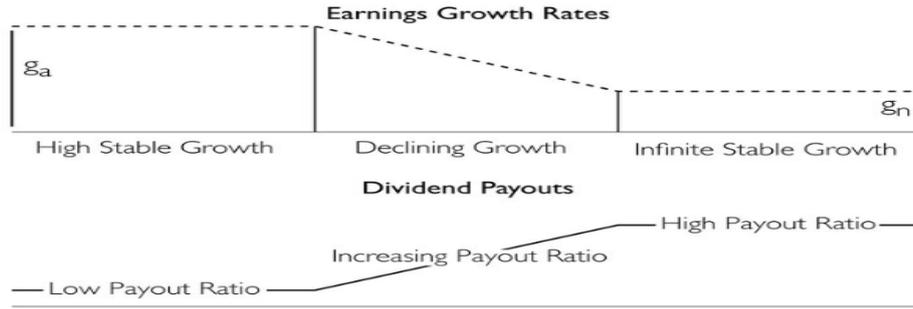
المستقر).

الرسم البياني الموالي يوضح المراحل الثلاث لهذا النموذج:

<sup>1</sup> Damodaran. A, **Investment Valuation**, Op.cit, p : 23.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الشكل (2-8): نموذج النمو ثلاثي المراحل



المصدر: <https://www.erikcianci.com/blog/dividend-discount-model#three-stage-model>

### 1 2 - نماذج التدفقات النقدية المخصومة Discounted Cash Flow Models:

يتم شراء معظم الأصول من منطلق أنها تولد تدفقات نقدية في المستقبل، لذلك تعتمد مقارنة التدفقات النقدية على مبدأ أن قيمة الأصول هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لهذه الأصول مخصومة بمعدل يعكس المخاطر المتوقعة من هذه التدفقات، حيث أن الأصول ذات التدفقات النقدية العالية التي يمكن التنبؤ بها يجب أن يكون لها قيمة أعلى من الأصول ذات التدفقات النقدية المنخفضة والمتقلبة<sup>1</sup>. لاستعمال مقارنة التدفقات النقدية المخصومة يجب أن تتوفر لدينا المعلومات التالية:

❖ تقدير مدة حياة الأصول؛

❖ تقدير التدفقات النقدية المتوقعة طيلة حياة الأصول؛

❖ تقدير معدل الخصم المطبق على هذه التدفقات النقدية للحصول على القيمة الحالية للأصول.

إن تقدير معدل الخصم المناسب يعد من أهم العوامل المؤثرة في الحصول على قيمة المؤسسة لذلك يجب أن تأخذ هذه المهمة في الاعتبار المخاطر والتقلبات التاريخية، في الواقع، معدل الخصم الأدنى غالباً ما يتم تحديده من قبل الأطراف المهتمة<sup>2</sup>.

### 1 2 1 - الطريقة العامة:

المعادلة الأساسية التي تركز عليها كل الطرق القائمة على خصم التدفقات النقدية هي كالاتي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> Damodaran. A, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, working paper, Stern School of Business, November 2006, p : 04.

<sup>2</sup> Fernandez. P, **Company Valuation Methods**, working paper, IESE Business School, University of Navarra, 2017, p : 08.

<sup>3</sup> Ibid, p : 09.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

$CF_i$ : التدفق النقدي خلال الفترة  $i$ ؛

$k$ : معدل الخصم الذي يأخذ في الحسبان المخاطر؛

$VR_n$ : القيمة المتبقية للمؤسسة في السنة  $n$ .

من المعادلة السابقة يمكننا تحديد أربع مدخلات لعملية التقييم وفق التدفقات النقدية. أولها بالطبع هي التدفقات النقدية من الأصول المحددة إما قبل الديون لتقييم المؤسسة أو بعد الديون لتقييم الأسهم. المدخل الثاني، القيمة المتبقية أو القيمة النهائية وهي قيمة المؤسسة في نهاية الفترة المحددة أو المتوقعة ( $n$ ) أي قيمة المؤسسة في بداية الفترة ( $n+1$ )، تعتبر القيمة المتبقية ذات أهمية حاسمة لأنها غالباً ما تمثل جزء كبيراً من القيمة الإجمالية للمؤسسة. المدخل الثالث، هو معدل الخصم الذي يحدد على أساس تكلفة رأس المال الإجمالي عند تقييم المؤسسة ككل وعلى أساس تكلفة حقوق الملكية عند تقييم هذه الأخيرة. أما المدخل الأخير فهو معدل النمو الذي يدخل في حساب القيمة المتبقية ويقصد به إما النمو في العائد التشغيلي أو في العائد على حقوق الملكية (صافي الدخل أو ربحية السهم).<sup>1</sup>

تولد المؤسسة عدة تدفقات نقدية وتحديد أيها يجب اعتماده لتقييم المؤسسات أمر بالغ الأهمية. تقدير التدفقات النقدية يكون وفقاً للتوقعات المالية التي يتم تجميعها مع عدة افتراضات. تستند التوقعات المالية للمؤسسة بصدد التقييم إلى القيم المفترضة للدوافع الرئيسية - العوامل المستقلة التي لها تأثير مادي على الأداء المالي للشركة. يمكن تجميع التوقعات المالية للمؤسسة التي تخضع للتقييم باستخدام ثلاث فئات من المعلومات:<sup>2</sup>

❖ معلومات تتعلق بعوامل الاقتصاد الكلي؛

❖ معلومات تتعلق بالصناعة التي تعمل فيها المؤسسة؛

❖ معلومات خاصة بالمؤسسة بحد ذاتها.

<sup>1</sup>Damoran., A, **The Little Book of Valuation :How to value a company, pick a stock and profit**, 1<sup>st</sup> edition, Wiley, 2011. p : 43.

<sup>2</sup> Janiszewski. S, **How To Perform Discounted Cash Flow Valuation?**, Foundations of Management, Vol. 3, No. 1, 2011,p : 83.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

تعتبر التحليلات الشاملة للمتغيرات التي تؤثر على الأداء المالي والاختيار الصحيح للدوافع الرئيسية هي العناصر الضرورية لطريقة التدفقات النقدية المخصومة. كما يتيح هذا إجراء تحليل الحساسية بطريقة بسيطة وموثوق بها. يجب التأكيد على أن المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض والتي تتمتع بقوة تفسيرية مهمة للأداء المالي للشركة يتم اعتبارها دوافع رئيسية ويشير تقدير تقريبي على أن عددها لا يجب أن يتجاوز العشرة متغيرات ونعرض من بينها ما يلي:<sup>1</sup>

❖ زيادة / نقصان حجم المبيعات؛

❖ زيادة / نقصان السعر الحقيقي هوامش الربحية؛

❖ عدد العملاء؛

❖ متوسط الإيرادات لكل عميل؛

❖ النفقات الرأسمالية.

بشكل عام هناك طريقتين لاستخدام التدفقات النقدية المستحدثة، الأولى هي تقييم المؤسسة ككل ويستخدم فيها التدفقات النقدية المتاحة *free cash flow* أي التدفقات النقدية قبل سداد الديون وبعد احتياجات إعادة الاستثمار مع معدل الخصم الذي يعكس تكلفة التمويل من جميع مصادر رأس المال أي تكلفة رأس المال والطريقة الثانية هي تقييم حقوق الملكية ويستخدم فيها التدفقات النقدية المتاحة لحقوق الملكية *free cash flow to equity* أي التدفقات النقدية بعد سداد الديون واحتياجات إعادة الاستثمار مع معدل الخصم الذي يعكس تكلفة تمويل الأسهم فقط. تستخدم العوامل الثلاثة التالية: التدفقات النقدية المتاحة، ومعدل الخصم، والقيمة المتبقية في تقييم قيمة الأصول التشغيلية (الأصول المولدة للتدفق النقدي) للمؤسسة وتشكل هذه القيمة مقترنة بقيمة الأصول غير التشغيلية (الأصول غير المولدة للتدفقات النقدية) قيمة المؤسسة ككل.

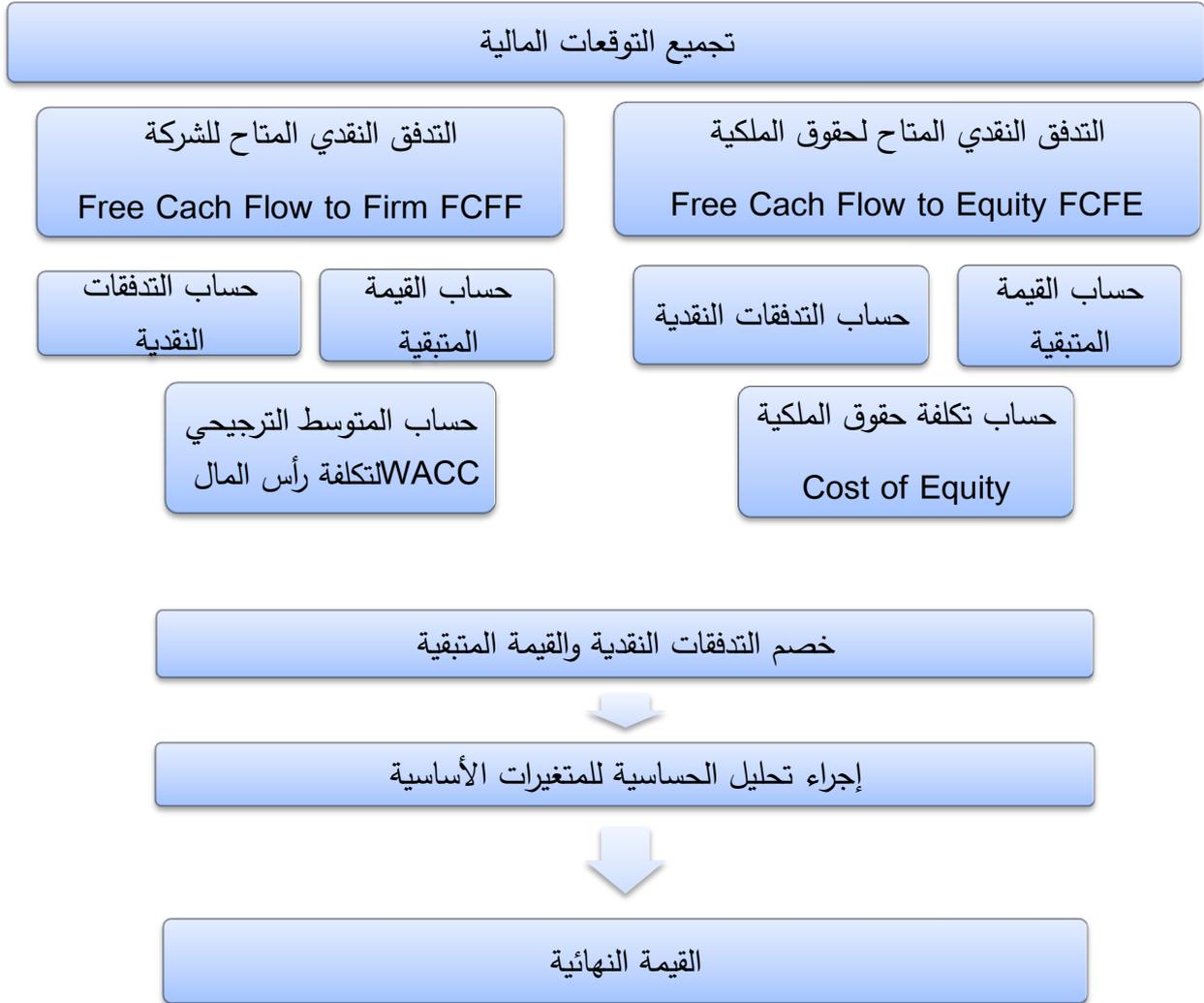
يتم تلخيص الخطوات الرئيسية لمقاربة التدفقات النقدية المخصومة كالآتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Janiszewski. S, opcit, p : 83.

<sup>2</sup>Ibid , p : 82.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الشكل (2-9): الخطوات الرئيسية لمقاربة التدفقات النقدية المخصومة



المصدر : Janiszewski. S, **How To Perform Discounted Cash Flow Valuation?**, Foundations of Management, Vol. 3, No. 1, 2011,p : 83.

### 1 2 2 - تحديد قيمة حقوق الملكية باستعمال التدفق النقدي المتاح للأسهم :

حسب أسواث دامورادن (*aswath damoradan*) إن نماذج تقييم الأسهم تركز اهتمامها على المستثمرين لتقدير حصتهم حيث يرى أن إحدى الطرق لوصف التدفق النقدي المتاح إلى الأسهم هي أنه يمثل نموذجاً يعمل فيه على خصم الأرباح المحتملة أي التي يمكن دفعها بدلاً من الأرباح الفعلية<sup>1</sup>. فيما يرى بابلو فيرنانديز *pablo fernandez* أن التدفق النقدي المتاح للأسهم هو الأموال التي يحق

<sup>1</sup> Damodaran. A, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, OpCit, p : 20.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

للمستثمرين الحصول عليها وبالتالي ما ينتقل من حساب المؤسسة إلى جيوبهم ليتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة إلى هؤلاء المستثمرين بمعدل عائد مناسب لمخاطر الأسهم في المؤسسة. وهو أيضاً التدفق النقدي الذي يتم توزيعه على المساهمين بعد تغطية استثمارات الأصول الثابتة ومتطلبات رأس المال العامل وبعد سداد الرسوم المالية وسداد جزء من أصل الدين<sup>1</sup>.

### 1 2 2 1 - تقدير التدفق النقدي المتاح للأسهم:

يمثل التدفق النقدي المتاح للأسهم مقياساً لما يمكن أن تقدمه المؤسسات إلى حاملي أسهمها بمرور الوقت إما في شكل أرباح على الأسهم أو لإعادة شراء الأسهم. يفترض هذا التدفق النقدي وجود هيكل تمويل معين في كل فترة، يتم من خلاله دفع الفوائد المقابلة للديون القائمة ودفع أقساط هذه الديون في تواريخ الاستحقاق كما يفترض تلقي المؤسسة الديون الجديدة، بعد ذلك يبقى هناك مبلغ معين وهو النقد المتاح للمساهمين، والذي سيتم تخصيصه كما ذكرنا لدفع أرباح الأسهم أو إعادة شراء الأسهم.

الجدول (2-3): حساب التدفق النقدي المتاح للأسهم

صافي الدخل	Net income
+ مخصصات الإهلاك	+depreciation
- النفقات الرأسمالية	- capital expenditures CAPEX
- $\Delta$ متطلبات رأس المال العامل	- $\Delta$ working capital
- الديون الجديدة المصدرة	- New Debt Issued
+ التسديدات على الديون	+ Debt repayments
= التدفق النقدي المتاح للأسهم	= FCFE (Free Cash Flow to Equity)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على Damodaran. A, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, working paper, Stern School of Business, November 2006, p : 20.

<sup>1</sup> Fernandez. P, **Company Valuation Methods**, op.cit, p : 11.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### 1 2 2 2 - تقدير تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity):

إن معدل الخصم هو دالة للمخاطر الكامنة في أي مؤسسة وصناعة، ودرجة عدم اليقين فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المتوقعة، وهيكل رأس المال المفترض. تتطلب هذه المقاربة تطبيق تكلفة حقوق الملكية عند خصم التدفقات النقدية العائدة للمساهمين.<sup>1</sup> يفترض تقدير تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) (Capital Assets Pricing Model). يتم تقدير معدل الخصم باستخدام الصيغة التالية:<sup>2</sup>

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

حيث:

$R_f$  : معدل العائد للاستثمارات الخالية من المخاطر (سندات الخزينة)؛

$\beta$  : رافعة بيتا (تقيس مخاطر الأسهم، فإذا كان للمؤسسة ديون يجب إضافة المخاطر الناشئة من الرافعة المالية إلى المخاطر الفعلية لأعمال المؤسسة)؛

بيتا هو مقياس للمخاطر المنهجية محسوبة لنسبة الدين / حقوق المساهمين المتوقعة للشركة. بمعنى آخر، بيتا هو مقياس إحصائي لتغير سعر سهم الشركة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية بشكل عام. يتم حسابه باستخدام انحدار النسبة المئوية للتغير في الأسهم أو المحفظة مقابل النسبة المئوية للتغير في السوق. يمكن تقديرها باستخدام الصيغة التالية:

$$\beta = Cov(R_j, R_m) / \sigma_m^2$$

حيث:  $Cov(R_j, R_m)$  : تباين بين عوائد السهم والعوائد السوقية؛

$\sigma_m$  : انحراف المحفظة السوقية.

$R_m$  : عائد السوق المتوقع؛

$R_m - R_f$  : علاوة مخاطر السوق.

<sup>1</sup> Janiszewski. S, Op.cit, p : 91.

<sup>2</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

علاوة مخاطر السوق هي مقياس للعائد الذي يطلبه المستثمرون في الأسهم مقابل معدل خالي من المخاطر من أجل تعويضهم عن تقلب / مخاطر الاستثمار الذي يتوافق مع تقلبات سوق الأسهم بالكامل. وبعبارة أخرى، فإن علاوة مخاطر السوق هي الفرق بين عائد السوق

حسب بابلو فيرنانديز يمكن أيضا تحديد تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج النمو الثابت للتقييم لجوردن وشابيرو "Gordon & Shapiro" وهذا من خلال المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$C_e = \left( \frac{Div_1}{P_0} \right) + g$$

حيث:

$Div_1$ : توزيعات الأرباح التي سيتم استلامها في الفترة التالية  $[Div_1 = Div_0 (1+g)]$ ؛

$P_0$ : سهم السعر الحالي؛

$g$ : معدل النمو المستدام على المدى الطويل.

### 1 2 2 3 - تقدير القيمة المتبقية:

في إطار تقييم التدفقات النقدية المخصومة، عادة ما يتم التخطيط للتدفقات النقدية للأعمال التي يتم تقييمها بالتفصيل لفترة زمنية لا تتجاوز 5 سنوات ويفترض عادة أن تنمو بمعدل ثابت بعد ذلك. بعد تقدير هذه التدفقات نحتاج إلى التوصل إلى فكرة معقولة عن قيمة التدفقات النقدية للمؤسسة بعد تلك الفترة - عندما تصل لمرحلة النضج. لأنه إذا لم يتم تضمين التدفقات النقدية المستقبلية بعد فترة التوقعات فهذا يعني افتراض ان المؤسسة توقفت عن العمل بعد هذه الفترة. المشكلة التي تطرح هنا أن التنبؤ بالتدفقات النقدية مع الوقت يصبح أكثر صعوبة بمرور الوقت حيث من الصعب التنبؤ بالتدفقات النقدية على مدى خمس سنوات فقط ، ناهيك عن مدى الحياة المستقبلية للمؤسسة. لجعل المهمة أسهل قليلاً، تستخدم مقاربة "القيمة المتبقية" \* التي تتضمن وضع بعض الافتراضات حول نمو التدفق النقدي الطويل الأجل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Fernandez. P, *Company valuation methods : The most common errors in valuation* , Op.cit, p :17.

\* "القيمة النهائية" أو "القيمة المستمرة"

<sup>2</sup> McClure. B, *Discounted Cash Flow Analysis*, sur le site : <http://www.investopedia.com/university/DCF/>, p :11.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

هناك عدة طرق لحساب القيمة المتبقية، ولكن في غالب الأحيان يتم استعمال نموذج غوردن للنمو باعتباره الأسهل والذي يفترض هذا النموذج للنمو الدائم المستقر أن التدفقات النقدية التي تتجاوز القيمة المتبقية أي بعد فترة التوقعات (5سنوات) تنمو بمعدل ثابت إلى ما لا نهاية<sup>1</sup>. يمكن حساب القيمة المتبقية عند استعمال التدفقات النقدية لحقوق الملكية على النحو التالي<sup>2</sup>:

$$VR_n = \frac{FCFE_n * (1 + g)}{(C_e - g)}$$

حيث:

$FCFE_n$ : التدفق النقدي خلال السنة n ؛

$g$ : معدل النمو المستدام على المدى الطويل؛

$C_e$ : معدل تكلفة حقوق الملكية.

يعد معدل النمو على المدى الطويل من أهم معايير التقييم باستخدام منهج التدفقات النقدية المخصومة لذلك حتى التغييرات الطفيفة التي تطرأ عليه تؤثر بشكل كبير على القيمة النهائية. من الطرق البديلة لمعدل النمو الثابت عند حساب القيمة المتبقية هو استعمال مضاعف الخروج " *exit multiple* "، فيتم تقدير قيمة المؤسسة بعد انتهاء فترة التوقعات بتطبيق مضاعفات الصناعة على البيانات المالية ذات الصلة بناءً على التقييمات العامة السوق، عن طريق ضرب المقاييس المالية مثل EBIT و EBITDA للسنة الأخيرة من فترة التوقعات بمعامل مشابه مشترك بين المؤسسات المماثلة التي تم شراؤها مؤخراً (عادة ما يتم تقدير المضاعفات بناءً على تحليلات الشركات المدرجة القابلة للمقارنة) حيث يمكن إنشاء مجموعة مناسبة من المضاعفات بناءً على عمليات الشراء والاستحواذ المماثلة الحديثة في السوق<sup>3</sup>.

1 2 3 - تحديد قيمة المؤسسة باستعمال التدفق النقدي المتاح للشركة:

1 2 3 1 - تقدير التدفق النقدي المتاح للشركة:

إن مقارنة تكلفة رأس المال لا تحدد قيمة حقوق الملكية فقط بل إجمالي قيمة المؤسسة التي تتكون من الديون وحقوق الملكية. التدفقات النقدية المتاحة للمؤسسة هي جميع التدفقات النقدية لمقدمي رأس مال

<sup>1</sup> Hitcher. J.R, **Financial Valuation : Applications & Models**, WILEY , 2003, p : 110.

<sup>2</sup> Ibid, p p : 109 -110.

<sup>3</sup> Janiszewski. S, Op.cit, p : 90.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

المؤسسة، سواء الدائنين والمساهمين، بعد تغطية النفقات الرأسمالية واحتياجات رأس المال العامل، نظرًا لأن رأس المال يجمع من مستثمري الديون والأسهم، فيجب أن يكون التدفق النقدي للمؤسسة قبل الفوائد والمدفوعات الرئيسية للديون. يمكن قياس التدفق النقدي المتاح للشركة بطريقتين. الأولى هي جمع التدفقات النقدية لجميع أصحاب الحقوق المختلفة في الشركة. وبالتالي، تضاف التدفقات النقدية إلى المستثمرين في الأسهم إلى التدفقات النقدية إلى حاملي الديون (الفائدة وصافي مدفوعات الديون) للوصول إلى التدفق النقدي الكلي. الطريقة الثانية، يتم خصم الضرائب من الأرباح قبل الفوائد والضرائب للشركة (EBIT) أولاً، مما يؤدي إلى صافي ربح التشغيل بعد الضريبة (NOPAT). ثانيًا، تتم إضافة المبلغ المحاسبي لمخصصات الإهلاك لأنها لا تعبر عن أي تدفقات نقدية. ثالثًا، يتم خصم النفقات الرأسمالية (Capex). وأخيرًا، يجب طرح الزيادة في صافي رأس المال العامل. وتعكس متطلبات ارتفاع صافي رأس المال العامل تدفق نقدي خارجي وبالتالي يجب طرحه.<sup>1</sup>

الجدول (2-4): حساب التدفق النقدي المتاح للشركة

EBIT (Earnings Before Interest and Taxes)	الأرباح قبل الفوائد والضرائب
- tax paid on EBIT	- الضرائب المدفوعة
= NOPAT (Net Operating Profit After Tax)	= صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة
+depreciation	+ مخصصات الإهلاك
-capital expenditures CAPEX	- النفقات الرأسمالية
-Δ working capital	-Δ متطلبات رأس المال العامل
= FCFF (Free Cash Flow to Firm)	= التدفق النقدي المتاح للشركة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Steiger. F, The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods, Seminar Paper, 2008, p : 05.

**1 2 3 2** تقدير المتوسط الترجيحي لتكلفة رأس المال **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**

يتطلب تحديد سعر الخصم إجراء تحليل شامل لهيكل تمويل الشركة وظروف السوق الحالية. لأن الشركات عادة ما يكون لديها نوعان من التمويل في هيكل رأس المال الخاص بها، كل من تكلفة حقوق

<sup>1</sup> Damodaran. A, *the Little Book of Valuation*, op.cit, p : 46.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الملكية كما يجب أن يتم تضمين تكلفة الدين. يسمى المعدل المستخدم لخصم FCFF المتوسط الترجيحي لتكلفة رأس المال (WACC). يعد WACC أحد أهم مدخلات نموذج التدفقات النقدية المستحدثة وبالتالي التغييرات الصغيرة في هذا المعدل سوف تسبب تغييرات كبيرة في قيمة الشركة. يتم حساب WACC من خلال ترجيح مصادر رأس المال وفقاً للهيكل المالي للشركة، ثم ضربها في تكاليفها. يتم تحديد متوسط التكلفة المرجح لرأس مال الشركات ذات النسب العالية من الأسهم من خلال تكلفة حقوق الملكية، أما إذا كانت الشركة ذات رافعة مالية عالية، فإن تكلفة الدين سيكون لها تأثير كبير على  $WACC^1$ . يتم حساب معدل الخصم في هذه الحالة حسب المعادلة التالية:

$$WACC = \frac{\text{Equity}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \times \text{Cost of Equity} + \frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}} \times \text{Cost of Debt}$$
$$WACC = \frac{E}{D + E} \times C_E + \frac{D}{D + E} \times C_d$$

حيث:

$E$ : القيمة السوقية لحقوق الملكية؛

$D$ : القيمة السوقية للديون؛

$C_e$ : تكلفة حقوق الملكية؛

$C_d$ : تكلفة الديون.

❖ تكلفة الديون Cost of Debt:

يتحمل دائنو المؤسسة جزء من الخطر الناتج عن عدم تيقنهم من تلقي المدفوعات سواء كانت الديون في حد ذاتها أو الفوائد. تكلفة الدين (COD) هي سعر الفائدة الذي يتعين على الشركة دفعه على ديونها المستحقة. من العوامل التي تؤثر على تكلفة الديون هو التصنيف الائتماني للشركة، بحيث أن الشركة ذات التصنيف الائتماني من الدرجة الاستثمارية قادرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل بكثير من الشركة المصنفة على أنها من الدرجة غير الاستثمارية. يعتبر معدل الضريبة أيضاً من أهم العوامل المؤثرة أيضاً نظراً لأن أسعار الفائدة قابلة للخصم الضريبي بالتالي فإن معدل الضريبة الذي تحسب به

<sup>1</sup> Steiger, F, *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*, Seminar Paper, 2008, p : 05.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

تكلفة الدين أقل من المعدل الذي تدفعه لدائنيها. ولهذا السبب يجب استخدام تكلفة الدين بعد الضريبة عند حساب WACC. المعادلة التالية توضح كيفية حساب هذه التكلفة:<sup>1</sup>

$$C_d = i \times (1 - t)$$

حيث:

i: معدل الفائدة على الديون المستحقة قبل الضريبة؛

t: معدل الضريبة.

عند تعويض تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون في معادلة المتوسط الترجيحي لتكلفة رأس المال، تصبح هذه الأخيرة على الشكل الآتي:<sup>2</sup>

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times [R_f + \beta (R_m - R_f)] + \frac{D}{D + E} \times i \times (1 - t)$$

### 1 2 3 - تقدير القيمة المتبقية:

لا تختلف طريقة حساب القيمة المتبقية في هذه الحالة عن حسابها في التدفق النقدي المتاح للأسهم. يكمن الاختلاف فقط في التدفق النقدي و معدل تكلفة حقوق الملكية اللذان سيستخدمان وهما في هذه الحالة على التوالي التدفق النقدي المتاح للشركة و المتوسط الترجيحي لتكلفة رأس المال. فتصبح معادلة القيمة المتبقية على النحو الآتي:

$$VR_n = \frac{FCFF_n * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

### 1 3 - القيمة الحالية المعدلة Adjusted present value:

إن مقارنة القيمة الحالية المعدلة مستتبطة أساسا من مقارنة التدفقات النقدية المخصومة للشركة، فهي أيضا تستخدم تأخذ التدفقات النقدية لجميع مقدمي رأس المال أي المساهمون والدائنون على حد سواء. يكمن الاختلاف بين المقاربتين في كيفية التعامل مع المزايا الضريبية للديون. في حين أن طريقة FCFF تأخذ بالاعتبار الآثار الضريبية من خلال تضمين معدل الضريبة في تكلفة رأس المال، على النقيض

<sup>1</sup> Steiger. F, *The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods*, Seminar Paper, 2008, p : 09.

<sup>2</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

تقوم طريقة القيمة الحالية المعدلة بفصل المزايا الضريبية عن قيمة المؤسسة وبذلك تكون هذه الأخيرة تساوي إلى صافي القيمة الحالية كما لو أن المؤسسة ممولة عن طريق حقوق الملكية فقط بالإضافة إلى القيمة الحالية للدرع الضريبية الناشئة عن تمويل الديون. حسب داموران يمكن حساب قيمة المؤسسة على النحو الآتي:<sup>1</sup>

قيمة المؤسسة = قيمة المؤسسة كما لو كانت ممولة من حقوق الملكية فقط (تمويل الأسهم بنسبة 100%) + القيمة الحالية للمنافع الضريبية المتوقعة من الديون - تكاليف الإفلاس المتوقعة

كانت المحاولة الأولى لعزل تأثير الفوائد الضريبية من الاقتراض في بحث ميلر ومودغلياني " Miller & Modigliani" سنة 1963 ، حيث قيم الباحثان القيمة الحالية للوفورات الضريبية في الديون إلى الأبد باستخدام تكلفة الدين كمعدل الخصم. أما طريقة القيمة الحالية المعدلة فقد تم تقديمها في شكلها الحالي لأول مرة من قبل مايرز "Myers" سنة 1974 في سياق دراسة العلاقة المتبادلة بين قرارات الاستثمار والتمويل.<sup>2</sup>

### 1 3 1 - تقدير قيمة المؤسسة دون الرفع المالي:

في هذه الحالة يتم تقييم المؤسسة كما لو لم يكن لديها ديون وذلك بخصم التدفقات النقدية المتاحة بتكلفة حقوق الملكية. يمكن توضيح ذلك من خلال المعادلة الآتية:<sup>3</sup>

$$\text{Value of Unlevered Firm} = \frac{FCFF_0(1+g)}{k_u - g}$$

حيث:

$FCFF_0$ : التدفق النقدي التشغيلي بعد الضرائب؛

$K_u$ : تكلفة حقوق الملكية دون الرفع المالي؛

$g$ : معدل النمو المتوقع.

❖ تقدير تكلفة رأس المال دون الرفع المالي:

<sup>1</sup> Damodaran. A, *the Little Book of Valuation*, op.cit, p p : 42-43.

<sup>2</sup> Ibid, p : 43.

<sup>3</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

يمكن اشتقاق تكلفة حقوق الملكية دون الرفع المالي من خلال نموذج CAPM بشرط أن تكون معامل بيتا "دون الرافعة" كمدخل أساسي، بدلاً من رافعة بيتا. بالتالي تصبح المعادلة كالتالي:

$$K_u = R_f + \beta_u (R_m - R_f)$$

معامل بيتا "دون الرفع" "UnLevered Beta" وتعرف أيضا بـ "بيتا الأصول Assets Beta" يستخدم لتحديد مخاطر الشركة بدون ديون أي رفع أو إزالة تأثير الديون وتحسب كما يلي:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{levered}}{[1 + (1 - t)D/E]}$$

### 1 3 2 - حساب المنافع الضريبية المتوقعة (الوفورات الضريبية للفائدة):

تختلف تعريفات المنافع الضريبية باختلاف وجهات نظر الباحثين، على سبيل المثال يعرفها بريلي "Brealey et al" على أنها الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم مدفوعات الفائدة. من ناحية أخرى، يجادل فرنانديز بأن تعريفاً واحداً صحيحاً فقط: قيمة الوفورات الضريبية هي الفرق بين القيم الحالية لتدفقين نقديين مختلفين، كل منهما بمخاطره الخاصة: القيمة الحالية لضرائب الشركة دون الرافعة المالية والقيمة الحالية للضرائب للشركة ذات الرافعة المالية.<sup>1</sup>

حسب اختلاف الباحثين وافترضااتهم تختلف طرق الوصول إلى المنافع الضريبية. وتجدر الإشارة إلى أن الوفر الضريبي يتأثر بثلاثة متغيرات: معدل الضريبة وتكلفة الدين وقيمة الدين. نعرض فيما يلي بعض المعادلات التي تقدر قيمة الوفر الضريبي:<sup>2</sup>

❖ نموذج ميلر ومودغلياني: وفقاً لافتراضات النموذج، يمكن للشركة الاقتراض وإقراض المال في أسواق رأس المال المثالية بسعر خالي من المخاطر والقيمة السوقية للدين ثابتة. لهذا السبب، فإن المدخرات الضريبية خالية من المخاطر ومعدل الخصم المناسب معدل خال من المخاطر.

$$PV(TS) = \frac{TK_d D}{K_d} = TD$$

<sup>1</sup> Damodaran. A, *the Little Book of Valuation*, Op.cit, p : 44.

<sup>2</sup> Fernandez. P, *Valuing Companies by Cash Flow Discounting : Ten Methods and Nine Theories*, journal of management sciences, vol 01, n 01, 2007, p : 95.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

❖ نموذج مايرز: يفترض هذا النموذج أن الديون والدرج الضريبية هي بنفس المخاطر ؛ يجب خصم كلاهما بنفس معامل الخصم وهو تكلفة الدين

$$.PV(TS) = \sum_{i=1}^N \frac{TK_d D_{i-1}}{(1+K_d)^i}$$

❖ نموذج Harris and Pringle: في حين أن النماذج السابقة تفترض أن الدين ثابت وهز افتراض غير واقعي حيث أن الشركات غالباً ما تحصل على ديون جديدة في المستقبل. تعتمد سياسة الدين الأكثر واقعية على الرافعة المالية الثابتة. يعتمد هذا النموذج (HP) على يتم افتراض الرافعة المالية الثابتة. تقوم الشركة باستمرار بإعادة موازنة هيكل رأس المال لتحقيق نسبة الدين الثابت إلى حقوق الملكية. لذلك ، الدين له طابع عشوائي لأن قيمته تقدر فقط مع بعض الاحتمالات وغير معروفة في جميع الفترات. إذا كانت قيمة الدين غير معروفة، فإن الدرغ الضريبي يكون عشوائي أيضاً. سعر الخصم المناسب هو تكلفة رأس المال دون الرفع المالي التي تأخذ في الاعتبار مخاطر المنفعة الضريبية.

$$PV(TS) = \sum_{i=1}^N \frac{TK_a D}{(1+K_u)^i}$$

❖ نموذج فيرنانديز: كما ذكرنا سابقاً يعتمد نموذج فيرنانديز على أن قيمة الدرغ الضريبية هي الفرق بين القيمة الحالية لضرائب الشركة دون الرافعة المالية والقيمة الحالية للضرائب للشركة ذات الرافعة المالية.

$$VTS = G_u - GL = DT$$

### 1 3 3 - حساب تكاليف الإفلاس المتوقعة:

الخطوة الثالثة لتقدير القيمة الحالية المعدلة هي تقييم أثر مستوى معين من الديون على مخاطر التخلف عن السداد على الشركة وعلى تكاليف الإفلاس المتوقعة. يجادل داموراند نظرياً، على الأقل، يتطلب هذا تقدير احتمالية التخلف عن السداد مع الدين الإضافي والتكلفة المباشرة وغير المباشرة للإفلاس. إذا كانت  $\pi_a$  هي احتمال التخلف عن السداد بعد الدين الإضافي وكانت BC هي القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس ، فيمكن تقدير القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس المتوقعة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Damodaran. A, *the Little Book of Valuation*, op.cit, p : 45.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$\text{القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس المتوقعة} = \text{احتمال الإفلاس} \times \text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس}$$
$$\text{PV of Expected Bankruptcy} = \text{probability of Bankruptcy} \times \text{PV of Bankruptcy cost} = \pi_a \times BC$$

يدعم دامودارن فكرته هذه من واقع أن بالرغم من أن قيمة المؤسسة تزداد مع زيادة مستوى الاقتراض وأن نسبة الدين المثلى هي نسبة 100٪، إلى أن هذا الاستنتاج غير واقعي لذلك يتم إدراج عنصر القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس المتوقعة.

### 2 - المقاربة السوقية (المقارنة باستعمال المضاعفات)

وقال "دامودارن" الفكرة الأساسية التي تقوم عليها هذه المقاربة هي أن "تقييم الأصول المتشابهة يجب أن يكون متماثلاً" أي أن يتم تقدير قيمة الأصل بناءً على كيفية تسعير الأصول المماثلة له في السوق<sup>1</sup>. كما يتم تحديد قيمة المؤسسة عن طريق تحليل تسعير الشركات "القابلة للمقارنة" نسبة إلى متغير مشترك مثل الأرباح أو التدفقات النقدية أو القيمة الدفترية أو المبيعات<sup>2</sup>. في تعريف آخر التقييم المقارن باستعمال المضاعفات يؤكد على أنه من الممكن تحديد قيمة كيان اقتصادي بمقارنته بالكيانات المماثلة على أساس عدة نسب تقارن سعر أسهمها بالمتغيرات ذات الصلة التي تؤثر على قيمة السهم<sup>3</sup>.

يستخدم التقييم حسب النهج المقارن عددًا أقل من الافتراضات وأسرع في التنفيذ ويتطلب معلومات أقل من الطرق الأخرى، وبالتالي فهو أكثر ملائمة لاحتياجات المستثمرين. كما أنه من السهل فهمه ويعكس تصورات وحالات السوق أكثر من التقييم حسب التدفقات النقدية المخصومة، إلا أنه قد يكون أيضًا سلبيًا عندما تكون الشركات المماثلة مبالغًا في تقدير قيمتها أو أقل من قيمتها الحقيقية مما قد يؤدي إلى الإفراط في تقدير الشركة المستهدفة أو التقليل من قيمتها ولا ننسى أن نذكر أن من بين العيوب الافتقار إلى الشفافية<sup>4</sup>. يحدد دامودارن مكونان أساسيان لعملية التقييم حسب النهج المقارن، الأول هو أنه يجب تقييم الأصول على أساس نسبي مما يعني أن الأسعار ينبغي أن تكون موحدة وذلك عن طريق تحويلها إلى مضاعفات لبعض المتغيرات المشتركة والتي تأخذ شكل الأرباح أو القيمة الدفترية أو الإيرادات. أما الثاني

<sup>1</sup> Damodaran, A, **Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, op.cit , p : 57.

<sup>2</sup> Kulali, I, Bilir, H, **The Link between Anti-Trust and Finance: A Suggestion for Relative Valuation**, International Journal of Business and Social Science , Vol. 5, No. 4 [Special Issue – March 2014], p :153.

<sup>3</sup> Inezwari, D.K, **Relative Valuation Model Analysis Of IDX LQ45 Stocks**, Journal of Applied Finance and Accounting, 6, p : 73.

<sup>4</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

فهو العثور على أصول أو شركات مماثلة وهو أمر صعب القيام به حيث لا يوجد أصلان أو شركتان متطابقتان إذ تختلف الشركات من حيث المخاطر وإمكانات النمو والتدفقات النقدية<sup>1</sup>.

### 2 1 خطوات استعمال المقاربة السوقية:

#### 2 1 1 - اختيار المؤسسات المماثلة:

إن استخدام المضاعفات في عملية التقييم يستوجب اختيار الشركات المماثلة لتحديد قيمة الشركة أو أسهمها. ولكن السؤال الذي يطرح هنا ما هي الشركة المماثلة؟. يختلف هذا المفهوم ومحدداته باختلاف الباحثين والمهنيين فهناك العديد من المعايير التي تستخدم لهذا الغرض والتي تركز في الغالب على معيار "نفس المجال الصناعي أو التشغيلي" و "إنتاج منتجات مماثلة أو منافسة" ولكن هذا لا ينفي وجود معايير أخرى. يجب على المحللين دراسة الشركة المستهدفة بعمق لتحديد الشركات المناسبة القابلة للمقارنة. تبدأ الدراسة بمحاولة فهم طبيعة عمل الشركة ليمت فحص التقارير السنوية والتقارير الفصلية للحصول على المعلومات التجارية والمالية اللازمة. من المهم دائماً أن تضع في الاعتبار أنه لا توجد شركة توأم "شركة مطابقة تماماً للشركة التي يتم تقييمها" في بعض الأدبيات يتم التمييز بين نوعين من المعايير:<sup>2</sup>

#### 2 1 1 2 - المعايير التقليدية:

- ❖ معيار نفس المجال الصناعي : على الرغم من أنها ليست دائماً الطريقة الصحيحة أو الأفضل لتحديد الشركات القابلة للمقارنة، إلا أن الطريقة التقليدية تقتضي إلقاء نظرة على الشركات داخل نفس الصناعة أو مجال العمل. علاوة على ذلك، إذا أمكن، يجب أن تكون الشركات في نفس القطاع الفرعي. وبهذا المعنى، الافتراض الضمني هنا هو أن الشركات في نفس القطاع لديها نفس ملامح المخاطر والنمو والتدفقات النقدية وبالتالي يمكن مقارنتها بمزيد من الشرعية.
- ❖ معيار المنتجات المنافسة المماثلة: هناك طريقة أخرى لتحديد الشركات المتماثلة وهي فحص الشركات التي تنتج أو تتاجر في نفس السلع أو الخدمات التي تقدمها الشركة المراد تقييمها ولكن مع مراعاة نفس خصائص المنتج. على سبيل المثال، لا يمكن مقارنة Dell و Microsoft على الرغم من أنهما في نفس الصناعة، لأنهما ينتجان مجموعة مختلفة من المنتجات والخدمات. ومع

<sup>1</sup> Damodaran. A, **the Little Book of Valuation**, Op.cit, pp : 66-67.

<sup>2</sup> Kulali. I, Bilir. H, op.cit, p p : 154-156.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

ذلك يمكن أن تنتج الشركات نفس السلعة أو تقدم نفس الخدمة بطريقة مختلفة لذلك يحاول المحللون اختيار الشركات التي توظف نفس التكنولوجيا التي تستخدمها الشركة المراد تقييمها إذا كان ذلك ممكناً.

- ❖ معيار التركيز الجغرافي: تختلف البلدان باختلاف بيئة الاقتصاد الكلي والديموغرافيا والقواعد واللوائح والسلوك الشرائي للمستهلكين، وما إلى ذلك. لذلك ، يتم أخذ الشركات في نفس المنطقة الجغرافية/ البلد بعين الاعتبار أولاً. ومع ذلك ، إذا لم تتمكن من العثور على أي شركة قابلة للمقارنة في نفس المنطقة، فقط في هذه الحالة، تختار الشركات خارج تلك المنطقة لإجراء المقارنة.
- ❖ معيار حجم الشركة (الإيرادات وقيمة السوق): تعد الطاقة الإنتاجية وحجم المبيعات عاملاً مهماً آخر يتم أخذه بعين الاعتبار فعلى المحلل أن يختار من عينة الشركات المقارنة فقط تلك التي تتبع حوالي نفس عدد الوحدات. حيث تعتبر الشركات ذات الحجم التقريبي تقريباً مناسبة لأغراض المقارنة. قد لا تعطي المقارنة بين شركة إيرادات بقيمة 15 مليون دولار أمريكي أي معنى عند مقارنتها بـ 10 مليار دولار أمريكي. قد يؤدي الاختلاف في الحجم إلى تقييم مختلف تماماً.

### 2 1 1 2 - المعايير الأخرى:

هناك بدائل للتطبيق التقليدي لتحديد الشركات المماثلة وهو البحث عن الشركات المتشابهة من حيث أساسيات التقييم على سبيل المثال، رافعة بيتا، العائد على الأسهم، معدل النمو، التدفقات النقدية، عائد الاستثمار، المخاطر بغض النظر عن المجال الصناعي الذي تنتمي إليه الشركات. لذا ، يمكن مقارنة شركة برمجيات بشركة اتصالات، إذا كانا متطابقين من حيث التدفقات النقدية والنمو والمخاطر. ومع ذلك، يرى بعض الباحثين أن اختيار المضاعفات باستخدام مزيج من تصنيف الصناعة والأساسيات سألقة الذكر ينتج تقييمات أكثر دقة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Kulali. I, Bilir. H, op.cit., p : 155-156.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### 2 1 2 - اختيار مضاعفات التقييم:

إن تحديد عينة المؤسسات القابلة للمقارنة مع الشركة المستهدفة لا يكفي لاستعمال المضاعفات ونظرًا لأنه أسعار الأسهم يتم تحديدها من خلال عدد وحدات حقوق الملكية في الشركة، فلا يمكن مقارنة أسعارها عبر الشركات المختلفة. بل يجب قبل ذلك تغيير أسعار السوق إلى متغير مشترك لتوليد أسعار موحدة قابلة للمقارنة بينما قد لا يكون ذلك ضروريًا عند مقارنة الأصول المتطابقة إلا أن هذه العملية ضرورية عند مقارنة الأصول والمنشآت التي تختلف في الحجم أو الوحدات<sup>1</sup>. بعد الانتهاء من إنجاز هذه الخطوة الأساسية، من الضروري عندئذٍ تحديد بعض مؤشرات الأداء المالية التي تسمى المضاعفات التي ستسمح بالقيام بعملية التقييم. كان اختيار عنصر التقييم الرئيسي الأكثر صلة لحساب "المضاعف" موضوع العديد من الدراسات. في معظم الأبحاث الأكاديمية والعملية حول نهج التقييم المقارن، تعد الأرباح هي العنصر الأكثر استخدامًا. لكن المحللين يستخدمون عناصر أخرى على سبيل المثال: المبيعات ورقم الأعمال و EBIT و EBITDA والقيمة الدفترية والتدفقات النقدية التشغيلية<sup>2</sup>.

### 2 1 3 - المضاعفات:

بشكل عام تعد المضاعفات مصطلحا عاما لفئة معينة من المؤشرات المختلفة التي يمكن استخدامها للتقييم. مضاعفات التقييم هي أدوات قياس مالية تسمح بجعل الشركات المختلفة أكثر قابلية للمقارنة. يمكن القول أنها وببساطة تعبير عن القيمة السوقية للأصل مقارنة بعنصر معين في البيانات المالية. هناك عدد من الانتقادات الموجهة ضد المضاعفات ، ولكن بشكل رئيسي يمكن تلخيصها على النحو التالي<sup>3</sup>:

- ❖ بسيط للغاية: المضاعف هو تحجيم قدر كبير من المعلومات في رقم واحد أو سلسلة من الأرقام. من خلال الجمع بين العديد من العوامل المحركة للقيمة، قد تجعل المضاعفات من الصعب تصنيف تأثير العوامل المختلفة مثل النمو على القيمة. والخطر هنا هو أن هذا يشجع التفسير التبسيطي - وربما الخاطئ؛

<sup>1</sup> Damodaran. A, Valuation **Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence**, op.cit., p :59.

<sup>2</sup> Riahi. I, **l'approche d'évaluation par les comparables dans le contexte canadien**, mémoire de maîtrise en sciences, école des hautes études commerciales, Montréal, 2004, pp : 14-17.

<sup>3</sup> Suozzo. P, Cooper. S, Sutherland. G, Deng. Z , **Valuation multiples: A primer**, Working Paper, UBS Investment Bank, 2001, p p : 3-4.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

- ❖ ساكن: يمثل المضاعف لمحة عن مكان وجود الشركة في لحظة معينة، ولكنه يفشل في التقاط الطبيعة الديناميكية والمتطورة باستمرار للأعمال والمنافسة؛
- ❖ صعب المقارنة: تُستخدم المضاعفات بشكل أساسي لإجراء مقارنات ذات قيمة نسبية. لكن مقارنة المضاعفات هي شكل فني صارم، لأن هناك العديد من الأسباب التي قد تؤدي إلى اختلاف المضاعفات، والتي لا تتعلق جميعها باختلافات حقيقية في القيمة. على سبيل المثال، يمكن أن تؤدي السياسات المحاسبية المختلفة إلى مضاعفات متباينة للشركات العاملة المماثلة.
- على الرغم من هذه العيوب ، فإن المضاعفات لها مزايا عديدة. نلخصها في النقاط الآتية:<sup>1</sup>
- ❖ مفيدة: التقييم يتعلق بإصدار أحكام، وتوفر المضاعفات إطار عمل لإصدار الأحكام على القيمة. عند استخدامها بشكل صحيح، تعد المضاعفات أدوات قوية يمكنها توفير معلومات مفيدة حول القيمة النسبية؛
- ❖ البساطة: تجعل بساطتها وسهولة حسابها المضاعفات طريقة جذابة وسهلة الاستخدام للتقييم القيمة. يمكن أن تساعد المضاعفات المستخدم على تجنب الدقة المضللة المحتملة للطرق الأخرى مثل تقييم التدفقات النقدية المخصومة؛
- ❖ الملاءمة: تركز المضاعفات على الإحصاءات الرئيسية التي يستخدمها مستثمرون آخرون. في حركة الأسواق الإجمالية سيكون للإحصاءات والمضاعفات الأكثر استخدامًا التأثير الأكبر.
- المضاعفات هي سهلة للاستخدام ولسوء الاستخدام في نفس الوقت. يحدد داموردان أربع خطوات أساسية لاستخدام المضاعفات بحكمة وبشكل صحيح.<sup>2</sup>
- ❖ الخطوة الأولى هي التأكد من تعريف المضاعفات بشكل متسق وقياسها بشكل موحد عبر الشركات التي تتم مقارنتها. حتى أبسط المضاعفات يمكن تعريفها بشكل مختلف من قبل محللين مختلفين. كما ينبغي فحص التناسق بين البسط والمقام للمضاعف. إذا كان البسط لمضاعف هو قيمة حقوق الملكية، فيجب أن يكون المقام قيمة حقوق ملكية أيضًا. تجدر الإشارة إلى أن الاختلافات في المعايير المحاسبية يمكن أن يجعل مقارنات المضاعفات عبر الشركات في أسواق مختلفة، صعبة للغاية؛

<sup>1</sup> Suozzo P et al, op.cit, p : 04..

<sup>2</sup> Damodaren. A, **Investment Valuation**, chapitre 17, op.cit, pp : 04-05.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

- ❖ الخطوة الثانية هي الدراية بالتوزيع المقطعي للمضاعفات، ليس فقط عبر الشركات في القطاع الذي يتم تحليله ولكن أيضًا عبر السوق بأكمله. عند استخدام مضاعف، من المفيد دائمًا فهم القيمة العالية أو القيمة المنخفضة أو القيمة النموذجية لذلك المضاعف في السوق. وبعبارة أخرى، تعد معرفة الخصائص التوزيعية لمضاعف جزءًا رئيسيًا من استخدام ذلك المضاعف. بالإضافة إلى ذلك، ينبغي فهم آثار القيم المتطرفة على المتوسطات واكتشاف أي تحيز في هذه التقديرات المقدمة في عملية تقدير المضاعفات؛
- ❖ الخطوة الثالثة هي تحليل المضاعفات وفهم ليس فقط الأساسيات التي تحدد المضاعف ولكن أيضًا كيف تترجم التغيرات في هذه الأساسيات إلى تغيرات في المضاعفات. إن التقييم المقارن يتطلب افتراضات أقل بالمقارنة مع مقاربات أخرى للتقييم وعادة ما تكون هذه الافتراضات ضمنية وغير معلنة. السؤال المطروح هنا هو: ما هي الأساسيات التي تستعمل لتحديد المضاعف الذي يجب أن تتداول به الشركة؟. كل مضاعف، هو دالة لثلاثة متغيرات - المخاطر والنمو وإمكانية توليد التدفق النقدي. ومن ثم ، يجب على الشركات التي لديها معدلات نمو أعلى وقدرة أكبر على التدفق النقدي وأقل مخاطر أن تتداول بمضاعفات أعلى من الشركات ذات النمو وإمكانات التدفق النقدي الأقل والمخاطر الأعلى؛
- ❖ الخطوة الأخيرة هي إيجاد الشركات المناسبة لاستخدامها للمقارنة والتحكم في الاختلافات التي قد تستمر عبر هذه الشركات. يمكن ذلك من خلال المعايير التي تم إيفادها سابقًا.  
من بين الأمور الهامة التي لا يجب إغفالها عند استعمال المضاعفات في عملية التقييم هو تاريخ التسعير. ما هو تاريخ التسعير الذي ينبغي استخدامه عند حساب المضاعف؟. هناك ثلاثة أسعار بديلة صالحة يمكن استخدامها في المضاعفات - التاريخية والحالية والأجلة. من الناحية العملية، يتم تطبيق مضاعفات أجله جزئية لتقييم المؤسسة:<sup>1</sup>
- ❖ مضاعفات الأسعار التاريخية: أي مقارنة السعر التاريخي أو قيمة المؤسسة بالأرباح التاريخية (التدفق النقدي ، إلخ). السعر "التاريخي" بشكل عام هو متوسط العام؛

<sup>1</sup> Suozzo P et al, op.cit, p : 04.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

- ❖ مضاعفات الأسعار الحالية: مقارنة السعر الحالي أو قيمة المؤسسة بالأرباح التاريخية أو المتوقعة - بشكل عام سنة واحدة تاريخية وسنتين من الأرباح المتوقعة. يتم استخدام مضاعفات الأسعار الحالية للتحقق من القيمة الحالية. يمكن مقارنة مضاعفات الأسعار الحالية بناءً على أرباح السنة الحالية بمضاعفات الأسعار التاريخية والمقبلة؛
- ❖ مضاعفات الأسعار الآجلة: مقارنة السعر الآجل أو قيمة المؤسسة بالأرباح المتوقعة. يتم استخدام مضاعفات الأسعار الآجلة للتحقق من القيمة الحالية. يعتبر المضاعف ذو السعر الآجل بشكل فعال هو التقييم الجزئي لـ DCF معبراً عنه كمضاعف. تعد المضاعفات ذات الأسعار الآجلة مفيدة بشكل خاص لأسهم النمو ، خاصة عندما يكون الربح الحالي أو التدفق النقدي سلبياً، ويمكن مقارنتها بمرور الوقت، على عكس المضاعفات ذات الأسعار الحالية. إن المفهوم الكامن وراء استخدام المضاعفات الآجلة هو أن الشركات تكون أكثر قابلية للمقارنة عندما تصل إلى مرحلة ناضجة ومن المرجح أن تكون الاختلافات بينها نتيجة لاختلافات حقيقية في القيمة . السعر الآجل هو السعر الضروري للمستثمر لكسب عائد مرض على الاستثمار، ويحسب بالطريقة الآتية:

$$\text{Forward price } t_1 = (\text{Price at } t_0) \times (1 + \text{cost of capital}) - \text{investor cash flow } t_1$$

- ❖ مضاعفات آجلة جزئية: في المنهج الآجل الجزئي، يتم دمج قيمة حقوق الملكية الحالية مع صافي الدين المتوقع في حساب قيمة المؤسسة ليتم مقارنتها مع مقاييس الربح والتدفق النقدي المتوقعة. ويمكن إدراج المكونات الأخرى لقيمة المؤسسة ، مثل حقوق الأقلية ومخصصات المعاشات التقاعدية ، إما بالقيمة المتوقعة أو بالقيمة الحالية.
- يمكن تلخيص تواريخ التسعير المستعملة لحساب المضاعفات وكيفية حسابها واستعمالاتها في التقييم في الجدول الموالي:

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

الجدول (2-5): تواريخ التسعير المستعملة لحساب المضاعفات

أساس التسعير	كيفية الحساب	الأرباح أو التدفقات النقدية المستعملة	استعمالاتها في التقييم
الأسعار التاريخية	متوسط السعر أو قيمة المؤسسة لفترة	الربح التاريخي لنفس الفترة	يؤسس نطاق تداول تاريخي
الأسعار الحالية	السعر الحالي أو قيمة المؤسسة	أي ربح تاريخي أو متوقع	التحقيق في القيمة الحالية
الأسعار الآجلة	السعر الآجل أو قيمة المؤسسة	الربح المتوقع لفترة تتعلق بتاريخ السعر الآجل	التحقيق في القيمة الحالية
الأسعار الآجلة الجزئية	القيمة السوقية الحالية بالإضافة إلى صافي الدين المتوقع	الربح المتوقع لفترة تتعلق بتاريخ السعر الآجل	التحقيق في القيمة الحالية

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z. **Valuation multiples: A**

Investment Bank, Working Paper, UBS, 2001, p : 12. **primer**,

### 2 1 3 1 - أنواع المضاعفات:

منهجيا، يتم استخدام فئتين من المضاعفات القابلة للمقارنة لأغراض التقييم:<sup>1</sup>

❖ المضاعفات التاريخية (مثال: TTM = اثنا عشر شهراً متتالية) تسجل عروض الأسعار التاريخية، متوسط القيمة السوقية للشركة خلال آخر 12 شهراً / 4 أرباح الربح (لكل صافي الأصول، لكل مبيعات، وما إلى ذلك). كما يستخدم المحللون مضاعفات السوق على نطاق واسع لإجراء تحليلات مقارنة لمختلف الشركات والأسهم. يمكن أن تؤدي مقارنة المضاعفات إلى تحسين عملية اتخاذ قرارات الاستثمار مع زيادة الثقة في منطق التقييم شريطة أن لا يتم تغيير الظروف الاقتصادية والمالية ودورة الأعمال للشركة التي تم تقييمها بشكل كبير؛

<sup>1</sup> Dragoi. B. A et al, **Financial Investment Companies (SIFS) Relative Valuation and Fundamentals**, Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, Issue 2, 2016, Vol. 50, p p 29-30.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

❖ المضاعفات المتوقعة: تقديرات المضاعفات تشير إلى معدل متوسط متوقع للأشهر الـ 12 المقبلة / 4 أرباح الربح ، صافي الأصول ، المبيعات ، إلخ. يمكن للمستثمر بناء افتراض التقييم الخاص بها على هذه المضاعفات إذا افترض تطور الشركة مستقرًا بشكل معقول لإعطاء ثقة معينة في متانة تقديرات المؤشرات الموضحة أعلاه.

عادة ما يتم تصنيف المضاعفات حسب نوع القيمة التي نريد تحديدها وبذلك تنقسم إلى نوعين: مضاعفات قيمة المؤسسة ومضاعفات قيمة حقوق الملكية. تقارن مضاعفات حقوق الملكية القيمة السوقية للشركة مع قيم الأرباح التي يحق للمساهمين الحصول عليها. لا تأخذ مضاعفات المؤسسة في الاعتبار فقط القيمة السوقية ولكن أيضًا صافي الدين المسجل في الميزانية. تتم مقارنة قيمة المؤسسة (القيمة السوقية + صافي الدين)، مع قيم الأرباح التي يحق لجميع مقدمي رأس المال.

### 2 1 3 2 - مضاعفات حقوق الملكية:

### ❖ مضاعف السعر / الربح (Price Earnings Ratio) PER:

مضاعف الربح أو معدل رسملة الربح هو أكثر المضاعفات شيوعًا واستخدامًا، وهو النسبة التي تقيس سعر السهم إلى أرباح نفس السهم يستخدمه المحللون والمستثمرون لتحديد قيمة حقوق الملكية في المؤسسة. يمكن استعماله أيضًا لمقارنة الشركة مع بياناتها المالية التاريخية ولمقارنة الأسواق مع بعضها البعض. يتم حسابه حسب المعادلة الآتية:

$$PER = \frac{\text{Market Price per Share}}{\text{Earning per Share}} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم الواحد}}{\text{أرباح السهم الواحد}}$$

❖ السعر السوقي للسهم: أغلب المحللين يستعملون السعر الحالي عند حساب هذا المضاعف، ولكن في بعض الحالات يتم استعمال متوسط سعر العام (12 شهرًا الأخيرة)؛

❖ أرباح (العائد) على السهم: يمكن أن يكون العائد على السهم في المقام هو الأرباح على السهم خلال آخر سنة مالية، العائد للأربعة أرباح الأخيرة من الأرباح ( 12 شهرًا الأخيرة)، الأرباح المتوقعة للسهم خلال السنة المالية المقبلة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Damodaran. A, **Investment Valuation**, chapitre 17, op.cit, p : 05.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

لأخذ اختلافات السوق في الاعتبار،<sup>1</sup> يقوم المحللون بحساب PER المتعلق بالسوق. فبالنسبة للشركة المدرجة في البورصة، يتم تحديدها من خلال النسبة التالية:

$$PER_{\text{relatif au marché}} = PER^{\text{entreprise}} / PER^{\text{marché}}$$

أما لتقييم الشركات غير المدرجة من خلال الشركات المدرجة القابلة للمقارنة، يسمح PER بتصحيح النقص أو المبالغة في تقدير الشركة المرجعية. وبنفس الطريقة السابقة، يمكننا تحديد PER المتعلق بالقطاع والذي يمكن أن يكون بمثابة أساس لتقييم حقوق الملكية لشركة غير مدرجة. وبالتالي لدينا:

$$PER_{\text{relatif au secteur}} = PER^{\text{entreprise}} / PER^{\text{secteur}}$$

تتيح هذه المضاعفات تحديد موقع المؤسسة بالنسبة إلى السوق أو القطاع الذي تنشط فيه. وبذلك يمكن حساب قيمة حقوق الملكية (الأسهم) من خلال المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$Equity\ value = PER \times Earnings$$

$$\text{قيمة حقوق الملكية} = \text{مضاعف (السعر / الربح)} \times \text{الأرباح}$$

حيث: PER هو مضاعف السعر / الربح لشركة قابلة للمقارنة أو متوسط مجموعة من الشركات القابلة للمقارنة.

يعد مضاعف السعر / الربح من أكثر المضاعفات استخداما من طرف المحللين وهذا نظرا لسهولة استعماله وفهمه حتى بالنسبة لغير المختصين بالمجال، بالإضافة إلى توفر المعلومات المالية فكل من الأرباح التاريخية والمتوقعة متاحة بسهولة. أما من بين العيوب التي يحملها تطبيق هذا المعامل أن تفسيره يطرح مشكلة في بعض الأحيان فقد يعتبر بعض المستثمرين أن نسبة PER المحددة مرتفعة للغاية، في حين أن البعض الآخر قد يعتبرون نفس النسبة منخفضة للغاية، حتى إذا تم مقارنتها بمتوسط نسبة PER في الصناعة<sup>3</sup>. كما أن، حقيقة أن الأرباح أو صافي الدخل هي المتغير الأخير في حساب النتائج تعني أنه يمكن تحريف هذا المتغير بسبب هياكل رأس المال المختلفة والسياسات المحاسبية المختلفة. كما لا يمكن تقدير الشركات التي تبلغ عن أرباح سلبية أو أن تكون جزءًا من شركات قابلة للمقارنة. يعتقد أنه

<sup>1</sup> Mondher. C, DUBREUILLE. S, *Création de valeur et capital-investissement*, Pearson Education, France, 2009, p : 43.

<sup>2</sup> Fernandez. P, *Company valuation methods : The most common errors in valuation*, Op.cit, p : 07.

<sup>3</sup> Inezwari. D.I, op.cit, p :75.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

يمكن أن يتأثر PER بالسلطة التقديرية الإدارية حيث يمكن للمديرين التأثير عليه بزيادة الرافعة المالية فتؤدي مدفوعات الفوائد إلى انخفاض الأرباح مما قد يؤدي بالتالي إلى زيادة مضاعف السعر / الربح.

### ❖ مضاعف السعر / نمو الأرباح (PEG (Price to Earnings Growth):

إن استعمال مضاعف PER كأداة للتقييم، على المحلل التعامل مع العديد من المشاكل بالإضافة إلى ما تم ذكره عن ما هي الأرباح التي يجب استعمالها والسياسات المحاسبية المختلفة، تظهر مشكلة أخرى وهي تحديد الأسباب التي تؤدي إلى اختلاف نسبة PER عن المعيار المناسب. عند مقارنة مضاعف السعر / الربح للشركة مع المعيار المناسب حسب الشركات القابلة للمقارنة قد يجد المحلل فرقاً كبيراً بين الاثنين. هنا يجد المحلل نفسه أمام حتمية تحديد ما إذا كان يمكن تفسير الفرق في PER بين الشركات القابلة للمقارنة من خلال الاختلافات في الأساسيات. هناك عاملان أساسيان رئيسيان قد يفسران هذه الاختلافات بين وهما النمو والمخاطر<sup>1</sup>. يمكن رؤية ذلك بسهولة من التعبير التالي:

$$PER = \frac{DRP \times (1 + g)}{R_e - g}$$

حيث:  $DRP$  : نسبة توزيع الأرباح؛

$g$ : معدل النمو على المدى الطويل؛

$R_e$ : العائد المطلوب على حقوق الملكية.

من بين هذين المتغيرين نتطرق إلى النمو. من الممكن تمامًا بل ومن المعقول أن يكون لشركتين قابلتين للمقارنة PER مختلف حتى لو كان كل شيء آخر متساوٍ، فمن المتوقع أن تنمو واحدة أرباحها أسرع من الأخرى. من أجل حساب الاختلافات في النمو، يمكن تعديل نسبة PER من خلال النمو المتوقع في الأرباح على السهم. هذا التعديل يفسح المجال لنسبة PEG، التي يتم تعريفها على أنها نسبة السعر / الربح مقسومة على معدل النمو المتوقع في ربحية السهم. كما هو الحال مع مضاعف PER، هناك عدد من المتغيرات لنسبة PEG اعتمادًا على نسبة PER المستخدمة في الحساب وكيفية تحديد معدل نمو الأرباح. يتم اشتقاق نسبة PEG من نسبة PER بالطريقة التالية:

<sup>1</sup> Estrada, J, **Adjusting P/E ratios by growth and risk: the PERG ratio**, International Journal of Managerial Finance Vol. 1 No. 3, 2005, p : 189.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$PEG = \frac{PER}{g}$$

حيث g هو معدل النمو المتوقع في الأرباح للسهم.

### ❖ مضاعف السعر / القيمة الدفترية:

تعد القيمة الدفترية للشركة جانباً مهماً يوفر معلومات حول قيمة الشركة. تأخذ القيم الدفترية أدواراً بارزة تجاه تحليل تقييم الشركة<sup>1</sup>. عندما يتم إنشاء شركة جديدة، فإن قيمتها تساوي الاستثمار الذي قام به الملاك. تبدأ القيمة السوقية لأسهم الشركة في التبلور عندما تظهر عملياتها وعوداً بعوائد طويلة الأجل. وفقاً للمبادئ المحاسبية المقبولة عموماً استناداً إلى التكاليف التاريخية، تظل القيمة الدفترية دون تغيير نسبياً في مبلغ الاستثمار الأصلي بالإضافة إلى إعادة استثمار الأرباح غير الموزعة. وبالتالي، يمكن اعتبار التغير في قيمة الشركة بمثابة تغير في النسبة بين سعر السوق لأسهمها وقيمتها الدفترية<sup>2</sup>. نسبة السعر إلى القيمة الدفترية هي نسبة تقييم يستخدمها مستشارو الاستثمار ومديرو الصناديق والمستثمرون لمقارنة القيمة السوقية للشركة بالقيمة الدفترية (حقوق المساهمين). إن نسبة السعر إلى القيمة الدفترية التي يتم التعبير عنها على شكل مضاعف (عدد المرات التي يتم فيها تداول سهم الشركة لكل سهم مقارنة بالقيمة الدفترية للشركة لكل سهم) هي مؤشر على مقدار ما يدفعه المساهمون لصافي الأصول في الشركة<sup>3</sup>. يعكس مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية العلاقة بين القيمة السوقية لرأس المال وقيمة ميزانيتها العامة. حيث توفر النسبة التقييم النهائي وربما الأكثر شمولاً من قبل سوق رأس المال للحالة العامة للشركة. يلخص هذا المضاعف وجهة نظر المستثمر فيما يتعلق بالشركة والإدارة والربحية والسيولة والآفاق المستقبلية<sup>4</sup>. يتم حسابه من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{Price to Book Value} = PBV = \frac{\text{Price Per Share}}{\text{Book Value of Equity Per Share}}$$

<sup>1</sup> Shittu. I , Ahmad. A.C & Ishak. Z , **Price to Book Value, Price to Sales Multiples and Stock Price**; Evidence from Nigerian Listed Firms, Journal of Advanced Research in Business and Management Studies, Vol. 3, No. 1, 2016, p : 87.

<sup>2</sup> Agrawal. S.P, MONEM. R.M, ARIFF. M, **Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation**, FINANCE INDIA, Vol. X, No. 2, June 1996, p :334.

<sup>3</sup> Marangu. K , Jagongo. A, **Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables** (An Empirical Study of Companies Quoted At Nairobi Securities Exchange, Kenya), global journal of commerce & management, perspective, Vol.3(6), 2014, p : 51.

<sup>4</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

وإذا ما تم استعمال القيمة الإجمالية تصبح المعادلة كالتالي:

$$Price\ to\ Book\ Value = PBV = \frac{Market\ Value\ of\ Equity}{Book\ Value\ of\ Equity}$$

كما يمكن حساب هذا المضاعف بدلالة العائد على حقوق الملكية، معدل النمو و تكلفة حقوق الملكية.

$$PBV = \frac{ROE - g_n}{COE - g_n}$$

وقال "damodaren" هناك العديد من الأسباب التي تجعل المستثمرين يجدون نسبة السعر / القيمة

الدفترية مفيدة في تحليل الاستثمار. بالمقابل هنالك العديد من العيوب المرتبطة بقياس واستخدام هذه

النسبة أيضا نحاول تلخيصها في الجدول الآتي:

الجدول (2-6): إيجابيات وسلبيات استخدام مضاعف القيمة الدفترية

السلبيات	الإيجابيات
<p>- تتأثر القيم الدفترية، مثل الأرباح، بالقرارات المحاسبية المتعلقة بالإهلاك والمتغيرات الأخرى. عندما تختلف المعايير المحاسبية بشكل كبير عبر الشركات، قد لا تكون نسب القيمة الدفترية والسعر قابلة للمقارنة؛</p> <p>- قد لا تحمل القيمة الدفترية معنى كبيراً لشركات الخدمات والتكنولوجيا التي ليس لديها أصول ملموسة كبيرة؛</p> <p>- يمكن أن تصبح القيمة الدفترية لحقوق الملكية سلبية إذا كان لدى الشركة سلسلة مستدامة من تقارير الأرباح السلبية، مما يؤدي إلى نسبة سلبية للقيمة الدفترية.</p>	<p>- القيمة الدفترية توفر مقياساً ثابتاً نسبياً للقيمة يمكن مقارنته بسعر السوق. بالنسبة للذين لا يتقنون في تقدير التدفقات النقدية المخصومة، فإن القيمة الدفترية هي معيار أبسط بكثير للمقارنة؛</p> <p>- المعايير المحاسبية المتناسقة بشكل معقول عبر الشركات، يمكن من مقارنة نسب القيمة الدفترية عبر الشركات المماثلة؛</p> <p>- الشركات التي لديها أرباح سلبية، والتي لا يمكن تقييمها باستخدام نسب الأسعار إلى الأرباح، يمكن تقييمها باستخدام هذه النسبة، هناك عدد أقل بكثير من الشركات ذات القيمة الدفترية السلبية مقارنة بالشركات ذات الأرباح السلبية.</p>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على Damodaren. A, Investment Valuation, chapitre 19,

op.cit., p : 01.

### 2 1 3 3 - مضاعف الإيرادات:

تقيس مضاعفات الإيرادات قيمة الأسهم أو الشركة نسبة إلى الإيرادات التي يدرها. تستخدم هذه المضاعفات بدلا من النسب السابقة للعديد من الأسباب أهمها: أولاً، على عكس الأرباح ونسب القيمة الدفترية، والتي يمكن أن تصبح سلبية للعديد من الشركات وبالتالي ليست ذات مغزى، فإن مضاعفات الإيرادات متاحة حتى بالنسبة لأكثر الشركات المتعثرة والشركات الصغيرة جداً. ثانياً، فإنه أيضاً وعلى عكس الأرباح والقيمة الدفترية التي تتأثر بشدة بالقرارات المحاسبية المتعلقة بالهلاك والمخزون والبحث والتطوير والرسوم غير العادية، من الصعب نسبياً التلاعب بالإيرادات. ثالثاً، مضاعفات الإيرادات ليست متقلبة مثل مضاعفات الأرباح، وبالتالي تقل احتمالية تأثرها بالتقلبات السنوية في ثروة الشركة<sup>1</sup>. ميزة أخرى لاستخدام هذه المضاعفات، أنه يصبح من الأسهل مقارنة الشركات في الأسواق المختلفة، مع أنظمة محاسبية مختلفة مقارنة بمضاعفات الأرباح أو القيمة الدفترية<sup>2</sup>.

### ❖ مضاعف السعر / المبيعات Price/Sales:

نسبة السعر إلى المبيعات P/S أو PSR ، هي مقياس تقييم للأسهم. يتم حسابه بقسمة القيمة السوقية للشركة على إيرادات الشركة في آخر سنة؛ أو ، بالمثل ، قسمة القيمة السوقية للسهم الواحد على المبيعات المحققة للسهم الواحد. عادة ما يتم استعمال فترة الأربعة أرباع (12 شهراً) الماضية عند حساب مضاعف السعر إلى المبيعات أو السنة المالية الأخيرة، في حين أنه إذا تم استعمال المبيعات المتوقعة فإن النسبة تصبح المضاعف الآجل.

$$P/S = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Revenues}}$$

$$P/S = \frac{\text{Market Value per Share}}{\text{Sales per Share}}$$

P/S هي دالة متزايدة لهامش الربح الصافي ونسبة العائد ومعدل النمو ، ودالة متناقصة لمخاطر الشركة أي لمعدل العائد المطلوب<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Damodaren. A, **Investment Valuation**, chapitre 20, op.cit., p : 01.

<sup>2</sup> Inezwari. D.I, op.cit, p 79.

<sup>3</sup> Omran. M. F, **Equity valuation using multiples in the emerging market of the United Arab Emirates**, REV. Middle East Econ. Fin, VOL. 1, NO. 3, December 2003, p : 270.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$P/S = \frac{NPM (1 - b)(1 + g)}{K - g}$$

تقترح نظرية فيشر ( 1984 ) أنه يجب على المستثمرين شراء الأسهم فقط في الشركات ذات نسب P/S منخفضة لأن كل دولار مستثمر سيشتري بعد ذلك المزيد من الدولارات من المبيعات وينتج عنه احتمال أكبر لتحقيق عوائد أكبر لمحفظه أسهم المستثمر. يجادل فيشر بأن تحديد شركات P/S منخفضة هي خطوة أولى مهمة في تحقيق عوائد أعلى من المتوسط مع المحافظ الاستثمارية ، ويقترح أن نسبة P/S هي مؤشر أكثر فائدة للأسهم منخفضة القيمة من نسبة PER لأن مبيعات الشركة السنوية عادة ما تكون أكثر استقرارًا بكثير من أرباحها المعلنة. حيث أن أرباح معظم الشركات غير مستقرة بطبيعتها بسبب التغيرات في الظروف الاقتصادية أو الصناعية. بالإضافة إلى ذلك من الصعب جدًا على المحللين الماليين التنبؤ بمدى استدامة أرباح الشركة الحالية في المستقبل.<sup>1</sup>

من العيوب التي تظهر عند استعمال P/S أنها لا تأخذ بعين الاعتبار هيكل التمويل في الشركة أي الديون وبالتالي لا تفرق النسبة بين شركة ذات رافعة مالية عن شركة بدونها. كما لا تقدم هذه النسبة أي معلومات حول ربحية الشركة أو تكاليفها وبذلك من المهم استعمال مضاعف السعر إلى المبيعات إلى جانب بقية المضاعفات لأخذ نظرة عامة صحيحة.

2 1 3 4 - مضاعفات قيمة المؤسسة:

❖ مضاعف EV/EBITDA:

انتشر استعمال هذا المضاعف خصوصاً في العقدين الأخيرين بغرض تقييم المؤسسات. قبل المتابعة في تقديم هذا المضاعف نتطرق لتعريف المصطلحات التي يتكون منها:

- قيمة المؤسسة: هي القيمة السوقية + الديون المالية- السيولة والاستثمار قصير الأجل + حقوق الأقلية+ الأسهم الممتازة؛

- EBITDA: الأرباح قبل الفوائد والضرائب والاهتلاك وإطفاء الدين

(Earnings Before Interest taxes, depreciation and amortization)

<sup>1</sup> Vruwink. D.R, Quirin. J.J, O'Bryan. D, A Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors?, Journal of Business & Economics Research, Volume 5, Number 12, December 2007, p 33.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

يقول « Damodaren.A » أن الاستعمال المتزايد لهذا المضاعف من طرف المحللين راجع إلى عدة أسباب. أولاً، هناك عدد أقل بكثير من الشركات ذات EBITDA السلبية من الشركات التي لديها ربح سلبي لكل سهم، وبالتالي لا نفقد عدد كبير من الشركات عند التحليل. ثانياً، يمكن أن تؤدي الاختلافات في طرق الاهتلاك عبر الشركات المختلفة - قد يستخدم البعض الاهتلاك الخطي بينما يستخدم البعض الآخر الاستهلاك المتناقص أو المتزايد - إلى حدوث اختلافات في الدخل التشغيلي أو صافي الدخل ولكن لن تؤثر على EDITDA، كما لا تتأثر بالاختلافات في هيكل رأس المال. ثالثاً، يمكن مقارنة هذا المضاعف بسهولة أكبر عبر الشركات ذات الرافعة المالية المختلفة - البسط قيمة ثابتة والمقام هو أرباح ما قبل الدين - من مضاعفات الأرباح الأخرى.<sup>1</sup> يتم حسابه حسب المعادلة الآتية:

$$EV/EBITDA = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of debt} - \text{Cash}}{\text{Earnings Before Intrest Taxes, Depreciation \& Amortization}}$$

يستخدم المستثمرون نسبة EV/EBITDA لتحديد ما إذا كانت المؤسسة مقومة بأقل من قيمتها وذلك إذا كانت النسبة منخفضة أو مبالغ في تقييمها إذا كانت النسبة مرتفعة. كما توظف لاكتشاف مرشحين للاستحواذ لأن قيمة المؤسسة هنا تشمل الدين أيضاً وبالتالي فهي مقياس أفضل بكثير من القيمة السوقية لعمليات الاندماج والاستحواذ. كما توفر نسبة EV/EBITDA صورة مثالية لأداء الشركة الكلي لذلك يستخدم محللو الأسهم هذا المضاعف في كثير من الأحيان عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

على الرغم من كل الإيجابيات التي يقدمها مضاعف EV/EBITDA، مع ذلك له بعض العيوب وأهمها هو وجود EBITDA في هذه النسبة والتي لا تصنف ضمن مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً وبالتالي ليس هناك مرجع لكيفية تقديرها و وهذا يعني أيضاً أن المؤسسات عادة ما تعدل الأشياء المدرجة في حسابات EBITDA الخاصة بها من فترة إعداد تقارير إلى أخرى. فيما يلي بعض السلبيات الأخرى المتعلقة ب EBITDA:<sup>2</sup>

لـ EBITDA تبالغ في تقدير المبالغ النقدية التي يمكن للشركة توزيعها أثناء العمليات التشغيلية؛

لـ استعمال EBITDA في المضاعفات لا يعكس المخاطر بشكل جيد؛

<sup>1</sup> Damodaren. A, **Investment Valuation**, chapitre 18, op.cit., p : 46

<sup>2</sup> Mauboussin. M.J , **What Does an EV/EBITDA Multiple Mean?**, working paper, Blue Mountain Investment Research, September, 201 8, p : 0 4.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

لـ EBITDA لا تظهر تأثير الضرائب، يمكن لشركتين لهما نفس EBITDA وهيكلاً رأس المال دفع الضرائب بأسعار مختلفة. ونتيجة لذلك، ستكون مضاعفات EV / EBITDA مختلفة.

### ❖ مضاعف EV/EBIT:

يستخدم هذا المضاعف لتحديد الأعمال التي نجحت الشركة في تحقيقها على مدى فترة معينة، وهو واحد من أهم أدوات التقييم ويتم حسابه كنسبة بين قيمة المؤسسة والأرباح قبل الفوائد والضرائب. هذه النسبة هي نسخة محسنة من مضاعف السعر / الربح حيث تعوض هذه بعض أوجه القصور الموجودة فيه فبدلاً من استخدام سعر سهم الشركة فقط، تستخدم الشركة قيمة المؤسسة التي تتضمن أيضاً الدين. يتم تقدير قيمة المؤسسة عند حساب هذا المضاعف بنفس الطريقة لـ EV / EBITDA . يتم حساب مضاعف EV/EBIT حسب المعادلة الآتية:

$$EV/EBIT = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of debt} - \text{Cash}}{\text{Earnings Before Intrest \& Taxes}}$$

تعتبر نسبة EV / EBIT مقياساً مفيداً جداً للمشاركين في السوق، حيث تقيس الصيغة أعلاه بالتفصيل ما إذا كانت أسهم الشركة باهظة الثمن أو رخيصة مقارنة بالسوق أو الشركة المنافسة. تشير النسبة المرتفعة إلى أن قيمة أسهم الشركة مبالغ فيها. في مثل هذا الموقف، في حين أنه مفيد البيع الفوري للأسهم لتحقيق الأرباح، إلا أنه يمكن أن يتسبب في كارثة عندما تصل أسعار الأسهم إلى قيمتها المناسبة، مما يتسبب في انخفاض هذه الأسعار. على العكس من ذلك، تشير النسبة المنخفضة إلى أن أسهم الشركة مقومة بأقل من قيمتها، وبالتالي لا تعكس القيمة الفعلية للشركة. ولكن كلما انخفضت قيمة EV / EBIT، كانت الشركة أكثر استقراراً وأماناً من الناحية المالية. ومع ذلك، لا يمكن استخدام هذه النسبة بمعزل. يجب أن يستخدمها المحللون والمستثمرون إلى جانب النسب الأخرى للحصول على صورة كاملة عن الحالة المالية للشركة والقيمة الفعلية للشركة، وما إذا كان تفسير السوق للقيمة دقيقاً، ومدى احتمال تصحيح السوق للتقييم المعيب.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> لمعلومات أخرى يرجى زيارة: & <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/> & <https://www.wallstreetmojo.com/ev-to-ebit/>

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### ❖ مضاعف قيمة المؤسسة / المبيعات EV/Sales:

مضاعف قيمة المؤسسة إلى المبيعات هو مقياس يستخدم لتقييم المؤسسات عن طريق قسمة قيمة المؤسسة (حقوق الملكية + الدين - النقد) على إيراداتها السنوية<sup>1</sup>. يتم استعماله بشكل شائع للشركات في المرحلة المبكرة (غالبا ما تعمل بخسارة) أو الشركات ذات النمو المرتفع والتي لا تحقق أرباحا بعد.

$$EV/Sales = \frac{\text{Market Value of Equity} + \text{Market Value of Debt} - \text{Cash}}{\text{Revenues}}$$

على غرار مضاعف السعر / المبيعات فإن هذا المضاعف أيضا من إيجابياته أنه مفيد لتقييم الشركات ذات الأرباح أو EBITDA السلبية حيث من السهل العثور على مبلغ المبيعات لمعظم الشركات في القوائم المالية ما يسهل عملية حسابه. أما سلبياته فتظهر في تجاهله للربحية والتدفق النقدي وهيكل رأس المال، ومن عيوبه أيضا أنه قد يكون من الصعب تفسير نتائجه.

### المطلب الثالث: طرق أخرى للتقييم

#### 1 - الطرق المركبة les méthodes mixtes:

يمكن استخلاص قيمة المؤسسة وفقاً لطرق مختلفة استناداً إلى الماضي، مع الإشارة بشكل أساسي إلى البيانات المحاسبية. بالإضافة إلى المناهج التي تركز على مستقبل المؤسسة، مع الأخذ في الاعتبار أن قيمة السهم وقبل كل شيء مرتبط بربحيته المستقبلية، وهذا يعني توزيعات الأرباح. كانت الفكرة الأساسية وراء أساليب الطرق المركبة هي وجود فجوة بين القيمة حسب مقارنة الذمة المالية والقيمة حسب مقارنة التدفقات. لذلك، ظهرت طرق مختلطة تجمع بين مفاهيم قيمة الذمة المالية وقيمة الربحية.

وفقاً لهذه المناهج، تشكل قيمة الذمة المالية قيمة أساسية للمؤسسة والتي يمكن أن تستفيد أيضاً من

الإيراد الاقتصادي (القيمة الديناميكية) التي يتم الحصول عليها من خلال حساب فائض القيمة (GoodWill). في حالة العجز، يتم تحديد ناقص القيمة (BadWill). الصيغة الأساسية لكل هذه الأساليب هي كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{قيمة الذمة المالية} + \text{القيمة الديناميكية}$$

$$\text{valeur de l'entreprise} = \text{la valeur patrimoniale} + \text{la valeur dynamique}$$

<sup>1</sup> Damodaren. A, **Investment Valuation**, chapitre 20, op.cit, p : 02.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### 1 1 - فائض القيمة Goodwill:

يتم تعريف فائض القيمة على أنه قيمة غير ملموسة تساهم في القيمة الإجمالية للمؤسسة. أي زيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة على مجموع قيم مختلف العناصر الملموسة وغير الملموسة التي تتكون منها". وبالتالي، فإنه يمثل إمكانية ربح تزيد من قيمة الأصول بفعل التقييم، ويتم استيعابها في عنصر غير ملموس غير معترف به في الميزانية. بشكل عام، يمكن تعريف Goodwill على أنه الفائض المرتبط بالربحية، للقيمة الإجمالية للشركة على قيمة أصولها.

$$GW = \text{valeur de l'entreprise} - \text{actif net}$$

### 1 1 1 - ريع فائض القيمة:

يعرف هذا المفهوم بأنه الفرق بين النتيجة المولدة في المؤسسة والنتيجة المطلوبة من قبل المستثمرين. أي أن هذه الفجوة تظهر من خلال ريع فائض القيمة الذي يمثل الربحية الإضافية التي تأتي من العناصر غير الملموسة للمؤسسة، سواء كانت تظهر في الميزانية أم لا. يتم حسابه حسب المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$R_n = B_n - (r * A_n)$$

حيث:  $B_n$  الربح المتوقع بعد الضريبة للسنة  $n$ ؛

$A_n$  الأصل الضروري للاستغلال؛

$r$  معدل العائد المطلوب على الأصل.

بما أن فائض القيمة يساوي إلى القيمة المستحدثة للريوع السنوية المتوقعة في المستقبل. يمكن أن يشمل الاستحداث:<sup>2</sup>

❖ الريوع المتوقعة لعدد محدود من السنوات غالبا ما تكون 5 سنوات

$$GW = \frac{R_1}{(1+i)^1} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \frac{R_3}{(1+i)^3} + \frac{R_4}{(1+i)^4} + \frac{R_5}{(1+i)^5}$$

❖ سلسلة لا نهائية من الريوع التي يفترض أنها ثابتة

<sup>1</sup> Friederich. M, Langlois. G, *Le meilleur du DSCG 4 Comptabilité et audit*, Éditions Foucher, 5<sup>e</sup>, édition, 2015, p : 09.

<sup>2</sup> Idem.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$GW = \frac{R}{i}$$

### 1 1 2 - الأصل المطلوب للاستغلال:

يتوافق الأصل المعبر عنه في معادلة ربح فائض القيمة مع الأصل الصافي المصحح، أو القيمة الجوهرية الصافية أو الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.<sup>1</sup>

### 1 1 3 - معدل الفائدة:<sup>2</sup>

- ❖ معدل استحداث ربح فائض القيمة  $i$ : ويساوي إلى تكلفة تمويل الأصل المطلوب للاستغلال. بالنسبة للأصل الصافي المصحح هو تكلفة حقوق الملكية، بالنسبة القيمة الجوهرية الصافية فهو المتوسط المرجح لتكلفة الأموال الخاصة والقروض. أما الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال فهو المتوسط المرجح لتكلفة الأموال الخاصة وجميع الديون؛
- ❖ معدل العائد المطلوب على الأصل  $r$ : يتم حساب ربح فائض القيمة، من خلال تطبيق على الأصل، إما معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر وبذلك يكون  $r < i$ ، أو المعدل المطلوب للاستثمار في المؤسسة، مع مراعاة المخاطر التي تنطوي عليها وبذلك يكون  $r = i$ .

### 2 - طريقة المطبقين (غير مباشرة):

وفقاً لهذه الطريقة، يتم تعريف قيمة المؤسسة على أنها الوسط الحسابي لصافي الأصول الدفترية (ANCC) وقيمة العائد ( $Vr$ )، أي آخر ربح معروف مقسوماً على معدل العائد الخالي من المخاطر.<sup>3</sup>

$$V = \frac{ANCC + Vr}{2}$$

من خلال هذه المعادلة يمكن تحديد فائض القيمة والذي يساوي إلى نصف الفارق بين قيمة العائد والأصل الصافي المصحح بطريقة غير مباشرة كالاتي:<sup>4</sup>

$$V = \frac{ANCC + Vr}{2} = \frac{ANCC}{2} + \frac{Vr}{2} = ANCC - \frac{ANCC}{2} + \frac{Vr}{2}$$

<sup>1</sup> Friederich. M, Langlois. G, op.cit, p 10

<sup>2</sup> Ibid, p : 12.

<sup>3</sup> Tournier. J.B, Tournier. J.C , *Evaluation d'entreprise ; que vaut une entreprise ?*, édition d'organisation, 2007, p : 182.

<sup>4</sup> Barneto.P, Gregorio.G, op.cit, p : 294.

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

$$GW = V - ANCC$$

ولدينا:

$$GW = -\frac{ANCC}{2} + \frac{VR}{2}$$

$$GW = \frac{VR - ANCC}{2}$$

مع:  $VR = \frac{B}{i}$ ، حيث B هو آخر ربح معلوم و i المعدل الخالي من المخاطر.

### 3 - الطريقة الأنجلوسكسونية:

وفقاً لهذه الطريقة، تستند قيمة المؤسسة على مجموع صافي الأصول المعاد تقييمها وفائض القيمة الذي يتم حسابه مباشرة دون المرور بحساب قيمة العائد والذمة المالية.

$$V = ANCC + GW$$

$$GW = (B - A \times t) \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \quad \text{////////} \quad GW = \frac{(B - A \times t)}{i}$$

## الفصل الثاني: مقاربات التقييم المالي للمؤسسة

### خلاصة الفصل:

لا يمكن أن تتم عملية التقييم باختلاف طرقها وتعددتها ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها، والتي تلعب دوراً مهماً في تزويد الخبير المقيم بكل صغيرة وكبيرة عن ماضيها، والذي يمكن أن يستقى من القوائم المالية والمحاسبية، وعن إمكانياتها الموجودة حالياً وذلك من خلال المعلومات الأخرى كالخبرة والزيارات الميدانية. تعتبر عملية جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار العمل، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحاً ما لم يضع ويسطر الخبير مخططاً للعمل ويسير وفقه، للخروج بقيمة موضوعية للمؤسسة، ومن هنا تبرز أهمية ودور التشخيص في إنجاح عملية التقييم.

تعرف طرق التقييم تعدداً كبيراً واختلافاً في ما بينها حيث نجد على الأقل ثلاث مقاربات تركز على مناظير مختلفة تماماً عن بعضها البعض في المنطلق (الذمة المالية، التدفقات، فائض القيمة، بالإضافة إلى طرق أخرى خارج هذا التصنيف)، فبقدر ما تعتبر هذه الوضعية إيجابية من حيث شراء ومرونة عملية التقييم، بقدر ما يجعل من العملية أمراً معقداً من خلال إيجاد الطريقة المثلى والأنسب للمؤسسة، لأن كل طريقة من طرق التقييم تفضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحياناً متباينة بشكل كبير. ما سبق يحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها ووضوعيتها، وبالتالي إنجاح الأهداف المرجوة من عملية التقييم، إضافة إلى الاستعادة وكسب الوقت والمال الذي ينجر عن تطبيق هذه الطرق في آن واحد، وبالتالي فدراسة المؤسسة والمحيط الذي تنشط فيه ومن ثم تطبيق الطريقة أو الطرق المثلى لها يعطي انطباعاً حسناً كون القيمة الناتجة عن ذلك تصبح مبررة ومنطقية من اعتبارات مدروسة.

الفصل الثالث:

اتخاذ القرارات

المالية في

المؤسسة في ظل

التقييم المالي

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### تمهيد:

يعد القرار في المؤسسة من أهم آليات التسيير، وتستعمل هذه العملية كما هائلا من المعلومات المالية المرتبطة بالوضع المالي للمؤسسة وكذا المحيط الخارجي لها، وللوصول إلى اتخاذ قرار مالي سليم ورشيد لابد من المرور بمسار معين والاعتماد على طرق وأساليب علمية. يعتبر التقييم المالي مدخلا رئيسيا للوقوف على المعلومات والمؤشرات المالية المتوفرة، حيث تساهم طرق التقييم المالي في المفاضلة بين أحسن البدائل ومن ثم اتخاذ القرار الذي يناسب الوضع المالي للمؤسسة ويعمل على زيادة نموها خاصة فيما يتعلق بقرارات التوسع الخارجي التي تكون لها انعكاسات سلبية في حالة سوء تقديرها. من هذا المنطلق تطرقنا في هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: الإطار النظري لاتخاذ القرار

المبحث الثاني: القرارات المالية والتقييم المالي

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### المبحث الأول: الإطار النظري لاتخاذ القرار

تسعى جل المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها الإستراتيجية والتي تركز خاصة على تعظيم القيمة السوقية وزيادة الربحية والنمو ولا يتحقق هذا إلا من خلال اتخاذ قرارات عقلانية ومنطقية تؤدي بالضرورة إلى استمرارية هذه المؤسسات على المدى الطويل. قبل التطرق إلى القرار المالي يجدر بنا من الناحية الموضوعية أن نستهل هذا الفصل بتوضيح مفهوم القرار واتخاذ القرار.

### المطلب الأول: القرار واتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية

حظي مفهوم القرار واتخاذ القرار باهتمام بالغ في المنهج الحديث للإدارة وذلك للأهمية التي يحتلها في مختلف أنشطة المؤسسة. لهذا سنتناول في هذا المبحث تعريف للقرار وعملية اتخاذ القرار بصفة عامة تمهيدا للتعريف بالقرارات المالية.

#### 1 اتخاذ القرار:

#### 1.1 القرار:

عند مراجعة الأدبيات النظرية في المجال نجد اختلافا في وجهات نظر الباحثين وهذا راجع إلى تعدد في خلفياتهم العلمية وحتى البيئية والاجتماعية ونتيجة لذلك سنتطرق إلى أهم التعريفات التي حظي بها هذا المصطلح.

بالرجوع إلى التعريف اللغوي نجد أن القرار هو المستقر أي ما قر عليه الرأي. أما القرار فيعرف ضمن أدبيات التسيير على أنه "الاختيار المدرك والواعي لبدل أو مشروع معين من بين ما هو متوفر من البدائل أو المشروعات وذلك بشرط أن يتم على أساس التحقق والحساب في اختيار البديل أو المشروع المناسب"<sup>1</sup>. كما يعرف على أنه "البديل الأفضل المختار ضمن مجموعة من البدائل المتنافسة والقرار هو إجراء لإحداث تغيير لتحقيق قيمة مضافة سواء كانت مادية أو معنوية تعود على الشخص نفسه أو غيره"<sup>2</sup>. وفي تعريف آخر أوسع لمفهوم القرار، قدم إضافات على التعريفين السابقين، يوصف بأنه "العملية التي بموجبها يتم المفاضلة بين مجموعة من البدائل، وذلك لتحقيق هدف معين، وما القرار إلا عملية تنبؤ تحاول الربط بين الماضي والمستقبل القصد منها التحكم فيما سيحدث مستقبلا ومجاهته. ويقود القرار إلى

<sup>1</sup>الفضل مؤيد تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص: 261.

<sup>2</sup>تعليق صابر سيد نظم ودعم اتخاذ القرارات الإدارية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 34.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

تصرف أو رد فعل معين والذي بدوره يقود إلى تحقيق ناتج محدد (هدف)، وبناء على هذه النتائج ومقارنتها ببعض يتم اختيار البديل الأفضل<sup>1</sup>.

بعبارة بسيطة القرار هو اختيار بديل أي عملية المفاضلة بين البدائل المتوفرة (على الأقل بديلين) وفقا لأسس مدروسة من أجل الوصول إلى هدف معين، حل مشكل، انتهاء فرصة.

### 1 2 - اتخاذ القرار:

عملية اتخاذ القرار هي وسيلة إدارية هامة تساعد المسؤولين على تنفيذ واجباتهم الإدارية وبالتالي فهي تعبر عن مدى نجاح أو فشل العمل الإداري، وفي هذا الصدد يمكن تحديد اتجاهين لعملية اتخاذ القرار في الفكر الإداري. الاتجاه الأول مرتبط بالبحث الأكاديمي أي المنطق النظري حيث تم بناء أو اختيار نماذج كمية لترشيد عملية اتخاذ القرارات، أما الاتجاه الثاني المرتبط بالممارسة الإدارية قدم فيه المديرين خلاصة تجاربهم وخبرتهم بالتركيز على الممارسة الفعلية لعملية اتخاذ القرارات<sup>2</sup>.

يمكن تعريف عملية اتخاذ القرار بأنها جوهر العملية الإدارية ومحور نشاطها، فهذه العملية منظمة ورشيدة، مبنية على الدراسة والتفكير الموضوعي للوصول إلى قرار مرضي ومناسب، وهي عملية تقوم على مواجهة المواقف والمشكلات أثناء العمل عن طريق توفير المعلومات اللازمة والكافية واختيار البديل الأكثر ملائمة من بينها في سبيل تحقيق الهدف المرغوب<sup>3</sup>.

اتخاذ القرارات هي العملية التي تترافق مع وجود حالة من عدم التأكد في ظل تعدد الخيارات التي يمكن سلوكها، وتتضمن القيام بدراسة البدائل المتاحة والقيود المفروضة والتأليف بين أولويات الأهداف المراد تحقيقها مع الإمكانيات التي يمكن رصدها لتحقيق أعظم منفعة ممكنة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> هواري سويسي، تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2008، ص: 189.

<sup>2</sup> مداحي عثمان، أهمية ودور المعلومات في اتخاذ القرارات، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جوان 2018، ص: 235.

<sup>3</sup> هلايلي إسلام، أحمد قايد نور الدين، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في تحسين القرارات بالمؤسسة الاقتصادية ، مجلة دفا تر اقتصادي، المجلد 10، العدد 02، بسكرة، الجزائر، 2019، ص: 383.

<sup>4</sup> غالم كمال، بن خليف طارق، مروش يوسف، دور بطاقة الأداء المتوازن في اتخاذ القرارات المالية وترشيدها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية المسيلة- ، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 01، 2022، ص: 451.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

بمفهوم مبسط اتخاذ القرار هو عملية اختيار بديل واحد من البدائل الممكنة لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة في ضوء العوامل البيئية والموارد المتاحة للمنظمة<sup>1</sup>. وتجدر الإشارة إلى الفرق بين صنع القرار واتخاذ القرار، فهذا الأخير الهدف النهائي لعملية صنع القرار والتي تشمل أيضا تحديد المشكلة، تحديد البدائل وتقييمها ومتابعة تنفيذ القرار وتصحيح مساره إذا تطلب الأمر.

وفقا لما تم ذكره سابقا نستخلص خصائص عملية اتخاذ القرار:

- ❖ هي عملية إدارية شاملة تمارس على جميع المستويات؛
- ❖ هي عملية المفاضلة والتوفيق والتركيب بين الإمكانيات المتاحة والمتطلبات المفروضة؛
- ❖ هي عملية تنظيمية قائمة على الجهود المشتركة للأفراد؛
- ❖ هي عملية تتأثر بالتغيرات التي تحدث في البيئة الداخلية للمؤسسة و/أو البيئة الخارجية المحيطة بها.

### 2 مراحل صنع واتخاذ القرار:

تحتاج عملية اتخاذ القرار إتباع عدة خطوات لضمان الوصول إلى قرارات سليمة ونجد في كثير من الأحيان أن هذه المراحل تتداخل فيما بينها نظرا لعدم وجود فاصل زمني يحددها<sup>2</sup>، وقد اتفق أغلب الباحثين على المراحل الآتية:

#### 1-3-1 - إدراك وتحديد المشكلة:

يتعلق القرار بوجود مشكلة والمشكلة في الفكر الاقتصادي تعني وجود اختلاف أو خلل أي انحراف بين الأهداف المرجوة والنتائج المتحصل عليها. ويعد إدراك وتحديد المشكلة الخطوة الأولى في مسار عملية اتخاذ القرار بحيث ينبغي التعمق في دراستها لاكتشاف طبيعتها، أسبابها، أعراضها وأبعادها عن طريق جمع البيانات الدقيقة والمعلومات ذات الصلة وتحليلها للوصول إلى التشخيص الدقيق لهذه المشكلة.

<sup>1</sup> حفصة أمينة، شريط صلاح الدين، دور قائمة التدفقات النقدية في دعم عملية اتخاذ القرار في ظل المعيار المحاسبي الدولي 07، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 05، 2018، ص: 84.

<sup>2</sup> هلايلي إسلام، أحمد قايد نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 383.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1-3-2- تحديد البدائل (البحث عن حلول):

البديل هو الحل الممكن والملائم للمشكلة الذي يرجى منه تحقيق الأهداف المطلوبة، بعبارة أخرى البديل هو كل الطرق والمسارات التي يمكن أن تسير فيها للوصول إلى حل للمشكلة التي سبق تحديدها<sup>1</sup>. في هذه المرحلة يفضل تحديد أكبر عدد ممكن من البدائل التي لها علاقة مباشرة بتحقيق النتائج المطلوبة لأنها غالبا ما تعتمد على التجارب السابقة.

### 1-3-3- تقييم البدائل:

تتطلب هذه المرحلة دراسة عميقة وجدية ووافية لجميع النواحي المتعلقة بالبديل كالأثار الاجتماعية واستجابة العاملين والتوقيت والسرعة وغيرها، حيث يتم تقييم كل بديل على حدا لتحديد نقاط قوته وضعفه، مزاياه وعيوبه في ضوء مدى تحقيقه للأهداف المطلوبة والتنبؤ بنتائجه ثم يتم المفاضلة بين هذه البدائل وفقا لمعايير محددة وأسس موضوعية تتوافق مع أهداف عملية اتخاذ القرار فضلا عن الاعتماد على الحدس والحكم الشخصي لاختيار أفضلها<sup>2</sup>.

### 1-3-4- اتخاذ القرار (اختيار البديل الأمثل):

بعد الانتهاء من عملية التقييم يصبح تحديد البديل الأفضل أكثر سهولة فهو ما يحقق أقل العيوب وأكثر المزايا مقارنة بالبدائل الأخرى، فقد يكون البديل ما يحقق أفضل عائد إذا كان الهدف منه الاستثمار أو ما يحقق أقل خسارة إذا تعلق الأمر بمواجهة موقف سيء. ليس بالضرورة أن يحقق البديل الأمثل الحل بنسبة مئة بالمائة ولكن أن يكون الأفضل من بين ما هو متوفر وفي ظل الظروف المتاحة. يتم اختيار البديل بعد الإجابة عن هذه الأسئلة:

- هل يحقق الأهداف المطلوبة؟
- هل يتفق مع سياسة وإستراتيجية المؤسسة؟
- هل يمكن تطبيق البديل؟ هل هو منطقي؟ هل هو مجدي؟
- هل يتلاءم مع الظروف الخارجية للمؤسسة؟

<sup>1</sup> هلايلي إسلام، أحمد قايد نور الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 383.

<sup>2</sup> حسن بشير حسن محمد، رمزي عاطف مطر، أثر جودة مخرجات نظم دعم القرار على عملية صنع القرار -دراسة حالة جامعة البطانة-، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02، الجزائر، 2021، ص: 233.

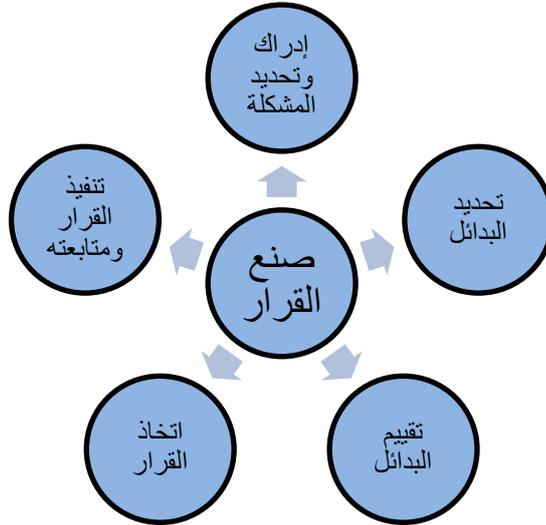
## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1-3-5- تنفيذ القرار ومتابعته:

لا ينتهي صنع القرار عند اختيار البديل بل لابد من جعله واقعيا وملموسا فالقرار في حد ذاته لا قيمة له إذا لم ينفذ. وكذلك تنفيذ القرار لا يعني انتهاء العملية، فمرحلة التقييم في غاية الأهمية وذلك بالتأكد من أن القرار كان فعالا في حل المشكلة وقد حقق الأهداف المرجوة منه ومتابعة أي انحرافات أو اختلالات لتقويمها. يتم التحقق من سلامة تنفيذ القرار وفق ما خطط له من خلال التغذية العكسية التي هي أساس معرفة فاعلية القرار<sup>1</sup>.

يمكن تلخيص المراحل السابقة في الشكل الآتي:

الشكل (3-1): مراحل عملية صنع القرار



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على ما سبق

### 3 العوامل المؤثرة وصعوبات اتخاذ القرار:

تعمل المؤسسة في بيئة تتميز بالحركية والديناميكية والتغير، وبذلك تتأثر عملية اتخاذ القرار بالأوضاع والعوامل الخاصة بالبيئة الداخلية والخارجية منها وتتفاعل معها باستمرار<sup>2</sup> والتي يمكن أن تعيق صدورها بالشكل المناسب. تتمثل هذه العوامل في:

<sup>1</sup> حسن بشير حسن محمد، رمزي عاطف مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 234.

<sup>2</sup> مداحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

3 1 - العوامل المؤثرة على اتخاذ القرار:

3 1 1 - عوامل البيئة الخارجية:

البيئة الخارجية هي تلك المؤثرات التي تأتي من خارج المؤسسة مثل البيئة السياسية والاقتصادية والاجتماعية والتكنولوجيا وغيرها والتي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على عملية اتخاذ القرار ويمكن تقسيمها إلى<sup>1</sup>:

- العوامل الاقتصادية: وتتمثل في الوضع الاقتصادي العام و التضخم والقدرة الشرائية للنقود

والسياسات المالية والاقتصادية للدولة ومعدلات الفائدة والمنافسة وغيرها؛

- العوامل السياسية: وتتمثل في درجة الاستقرار السياسي والاتجاهات الأيدلوجية للدولة ومدى

تدخلها في النشاط السياسي؛

- العوامل الاجتماعية: تشمل الدين والعادات والتقاليد والأعراف والقيم وأنماط السلوك السائدة في

المجتمع بالإضافة إلى الرشوة والمحسوبية وعدم احترام المواعيد ومدى تماشي القرارات والحلول

معها؛

- العوامل التكنولوجية: تشمل وجود نظام معلوماتي جيد ونظام اتصالات فعال وشبكة معلومات

تساعد على تدفق هذه المعلومات أي كل القاعدة التحتية التكنولوجية.

يضاف إلى هذه العوامل القرارات التي تتخذها المؤسسات الأخرى سواء كانت شريكة أو منافسة، إذ أن

كل قرار تتخذه المؤسسة لابد أن يتأثر ويعمل ضمن إطار القرارات المؤسسات الأخرى<sup>2</sup>.

3 1 2 -عوامل البيئة الداخلية:

إلى جانب العوامل الخارجية، تتأثر عملية اتخاذ القرار بجملة من العوامل الداخلية التي تخص

المؤسسة في حد ذاتها وأهمها درجة وضوح الأهداف والتشجيع على الابتكار والإبداع. كذلك تتأثر القرارات

بحجم المؤسسة ودرجة انتشارها جغرافيا ومدى نموها والهيكل والعلاقات التنظيمية بين الأفراد والإدارات

والأقسام ووجود نظام معلومات واتصال فعال داخل المؤسسة يوفر البيانات اللازمة لاتخاذ قرارات سليمة،

<sup>1</sup> مداحي عثمان، مرجع سبق ذكره، ص: 238.

<sup>2</sup> بلحاج فتيحة، الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار ، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، العدد 07، الجزائر، 2016، ص: 275.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

بالإضافة إلى طبيعة العلاقات الإنسانية السائدة وإمكانات الأفراد وقدراتهم ومدى تدريبهم وتوفر الموارد المالية والفنية<sup>1</sup>.

### 3 1 3 - عوامل أخرى:

تتأثر عملية اتخاذ القرارات بسلوك الفرد والتغيرات التي تحدث له من انفعالات تتناوبه خلال المواقف المختلفة كالفرح والحزن والقلق. كما أن الحالة النفسية و الصفات الشخصية لمتخذ القرار وتكوينه الشخصي تؤثر في مقدرته على اكتشاف المشكلات وابتكار الحلول واتخاذ القرارات فإذا كان تأثير هذه العوامل ايجابيا فإن القرار سيكون ناجحا ومنطقيا<sup>2</sup>. كذلك تشكل المواقف والظروف المحيطة بالمشكلة عاملا مؤثرا على هذه العملية ويمكن التمييز في هذه الحالة بين أربع حالات وهي: القرار في حالة التأكد والقرار في حالة عدم التأكد والقرار في حالة المخاطرة والقرار في حالة الاختلاف. تتأثر عملية اتخاذ القرار بعامل مهم وهو الوقت والذي قد يكون في صالح متخذ القرار إذا زادت المدة الزمنية المتاحة لاتخاذ القرار كما يمكن أن تكون ضده إذا ضاقت.

### 3 2 - الصعوبات المتعلقة بصنع القرار:

تواجه عملية اتخاذ القرار العديد من المشاكل والصعوبات التي تحول دون فعاليتها ونذكر منها<sup>3</sup>:

- عدم وفرة المعلومات اللازمة: إن سلامة وفعالية القرار الإداري تتوقف بالدرجة الأولى على دقة وكفاءة المعلومات التي ستبنى على أساسها القرارات فنقص المعلومات المطلوبة إلى جانب عدم دقتها أو حداثةها وعدم توفر الأساليب العلمية الحديثة للحصول عليها وتنسيقها يعرقل عملية اتخاذ القرار السليم؛

<sup>1</sup> بلحاج فتيحة، مرجع سبق ذكره، ص: 275.

<sup>2</sup> محمد البشير ابراهيم أحمد ، أساليب المحاسبة الحديثة ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة تطبيقية على بعض المؤسسات الحكومية بالسودان-، مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، المجلد 04، العدد 08، الجلفة، الجزائر، ص: 148.

<sup>3</sup> بتصرف اعتمادا على :

- عصام محمد حمدان مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 34-35.

- عزي سهام، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة حالة مؤسسة عمومية: المستشفى الجامعي مصطفى باشا ووكالة التأمين سلامة-، مذكرة ماجستير، تخصص: التسيير العمومي، جامعة الجزائر 03، 2011/2012، ص ص: 34-38.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- التردد والخوف: إن عدم القدرة على تحديد الأهداف والمشكلات بدقة ومعايير المفاضلة بين البدائل والنتائج المتوقعة منها، إضافة إلى تعدد الأساليب والأجهزة الرقابية على تصرفات متخذ القرار تجعل هذا الأخير مترددا في قراراته وبالتالي يؤثر بشكل سلبي على العملية؛
- البيروقراطية والمركزية وعدم التفويض في عملية اتخاذ القرارات مما يضعف روح المسؤولية لدى القيادات الإدارية الوسطى والعاملين؛
- عدم مرونة القوانين واللوائح والتعليمات المعمول بها فيجد متخذ القرار نفسه عاجزا عن تعديل أو إلغاء أحكام معينة، وعليه تفرض المشاكل القانونية نفسها طالما بقيت القواعد القانونية القديمة لا تتلاءم مع الأهداف الجديدة، إلى جانب التعنت في تفسير التعليمات والنصوص القانونية والتمسك الشديد بالألفاظ والمعاني اللغوية لها وعدم المرونة في تفهم القصد والغاية منها،
- يمكن أن تسهم الجوانب الشخصية والنفسية لمتخذ القرار والتي ترتبط بشكل وثيق بذكائه وخبرته وقدراته العقلية ودوافعه واتجاهاته وانفعالاته وسلامته صحيا ونفسيا بشكل سلبي على القرار وبالتالي على المؤسسة ونجاحها، فمنهم من يميل إلى التركيز على الجوانب الإنسانية والبعض الآخر يميل إلى القيم الروحية والدينية وعليه فالقرار السليم يجب أن يتخذ في حدود أهداف المؤسسة بعيدا عن الأهواء والنزاعات الشخصية؛
- التغيير الاجتماعي السريع وصعوبة التنبؤ بالمستقبل وعوامل التغيير كالتقدم التكنولوجي وحاجات المواطنين ومطالبهم؛
- الاختيار الخاطئ للموظفين في المناصب الإدارية القائم على المحاباة والمحسوبية مما يؤدي إلى هدر الطاقات البشرية والمادية؛
- عدم الاعتماد على الأساليب الكمية في اتخاذ القرار إما لجهل بها أو صعوبة تطبيقها.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### المطلب الثاني: أنواع القرارات في المؤسسة

تصنف القرارات في المؤسسة حسب عدة معايير وذلك حسب المشاكل التي تتطلب اتخاذ القرارات بشأنها، لذلك نجد اختلافا في نوع القرارات التي تتم على مستوى المؤسسات ومن أهم التصنيفات المتفق عليها في الفكر الإداري والاقتصادي نذكر ما يلي:

#### 1 وفق الوظائف الأساسية للمؤسسة:

هذا التصنيف قائم على أساس الوظائف الأساسية في المؤسسة وهي<sup>1</sup>:

#### 1 1 - قرارات تتعلق بالإدارة:

تشمل القرارات الخاصة بالسياسات العامة للمؤسسة والأهداف المرجو تحقيقها وبرامج العمل وكذلك القرارات المتعلقة بالهيكل التنظيمي وكيفية إسناد المناصب العليا وأساليب الاتصال وتحديد المعايير الرقابية؛

#### 1 2 - قرارات تتعلق بوظيفة الإنتاج:

تشمل باختيار موقع الإنتاج وحجمه والمستلزمات الخاصة به كالألات والمواد الأولية والتخزين والسياسات المتعلقة به والرقابة على الإنتاج وجودته؛

#### 1 3 - قرارات تتعلق بوظيفة التسويق:

يتضمن القرارات الخاصة بنوع المنتج ومواصفاته والأسواق المستهدفة لبيعه وبحوث التسويق والترويج والدعاية وقنوات التوزيع وسياسات التسعير وخدمات ما بعد البيع؛

#### 1 4 - قرارات تتعلق بوظيفة التمويل:

تهدف هذه القرارات إلى الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة للمؤسسة ومن أمثلتها: حجم رأس المال و السيولة النقدية ومعدلات الأرباح وكيفية توزيعها؛

<sup>1</sup> برحومة عبد الحميد، زغبة طلال، ماهية اتخاذ القرار والطرق الكمية المساعدة في صنعه بالمؤسسة الاقتصادية ، الملتقى العلمي الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، أفريل 2009، ص ص: 4-5.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 5 - قرارات تتعلق بالموارد البشرية:

تتناول القرارات الخاصة باختيار وتعيين الموظفين وتدريبهم وقواعد الترقية والتقاعد والفصل ومشاكل الغياب والتأخير والعلاقات مع المنظمات النقابية وأسس دفع الأجور والمكافآت والتحفيزات.

### 2 - وفق الأهمية:

يحدد أنصوف " IGOR ANSOFF " ثلاث مستويات من القرارات وذلك حسب أهميتها وترتب

تنازليا كالآتي<sup>1</sup>:

### 2 1 - القرارات الإستراتيجية:

هي قرارات مركزية وتقع على عاتق الإدارة العامة. تتعلق بمستقبل المؤسسة من خلال تحديد طرق تخصيص مواردها: اختيار الأهداف والسياسة العامة والأنشطة والأسواق وإستراتيجية المؤسسة وتتميز بما يلي:

- ذات أفق زمني طويل الأمد؛
- أنها فريدة ولا تتكرر أبدًا بشكل متماثل؛
- تتطلب حجما كبيرا من المعلومات؛
- لا يمكن التراجع عنها تقريبًا لأنها تكون باهظة التكلفة غالبا وبالتالي فهي محفوفة بالمخاطر؛
- أنها معقدة وخاضعة لعدم اليقين ، وتواجه عدم استقرار البيئة وعدم التحكم في المعلومات على الرغم من تطور تقنيات التنبؤ.

### 2 2 - القرارات التكتيكية:

هي قرارات إدارية وتقع على عاتق الإدارة الوسطى يتخذها في الغالب رؤساء الأقسام، تهدف إلى تسيير موارد المؤسسة سواء كانت مادية أو مالية أو بشرية أو تكنولوجية. تختص كذلك بتحديد التنظيم والصلاحيات وهيكل المؤسسة، لها آثار قوية ولكنها تتطوي على مخاطر أقل من القرارات الإستراتيجية.

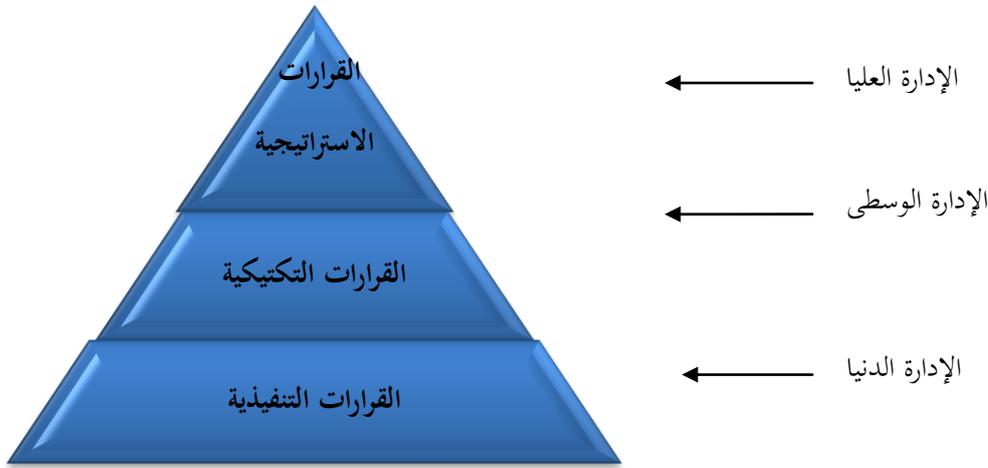
<sup>1</sup> Filali. A.R, la décision stratégique dans l'entreprise : Impact sur l'organisation de l'entreprise économique, thèse de doctorat en science , option : gestion, université Abou Bakr Belkaid, Tlemcen, Algérie, 2013/2014, p p : 29-30.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 3 -القرارات التنفيذية:

تهتم بالتسيير اليومي للمؤسسة فتترجم الأهداف والخطط إلى مهام قصيرة المدى قابلة للتنفيذ ولذلك هي روتينية وبسيطة تتكرر باستمرار ولا تحتاج إلى المزيد من الوقت والجهد وأثارها محلية أكثر من القرارات الإستراتيجية والإدارية. تتعلق غالبا ب: تحديد جداول الإنتاج ومستوياته و تنظيم حركة التوزيع والنقل وغيرها.

الشكل (3-2): تصنيف القرارات حسب الأهمية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على

Filali. A.R, **la décision stratégique dans l'entreprise : Impact sur l'organisation de l'entreprise économique**, thèse de doctorat en science , option : gestion, université Abou Bakr Belkaid, Tlemcen, Algérie, 2013/2014, p p : 29-30

### 3 - وفق معايير أخرى:

### 3 1 -معيار ظروف الصناعة:

تتميز بيئة الأعمال بوجود عدد من المتغيرات تؤثر على عملية اتخاذ القرار ووفقا لذلك يمكن تصنيف

القرارات إلى<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> بلعربي عبد الكريم، أثر تكنولوجيا المعلومات على اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة حالة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون العام، جامعة وهران، الجزائر، 2010/2011، ص : 85.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 3 1 1 -القرارات تحت ظروف التأكد:

تتم هذه القرارات في حالة هو التأكد التام من طبيعة المتغيرات المؤثرة ونوعيتها وبالتالي يكون متخذ القرار على علم تام بنتائج كل بديل وآثاره وهنا يتم اختيار البديل الذي يحقق أقصر منفعة. تتميز هذه القرارات بسهولةها وعدم تأثرها غالبا بالبيئة الخارجية.

### 3 1 2 -القرارات تحت ظروف المخاطرة:

وهي القرارات التي تتخذ في ظروف وحالات محتملة الوقوع وبالتالي فإن على متخذ القرار أن يقدر الظروف والمتغيرات المحتملة الحدوث في المستقبل وكذلك درجة احتمال حدوثها؛

### 3 1 3 -القرارات في حالة عدم التأكد:

وهي القرارات التي غالبا ما تقوم بها الإدارة العليا عندما ترسم أهداف المشروع العامة وسياسته ويصعب على الإدارة تحديد الظروف المتوقع وجودها أو حدوثها بسبب عدم توفر البيانات والمعلومات الكافية وبالتالي صعوبة التنبؤ بها.

### 3 2 -تصنيف القرارات وفق النمط القيادي لمتخذها:

وتصنف القرارات وفقا لهذا المعيار إلى نوعين وهما<sup>1</sup>:

### 3 2 1 -القرارات الأوتوقراطية (الفردية):

هذه القرارات يتم اتخاذها من قبل القائد بشكل انفرادي ويعلنها على مرؤوسيه دون إعطائهم فرصة للمشاركة في اتخاذها ولا يضع في اعتباره رد فعلهم نحو القرار المتخذ مما يؤثر سلبا على التنظيم والعاملين فيه.

### 3 2 2 -القرارات الديمقراطية (الجماعية) :

ويتم اتخاذها من خلال إشراك العاملين في المستويات المختلفة من التنظيم، وتتميز هذه القرارات بتقاسم القائد مع مرؤوسيه سلطة اتخاذ القرار، وفعالية القرارات ورشدها، وذلك لأن مشاركة المرؤوسين تساعد على قبولهم للقرار وعدم معارضتها.

<sup>1</sup> عصام محمد حمدان مطر، التطوير التنظيمي وأثره على فعالية القرارات الإدارية في المؤسسات الأهلية في قطاع غزة ، رسالة ماجستير تخصص إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008، ص : 29.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 3 3 - تصنيف القرارات وفقا لبرمجتها:

فيما يتعلق بالحالات المتكررة وغير المتكررة، تتيح درجة معرفة متغيرات القرار التمييز بين القرارات غير المبرمجة والقرارات المبرمجة:<sup>1</sup>

### 3 3 1 - القرارات غير المجدولة:

فهي القرارات التي تحتاج إلى مهارة إدارية لدى المدير وخاصة فيما يتعلق بتحديد المشكلة وجمع الحقائق عن هذه المشكلة واقتراح بدائل لحل هذه المشكلة، وتقييم هذه البدائل من أجل اختيار البديل الأفضل. كما أن قيم المدير الشخصية وانطباعاته تؤثر في عملية اتخاذ القرار في هذا النوع من القرارات، وهذا النوع من القرارات يتخذ معظمه بواسطة الإدارة العليا للمنظمة. هذه القرارات تكون دائماً جديدة وغير مبرمجة وغير متشابهة، تتوافق مع مواقف استثنائية وغير متكررة وبالتالي لا يمكن برمجتها أو جدولتها تحتاج إلى حل خاص بها، من أمثلتها تعتبر القرارات الإستراتيجية قرارات معقدة وغير مخطط لها تتأثر بشدة بدوافع وقيم الفريق الإداري.

### 3 3 2 - القرارات المجدولة:

القرارات المبرمجة هي القرارات التي تتخذ تبعاً لإجراءات وسياسات وخطط موضوعة مسبقاً، ومعظم دور المدير في ذلك هو اتخاذ قرارات لتنفيذ أو لتطبيق مثل هذه الإجراءات والسياسات والخطط، والمديرون في المستويات الإدارية الدنيا تكون معظم قراراتهم من هذا النوع أي أنها تتوافق مع الاختيارات المتكررة والروتينية التي يوجد إجراء مناسب لها. يُقال أن القرار قابل للبرمجة عندما يمكن إضفاء الطابع الرسمي عليه في شكل إجراء قرار قياسي يمكن أن يُعهد به إلى جهاز كمبيوتر.

### 3 4 - تصنيف القرارات وفقاً لمؤشر الزمن:

تصنيف القرارات في المؤسسة من حيث المدة التي يغطيها القرار يشبه تصنيفها من حيث الأهمية من المدى القصير إلى الطويل:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بتصرف:

- العواودة عاطف محمد فالح، ياغي محمد عبد الفتاح، العوامل المؤثرة في نمط اتخاذ القرار الإداري لدى المديرين في القطاع العام في الأردن، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 36، العدد 02، 2009، ص: 283.  
-Filali A.R, op.cit, p : 40.

<sup>2</sup> Filali A.R, op.cit, p 40.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

---

### 3 4 1 -القرارات قصيرة المدى:

هي تتميز بسرعة نتائجها وآثارها. إنها متكررة ويمكن تعديلها، وبالتالي فإن أي فشل لا يشكل خطرًا على بقاء المؤسسة. لا تزيد مدتها عن السنة مثل إدارة المخزون أو المبيعات وفقًا لهذه الطريقة أو تلك تأتي من اتخاذ قرار قصير الأجل.

### 3 4 2 -القرارات المتوسطة والطويلة المدى:

هي قرارات لا رجوع عنها وغير متكررة. نتائج مثل هذه القرارات محسوسة فقط في المستقبل. تزيد عن السنة مثل قرار إنشاء وحدة تجميع يعود إلى المدى الطويل.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### المبحث الثاني: القرارات المالية والتقييم المالي

حظي مفهوم القرارات المالية في السنوات الماضية وخاصة بعد الأزمة المالية الأخيرة بعناية خاصة من طرف الخبراء والمتخصصين الماليين باعتباره جوهر العملية الإدارية في المؤسسة حيث يمثل نقطة الانطلاق لكافة الأنشطة والأعمال التي تتم داخل المؤسسة، وعلى الرغم من اختلاف أشكال القرارات المالية إلا أنها تسعى إلى تحقيق هدف إستراتيجي وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

### المطلب الأول: القرار المالي

يتفق أغلب الباحثين على أن القرار المالي هو كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول طبيعية كانت أو مالية<sup>1</sup>. فيما يراه آخرون أنه اختيار البديل الأمثل من بين العديد من المواقف المالية والذي يترتب عليه زيادة القيمة السوقية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة حيث يقوم المدير المالي بتحليل القوائم والتقارير المالية والبحث عن المعلومات المحاسبية والمالية وتحليلها وتعديلها لتساعده في اتخاذ القرارات المالية<sup>2</sup>. القرار المالي هو أيضا الحسم أو اختيار أحد الحلول الممكنة أو البديل لتحقيق غرض ما متعلق بالجانب المالي للمؤسسة وذلك بناء على مقدمات ومعطيات ومعلومات ومعايير تساعد على حسن الاختيار<sup>3</sup>.

يتعلق القرار المالي في المؤسسة بثلاث مسائل أساسية وهي: الاستثمار والتمويل والأرباح، لذلك لا بد على القرار المالي أن يساهم في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبذلك تتمثل الأهداف الرئيسية له في<sup>4</sup>:

- تعظيم الربح أي تحقيق أعلى أرباح ممكنة؛
- تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي ثروة المالكين لأن ذلك يزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية ويعطي أهمية خاصة للتوزيعات النقدية في المؤسسة مما يساهم في جذب مساهمين جدد؛

<sup>1</sup> بروبة إلهام، أهمية نظام المعلومات المحوسب في اتخاذ القرارات المالية في منظمات الأعمال، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 10، جوان 2020، ص : 376.

<sup>2</sup> عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، مدى مساهمة المدير المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسات المصرفية -دراسة حالة بنك الاستثمار السعودي بالرياض-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 07، العدد 01، 2021، ص : 65.

<sup>3</sup> بن عمر محمد البشير، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة ، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، الجزائر، 2017، ص : 97.

<sup>4</sup> بن عمر محمد البشير، مساهمة حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية -حالة المجمع الصناعي صيدال-، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، الوادي، الجزائر، العدد 10، الجزء 03، 2017، ص : 167.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- المساهمة في تحقيق المنافع الاجتماعية بأفضل طريقة ممكنة.

تختص القرارات المالية كما أشرنا سابقاً بأهمية بالغة باعتبارها أساس العملية الإدارية حيث تهدف إلى الوقوف على نقاط القوة والضعف المتعلقة بالجوانب الداخلية للمؤسسة والفرص والتهديدات المرتبطة بالمحيط الخارجي لها في ظل الظروف الاقتصادية العام وظروف القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، كما تسعى إلى المساهمة في الحفاظ على تسب الربحية التي تقيس كفاءة إدارة المؤسسة وفعاليتها في توليد الأرباح عن طريق استخدام أصولها بكفاءة وعلى نسب السيولة المخصصة لقياس مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. تعد القرارات المالية بمثابة معيار لمعدل العوائد المقبولة على المقترحات الاستثمارية وتكلفة الأموال التي يتكون منها الهيكل المالي، بالإضافة إلى أنها تساهم في التعويض لإشباع حاجات ومنافع حاضرة والحد من مخاطر التضخم والمخاطر التشغيلية والتمويلية والأعمال المالية.<sup>1</sup>

تتميز القرارات المالية بخصائص عديدة نذكر منها<sup>2</sup>:

- القرارات المالية مصيرية بالنسبة للشركة إذ أن نجاح أو فشل الشركة متوقف على تلك القرارات؛
- نتائج القرارات المالية لا تتم بسرعة، بل تستغرق وقتاً طويلاً مما يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخطأ إذا كانت القرارات خاطئة؛
- القرارات المالية قرارات ملزمة لمنظمات الأعمال في أغلب الحالات، لذا يجب الحذر الشديد عند اتخاذها.

بالرغم من عدم وجود نموذج واحد لشكل القرار المالي الذي تلجأ إليه الإدارة المالية إلا أن مضمونه عادة يكون متماثل في غالبية المؤسسات الاقتصادية بحيث تتوزع هذه القرارات بين قرارات الاستثمار تتعلق بالأصول، قرارات التمويل تتعلق بالخصوم وحقوق الملكية وقرارات توزيع الأرباح.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> تومي ميلود، سكينه رحمة ، استخدام النسب المالية لاتخاذ القرارات المالية بمؤسسة (GMS) بسكرة، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 06، العدد 01، جوان 2021، ص : 501.

<sup>2</sup> إلهام بوروية، مرجع سبق ذكره، ص : 376.

<sup>3</sup> بنية محمد، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات -دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البترولية والكيماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية، المجلد الثاني، العدد 07، أبريل 2017، ص ص: 329-330.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 قرار الاستثمار:

الاستثمار هو عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد علمية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو مالية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن قيما تتجاوز القيم الحقيقية الحالية للأصول الرأسمالية" المطلوبة "وفي ظروف تتسم بالأمان (والتأكد) قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر<sup>1</sup>. يهدف الفرد من وراء الاستثمار إلى تعظيم ثروته والمحافظة عليها هذا يتطلب من المستثمر أن يقوم بدراسة أنواع الاستثمار التي تحقق له الهدف عن طريق تحقيق العائد والمخاطر من كل نوع حيث يرغب المستثمر في توجيه أمواله باستثمارها في أراضي ومباني وآلات وهي استثمارات مادية طويلة الأجل يطلق عليه استثمارات إنتاجية أو اقتصادية وقد يرغب في توجيه استثماراته إلى الأوراق المالية كالأسهم والسندات وهي استثمارات مالية قصيرة الأجل ويطلق عليها الاستثمارات المالية<sup>2</sup>.

في كثير من النواحي، يعد الاستثمار فعلاً يضمن استدامة المؤسسة. من خلال الاختيار الحكيم، فإنه يجعل من الممكن تلبية الطلب ثم خلق القيمة ثم التمويل الذاتي. تظهر الحاجة إلى الاستثمار في أن الدافع الأساسي للمشروع المقاولاتي هو الرغبة في تلبية الطلب وتحقيق الربح، وبالتالي، تتعهد المؤسسة بإنشاء وإتاحة السلع أو الخدمات في السوق، لتلبية توقعات المستهلكين. الهدف الآخر للاستثمار هو خلق القيمة للمساهم فنشاط المؤسسة هو عملية تقون على الجمع بين عوامل الإنتاج، في إطار منظم، لتحقيق هدف محدد مسبقاً. في اقتصاد السوق، يهدف هذا المزيج من العوامل، التي يتم تنفيذها تحت قيود، إلى تحقيق ربح كما أشرنا مسبقاً. وبالتالي، فإن الشركة تستثمر وتنتج وتبيع وتحقق الربح، وبالتالي تخلق الثروة. مع ذلك، يجب ألا نخلط بين خلق الثروة التي تشكل هدفاً من النتيجة وخلق القيمة الذي يهدف إلى زيادة الثروة فيما يتعلق بالوسائل التي تم تجنيدها. بعد تحقيق الربح وخلق القيمة للمساهمين سيتعين على المؤسسة التفكير في استثمارات جديدة حتى لا تفقد مزاياها التنافسية وربحيتها الاقتصادية وبالتالي فهي بحاجة إلى التطوير أي الاستثمار بشكل دائم في مشاريع مربحة. ومع ذلك، فإنه بفضل جزء من الثروة

<sup>1</sup> بن سنة ناصر، قاشي يوسف، مساهمة القرارات المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة أن سي أروبية للفترة 2014-2017، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية المجلد 15، العدد 02، 2021، ص: 249.

<sup>2</sup> عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، دور النسب المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية "دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي"، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، المجلد 06، العدد 03، ديسمبر 2019، ص: 229.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

الذي تم إنشاؤها والحفاظ عليها سيكون قادراً على ضمان تمويل الاستثمارات الجديدة التي بدورها ستولد قيمة. وبالتالي، يساهم الاستثمار في التمويل الذاتي لأنه يسمح بالحفاظ على الثروة التي تم خلقها وإعادة بعثها في مشاريع أخرى. إذن فإن نمو المؤسسة، الذي يتميز بزيادة الأصول الاقتصادية، يجعل من الممكن ضمان استدامتها من خلال إعادة استثمار الأموال التي تم الحصول عليها في المشاريع التي تولد الربحية: إنها الدائرة الفاضلة للاستثمار.<sup>1</sup>

### 1 1 مفهوم قرار الاستثمار:

يعرف القرار الاستثماري على أنه "القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها".<sup>2</sup> القرار الاستثماري هو كذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل، والمبني على مجموعة من الدراسات التي تسبق عملية الاختيار وتتم بعدة مراحل تنهي باختيار قابلية البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقاً لأهداف وطبيعة المؤسسة.<sup>3</sup> القرار الاستثماري هو كذلك القرار الذي يقوم على صرف الإنفاق الفوري من أجل الاستفادة من الربح على فترات متتالية.<sup>4</sup>

القرار الاستثماري يتمثل في مجموعة الموارد المالية التي ينتظر أو يتقرر إنفاقها في سبيل الحصول على مجموعة الموارد الرأسمالية المرغوبة في الزمان والمكان وتوفير إمكانيات استغلالها تحقيقاً لغرض أو الأغراض التي خصصت من أجل تحقيقها.<sup>5</sup>

يتميز القرار الاستثماري بمجموعة من الخصائص والمميزات نذكر منها ما يلي:

<sup>1</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, **Finance d'Entreprise : manuel et applications**, DCG 6, 2e édition, Groupe Revue Fiduciaire : Nathan, 2009, p p : 251-252.

<sup>2</sup> هباش فارس ، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، جوان 2018، ص: 635.

<sup>3</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 330.

<sup>4</sup> جمام محمود، دباش أمينة، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية -دراسة حالة البنوك التجارية لولاية جيجل-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2015، ص: 71.

<sup>5</sup> عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، دور النسب المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية "دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي"، مرجع سبق ذكره، ص: 230.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- يتطلب القرار الاستثماري ضخامة حجم الاستثمارات اللازمة لذلك يترتب على القرارات الاستثمارية أعباء مالية كبيرة لفترة زمنية طويلة يصعب استردادها أو الرجوع عنها في الأجل القصير إذا ما تبين عدم سلامة هذا الإنفاق بعد التنفيذ، دون أن يصاحب ذلك الكثير من الفقد والخسائر؛.
- تتعرض القرارات الاستثمارية لقدر كبير من مخاطر عدم التأكد نظرا لأن هذا الإنفاق يتطلب إعداد تقديرات للعوائد المتوقعة منه لفترات زمنية طويلة وتزداد هذه المخاطر كلما طالت الفترة التي تعد منها هذه التقديرات مما يؤثر على قيمة المشروع.
- إن القرار الاستثماري يتطلب قراءة وتقييم لأحداث مستقبلية تعتمد على دقة التنبؤ في المستقبل وهي عملية معقدة.
- تتطلب عملية اتخاذ القرار الاستثماري إعداد دراسات جدوى دقيقة وأن يتم الاختيار من بين مجموعة من البدائل.

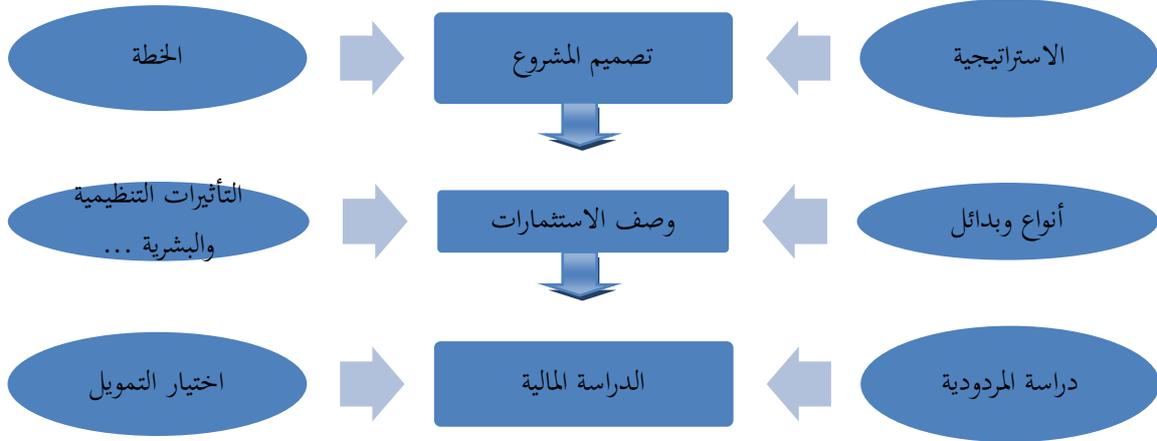
### 1 2 - عملية اتخاذ قرار الاستثمار:

يعد المشروع الاستثماري جزءًا من إستراتيجية المؤسسة، التي قد يكون لها أهداف لزيادة القدرات الإنتاجية أو تنويع مجموعة من الأنشطة أو مجموعة من المنتجات أو الابتكار عن طريق إنشاء منتجات جديدة أو لترشيد الإنتاج الحالي أو تحسين الخدمات اللوجستية ، إلخ. مهما كانت العملية المؤدية إلى قرار الاستثمار، فإنها تشمل الخطوات التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, opcit, p p : 255-256.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

الشكل (3-3): عملية اتخاذ قرار الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على Bazet. J.L, Faucher. P, **Finance d'Entreprise : manuel et applications**, DCG 6, 2e édition, Groupe Revue Fiduciaire : Nathan, 2009, p : 255.

### 1 2 1 - تصميم المشروع:

تحدد مرحلة تصميم المشروع كلاً من الخطوط العريضة له، مثل الأنماط المحتملة للنمو (داخلياً أو خارجياً) والمجموعات الفرعية للمشروع مقسمة إلى عدد وأنواع الاستثمارات (على سبيل المثال: سلاسل الإنتاج والشركات المستهدفة للاستحواذ، إلخ). لذلك القرار استراتيجي لكنه تكتيكي أيضاً:

- هل سيعطي الاستثمار للمؤسسة ميزة تنافسية كبيرة؟
- هل من المحتمل ألا يجد الإنتاج الحالي منفذاً في المستقبل القريب؟
- هل التوقعات التجارية مواتية لتوحيد المراكز الحالية؟

لذلك يجب على إدارة المؤسسة تحليل الأداة الحالية، ووضع توقعات للأنشطة وتحديد ما هو ضروري وسيكون ضرورياً من حيث الاستثمار.

### 1 2 2 - وصف الاستثمارات:

يتم التعامل مع الاستثمارات المخططة في شكل يربط بين الجوانب التنظيمية والبشرية والقانونية والمالية والتقنية:

- الجوانب التجارية تشير إلى الإستراتيجية التجارية وتنفيذها من خلال خطة التسويق (المزيج التسويقي): مجموعة المنتجات، سياسة التسعير، الترويج، التوزيع، شروط الدفع، إلخ... ؛
- الجوانب الفنية معنية بعمر وتكاليف الأصول الثابتة من خلال دراسة البدائل الممكنة؛

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- تم دمج إدارة الموارد البشرية في مرحلة الدراسة هذه وتتعلق بالتنبؤ بالقوى العاملة المطلوبة للمشروع بالإضافة إلى التوظيف المقابل وإعادة التدريب المحتمل وتدريب الموظفين وما إلى ذلك... ؛
- يتم أيضًا دراسة التأثير على المنظمة: تكييف المنظمة الحالية، إنشاء خدمات جديدة، وظائف إضافية، إلخ.

### 1 2 3 - الدراسة المالية:

يتم تنفيذها على مرحلتين، في المرحلة الأولى، تكون الإدارة المالية مسؤولة عن دراسة ربحية المشروع بناءً على تكلفة الاستثمار وتوقعات الأعمال وتكاليف التشغيل. تخصص المرحلة الثانية للبحث في طرق التمويل الممكنة (حقوق الملكية والديونية)، لتحديد تكلفة المصادر المختلفة، لدراسة تأثير التمويل على الربحية الإجمالية وعلى الهيكل المالي للشركة. يتم فصل مرحلة التمويل نفسها عن المراحل السابقة للعملية من أجل التمييز بوضوح بين ربحية الاستثمار وتلك الناتجة عن التمويل وحده.

### 1 3 - العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار:

يتأثر قرار الاستثمار بمجموعة من العوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي يمكن إجمالها

كالآتي:<sup>1</sup>

- الظروف الاقتصادية: يمر النشاط الاقتصادي بفترات من الراجح تزيد فيها رغبة الإنفاق لشراء السلع والخدمات مما يؤدي إلى فترات كساد ثم انكماش وبذلك تتأثر عملية الاستثمار بهذه الدورة الاقتصادية نتيجة لهذا يجب على المستثمر تتبع ودراسة الظروف الاقتصادية في البيئة محل الاستثمار دراسة دقيقة ومحكمة حتى يضمن نجاح استثماره واستمراره؛
- الظروف السياسية: من المهم دراسة وتحليل للظروف السياسية بعناية قبل اتخاذ القرار الاستثماري، وذلك نظراً لأن المشروعات الاستثمارية تمتد أعمارها الاقتصادية لفترات طويلة ومن المخاطرة أن يتم الاستثمار في مناخ وبيئة لا يتميز بالاستقرار السياسي أو تغلب عليه بعض القوانين التي لا تكفل حماية حقوق وملكية المستثمر؛

<sup>1</sup> عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، دور النسب المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية "دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 232-233.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- الإمكانيات والموارد: يجب على المستثمر قبل اتخاذ القرار الاستثماري التعرف على مدى توفر الحد الأدنى من الإمكانيات المادية والمالية والبشرية وكيفية الحصول عليها حتى يتمكن من المفاضلة بينها؛
- أسعار الفائدة: الاقتراض هو أهم مصادر التمويل الأساسية وبالتالي يتوقع لسعر الفائدة أن يكون له تأثير قوي على قرار الاستثمار باعتباره تكلفة الأموال التي تمول الاستثمار ومقارنتها بتكلفة الفرصة البديلة؛
- الأرباح: تؤثر الأرباح على القرار الاستثماري من جانبيين، الأول أن المستثمر دائماً ما يختار المشاريع الأكثر ربحية ومن جهة أخرى تشكل الأرباح المحتجزة جزء من الأموال الخاصة لتمويل المشاريع الاستثمارية؛

### 1 4 - المقومات الأساسية لقرار الاستثمار:

إن اتخاذ قرار استثماري مهما كان نوعه يجب لابد أن يخضع إلى مجموعة من المقومات الأساسية وهي<sup>1</sup>:

### 1 4 1 - الإستراتيجية الملائمة للاستثمار:

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية، وتتمثل أولويات المستثمر في العناصر الأساسية الثلاثة التالية:

- السيولة؛
- الربحية؛
- الأمان.

### 1 4 2 - الأسس والمبادئ اتخاذ القرار الاستثماري:

يفترض في متخذ القرار الاستثماري النجاح مراعاة أمرين:

- الأمر الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية، وعادة ما تقوم على الخطوات التالية:

<sup>1</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 330-332

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- ❖ تحديد الهدف الأساسي للاستثمار؛
  - ❖ تحديد البدائل أو الفرص البديلة الممكنة؛
  - ❖ تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار وفق البدائل المتاحة؛
  - ❖ تحضير الشروط الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية في القرار؛
  - ❖ تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة؛
  - ❖ اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.
- الأمر الثاني : يجدر بمتخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره، ومن أهم هذه المبادئ ما يلي:
- ❖ مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية : ونقصد بها تعدد الفرص الاستثمارية المتاحة لهذا المستثمر، ولهذا على المستثمر العمل على اختيار الفرص التي تتوافق واستراتيجياته وأهدافه، وهذا يتوقف على مدى الدراسة الكبيرة التي يقوم بها للمفاضلة بين المشاريع المتاحة؛
  - ❖ مبدأ الخبرة والتأهيل : وفقا لهذا المبدأ يمكن تقسيم المستثمرين إلى نوعين: مستثمر لديه خبرة في الميدان الاستثماري أو الفرصة المتاحة، مستثمر ليست لديه الخبرة والدراية بأمر الاستثمار فهو يحتاج إلى مساعدة من المستشارين في المجال الاستثمار؛
  - ❖ مبدأ الملائمة :والمقصود بها مدى ملائمة المشروع الاستثماري المختار مع بعض العوامل الذاتية للمستثمر كعمره، ثقافته، وحالته الاجتماعية، فنجد أن لكل مستثمر محيط وظروف ذاتية معينة يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية في قراره الاستثماري، والتي تتمثل في العائد المتوقع، درجة المخاطرة ونسبة الأمان ومقدار السيولة المتوقعة.
  - ❖ مبدأ توزيع المخاطر الاستثمارية : ونقصد به عمل المستثمر على تنويع محافظته الاستثمارية، أي عدم استثمار كل أمواله في مجال أو نشاط واحد، إنما تقسيم أمواله في عدة مجالات، لأن درجة المخاطرة تختلف من مشروع استثماري إلى آخر؛ وعليه لا يمكن للمستثمر أن يحقق أقصى عائد على استثماراته إلا بتحقيق شرطين:
  - أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة؛
  - أن تكون هذه التدفقات النقدية مؤكدة من حيث التوقيت الزمني.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 4 3 -مراعاة العلاقة بين المخاطر والعائد:

تشكل العملية الاستثمارية عملية متبادلة مابين العائد والمخاطرة، حيث توجد علاقة طردية بين العائد والمخاطرة فكلما زادت المخاطرة نتوقع أن يكون العائد أكبر، ولهذا على المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري الموازن بين العائد المتوقع والمخاطرة.

### 1 5 -العوامل الواجب أخذها بالحسبان عند اتخاذ قرار الاستثمار :

تتمثل هذه العوامل فيما يلي<sup>1</sup>:

- التدفقات النقدية الداخلة والخارجة :ويضاف إليها تكاليف شراء الأصول الثابتة ونفقات تركيب الآلات وإعدادها للتشغيل، وهي عبارة عن النفقات المبدئية" تدفق نقدي خارجي"؛
- التدفقات النقدية السنوية المتعلقة بتشغيل وإدارة الأصل الاستثماري :تتعلق هذه التكاليف بالجانب الاستغلالي للمشروع وتعتبر المبيعات أهم التدفقات الداخلة، ثم يأخذ أيضا الأعباء والنفقات النقدية للعمليات" تدفقات نقدية خارجة"، وذلك على مدى العمر الاقتصادي للأصل الاستثماري، ومن الضروري الأخذ في الحسبان كلما التغيرات المتوقعة في الأصول المتداولة خلال الفترة؛
- التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية المدة للأصل الاستثماري :كالأموال المحصلة من بيع الأصل كخردة، وعلى الرغم من صعوبة تقدير هذه القيمة إلا أن إهمالها يؤدي التي اتخاذ قرار خاطئ من عدم إغفال نفقات تخريب الأصل؛
- الأخذ بالحسبان التدفقات النقدية الخارجة والممثلة بالضرائب :بافتراض أن المؤسسة رابحة فإن كل الأعباء المترتبة على الاستثمار تخصم من الإيرادات قبل الوصول إلى الربح الضريبي فهي تحقق وفرأ أو مكاسب ضريبة عن كل فترة.

<sup>1</sup> دباش أميرة، خميلي فريد، مساهمة القوائم المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة عينة من المستثمرين ببيورصة الجزائر-، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، أوت 2017، ص: 26.

### 2 - قرار التمويل:

تتمثل المجموعة الثانية من القرارات المالية في قرارات التمويل، ويعتبر قرار التمويل المحرك الأساسي للقرارات الأخرى في المؤسسة، لذا تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الإستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية فالكيفية أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة عند إنشائها<sup>1</sup>.

### 2 1 - التمويل:

التمويل: "في اللغة يقصد به الإمداد بالمال وفي الاصطلاح هو قيام الشخص بتقديم شيء ذي قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثمار بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى المساهمة في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري، ويعني أيضاً تقديم المال إلى مستخدمه بصورة تشرك الممول ومستخدم المال في نتيجة توظيف المال"<sup>2</sup>.

طوال فترة وجودها، أولاً أثناء إنشائها، ثم لضمان تشغيلها وتطويرها، تحتاج المؤسسات إلى الأموال. يجب على المؤسسة أن تجهز نفسها بأداة إنتاج وأن تمول دورة تشغيلها، ولا سيما مخزونها ومستحققاتها التجارية. يشير تمويل الأعمال إلى جميع الموارد التي يجب عليهم الحصول عليها لتلبية احتياجاتهم. يمكن تجميع الموارد المتنوعة للغاية في فئتين: رأس المال السهمي ورأس المال المقترض. إن طريقة الجمع بين وسائل التمويل المختلفة هي عنصر من عناصر الإستراتيجية المالية التي لها آثار مباشرة على الوضع الاقتصادي للشركة، ولا سيما قيمتها وملاءتها وربحيتها ومخاطرها.

كما يعرف التمويل على أنه عملية تجميع الأموال ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي

<sup>1</sup> بن نوار عمار، غالم عبد الله، اختيار قرار التمويل الأمثل وفق فقرات حياة المؤسسة الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 21، العدد 01، 2021، ص: 481.

<sup>2</sup> زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية: قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي. الجزائر، المجلد 01، العدد 01، ديسمبر 2017، ص: 242.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

وتجسيد هذه الأخيرة في الميزانية التي تحتوي على: جانب الأصول (الاستخدامات) وجانب الخصوم (الموارد)<sup>1</sup>.

التمويل هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال والاختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات أو التزامات المؤسسة المالية<sup>2</sup>.

يجمع الباحثون على أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص بالمقابل يجب أن تكون هذه الأموال بقدر الحاجة أي بلا نقصان مما قد يؤدي إلى ضياع الفرص وبلا زيادة قد تؤدي إلى تعطيل هذه الأموال دون أن تحقق إي إيرادات. أن توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع يترتب عليه عدة فوائد أهمها: توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة، تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد، تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة و تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم<sup>3</sup>.

### 2 2 - قرار التمويل:

تشمل هذه الوظيفة جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف أنواع التمويل، مثل التمويل قصير الأجل أو طويل الأجل في قيمة المؤسسة وربحياتها<sup>4</sup>. تتعدد تعريفات القرار المالي ولكنها تتشابه في الوقت ذاته نذكر منها:

- يعرف القرار التمويلي على أنه "القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة"<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بن سنة ناصر، قاشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص : 250.

<sup>2</sup> محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد : 04، سبتمبر 2012، ص : 299.

<sup>3</sup> خيرى عبد الكريم، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، تخصص: علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2018/2019، ص ص: 41-42.

<sup>4</sup> بوهالي محمد، لعبني عمر، أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة-دراسة حالة مؤسسة مطاحن الأغواط للفترة 2012-2017، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص : 27.

<sup>5</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- قرار التمويل هو "من القرارات التي يهتم بها المدير المالي والمتمثلة في البحث عن كيفية حصول المؤسسة على الأموال واختيار أحسنها وبالتالي تعد القرارات التي تهتم باختيار المزيج الأمثل للهيكل التمويلي"<sup>1</sup>.
- القرار التمويلي هو "أحد القرارات المالية الرئيسية للمؤسسة، ويهدف إلى تكوين الهيكل المالي المناسب الذي يحسن من أداء المؤسسة وتعظيم قيمتها"<sup>2</sup>.
- في تعريف آخر هي "تلك القرارات المتعلقة بتحديد وصياغة هيكل التمويل للمؤسسة الأعمال والتي تصل من خلالها لاختيار هيكل التمويل الأمثل لتعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم وذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل والنتائج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل"<sup>3</sup>.
- كما يعرف بأنه "القرار الذي يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها، والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل"<sup>4</sup>.
- قرار التمويل هو "قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول (طبيعية، مالية)"<sup>5</sup>.
- القرار التمويلي هو "ذلك القرار الذي يتعلق بتشكيل الهيكل المالي للمؤسسة بشكل يربط بين مصادر التمويل بطريقة تسمح بالحصول عليها بأقل تكلفة ممكنة والأداء المالي حيث تحقق أفضل عائد ممكن"<sup>6</sup>.
- القرار التمويلي هو "ذلك القرار الذي يختص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الرشيد لها عن طريق المقارنة بين مزايا استخدامها والتكلفة المحتملة لتحقيق الأهداف المرجوة منها"<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> سباع بلال، عمر عبدة سامية، دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة بعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام بيانات بانل للفترة ( 2010-2019 )، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 07، العدد 01، 2022، ص : 266.

<sup>2</sup> Zekri. I, l'Impact de la décision de financement sur la performance de l'entreprise mesurée par la valeur économique ajoutée (EVA), Comptabilité et Connaissances, France, May 2005, p :02.

<sup>3</sup> بن نوار عمار، غالم عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص : 481.

<sup>4</sup> معاليم سعاد، بوحفص سميجة، أثر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار التمويل، دراسة حالة مجموعة مت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 02، 2019، ص : 410.

<sup>5</sup> بن سنة ناصر، قاشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص : 250.

<sup>6</sup> جمعي محمد صالح، قرار التمويل وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال 2015-2020، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 06، العدد 02، 2021، ص : 238.

<sup>7</sup> سباع بلال، عمر عبدة سامية، مرجع سبق ذكره، ص : 266.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 3 - قواعد اختيار قرار التمويل:

قبل اتخاذ قرار التمويل لابد على المدير المالي من احترام بعض القواعد المتحكمة في عملية اختبار نوع التمويل المناسب وفيما يلي عرض لهذه القواعد:

- قاعدة التوازن المالي الأدنى :

مضمون هذه القاعدة أن الاستخدامات الثابتة لابد أن تمول عن طريق الموارد المالية الدائمة أي أن الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل تمول من خلال التمويل الذاتي والأموال الخاصة، أما استخدامات الاستغلال تمول من خلال موارد الاستغلال<sup>1</sup>.

- قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية):

يتعلق القيد الأول الذي يفرضه الدائنون الماليون بالحد الأقصى للديون، والذي يجب ألا يكون أكبر من حقوق ملكية المؤسسة. وبخلاف ذلك، فإن المقرضين سيتحملون معظم المخاطر مقارنة بمالكي المؤسسة، لأنه كلما ارتفعت المديونية، زادت مخاطر التخلف عن السداد. للتعويض ماليًا عن هذه المخاطر، يقوم الدائنون بزيادة تكلفة الائتمان وفقًا لمستوى مديونية المدين. وبالتالي، من أجل عدم تحمل غالبية المخاطر، يعتبر المقرضون أن نسبة الدين يجب أن تكون أقل من 1.2<sup>2</sup>.

نسبة الدين = الديون المالية / الأموال الخاصة

تعكس هذه النسبة الاستقلال المالي للشركة وتقيس "قدرتها على تحمل المخاطر" بمعنى أن حقوق الملكية تحميها من التطورات السلبية المحتملة (فقدان الأسواق، والإخفاقات المختلفة، وما إلى ذلك). تكشف نسبة الدين المنخفضة عن استقلال مالي قوي وهيكل مالي قوي وإمكانية اللجوء إلى الديون لاغتنام فرص النمو. تعد نسبة الدين أيضًا عنصرًا محددًا في آلية تأثير الرافعة المالية لأنها تمثل ذراع الرافعة.

<sup>1</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 333.

<sup>2</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, op.cit, p p :332-333.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- قاعدة القدرة على السداد:

يقيس الدائنون أيضًا قدرة المؤسسة على السداد من أجل أن يكونوا قادرين على الإجابة على السؤال: "في كم سنة يمكن للمؤسسة أن تسدد ديونها المالية إذا كرست كل قدرتها على التمويل الذاتي لهذه الوظيفة؟" « وتحسب وفقا للعلاقة الآتية<sup>1</sup>:

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

تشمل القروض جميع أشكال المديونية، بما في ذلك المديونية قصيرة الأجل.

توافق المؤسسات الائتمانية على فترة سنوية من 3 أو 4 سنوات. هذا يعني أن مبلغ الديون المالية يجب ألا يتجاوز ثلاثة إلى أربعة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية. هذه تعبر عن مدة التسديد المتوسطة للديون المالية والتي يجب أن تقل عن ثلاثة سنوات، وتترجم هذه النسبة أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاثة سنوات لا بد أن تكون كافية لتغطية الديون المالية للمؤسسة. يفترض هذا أيضًا، بطريقة نظرية للغاية، أن الشركة تكرر هذه الإمكانيات النقدية بالكامل لهذه الوظيفة. إن عدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر على مستوى القدرة التمويلية الذاتية وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عند دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس<sup>2</sup>.

- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي :

حسب هذه القاعدة يستوجب على المؤسسة تمويل جزء من استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي وذلك في حدود 30 % والباقي يغطي عن طريق الاستدانة.

تهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية للمؤسسة، فاعتماد المؤسسة على تمويل مشاريع معينة بواسطة الاستدانة من طرف البنوك بنسبة كبيرة قد يزيد من احتمال تعرضها لمجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع، كما أن الاعتماد على التمويل الذاتي في تمويل الاستثمار بنسبة كبيرة قد يفوت عليها الاستفادة من أثر الرافعة المالية الناتج عن الاستدانة.

<sup>1</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, op.cit, p : 333.

<sup>2</sup> بنية محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 334.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- وزن الفوائد والرسوم المالية:

مؤشر آخر يقوم على ربط مبلغ الفائدة والرسوم المالية المتضمنة في نتيجة التشغيل من أجل تحديد وزن الأعباء المالية. يجب ألا تتجاوز هذه النفقات ثلث نتيجة التشغيل. يتم قياسها أيضًا مقارنة بالنسبة المئوية لرقم الأعمال. يجب ألا تقل عندئذٍ عن 3%<sup>1</sup>.

وزن الرسوم المالية:

❖ نسبة إلى النتيجة التشغيلية = الفوائد المالية / النتيجة التشغيلية

❖ نسبة إلى رقم الأعمال = الفوائد المالية / رقم الأعمال

هذه النسبة الأخيرة تجعل من الممكن قياس حصة موارد التشغيل المخصصة لتلبية رأس المال المقترض. إنه يمثل مؤشرًا على الصعوبة لأنه، بالإضافة إلى دفع النفقات المالية، يجب أن تتيح نتيجة التشغيل إمكانية مواجهة الزيادة في الحاجة إلى رأس المال العامل وسداد القروض ودفع الأرباح وتحقيق استثمارات النمو. بالتالي، كلما زادت الحصة المخصصة لخدمة الديون المالية، قلت قدرة المؤسسة على الوفاء بالمصرفيات الأخرى.<sup>2</sup>

- قواعد أخرى:

للاقتراض، يجب على الشركات بذل جهد مالي. في الواقع، نادرًا ما تمنح مؤسسات الائتمان أكثر من 80% من المبلغ المطلوب تمويله، مما يجبر الشركات على تمويل الفرق ذاتيًا. إضافة إلى ذلك، يجب على الشركة تقديم خطة تمويل (خطة عمل) تحقق من تماسك القرارات الإستراتيجية المتخذة من حيث الاستثمار والتمويل، الأمر الذي يتطلب منها إطلاق مشاريع ذات أهمية مالية. ومع ذلك، يمكن أن تتحول كل هذه القيود إلى فرصة للشركة وخاصة لمساهمي الشركات التي لا تكون هيئاتها الإشرافية إلزامية، مثل الشركات ذات المسؤولية المحدودة على سبيل المثال، لأن الدائنين، من خلال ممارسة القيود والسيطرة على المؤسسة، تلزم هذه الأخيرة بتقديم هيكل مالي سليم وقت طلب القرض.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, op.cit, p : 333.

<sup>2</sup> Ibid, p : 334.

<sup>3</sup> Idem.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 4 -العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار التمويل:

تتأثر القرارات التمويلية في المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية كانت أو الخارجية نوجزها في النقاط الآتية<sup>1</sup>:

- استقرار المبيعات :درجة الاستقرار في المبيعات تمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة؛
- المنافسة :تؤثر على نشاط المؤسسة وحجم مبيعاتها، مما يؤدي لعدم الحاجة للتمويل؛
- هيكل الأصول :الأصول الثابتة بمثابة ضمانات تقدمها المؤسسة للحصول على التمويل؛
- معدل النمو :المؤسسات بمعدلات نمو عالية تحتاج التمويل لتغطية احتياجاتها التوسعية؛
- التوقيت :بحيث يجب استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب؛
- حجم المؤسسة :المؤسسة الكبيرة الحجم تحتاج إلى تمويل كبير لتمويل احتياجاتها؛
- دورة حياة المؤسسة :يختلف حجم التمويل المؤسسة حسب كل مرحلة في حياة نشاطها؛
- القرار الاستثماري :العائد المتوقع هو الموجه الأساسي في تدبير الأموال اللازمة لذلك؛
- الظروف الاقتصادية العامة ومناخ الاستثمار السائد والأدوات الفاعلة فيه؛
- الخطر :يتمحور في خطر التشغيل وخطر التمويل؛
- الإدارة والسيطرة :المالكين والمساهمين الحاليين يفضلون التمويل عن طريق القروض بدلا من طرح حقوق الملكية التي تستوجب زيادة التدخل في الإدارة والسيطرة على المؤسسة.

### 2 5 -هيكل التمويل:

- يهتم أصحاب المصالح بالهيكل التمويلي في المؤسسة لما له من تأثيرات على استقرارها خاصة الجانب المالي ونذكر من التعريفات المقدمة لهيكل التمويل ما يلي:
- يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بن سنة ناصر، قاشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 250-251.

<sup>2</sup> دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية ، مجلة الباحث، العدد 04، 2006، ص : 107.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- يقصد بالهيكل التمويلي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، ويتكون هيكل تمويل المؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم من الميزانية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل وسواء كانت أموال مقترضة أو أموال خاصة.<sup>1</sup>

- الهيكل التمويلي هو هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية.<sup>2</sup>  
- هيكل التمويل هو ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يعظم قيمة المؤسسة مما يعظم ثروة المساهمين وفي نفس الوقت يخفض تكلفة الأموال.<sup>3</sup>

أجمع المفكرون في مجال الإدارة المالية بأن الهيكل المالي الأمثل " هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة الأموال (تكلفة رأس المال) إلى أقل حد ممكن. وهنا نشير إلى اختلاف بين مصطلحي الهيكل المالي وهيكل رأس المال لتفادي الالتباس في فهمهما، فالهيكل المالي هو ما أشرنا له سابقا أما هيكل رأس المال فيقصد به التمويل الدائم للمؤسسة وغالبا ما يكون مزيجا من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة إضافة إلى حقوق الملكية دون احتساب جميع أنواع التمويل قصير الأجل، ومنه يتضح أن الهيكل المالي هو الأعم في حين أن هيكل رأس المال ما هو إلا جزء من الهيكل المالي للمؤسسة.<sup>4</sup>

### 2 6 - النظريات المفسرة للهيكل التمويلي:

هناك العديد من النظريات المالية التي قامت بتفسير الهيكل التمويلي للمؤسسة وما إذا كان هنالك فعلا ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة ويمكن الإشارة في هذا الصدد إلى النظريات الآتية:

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 401.  
<sup>2</sup> عيو هودة، عيو ربيعة، الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015-2018، مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 02، العدد 02، 2021، ص: 80.  
<sup>3</sup> مسراتي يمينة، رميدي عبد الوهاب، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2011-2017، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01، الجزء 01، 2019، ص: 318.  
<sup>4</sup> صديقي أحمد، فقيحي سعاد، صبرو خوجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، 2017، ص: 81.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 6 1 - النظرية التقليدية:

يفترض الباحثون المؤيدون لهذه النظرية وجود هيكل تمويلي أمثل وتديرهم لذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة أي أن المخاطرة الناجمة عن الاستثمار بالأموال الخاصة أعلى من نظيرتها عند الاستثمار عن طريق الديون، بالإضافة إلى تكلفة الاستدانة تدرج ضمن المصاريف المالية وبالتالي لها خاصية الاقتصاد في الضريبة على عكس الأموال الخاصة أي أن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية<sup>1</sup>.

تفترض النظرية وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وبالتالي تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها ويقوم التحليل التقليدي على افتراض أن زيادة نسبة الاستدانة سينتج عنها ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها إلا أن تكلفة الاستدانة تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي. وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاستدانة ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه يسهم في تخفيض تكلفة الأموال ورغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة نسبة الاستدانة فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض لأن الانخفاض في تكلفة الاستدانة يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة<sup>2</sup>.

### 2 6 2 - نظرية مولر وموديليانى<sup>3</sup>:

إنه النموذج الأكثر شهرة والأكثر مناقشة على نطاق واسع لمتلقي جائزة نوبل في الاقتصاد - فرانكو موديليانى وميرتون هوارد ميلر ، المعروف أيضاً باسم نموذج MM. الفرضية الأساسية تقوم على حجتين: - الحجة الأولى: في ظل افتراضات معينة، فإن التكاليف الإجمالية لرأس مال المؤسسة، وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة، مستقلة عن هيكل رأس المال. إنها تعتمد فقط على العائد على إجمالي رأس المال (بالنظر إلى السوق الذي يعمل بشكل مثالي، فإن جميع الأوراق المالية جيدة بنفس

<sup>1</sup> دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص : 108.

<sup>2</sup> زغيب مليكة، دلفوف سفيان، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال ، أبحاث اقتصادية إدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2012، ص ص: 296-297.

<sup>3</sup> Jaroslav. J, Bartosova. V, **To the capital structure choice: Miller and Modigliani model**, Procedia Economics and Finance, number 26, 2015, p p : 352-354.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

القدر والاستثمارات لها نفس الأرباح). يمكن إعادة تعريف الحجة بحيث لا يكون لتكوين هيكل رأس مال الشركة أي تأثير على قيمة الشركة، إذن ليس من المنطقي النظر في حجم مصادر التمويل الداخلية والخارجية للمؤسسة. الشرط الأكثر أهمية هو أن تكون بيئة الأعمال خالية من الضرائب. صاغ موديليانى وميلر (1963) لاحقاً حجة أخرى تأخذ تأثير الضرائب على هيكل رأس مال المؤسسة في الاعتبار.

- الحجة الثانية: معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية يساوي معدل تحقيق العائد لفئة معينة بالإضافة إلى العلاوة المشتقة من المخاطر المالية التي تساوي نسبة الدين إلى حقوق الملكية مضروبة في الفرق بين معدل تحقيق العائد لفئة معينة ومعدل الفائدة على الدين.

الشروط الأساسية لعمل النموذج هي:

- سوق رأس المال مثالي، والمعلومات مجانية ومتاحة لجميع المستثمرين، وتكاليف المعاملات لا تؤخذ في الاعتبار، ويتصرف المستثمرون بعقلانية؛
- يتوقع جميع المستثمرين الحاليين والمستقبليين نفس الأرباح المستقبلية للمؤسسة التي تتميز بما يسمى التوقعات المتجانسة للأرباح المستقبلية ومخاطرها؛
- يتم تمويل الشركات من خلال الأسهم والسندات فقط؛
- ديون المؤسسة ليست محفوفة بالمخاطر، كما يعتبر سعر الفائدة خالي من المخاطر. لكن لا يتم البحث في حجم الديون التي تستخدمها المؤسسة.
- تكاليف الضائقة المالية لا تؤخذ في الاعتبار؛
- لا تؤخذ الضرائب على الأرباح في الاعتبار، أي لا فائدة من الوفورات الضريبية؛
- تحاول إدارة المؤسسة تعظيم ثروة المساهمين. عند تحسين هيكل رأس المال يفضل جانب المالكين؛
- يمكن دمج المؤسسات في عدة مجموعات. تضم كل مجموعة مؤسسات لها نفس الدرجة من المخاطر التشغيلية ونتيجة لذلك أيضاً نفس العائد على رأس المال المستثمر. تختلف المخاطر والعائد على رأس المال المستثمر بين المجموعات؛
- لا يتغير صافي الدخل (الربح والفائدة) بمرور الوقت واحتمال العائد هو نفسه لجميع المستثمرين من نفس الفئة؛

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- إمكانية الحصول على الائتمان وشروط الحصول عليه واحدة لجميع موضوعات سوق رأس المال (للشركات والأفراد).

### 2 6 3 - نظرية الإشارة:<sup>1</sup>

في نهاية السبعينيات، طور روس (1977) وكتاب آخرون نظرية إشارات هيكل رأس المال بناءً على مشاكل المعلومات غير المتماثلة بين المديرين والمستثمرين. تستند هذه النماذج إلى فكرة أن كبار المسؤولين التنفيذيين في المؤسسة الذين لديهم معلومات داخلية، لديهم دافع لنقل هذه المعرفة إلى المستثمرين الخارجيين، بحيث يرتفع سعر السهم. ومع ذلك، لا يمكن للمديرين ببساطة إعلان الأخبار السارة للمستثمرين، لأنهم سيواجهونها بريبة. يتمثل أحد الحلول لهذه المشكلة (بالنسبة للشركات التي تم التقليل من شأنها) في إرسال إشارة إلى المستثمرين تحتوي على هذه المعلومات، من خلال اعتماد سياسة مالية. لن يعلن المديرون عن الأخبار السارة التي لديهم، لأن جميع المؤسسات يمكنها القيام بذلك دون أن تكون صحيحة. بدلاً من ذلك، تزيد الإدارة من نفوذ المؤسسة. حيث أن هيكل رأس المال هو التزام للمؤسسة، والتي لن تجرؤ مؤسسة ذات آفاق متواضعة على القيام بها. المؤسسات التي ترغب في إرسال إشارة إلى أن لديها احتمالات جيدة، تزيد من نفوذها. في المقابل، فإن المؤسسات المبالغ في تقديرها ليست مستعدة لتحمل عبء الإقراض لأنها بهذه الطريقة تواجه خطر الإفلاس. علاوة على ذلك، فإن دقة الإشارة مهمة أيضاً. وهكذا، يستخدم المديرون عدة مرات التغييرات في هيكل رأس المال من أجل نقل بعض المعلومات عن ربحية المؤسسة ومخاطرها إلى المستخدمين الخارجيين. تأسست نظرية الإشارة على فكرة أن المستخدمين الداخليين يعرفون أشياء أكثر من المستخدمين الخارجيين. علاوة على ذلك، فإن الأجور والامتيازات التي يتمتع بها المديرون تعتمد في بعض الأحيان على القيمة السوقية للمؤسسة. هذا يعطي المؤسسة الدافع لتقديم المعلومات للمستثمرين بأن المؤسسة قد تم التقليل من شأنها. تعتبر زيادة الرافعة المالية إشارة فعالة. تجبر عقود القروض المؤسسة على الحصول على تدفقات نقدية مستقرة خلال فترة القرض وإذا لم تكن المؤسسة تمتلكها، فستواجه عواقب وخيمة، مثل الإفلاس. على العكس من ذلك في حالة الأسهم، تكون الأمور أكثر مرونة. ينتظر أصحاب الأسهم عادةً بعض المدفوعات النقدية، ولكن في هذه الحالة، تتمتع الإدارة بالقدرة على تقليلها أو حذفها أثناء فترات الركود المالي. لهذا السبب، يعتبر

<sup>1</sup> Markopoulou. M.K, **Capital Structure Signaling Theory : evidence from the greek stock exchange**, Portuguese Journal of Management Studies, VOL. XIV, NO. 3, 2009, p p : 219-220.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

الحصول على قرض جديد إشارة موثوقة للتدفقات النقدية المستقبلية للوفاء بالتزاماتها. يعتقد روس أن هيكل رأس المال يعمل كآلية إشارات في السوق. من أشهر الإشارات التعهد بالديون. يزيد هذا الإجراء من احتمالات وتكاليف الضائقة المالية للشركة. يعرف المستثمرون ذلك، وعندما يلاحظون أن المؤسسة تزيد من ديونها، فإنهم يفسرونها على أنها علامة على أن المديرين ينتظرون في المستقبل مثل هذه التدفقات النقدية التي من شأنها تجنب الركود. الإشارات المالية الأخرى هي:

- توزيعات الأرباح؛
- تأثير الرافعة المالية؛
- إعادة شراء الأسهم؛
- الإعلان عن الاندماج أو الاستحواذ؛
- إعلان عرض مناقصة.

### 2 6 4 - نظرية التوازن:

لقد جاءت هذه النظرية بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض. وقد عرفت هذه النظرية في إعدادها مرحلتين كما يلي: تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.<sup>1</sup>

#### - المرحلة الأولى: تكلفة الإفلاس<sup>2</sup>

ففي هذه المرحلة تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج "موديليانى وميلر"، وبينت أن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وأيضاً تظهر تكلفة الإفلاس. قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس. تنتج هذه المخاطر عند قيام المقرضين بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى إشهار إفلاس المؤسسة ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على

<sup>1</sup> زغيب مليكة، قلادي نظيرة، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة حالة مؤسسة سيجيكو "SJICO" بسكيدة، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، ديسمبر 2014، ص: 103.

<sup>2</sup> زغيب مليكة، دلفوف سفيان، مرجع سبق ذكره، ص: 299.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه، تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

### - المرحلة الثانية: تكلفة الوكالة<sup>1</sup>

جاءت هذه المرحلة كتعديل للمرحلة السابقة، حيث أخذت تكلفة الوكالة بعين الاعتبار. إن الهدف من نظرية الوكالة يتمثل في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل. ففي عام 1976 أدخل "جونسن ومكاينغ" "Jensen & Meckling" عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة، حيث أثبتا أن هناك تكلفة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل وأصبح الهيكل التمويلي الأمثل بعد ظهور تكلفة الوكالة يتحدد بتوازن الوفورات الضريبية للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا. قد يكون عند عملية الافتراض هناك بند في العقد بنص على أن يتم الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ قرار فيما يخص القرض الممنوح ولكي يتأكد المقرضون أن إدارة المؤسسة تحترم شروط التعاقد، يقومون بمتابعة ما يجري في المؤسسة، سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم والتكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل المتابعة يطلق عليها بتكاليف الوكالة. ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من ناحية وبين المساهمين والمقرضين من ناحية أخرى. فإذا كان المسير لا يملك كامل حقوق الملكية في المؤسسة فوكالة التسيير الناجمة عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدرا لتكاليف الوكالة، كما نجد أيضا أن العلاقة التي تنشأ بين المقرض والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة وهذا طوال فترة القرض.

### 2 6 5 - نظرية التوقيت:<sup>2</sup>

تعتمد نظرية توقيت السوق، التي وضعها كل من Wergler & Baker سنة 2002 على فكرة أن الهيكل التمويلي للشركات في فترة زمنية معينة، ما هو إلا محصلة لقرارات التمويل التي اتخذت في الفترات السابقة بحسب الظروف التي كانت سائدة في السوق المالي، وعليه فإن الشركات لا تلجأ

<sup>1</sup> طالب محمد الأمين وليد، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس، ديسمبر 2016، ص: 103.

<sup>2</sup> حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، ديسمبر 2018، ص : 219.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

للاقتراض أو إصدار أسهم إلا إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك .وعلى الرغم من أن هذه النظرية لا تحدد الطريقة المناسبة لتشكيل الهيكل التمويلي الأمثل داخل المؤسسة إلا أنها تظهر بعض الخصائص المميزة لسوق رأس المال وظروف الاقتصاد الكلي داخل البلد والتي من شأنها أن تؤثر على تصميم الهيكل التمويلي للشركات المدرجة في بورصة القيم. حيث أنه، بناء على هذه النظرية، تصدر إدارة الشركة الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة، حيث أنه إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها عند الاكتتاب فيكون من الأفضل للشركة الاقتراض، وإذا كانت أكثر من قيمتها عند الاكتتاب ينبغي على الشركة الإصدار.

### 2 7 - مصادر التمويل:

تمتلك المؤسسات مجموعة من الموارد لتمويل رأس المال المستثمر وهي حقوق الملكية والديون المالية. تتكون حقوق الملكية من التمويل الأولي (رأس المال) والثروة المتراكمة والمحتفظ بها (الاحتياطيات) على مدى عمر المؤسسة. يتم استكمال هذا التمويل الخاص للأصل الخارجي والداخلي بشكل عام من خلال زيادة رأس المال مرة واحدة أو أكثر عندما تنمو المؤسسة. في فئة حقوق الملكية، من الضروري أيضًا مراعاة التمويل بثبته حقوق الملكية ، وهو ما يسمى بسبب طبيعته الهجينة، مثل السندات القابلة للاسترداد في الأسهم. عندما لا تستطيع المؤسسات توفير كل التمويل بوسائلها الخاصة ، فإنها تلجأ بعد ذلك إلى الاقتراض من دائن واحد أو أكثر.

### 2 7 1 - مصادر التمويل الذاتية أو المملوكة:

لتأسيس أي مؤسسة لابد على الإدارة المالية أن تعتمد على المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول المطلوبة كافتناء التجهيزات والآلات الضرورية لبدء نشاط هذه المؤسسة، ويمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة أو استقطاب مساهمين جدد بهدف التوسع، إذ تتدرج أشكال التمويل هذه تحت ما يسمى رأس المال الممتلك الذي يعبر عن مجموع الأموال التي تمتلكها المؤسسة والذي يتألف من الأموال التي جهزها الملاك أي الأسهم بنوعيتها، والفائض المتحقق خلال نشاط المؤسسة أي التمويل الذاتي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> صديقي أحمد، فريقي سعاد، صبرو خدوجة، مرجع سبق ذكره، ص : 80.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 7 1 1 - رأس المال المساهم به (الأسهم):

يعتبر الرأس المال المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسة عند بدء نشاطها وخلال عمرها الاقتصادي، وهو يمثل ما قدمه المالكين من أموال لتأسيس المؤسسة و لاستمرار نشاطها . ويعبر عن رأس المال بمجموعة من الأسهم لها قيمة أسهمية محددة على أصل السهم ( كما ولها قيمة سوقية تحدد على أساس العرض والطلب في السوق المال "البورصة")

- الأسهم العادية:

الأسهم هي سندات متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، يتمثل فيها حق المساهم في المؤسسة التي أسهم في رأس مالها، تخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في المؤسسة لاسيما حقه في الحصول على الأرباح. أي الأسهم هي أوراق مالية قابلة للتداول تمنح حقوقا للمساهمين. للمساهم حقوق على الشركة المصدرة لهذه الأوراق المالية وهي:<sup>1</sup>

❖ حق الإدارة: يرتبط كل سهم عادي بحق التصويت الذي يسمح بالمشاركة في الاجتماعات

العامة للمؤسسة والتعبير عن الاختيار؛

❖ الحق في المعلومات

❖ الحق في الأرباح في حالة توزيع أرباح المؤسسة، يحصل المساهم على توزيعات أرباح

تتناسب مع نسبته في رأس المال. ومع ذلك ، فإن الاحتياطي لا يعتبر عقبا للمساهم لأنه يقوي الوضع المالي للشركة، مما سيزيد من قيمة الأسهم المملوكة.

❖ الحق في صافي الأصول في حالة تصفية المؤسسة، يتم توزيع الأصول المتاحة بعد تسوية

الديون (صافي الأصول) على المساهمين بما يتناسب مع حصة رأس المال التي يمتلكونها.

من الناحية العملية، من النادر جدًا أن تمتلك المؤسسة أصولًا كافية لتوزيعها على المساهمين

بعد التصفية الإجبارية.

يتخذ السهم العادي ثلاث قيم مختلفة تتغير بتغير ظروف الشركة والأحوال الاقتصادية الأخرى في

السوق، وهذه القيم هي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , p : 361.

<sup>2</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 52-53.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

❖ القيمة الاسمية: يقصد بها تلك القيمة المنصوص عليها في عقد المؤسسة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، هذه القيمة غير مستخدمة بشكل عملي، حيث يتم استخدامها لتسجيل رأس المال المؤسسة المدفوع في القيود المحاسبية، والقيمة الاسمية هي التي يتم على أساسها توزيع نسبة الأرباح الصافية التي تحققها المؤسسة؛

❖ القيمة الدفترية: وهي تلك القيمة التي تعكسها السجلات المحاسبية للمؤسسة، وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، ويتم الاسترشاد بهذا المؤشر لدى اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بشراء الأسهم، وتتغير القيمة الدفترية بحسب الظروف الداخلية التي تمر بها المؤسسة، فكلما زادت الأرباح زادت القيمة الدفترية لأسهمها وتبعاً لذلك تقل كلما قلت أرباحها وزادت مديونيتها؛

❖ القيمة السوقية: وهي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه القيمة بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها، أي من خلال العرض والطلب، ولذلك فإنها تمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة خاصة إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة. وقد تكون القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الاسمية له في حال كون المؤسسة تحقق أرباحاً ومديونيتها منخفضة، وقد تكون أقل من القيمة الاسمية أو معادلة لها وذلك تبعاً للتغير في الظروف الاقتصادية.

- الأسهم الممتازة:

هي أسهم لها قيمة اسمية محددة علي أصل السهم وأسبقية في الحصول علي الأرباح (وفقاً لنسبة عائد من القيمة الاسمية للسهم الممتازة محددة علي أصل السهم ) عند الإعلان عن توزيع الأرباح ، ويوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة منها الأسهم الممتازة من حيث الدخل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل<sup>1</sup>. الخصائص الرئيسية للأسهم الممتازة:<sup>2</sup>

❖ قد تكون مصحوبة في المؤسسة المصدرة بحقوق خاصة من أي نوع، مالية أو غير مالية ، محددة بحرية في النظام الأساسي والتي قد تكون مدتها مؤقتة أو دائمة؛

<sup>1</sup> قابوسة علي، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الأول، 2008، ص: 127.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , p : 362.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

❖ قد يكون لهم الحق في التصويت وقد لا يكون لهم ، وهو حق يمكن تعديله بحرية لفترة محددة أو تعليقه أو حتى إلغاؤه؛

❖ يمكن ممارسة الحقوق التي تمنحها هذه الأسهم في المؤسسة المصدرة ولكن أيضًا في المؤسسة الأم أو الشركات التابعة بشرط أن يكون هناك ارتباط بملكية الأغلبية لرأس المال.  
- أسهم المتابعة:

هذه فئة من الأسهم التي تصدرها الشركات التي تقوم بالعديد من الأنشطة: تصدرها الشركة الأم ولكن الأداء مفهرس بنتائج شركة تابعة أو قسم أو بشكل عام قطاع الأعمال. لديهم الخصائص التالية:<sup>1</sup>

❖ أنها تسمح لمصدرها بالاحتفاظ بالسيطرة الكاملة على الشركة التابعة وتقديم أداة دفع لعمليات الاستحواذ (بالنسبة للمستثمر، يكون مستوى المعلومات مشابهًا لما كان سيحصل عليه إذا تم إدراج الشركة التابعة)؛

❖ يمنع هذا الشكل من الضمان الشركة الأم من بيع الأسهم العادية للشركة التابعة لها. ومن ثم فإنه يحتفظ بالسيطرة بنسبة 100% على حقوق التصويت؛

❖ في حالة بيع النشاط المعني، يحق لحامله الحصول على نصيب من مكاسب رأس المال.

الهدف من هذه الأسهم هو الاستفادة من التقييمات العالية لأنشطة معينة مع إمكانات نمو عالية لأنها تجعل من الممكن تقييم قطاعات الشركة وفقًا لمعايير مختلفة مع الحفاظ على سيطرتها. في الواقع ، نظرًا لأنه سيتم تقييمها من قبل السوق بمعدل PER أعلى من أسهم الشركة ، فإن أسهم التتبع هذه ستسمح للشركات من الاقتصاد القديم بالحصول على أسهم ذات قيمة عالية من قبل السوق من أجل التطور في الاقتصاد الجديد على سبيل المثال . وبالتالي ، فإن الشركة الأم تستفيد من التقييم القوي لشركتها الفرعية دون أن تفقد إدارتها القانونية. يسمح تتبع الأسهم أيضًا للشركة الأم بالاحتفاظ بمسؤوليتها التنفيذية بشكل أفضل لأن هذه الأوراق المالية تمثل عملة صرف ذات قوة شرائية أكبر من أسهم الشركة.

### 2 1 7 2 - الزيادة في رأس المال:

يمكن إجراء زيادات في رأس المال نقدًا (مساهمة نقدية)، أو من خلال المساهمة العينية (اندماج الشركات ، مساهمة فرع كامل من النشاط ، مساهمة ملكية فردية) ، أو عن طريق تعويض الديون

<sup>1</sup>Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , p : 362-363.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

(السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، السندات القابلة للتبادل بالأسهم ، توحيد ديون الموردين) <sup>1</sup>. يقرر المديرين زيادة رأس مال الشركة لتمويل تطويرها و / أو تقليل الديون. وراء هذا الدافع الرئيسي، زيادة رأس المال: <sup>2</sup>

- تدعيم حقوق الملكية وتقوية الهيكل المالي للشركة التي لديها على التوالي قدرة ديون متزايدة وصافي رأس مال عامل أعلى والذي سيغطي الزيادة في متطلبات رأس المال العامل الناتجة عن النشاط الإضافي؛

- يحمي الشركة التي تنفذها ، عندما تكون مدرجة في البورصة، من عروض الاستحواذ لأن العدد الأكبر من الأسهم في نهاية العملية يزيد من تكلفة شراء الأوراق المالية من قبل المشتري المحتمل؛

- يخفف من قوة سيطرة مالكي رأس المال ما لم تقم الشركة بزيادة رأس مالها عن طريق إصدار أسهم ممتازة مع توزيعات أرباح ذات أولوية دون حقوق التصويت.

هناك ثلاث طرق ممكنة لزيادة رأس المال: رفع القيمة الاسمية للسهم ، وإصدار أسهم جديدة ،

وإصدار شهادات استثمار. <sup>3</sup>

- رفع القيمة الاسمية للسهم: لا تمثل هذه الطريقة أي صعوبة خاصة عند الحصول على موافقة جميع الشركاء. إذ تحظر دخول الأجانب إلى المؤسسة وتتجنب إضعاف السلطة.

- إصدار أسهم جديدة: يتم إصدار الأسهم الجديدة بسعر إصدار (PE) يساوي أو يختلف عن القيمة الاسمية (VN). سعر الإصدار يساوي على الأقل القيمة الاسمية (لأن إصداراً أقل من المعدل (PE < VN) محظور للأسهم) وعلى الأكثر مساوياً للقيمة الحقيقية للسهم (VR)

- إصدار شهادات الاستثمار: تختص الجمعية العامة غير العادية وحدها بالبت في تقسيم الأسهم إلى شهادات استثمار وشهادات حق التصويت. عندما يتم إصدارها بمناسبة زيادة رأس المال ، يؤدي إنشائها إلى زيادة رأس المال مع الاعتراف، عند الاقتضاء، بعلاوة الإصدار حتى بالنسبة للزيادة البسيطة في رأس المال.

<sup>1</sup> Degos. J.G, Griffiths. S, **Gestion Financière : de l'analyse à la stratégie**, Eyrolles, 2011, p : 241.

<sup>2</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, op.cit, p : 313.

<sup>3</sup> Degos. J.G, Griffiths. S, op.cit , pp : 245-243.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 1 7 2 .1 الاكتتاب في البورصة:

الاكتتاب العام هو بيع قدر معين من سندات الملكية (الأسهم) للجمهور. هذه الكمية، المسماة تعويم، ستخضع بعد ذلك للاكتتاب وفقاً لآلية العرض والطلب. الهدف الرئيسي من هذه العملية هو إيجاد التمويل من خلال تعزيز حقوق الملكية، مما يزيد من احتمالات اللجوء إلى الاقتراض، تتعدد مزايا الاكتتاب في البورصة لأن هذه العملية:<sup>1</sup>

- تقدم فرص تمويل سريعة وكبيرة ؛
- يعزز سمعة الشركة أو يجعلها معروفة لعامة الناس ؛
- يطمئن الدائنين لأن الشركة المدرجة حديثاً تخضع لإشراف السوق والسلطة الإشرافية؛
- يفصل بين وظائف المالك والمدير ؛
- يتيح السيولة وقابلية تداول الأصول للمساهمين في حالة الخلاف على وجه الخصوص.

ومع ذلك ، هناك عدد من العيوب التي يجب ملاحظتها:

- تكلفة هذا التمويل مرتفعة لأنه أثناء التقديم في البورصة، يجب أن يحصل المصرفي المحاور على أجر والالتزامات الإدارية عديدة (مقدمة ، إدراج ، معلومات قانونية واتصالات) ؛
- التكلفة مرتفعة أيضاً بالنسبة للمساهمين السابقين بسبب التقليل من القيمة الكامنة في نجاح العملية ؛
- هناك خطر فقدان السيطرة على المديرين الذين قد يطردهم المساهمون أو يقعون في شرك أثناء عملية استحواذ عدائية؛
- من شأن بعض التأثيرات الضارة المتعلقة بمنطق خلق القيمة أن تدفع بعض المستثمرين المؤسسيين إلى تفضيل المدى القصير على حساب المدى الطويل من أجل الحصول على عائد سريع على الاستثمار.

يُقال إن الإجراء الأكثر شيوعاً لتداول الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية هو:

- "استثمار مضمون" لأن البنك المسؤول عن التقديم يضمن إتمام العملية بنجاح تجاه الشركة المصدرة ؛

<sup>1</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, op.cit, pp : 315-316.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- "بسر مفتوح" لأن السعر المعروض يعتمد على العرض والطلب في إطار نطاق سعري ثابت مسبقاً.

### 2 1 7 2 . عمليات إلغاء الاستثمار:

من حين لآخر، يمكن للشركة أيضاً الحصول على الموارد عن طريق بيع جزء من أصولها الثابتة ثم يتم سحب المورد من مكاسب رأس المال على البيع بعد الضريبة. قد ينتج هذا التصرف عن تجديد الأصول الثابتة أو عن رغبة إستراتيجية للشركة في الانسحاب من الأنشطة التي تعتبر غير ذات أولوية. في أي حال، لا يمكن أن تشكل عمليات بيع الأصول مورداً متكرراً هاماً دون إثارة مسألة استدامة الشركة (مخاطر التصفية)<sup>1</sup>. من الضروري أيضاً ذكر عمليات التصرف في الأصول الناتجة عن التوجهات الإستراتيجية التي اتخذتها الشركة حيث تولد هذه العمليات تدفقات نقدية سيتم استخدامها لإطلاق مشاريع جديدة. يمكن أن يكون:<sup>2</sup>

- التجديد العادي للأصول الثابتة، وهو أمر نادر جداً في الممارسة العملية لأن الأصول الثابتة غالباً ما تكون غير قابلة لإعادة البيع لأنها بالية أو قديمة من ناحية ويجب العثور على سوق مستعملة لإعادة بيعها من ناحية أخرى؛

- تجريد الأصول الثابتة غير المنتجة (الأراضي والمباني وما إلى ذلك) لإيجاد مصدر للتمويل عن طريق الانفصال عن رأس المال التقني الذي يصعب قياس ربحيته؛

- إستراتيجية إعادة تركيز تقرر فيها الشركة الأم، داخل المجموعة، بيع ممتلكاتها، أو شركة تابعة، خارج نطاق أعمالها الرئيسية (الأعمال الأساسية).

### 2 1 7 3 . التمويل الذاتي:

التمويل الذاتي هو مدى قدرة المؤسسة على تلبية احتياجاتها التمويلية بنفسها، وأيضاً يمثل تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمعتمدة كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، أي

<sup>1</sup> Cabane. P, l'essentiel de la finance, 2eme édition, Eyrolles, 2004, p : 214.

<sup>2</sup> Barneto. P, Gregorio. G, Op.cit , pp : 317-318.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

تلك النتائج الإجمالية التي سيعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافئات رأس المال لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط الأساسي والموجه نحو تمويل النمو في الاحتياجات المالية مستقبلاً.<sup>1</sup>

تسعى الشركة أولاً إلى تغطية احتياجات رأس المال بالموارد الداخلية: يمثل التمويل الذاتي المصدر المفضل للتمويل ، لأنه يجعل من الممكن تمويل النمو واستبدال الأصول الاقتصادية دون اللجوء إلى أطراف ثالثة. لكن فقط الجزء المتبقي من القدرة على التمويل الذاتي في الشركة يشكل مورداً للتمويل: تذكر أن التمويل الذاتي يساوي قدرة التمويل الذاتي ناقص توزيعات الأرباح. لذلك يجب على الشركة أن تقرر مقدار ما سيتم توزيعه من القدرة على التمويل الذاتي كأرباح. هذا الاختيار بين توزيع الأرباح والاحتفاظ بقدرة التمويل الذاتي هو مسألة سياسة الشركة.<sup>2</sup>

### 2 7 1 3 - مصادر التمويل الخارجية:

يعتبر التمويل بالاقتراض من المصادر الأساسية في المؤسسات إذ يشكل أحد بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين، ويكون اللجوء إليه عادة عند عدم كفاية الأموال المملوكة لتلبية احتياجات المؤسسة أو تجنباً لتكاليفها، فتكون مجبرة على اللجوء إلى الاقتراض من جهات خارجية، قصد ضمان التمويل الدائم لاستثماراتها، وبالتالي تحقيق أهداف المؤسسة على المدى الطويل وهذا ما يعرف بالاقتراض طويل الأجل ومن أهم الأشكال المنظمة له: السندات، القروض طويلة الأجل، والتمويل بالاستئجار.<sup>3</sup>

كما يجب على المؤسسة خلال نشاطها إيجاد مصادر تمويل قصيرة الأجل من شأنها تلبية احتياجاتها الدورية كتمويل عملياتها التشغيلية لضمان السير الحسن لدورة الاستغلال، إذ أنه من النادر أن يستخدم هذا النوع لتمويل الأصول الثابتة ذلك لأن مدة استحقاقه لا تتجاوز السنة، ويكون استخدامها لتمويل احتياجات المؤسسة من الأصول المتداولة، وهذا ما يوضح اعتماد مسألة استخدام التمويل قصير الأجل من عدمه على طبيعة عمل كل مؤسسة، ومن بين أهم مصادر التمويل قصير الأجل: الائتمان المصرفي والائتمان التجاري.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، مرجع سبق ذكره، ص 244.

<sup>2</sup> Cabane. P, op.cit, p : 213.

<sup>3</sup> صديقي أحمد، فريقي سعاد، صبرو خوجة، مرجع سبق ذكره، ص 80.

<sup>4</sup> نفس المرجع، ص ص: 80-81.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 7 1 3 1 . الاقتراض طويل الأجل:

- السندات:

يعرف التمويل بالسندات بأنه: " تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة أو الجهة المصدرة للسندات وذلك بواسطة تمويل قرض جماعي يكون مجزئاً على شكل أوراق مالية تسمى بالسندات<sup>1</sup>

يعرف المستند بأنه ورقة مالية لها قيمة اسمية ومعدل عائد سنوي أو نصف سنوي وتاريخ استحقاق مثبت علي أصل الورقة ، وأن هذه الورقة تمثل التزام الشركة المصدرة واعترافها بمديونية القيمة الاسمية للورقة والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة علي تلك المديونية بتاريخ محددة مع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق . ولما كان للسند قيمة اسمية فإنه لا بد أن تكون له قيمة سوقية نقل أو تزيد عن القيمة الاسمية للسند ، وتستخدم للتداول في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup>.

تلجأ المؤسسة للتمويل بالسندات للأسباب التالية<sup>3</sup> :

- ❖ الاستفادة من مزايا الرفع المالي (المتاجرة بالملكية)؛
- ❖ محدودية التكلفة؛
- ❖ الميزة الضريبية؛
- ❖ استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة؛
- ❖ إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق يؤدي إلى تحقيق مرونة للمؤسسة بتعديل هيكلها المالي ؛
- ❖ تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت ولا يرغبون في المخاطرة.

لقد كانت السندات سابقاً تصدر باستحقاقات من 10 إلى 20 سنة، إلا أنه أصبح مألوفاً الآن إصدار سندات بفترات استحقاق أقل ت تراوح بين 05 و 10 سنوات، فالسندات كمصدر تمويل طويل الأجل يشبه القروض محددة المدة، ولكن إصدار الأسهم يتم الإعلان عنه والدعاية له، ويعرض على الجمهور، ويباع إلى عدة مستثمرين مختلفين أفراداً أو مؤسسات<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 301.

<sup>2</sup> قابوسة علي، مرجع سبق ذكره، ص 133.

<sup>3</sup> محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 301-302.

<sup>4</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 56.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- القروض المصرفية (متوسطة وطويلة الأجل):

يمثل الائتمان المصرفي طويل الأجل مصدر مهم من مصادر التمويل في مرحلتي التأسيس والتوسع ، لأن هذا النوع من التمويل يستخدم في تمويل الحصول علي الموجودات طويلة الأجل (الرأسمالية ) التي تحتفظ بها الوحدة الاقتصادية لأغراض مزاولة النشاط وليس للمتاجرة<sup>1</sup>. هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض<sup>2</sup>.

حيث يتميز القرض البنكي بأنه<sup>3</sup> :

- ❖ مجمع أي لا يكون مقسم عكس السندات؛
- ❖ محدد الوجهة أي يكون موجها لاستعمال محدد بدقة؛
- ❖ تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك.

البعض يقسم الائتمان المصرفي طويل الأجل إلي ائتمان متوسط الأجل وائتمان طويل الأجل علي الرغم من أن مفهوم كلا النوعين من الائتمان هو واحد باختلاف المدة الزمنية ، حيث تكون المدة الزمنية للأول من أكثر من سنة إلي 5 او 7 سنوات ن في حين إن المدة الزمنية للنوع الثاني هي أكثر من 7سنوات<sup>4</sup>.

- التمويل بالاستئجار (crédit-bail):

التأجير هو عقد إيجار الممتلكات المنقولة أو غير المنقولة بين المؤجر (الذي يجعل العقار متاحًا) والمستأجر لفترة غير قابلة للإلغاء، مع خيار شراء العقار بسعر ثابت مقدما<sup>5</sup>. إعادة التأجير هي عملية حديثة، فالشركة التي تمتلك عقارًا تباعه لشركة تأجير. يقوم الأخير بتأجيره لشركة أخرى بموجب شروط عقد الإيجار ، أي مع خيار الشراء. الهدف هو بدء الاستثمار عن طريق جمع الأموال التي تكون ربحيتها أعلى من معدل تكلفة عقد التأجير. يجري تحليل التأجير باعتباره إحدى

<sup>1</sup> قابوسة علي، مرجع سبق ذكره، ص: 132.

<sup>2</sup> خيرى عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>3</sup> محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 302.

<sup>4</sup> قابوسة علي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 132-133.

<sup>5</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, opcit, p : 323.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

وسائل تمويل مشاريع الشركة، وسيكون من المناسب إعادة صياغته على مستوى الميزانية وحساب النتائج<sup>1</sup>.

تستخدم الشركات طريقة التمويل هذه على نطاق واسع لأنها توفر العديد من المزايا<sup>2</sup>:

- ❖ على عكس القرض ، فإنه لا يتطلب تمويلًا ذاتيًا من جانب الشركة وبالتالي يجعل من الممكن تمويل الأصل المستخدم بالكامل ؛
- ❖ يتم الحصول عليها بسهولة وسرعة لأنه نادرًا ما يتم طلب البيانات المالية للشركة ؛
- ❖ لا تظهر الأصول المأخوذة بموجب عقود الإيجار التمويلي في الأصول ولا يظهر التمويل المقابل في الخصوم ، مما يسمح للشركة بالحفاظ على قدرتها على الدين. ومع ذلك ، يجب ذكر الرسوم التي لا يزال يتعين دفعها في الملحق ويقوم المحلل المطلع بإعادة معالجة هذه المعلومات لاستيعاب هذه العناصر في شكل من أشكال الديون ، كما يجب أن تفعل الشركات الموحدة ؛
- ❖ رسوم التأجير هي نفقات معفاة من الضرائب مما يسمح بتحقيق وفورات ضريبية. ومع ذلك ، لا يختلف هذا الجانب كثيرًا عن شراء العقار والقرض المقابل له حيث يتم أيضًا خصم الإهلاك والرسوم المالية له ؛
- ❖ يسمح عقد الإيجار بتجديد العقار المؤجر قبل نهاية العقد ، مما يسمح للشركة بمتابعة التقدم التقني.

بالإضافة إلى هذه المزايا ، هناك بعض العيوب<sup>3</sup>:

- ❖ التمويل بالاستئجار أعلى بشكل عام من الاقتراض التقليدي ؛
- ❖ يُلزم الشركة بدفع الإتاوات حتى نهاية العقد، في مقابل دفع تعويضات الإنهاء، على عكس الإيجار التقليدي؛
- ❖ سهولة الحصول عليها يشكل خطرًا على الشركة في تمويل الاستثمارات غير الهادفة للربح والتي لن تخضع لرقابة المراجعين الخارجيين، كما تفعل البنوك في سياق القرض.

<sup>1</sup> Legros. G, **Mini Manuel de Finance d'Entreprise**, Op.cit, p : 168.

<sup>2</sup> Bazet. J.L, Faucher. P, opcit, p : 323.

<sup>3</sup> Idem.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 2 3 1 7 2. الاقتراض قصير الأجل:

إن المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشروعات، وتكون فترة التمويل عادة أقل من سنة لتغطية تكلفة دورة الاستثمار سواء كانت صناعية أو تجارية.<sup>1</sup>

- الائتمان التجاري:

يمثل الائتمان التجاري المبيعات والبضائع التي يمكن أن تحصل عليها المؤسسة دون أن تدفع قيمتها نقداً، وغالباً ما يكون للبضائع وليس للآلات أو الأصول الثابتة، ويمنح حسب العوامل الشخصية مثل المركز المالي للبائع ورغبته في التخلص من مخزونه السلعي، أو حسب العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة وغالباً ما يتم منحه في السلع التي تتميز بالطلب الكبير، يتخذ الائتمان التجاري عدة أشكال منها الحساب الجاري (الحساب المفتوح) والكمبيالة، هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاج إليه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ آجل، وتفاوت شروط لائتمان التجاري تفاوتاً كبيراً، ومن هذه الشروط نجد الدفع نقداً قبل التسليم، الدفع نقداً بعد التسليم، الدفع نقداً عند التسليم.<sup>2</sup>

يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا أهمها ما يلي<sup>3</sup>:

- ❖ الكلفة: حيث إن ليس للائتمان التجاري أعباء إضافية تتحملها الوحدة الاقتصادية عند حصولها على الأموال من خلال حصولها على المشتريات الآجلة لأن الموردين يحددون سعر البيع لمنتجاتهم الذي لا يتغير بتغير شروط الدفع؛<sup>186</sup>
- ❖ التوافر: باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وإنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وإن هذه الخاصية تكبر عند المؤسسات الصغيرة التي تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛

<sup>1</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>2</sup> زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، مرجع سبق ذكره، ص 247.

<sup>3</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 63.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

❖ المرونة: ففي حالة زيادة المبيعات فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس في حالة انخفاض المبيعات؛

❖ الاستمرارية: يتمتع هذا المصدر التمويلي بقدرة مستمرة على التجديد؛

❖ السهولة وقلة التعقيد: يعد الائتمان التجاري أسهل وسيل للحصول علي الأموال حيث يتم ذلك بمجرد الاتفاق بين الوحدات الاقتصادية (حتى لو كان الاتفاق شفهيًا) علي السداد وشروطه ومواعيد التسديد، إذ من السهل الحصول عليه بسبب عدم الحاجة لإجراءات وترتيبات رسمية.

- الائتمان المصرفي:

هو تمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من البنوك ويأتي في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، يعرف الائتمان المصرفي قصير الأجل بأنه القروض التي تمنحها المصارف والتسهيلات المصرفية كالسحب علي المكشوف، والتي لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة وتستخدم في تمويل النشاط الإنتاجي وتكون بفائدة سنوية محددة بالاتفاق بين المصرف والوحدة الاقتصادية، وغالبا ما تحصل الوحدات الاقتصادية علي القروض قصيرة الأجل لتمويل النقص الحاصل في السيولة أو تمويل المخزون وخاصة في الوحدات الاقتصادية الصغيرة أو ذات النشاط الموسمي التي تعمل علي سداد القرض وفوائده في مواعيد الاستحقاق باستخدام التدفقات النقدية التي تحققها من عملياتها الإنتاجية أو البيعية.<sup>1</sup>

هناك أنواع كثيرة من القروض التي تمنحها البنوك لعملائها ولعل من أهمها نجد<sup>2</sup>:

❖ القروض المصرفية غير المضمونة: وهي قروض قصيرة الأجل تستعمل في الشركات الصغيرة، وبعد تقييم أهلية التسليف تستعمل هذه القروض لتمويل المشاريع التي لها سيولة نقدية سريعة؛

❖ القروض المصرفية المضمونة: وهي قروض قصيرة الأجل يتم اللجوء إليها إذا كان تقييم أهلية التسليف للمقترض غير كافية، ففي هذه الحالة يفرض المصرف ضمانات كافية فضلا

<sup>1</sup> قابوسة علي، مرجع سبق ذكره، ص : 131.

<sup>2</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص : 64.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

عن التأمين على ذلك القرض. فالضمان قد يأخذ أشكالاً عدة كرهن المخزون وحساب الذمم المدينة والموجودات الثابتة في بعض الحالات، وعلى الرغم من أن الشركات تكون قادرة على الحصول على القروض غير المضمونة إلا أن الضمان يكون كبديل لسعر فائدة أقل. يتمتع الائتمان المصرفي بمزايا وعيوب مقارنة بالائتمان التجاري، حيث يعد الائتمان المصرفي أقل كلفة من الائتمان التجاري لإمكانية الحصول على الأموال النقدية التي تستخدم في تمويل المخزون، وبالتالي الحصول على الخصم النقدي من عمليات الشراء، والتمكن من تلبية شروط الموردين وتغطية الحاجة إلى النقد، إلا أنه بالمقابل لا يمكن التوسع بالائتمان المصرفي كما هو الحال في الائتمان المصرفي كما هو الحال في الائتمان التجاري الذي يرفع حجمه بارتفاع مشتريات الوحدة الاقتصادية<sup>1</sup>.

### 3 - قرار توزيع الأرباح:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات وأصعبها في المؤسسة، إذ أنها من القرارات الإستراتيجية التي تؤثر على مستقبل المؤسسة لما لهذه القرارات من تأثير على مباشر على المستثمرين والمؤسسة على حد سواء. الهدف الأساسي لأي مستثمر هو الحصول على عوائد نظير استثماره ويفضل المستثمرون أن تكون هذه العوائد في شكل نقدي أي عبارة عن توزيعات أرباح. في نفس الوقت فإن إدارة المؤسسة تسعى لخدمة مصلحة مساهميها لإرضائهم من خلال تعظيم ثروتهم وهو ما يتطلب توزيعات الأرباح عليهم هذا من جهة، من جهة أخرى، يجب على الإدارة التفكير في السياسة التمويلية للمؤسسة حيث تسعى إلى الاستفادة من الأرباح المحققة لاستغلالها في تمويل مشاريعها المستقبلية وتعظيم قيمتها السوقية. هنا تكون المؤسسة أمام عملية الاختيار بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم وبالتالي تحقيق رغباتهم (خاصة المساهمين الصغار منهم)، أو احتجاز هذه الأرباح لتمويل المشاريع الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة وبالتالي تحقيق رغبات المسيرين.

### 1 3 1 - مفهوم قرار توزيع الأرباح:

توزيعات الأرباح هي النقد أو الأسهم أو أي نوع من الممتلكات التي توزعها الشركة على مساهميها. بمفهوم آخر الأرباح الموزعة هي معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون

<sup>1</sup> قابوسة علي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 131-132.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم من السلع والخدمات<sup>1</sup>.

لسياسة توزيع الأرباح مفاهيم متعددة تناولها الكتاب والباحثون وأوردوها بمفاهيم مختلفة كل حسب رؤيته، فقد قام روس "ROSS" بتعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها اختيار مبالغ التوزيعات النقدية التي سيتحصل عليها المساهمين والمبالغ التي سيتم الاحتفاظ بها من أجل إعادة استثمارها في مشاريع أخرى مربحة أو تغطية الاحتياجات المستقبلية للشركة<sup>2</sup>.

سياسة توزيع الأرباح هي الحلقة المفقودة بين التوزيعات والنمو، باعتبارها تؤثر على مستوى كل من التوزيعات ومعدل النمو، وبذلك ينظر إلى مسألة التوزيعات على أساس أنها اختيار بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي وتعني سياسة التوزيعات نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين<sup>3</sup>.

سياسة توزيع الأرباح هي كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، إما في شكل نقدي أو عن طريق أسهم<sup>4</sup>.

تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بني توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي ، وبذلك جند أن هذا القرار بشأن توزيع الأرباح، علاوة على إمكانية تأثيره على قيمة المؤسسة ، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى (الاستدانة أو زيادة رأس المال)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 3، العدد 01، جوان 2016، ص : 341.

<sup>2</sup> كفايفي حسام، بوشريط أسامة، محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة ( 2013-2018)، مجلة التنوع الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02، ص : 74.

<sup>3</sup> زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع أرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة ، مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010، ص ص: 84-85.

<sup>4</sup> حفصي رشيد، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011 - 2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جوان 2021، ص : 189.40

<sup>5</sup> بربيش عبد القادر، بدروني عيسى ، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية ، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013، ص : 13.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

هناك فئات تتأثر وتتوثر في عملية توزيع الأرباح والتي يتم ذكرها في الآتي<sup>1</sup>:

- الفئة الأولى: الإدارة العليا والتي لها السلطة في قرار توزيع الأرباح والتي تسعى إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة وهذا من أجل الاعتماد عليها في تمويل استثماراتها المستقبلية وبطريقة أسهل ومتحكم فيها؛

- الفئة الثانية: المساهمين مالكي الأسهم وهذه الفئة ممكن تقسيمها إلى قسمين كالموالي:

❖ صغار المساهمين وهم فئة ترغب في الحصول على أكبر كمية من توزيعات الأرباح

باعتبارها تشكل لهم عوائد أي دخل جاري؛

❖ كبار المساهمين وهؤلاء هم أصحاب الحصص الكبيرة في الشركة أي أصحاب الأموال

الكبيرة وهته الفئة تنظر إلى توزيع الأرباح بمنظارين :

• يفضلون احتجاز الأرباح إذا كان معدل العائد على الاستثمار بالشركة أكبر من

معدل العائد على الاستثمار بالسوق؛

• وفي حالة معدل العائد على الاستثمار بالشركة أصغر من معدل العائد على

الاستثمار بالسوق فهنا يفضلون توزيع الأرباح على احتجازها.

### 1 3 2 -دوافع توزيع الأرباح:

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة،

حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه

الأرباح، وذلك نظرا للأسباب التالية<sup>2</sup>:

- يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم و عدم بيعها، وكذا تحفيزهم على

الاكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال)؛

- عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وبخاصة إذا ما

قامت بالتوفيق بين عملية توزيع الأرباح و زيادة الاستثمار في نفس الوقت؛

<sup>1</sup> تغليسية لمين، وهابي طارق، أثر جودة المعلومات المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الجزائرية ، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 04، العدد 01، 2019، ص ص: 3-4.

<sup>2</sup> زرقون مجد، مرجع سبق ذكره، ص : 85.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، ولهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة؛
- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات عن التنبؤات الحالية والمستقبلية لأرباح المؤسسة وأدائها، ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.

### 1 3 3 - العوامل المؤثرة في قرار توزيع الأرباح:

خلصت أغلب الدراسات السابقة إلى وجود ارتباط إيجابي بين سياسة توزيع الأرباح والربحية والسيولة والأرباح الموزعة في الفترة السابقة في حين توجد علاقة سلبية بين الرفع المالي وحجم المخاطر وفرص النمو وسياسة توزيع الأرباح. وفيما يلي شرح وتوضيح للعوامل السابقة وكيفية تأثيرها على سياسة توزيع الأرباح

### 1 3 3 1 - الربحية (حجم الأرباح):

يتم توزيع الأرباح المدفوعة للمساهمين من الأرباح التي تحققها المؤسسة. ومن المحتمل أن تتأثر التغييرات في توزيع الأرباح بالتقلبات في مستويات الربح السنوي المحقق<sup>1</sup>. إن ثبات معدل ربح المؤسسة نسبيا يمكن أن يؤدي بها إلى توزيع نسبة عالية من الأرباح، لأنها تكون قادرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية والعكس في حالة تذبذب الأرباح، فإن ذلك يدفع بالمؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء كبير من الأرباح، لعدم قدرتها على التنبؤ بالأرباح مستقبلا<sup>2</sup>.

أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية، فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة المؤسسة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة، نظرا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، وعندما تتحقق هذه الأرباح فإن إدارة المؤسسة تحتجز قدرا أكبر من الأرباح لسد احتياجاتها، ولذلك فإن نسبة التوزيعات تقل في هذه الحالة، وبالعكس فإن استقرار الأرباح في المؤسسة يزيد من ثقة الإدارة في توفر الأرباح وبالتالي يزيد من قدرتها على توزيع جزء أكبر نسبيا من هذه الأرباح على المساهمين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> كفايفي حسام، بوشريط أسامة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

<sup>2</sup> براني مختارية، حسيني إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية المجلد 41، العدد: 03، 2020، ص: 66.

<sup>3</sup> خيرى عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 143-144.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 3 3 2 - السيولة:

تعد السيولة أمراً أساسياً في الكثير من قرارات توزيع الأرباح، وبناء على ذلك يتوقع أن تدفع المؤسسات ذات السيولة المرتفعة توزيعات أرباح أعلى بسبب توافر النقدية لديها. فالمؤسسات قد تحقق أرباحاً ولكنها تعاني من نقص السيولة النقدية اللازمة لإعلان توزيع الأرباح<sup>1</sup>، حيث أن هذه الأرباح قد احتجزت واستعملت لتمويل موجودات الشركة أو لتمويل التوسع، وأيضاً بعض الشركات تعاني من ضائقة سيولة في مراحل الكساد الاقتصادي نظراً لانخفاض المبيعات فإن هذا يحد من مقدرة الشركة على دفع الأرباح الموزعة النقدية خاصة إذا كانت تعتمد على البيع الآجل أو يتم استخدام السيولة لسداد القروض والتوسع<sup>2</sup>. كما تؤثر المرحلة العمرية للشركة على هذا العامل، فالمؤسسات التي تكون في مرحلة النمو تحتاج إلى سيولة كبيرة وبالتالي لا توزع أرباحاً<sup>3</sup>.

### 1 3 3 3 - الرفع المالي:

تعتبر الرافعة المالية متغيراً آخر يستخدم في الدراسات لتوضيح سياسة توزيع الأرباح للشركات. الرافعة المالية العالية تزيد من تكاليف المعاملات وحجم المخاطر. الشركات ذات نسبة الرافعة المالية العالية لديها مدفوعات ثابتة عالية لاستخدام التمويل الخارجي. لذلك كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية انخفضت فرصة توزيع الأرباح نتيجة ارتباط الرافعة المالية بشكل سلبي بأرباح الأسهم. هذه النتيجة مدعومة بنظرية تكلفة الوكالة لسياسة توزيع الأرباح إن للرافعة المالية دور مهم في مراقبة المديرين وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة الناشئة عن النزاع بين المساهمين والمديرين<sup>4</sup>.

### 1 3 3 4 - حجم المؤسسة (فرص النمو والاستثمار):

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بفرص نمو الشركات حيث تميل التي تتمتع بفرص نمو مستقبلية إلى الاحتفاظ بجزء كبير من أرباحها لاستخدامها كمصدر داخلي لتمويل هذه الفرص وتختار استخدام الأرباح المحتجزة بدلاً من مصادر التمويل الخارجية نظراً لسهولة الحصول عليها وتحملها تكلفة أقل وخطورة

<sup>1</sup> متولي السيد متولي عيطه، أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية ، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 06، العدد 02، 2021، ص : 482.

<sup>2</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص : 346.

<sup>3</sup> براني مختارية، حسيني إسحاق، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

<sup>4</sup> كفايفي حسام، بوشريط أسامة، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

أقل<sup>1</sup>. تتميز الشركات الكبيرة بتوزيع نسب أرباح عالية على المساهمين لأنه لديها قدرة أكبر للوصول إلى مصادر التمويل خاصة السوق المالي، مقارنة بالشركات الصغيرة والجديدة التي تتميز باحتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، نظرا لقدرتها المحدودة على الاقتراض والتمويل<sup>2</sup>. بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح ترتبط بدورة حياة المؤسسة، فالمؤسسات في مرحلة التأسيس والنمو نادرا ما توزع أرباحا على العكس في مرحلة النضج تميل إلى توزيع أرباح أعلى لأن التمويل الداخلي يكون أكبر من الحاجات التمويلية<sup>3</sup>.

### 1 3 3 5 - القوانين:

يعني ذلك وجود قيود قانونية على المؤسسة تحد من قدرتها على توزيع الأرباح، وتنقسم هذه القيود عادة إلى قسمين<sup>4</sup>:

- قيود عامة يفرضها القانون على جميع الشركات : مثل وجود احتياطي قانوني كنسبة معينة من

الربح يجب احتجازها، أو عدم جواز توزيع أرباح إذا كانت الخصوم أكبر من الأصول، أو إذا

كانت قيمة التوزيعات أكبر من قيمة الأرباح المحتجزة في الميزانية؛

- قيود يفرضها الدائنون أو حملة الأسهم الممتازة على إدارة المؤسسة :كشروط لمنح القرض، مثل

عدم جواز توزيع الأرباح إلا بعد تسديد الديون المستحقة على المؤسسة، أو عدم جواز توزيع

أرباح على حملة الأسهم العادية إذا لم يتم دفع توزيعات أرباح الأسهم الممتازة في أي سنة من

السنوات، أو ضرورة وجود حد أدنى من رأس المال العامل قبل توزيع أية أرباح على المساهمين.

### 1 3 3 6 - رغبات المساهمين:

على المؤسسة أن تتبع سياسة توزيعات بها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها. ونظرا لتضارب

المصالح بين المساهمين، قد يكون من الصعب إتباع سياسة توزيع أرباح تخدم الجميع ويعود التباين في

رغبات المساهمين والمستثمرين لعدد من العوامل وهي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup>كفايفي حسام، بوشريط أسامة، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

<sup>2</sup>براني مختارية، حسيني إسحاق، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

<sup>3</sup>خيرى عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص: 145-146.

<sup>4</sup>نفس المرجع، ص: 147.

<sup>5</sup>مزوزي خيرة، بخالد عائشة، أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011، مجلة أداء

المؤسسات الجزائرية، العدد 11، 2017، ص: 193.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- الموقف الضريبي للمساهم: تتضارب المصالح بين المساهمين نتيجة للاختلاف في التعامل مع الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية فيما يخص الضريبة المفروضة عليها، وذلك لأنه غالباً تكون الضريبة على الأرباح الموزعة أعلى من الضريبة على الأرباح الرأسمالية، وعليه فالمساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبة عالية يفضل احتجاز الأرباح لاعتقاده بأن ذلك سوف يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم أي تحقيق أرباح رأسمالية، بينما المساهم الذي ينتمي إلى شريحة ضريبة منخفضة يفضل الربح الموزع؛

- حاجة المساهمين لدخل جاري في مقابل حاجتهم لدخل مستقبلي: هناك فئة من المساهمين يفضلون الأرباح الجارية منهم المتقاعدين وذوي الدخول الصغيرة وهم يمثلون صغار المستثمرين الذين يعتبرون التوزيعات مصدر دخل لهم، وبالتالي يعارضون الاحتجاز أو التوزيعات المنخفضة. على خلاف كبار المساهمين الذين يفضلون احتجاز الأرباح على الأرباح الجارية وذلك لتخفيف العبء الضريبي عنهم. وعليه فإن قرار المؤسسة يتفق مع فئة بينما يتعارض مع الفئة الأخرى.

### 1 3 3 7 - الحفاظ على سيطرة المساهمين الحاليين:

تفضل بعض الشركات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي من أجل التوسع إذ تعتبر أن إصدار أسهم جديدة من شأنه إضعاف سيطرة المساهمين الحاليين في الشركة ولذلك فهي تلجأ إلى الاحتفاظ بالأرباح بدل توزيعها، أو توزيع جزء صغير فقط<sup>1</sup>.

### 1 3 3 8 - نسبة التوزيعات السابقة:

يعطي استقراء سياسات توزيع الأرباح في الماضي مؤشراً على سياسة التوزيع المستقبلية، وغالياً ما يعتقد المستثمرون أن الشركات ذات التوزيعات المستقرة أقوى وأكثر قيمة، حيث أظهرت الدراسات أن توزيعات أرباح السنوات السابقة تؤثر بشكل إيجابي على نسبة توزيعات أرباح الأسهم الحالية للمؤسسة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> غزالي زينب، أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح - دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة -، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 13، 2017، ص: 294.

<sup>2</sup> متولي السيد متولي عيطه، مرجع سبق ذكره، ص: 483.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 3 4 - إجراءات دفع التوزيعات المقررة:

تعتبر سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات المدرجة بالبورصة من أهم السياسات التي تؤثر على حركة تداول الأسهم، لذلك اكتسب إجراءات توزيع الأرباح أهمية قصوى بالنسبة للمؤسسة والمساهمين على حد سواء، كما وارتبطت عملية توزيع الأرباح في مؤسسات المساهمة بالتواريخ المهمة التالية:<sup>1</sup>

- تاريخ الإعلان عن التوزيع: هو ذلك التاريخ التي تتخذ فيه الهيئة العامة للمؤسسة قرارا بإعلان عن توزيع أرباح، أي يوزع الربح الصافي أو جزء منه على الأعضاء حسب أسهمهم أو حصصهم وذلك بعد استيفاء جميع الاقتطاعات القانونية، ويلاحظ انه وبعد تاريخ الإعلان عن التوزيع يزداد الطلب عن أسهم المؤسسات التي أعلنت عن توزيع الأرباح مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لهذه الأسهم؛
- تاريخ التسجيل: هو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة، ويقوم المساهمون والأشخاص المعنيون بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل؛
- تاريخ الدفع: ويقرر من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل؛
- خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح: العديد من المؤسسات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحهم، والتي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.<sup>2</sup>

### 1 3 5 - سياسات توزيع الأرباح:

يمكن لإدارة المؤسسة أن تختار بين سياسات توزيع الأرباح النقدية أو غير النقدية وفيما يلي نذكر أهمها:

<sup>1</sup> مزوزي خيرة، بخالد عائشة، مرجع سبق ذكره، ص: 192.

<sup>2</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 3 5 1 - سياسات توزيع الأرباح النقدية:

- سياسة توزيع مجمل الأرباح: تستند هذه السياسة على اقتراح توزيع إجمالي أرباح الأسهم، حيث أنه مفادها أن المساهمين يفضلون الحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، لكن عمليا المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية لأنها غير مشجعة لا جباثيا ولا من طرف المساهمين، كونها تؤثر بشكل سلبي على التمويل الذاتي من جهة، ومن جهة أخرى كون الضرائب المفروضة على الأرباح الموزعة للأسهم غالبا ما تكون أكبر من تلك المفروضة على الأرباح الرأسمالية للأسهم<sup>1</sup>؛
- سياسة غياب التوزيعات: تعتبر هذه السياسة الوجه المقابل للسياسة الأولى، حيث تقوم على فكرة أن التوزيعات تعتبر ترف بالنسبة للمؤسسات والمساهمين، لذلك لا يوجد داع لإجراء هذه التوزيعات، لكن في الواقع العملي مهما كانت مزايا هذه السياسة فإنه من النادر أن توجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون القيام بإجراء أي توزيعات<sup>2</sup>؛
- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم : تقوم الشركة وفقا لهذه السياسة بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعدما تقوم بتمويل استثماراتها التي لها عائد أكبر من تكلفة الأموال الذاتية، فتبعا لهذه السياسة فإن النسبة المحددة للتوزيع تكون غامضة بالنسبة للمساهمين باعتبار أن معظم الشركات تقوم بتوزيع جزء صغير من الأرباح وذلك ناتج عن حاجتها لتمويل استثماراتها<sup>3</sup>؛
- سياسة التوزيع المستقرة: وتتمثل هذه السياسة بأن تقوم الشركة بدفع أرباح موزعة ذات نسبة مستقرة وتسمح لمعدل توزيع الأرباح بالتقلب تبعا لتغير أرباح الشركة، ونجد في الواقع أن الكثير من الشركات تتبع سياسة توزيع أرباح مستقرة وذلك للاعتقاد بان المساهمين عامة يفضلون ذلك وبالتالي يكون لهذه السياسة تأثيرا إيجابيا على سعر سهم الشركة في السوق<sup>4</sup>، وتأخذ هذه السياسة ثلاثة أشكال<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> خيرى عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

<sup>2</sup> نفس المرجع، نفس الصفحة.

<sup>3</sup> وهابي طارق، براق محمد، إسهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح - دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية-، Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale، المجلد 13، العدد 02، 2019، ص: 3.

<sup>4</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص ص: 343-344.

<sup>5</sup> براني مختارية، حسيني إسحاق، مرجع سبق ذكره، ص ص: 66-67.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- ❖ توزيع أرباح مستقرة للسهم الواحد: تعتمد هذه السياسة على دفع مبالغ ثابتة، كتوزيعات أرباح خلال كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح إذ لا يتأثر مقدار التوزيعات بالتغيرات الحاصلة في ربحية السهم سواء بالارتفاع أو الانخفاض؛
  - ❖ نسبة ثابتة من التوزيعات النقدية: تتمثل في دفع الشركة توزيعات أرباح للمساهمين على شكل توزيعات نقدية، تكون ثابتة . تحسب بمقدار توزيع أرباح السهم الواحد على ربحية السهم الواحد ؛
  - ❖ النمط المستقر من التوزيعات مع علاوة إضافية: تتمثل هذه السياسة في أن تلتزم الشركة بتوزيع مقدار نقدي منخفض كعائد على المساهمين بصورة منتظمة كل عام مع إمكانية توزيع مقدار نقدي آخر كعائد إضافي يتم توزيعه في السنوات التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة، ويرى مؤيدو هذه السياسة أن توزيع هذا العائد الإضافي في سنوات الربحية المرتفعة يساعد الشركة على تجنب إعطاء المساهمين انطباعاً وهمياً بأن الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصورة مستدامة<sup>1</sup>.
- 1 3 5 2 - توزيعات الأرباح غير النقدية:**

هناك طرق أخرى قد تلجأ إليها المؤسسات لتوزيع الأرباح ولكن بطريقة غير نقدية نذكر منها<sup>2</sup>:

- الأسهم المجانية Stock Dividend : تلجأ العديد من المؤسسات إلى توزيع أسهم جديدة على المساهمين بدلا من دفع توزيعات نقدية، فهذا الإجراء يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل، كأن يكون لها فرص استثمارية واعدة، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها المؤسسة عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة، ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها . كذلك فإن هذا النوع من التوزيع يتميز بعدم خضوعه للضريبة، وأن هذه العملية تقوم بتعديل ملكية المساهمين بحيث يكون لكل مساهم نسبة أكبر من السابق، وبدون إحداث أي تغيير على ثروة المساهم؛

<sup>1</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص: 344.

<sup>2</sup> حفصي رشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 41-42.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

- اشتقاق الأسهم Stock Splits : يعتبر اشتقاق الأسهم بديلاً آخر لتوزيع الأرباح النقدية، فعند قيام المؤسسة بهذا الإجراء ينتج عن كل سهم أسهم إضافية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم، ويتم استخدام هذا البديل عادة لإعطاء الأسهم مرونة في التداول ولخلق زيادة في الطلب على الأسهم، وذلك من خلال أن زيادة عدد الأسهم في رأسمال المؤسسة من خلال تلك العملية يؤدي إلى تخفيض توزيعات السهم الواحد عند ثبات مبلغ التوزيعات، أو إلى ثبات توزيعات السهم الواحد مع زيادة مبلغ التوزيعات الإجمالية؛ 198

- معكوس الاشتقاق Reverse Stock Splits : تتلخص فكرة معكوس الاشتقاق في قيام المؤسسة بعملية تخفيض عدد أسهمها، وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جداً؛

- إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase : تعتبر هذه الطريقة من الطرق البديلة لتوزيع الأرباح حيث يقصد بعملية إعادة شراء المؤسسة لأسهمها هو أن تقوم باستعمال فائض النقد لديها في شراء أسهمها المتداولة، ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن أسهم سبق إصدارها ثم أعيد شرائها بأحد الطريقتين، فقد يشتري من سوق المفتوحة Open Market وهذا بعد الإعلان عن ذلك كأبي مستثمر آخر، وقد يتم الشراء من خلال ما يسمى بعروض المناقصات Tender offer لعدد من الأسهم وبسعر محدد، ويكون هذا السعر في الأغلب أكبر من السعر السائد في السوق خلال فترة محددة، كما توجد طريقة أخرى والتي تسمى بإعادة شراء الأسهم المستهدفة والتي من خلالها تدخل إدارة المؤسسة في عملية التفاوض مع حاملي النسبة الكبيرة لأسهم المؤسسة لشراء حصصهم من خلال تحفيزهم بعرض مميز، وفي العادة تقوم المؤسسة بهذا الإجراء لمواجهة سيطرة بعض المستثمرين على المؤسسة، أو إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية؛

- التوزيعات العينية للأرباح: وتسمى أيضاً بالتوزيعات النوعية بحيث تقوم إدارة المؤسسة بإجراء توزيعات بضاعة أو عقار أو استثمار وهذا عوضاً عن التوزيعات النقدية، بحيث تلجأ

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

المؤسسات إلى هذا النوع من التوزيعات في حالة العسر المالي وعدم توفر السيولة اللازمة، ولكن هذا النوع من التوزيع غير مرغوب فيه لدى المساهمين بحيث أن التوزيع النقدي هو الذي يتيح قدرا أكبر من الحرية للمساهمين في إشباع رغباتهم.

### 1 3 6 - النظريات المفسرة لسياسات توزيع الأرباح:

### 1 3 6 1 - نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح:

قدم هذه النظرية ميلر ومودكلياني حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، بمعنى أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر السهم، ويتحدد سعر هذا الأخير حتما للقدرة الايرادية للمؤسسة ووفقا لمخاطر أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وبعبارة أخرى إن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر، ومن ثم لا يمكن أن يكون له تأثير على القيمة السوقية للسهم، وأشار كل من مودكلياني وميلر إلى انه وفي ظل افتراضات معينة، إن المؤسسة إذا ما زادت التوزيعات ثم قامت بإصدار وبيع أسهم جديدة إلى مستثمرين جدد، فإن قيمة السهم الذي حصل عليه المستثمر تساوي تماما التوزيعات المدفوعة، مما يعني بعدم وجود سياسة توزيع مثلى فلا فرق بين سياسة توزيع و أخرى

ومن الأسس والافتراضات التي تقوم عليها هذه النظرية ما يلي:

- لا وجود لأي ضرائب على الدخل الشخصية للأفراد أو على أرباح الشركات؛
  - سياسة الاستثمار الرأسمالي بالمؤسسة مستقلة عن سياسة التوزيعات؛
  - عدم وجود نفقات أو مصاريف للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء)؛
  - ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
  - للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
  - ليس لتقسيم الربح بين التوزيع و الاحتجاز أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة، وذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو الشركات من الضرائب على الدخل بصفة عامة، كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

المدرء في مركز أفضل من حيث المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج الشركة، كما وان لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأس مالية من خلال الفائض النقدي المتاح لأغراض الاستثمار.<sup>1</sup>

### 1 3 6 2 - نظرية عصفور في اليد:

طور غوردن Gordon سنة 1962 نموذجا ثانيا أطلق عليه تسمية عصفور في اليد (Bird in Hand Model) يرى من خلاله أن لسياسة توزيع الأرباح تأثيرا على قيمة الشركة، ولتأكيد وجهة نظره قدم نموذجا يقوم على فكرة مؤداها أن درجة تأكد المستثمر بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام القادم تزيد عن درجة تأكده بشأن التوزيعات المتوقع الحصول عليها في العام الذي يليه، وعليه إذا كانت قيمة الشركة تتحدد بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات على فرض أن الشركة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الخاصة فإن معدل خصم هذه التوزيعات ينبغي أن يتزايد من عام لآخر. كما يقوم نموذج (Gordon 1962) على فكرة العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد، أي أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات، أما إذا تجاهلنا العلاقة بني الزمن ودرجة التأكد وهو أمر يترتب عليه ثبات معدل الخصم، فإن سياسة التوزيعات لا يكون لها أثر على القيمة السوقية للأسهم العادية. و أثبتت وجهة نظر غوردن أن توزيع الأرباح سيساعد على حل مشكلة عدم التأكد لدى المستثمرين الذين يرون أن توزيع الأرباح عبارة عن عصفور في اليد وأن الأرباح الرأس مالية عبارة عن عصفور في الغصن.<sup>2</sup>

### 1 3 6 3 - نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory :

طبقا لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح وذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأس مالية، حيث أنه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها وبالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، وتوزيع نسبة أقل من الأرباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، وطبقا لنموذج جوردون فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر. فالضرائب المستحقة على الأرباح

<sup>1</sup> حجاب عيسى، حافي هدى، مرجع سبق ذكره، ص ص: 344-345.

<sup>2</sup> قدام جمال، ترفاس جمال الدين، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس، العدد 2، أوت 2019، ص ص: 48-49.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

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، كما أن في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقي عند وفاة المساهم يعد كتكلفة شرائه وبالتالي لا يوجد فرق القيمة. بناء على هذه الأسباب، فإن المساهمين يفضلون المؤسسات التي تقوم باحتجاز الأرباح بدل توزيعها ويكونون مستعدين لدفع سعر أعلى لشراء أسهم تلك المؤسسات التي لا توزع الأرباح. إلى هنا فإن المؤسسة إذا أرادت توزيع الثروة على المساهمين، فإنها سوف تلجأ إلى إعادة شراء الأسهم تجنباً لتحميل المساهمين تكلفة زائدة في حالة ما قامت بتوزيع أرباح السهم نتيجة الضريبة الزائدة.<sup>1</sup>

### 1 3 6 4 - نظرية أثر الزبون :

نتيجة لوجود تفضيلات متباينة بين المستثمرين فيما يتعلق بالأرباح الرأسمالية وتوزيع الأرباح، فإن المؤسسات التي تدفع توزيعات عالية، فإنها تجذب تلك الفئة من المستثمرين التي تفضل الدخل الحالي لاستهلاك الحاضر، بينما المستثمرين الذين يفضلون إعادة استثمار مواردهم المالية، فإنهم يفضلون المؤسسات التي تدفع توزيعات منخفضة، بمعنى عملية جلب المستثمرين للمؤسسات تتحدد بمدى تفضيلات هذه الفئة من المستثمرين فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك، فمثال "المستثمرون المتقاعدون يفضلون التوزيعات النقدية، هذه الفئة إذا كانت مستثمرة في أسهم مخالفة لاحتياجاتهم، فسوف تنخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة لسلوك المعاكس لاحتياجاتهم، في حين تطلب الفئة الأخرى والمفضلة لاحتجاز الأرباح الأسهم التي ليس فيها توزيعات، ومن ثم ترتفع قيمة الأسهم بسبب زيادة الطلب، وبالتالي يتضح بأنه بإمكان كل مستثمر أن يشتري الأسهم الموافقة لاحتياجاته، والمؤسسة تختار السياسة التي تروق لها"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

<sup>2</sup> سايب عبد الله، سلاي بويكر، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد 01، أبريل 2022، ص: 240.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 3 6 5 - نظرية الإشارة:

نظرية الإشارة هي أن المؤسسة تستخدم سياسة توزيع الأرباح من أجل إبراز الصحة المالية لها، بمعنى أن المسيرين الماليين ينقلون أحسن المعلومات حول نتيجة المؤسسة، وهذا من خلال الأرباح الموزعة، وهو ما يعتبر إشارة على حالة الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية للمؤسسة. حيث كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة فهو إشارة على المردودية المرتفعة للمؤسسة والعكس صحيح، وإذا حدث وأن انخفضت الأرباح الموزعة فعلى المسيرين أن يقوموا بإقناع المستثمرين بأنها مرحلة عابرة لأسباب ما وستزول لأجل قريب، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تشكل عاملًا إعلاميًا جيد يستعمله المسكرون لإقناع المستثمرين بأن الصورة التي تظهر بها المؤسسة تعبر عن الحقيقة<sup>1</sup>.

### 1 3 6 6 - نظرية الوكالة:

أظهر أصحاب هذه النظرية أن تكلفة الوكالة تنشأ عندما تخدم الإدارة مصالحها الخاصة بدلا من مصالح المساهمين وحسب هذه النظرية، فإن الشركات تقوم بتوزيع الأرباح لتقليل من تكاليف الوكالة. حيث أن توزيعات الأرباح طريقة لمراقبة أداء الشركة وتعمل على تقليل تكاليف الوكالة<sup>2</sup>، وتبني نظرية الوكالة أنه عندما يمتلك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق أكبر، حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع أرباح السهم أكثر من الأرباح المحتجزة، وقد يكون هذا الخيار لتوزيع الأرباح أقوى في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر، ومن ثم يجب أن تتم سياسة توزيع الأرباح في ضوء أهداف الشركة وبما يساهم في تعظيم ثروة الملاك<sup>3</sup>.

### 1 3 7 - نماذج سياسة توزيع الأرباح:

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم

<sup>1</sup> سايب عبد الله، سلاي بويكر، مرجع سبق ذكره، ص: 241.

<sup>2</sup> براني مختارية، حسيني إسحاق، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

<sup>3</sup> سعدي وصاف، سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2،

ديسمبر 2016، ص: 407.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### 1 7 3 1 - نموذج لنتنر 1956:<sup>1</sup>

من خلال ملاحظاته توصل لنتنر إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم، ولا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محددًا رئيسيًا لأرباح السهم، والمسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشيًا مع أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة وهذا ما تبينه العلاقة الآتية:

$$D_t - D_{t-1} = \alpha + c(dB_t - D_{t-1})$$

حيث:  $D_t$  قيمة أرباح السهم لهذه السنة؛

$D_{t-1}$  قيمة أرباح السهم للسنة الماضية؛

$B_t$  النتيجة الصافية للسنة؛

ثوابت موجبة  $c$  و  $\alpha$

قام لنتنر بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية سنة 1956، أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من 1947 إلى 1953 وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعًا لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسب توزيع أرباحها طبقًا لهذه النسبة، وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى. بناء على هذه النتائج قام بتطوير نموذج التعديل الجزئي للتغير في مستوى التوزيعات عبر الزمن وباختلاف المؤسسات. لقد تم اختبار هذا النموذج في العديد من الدراسات، وكلها خلصت إلى واقعية النموذج.

### 1 7 3 2 - نموذج جوردن 1959:<sup>2</sup>

نموذج جوردون 1959 ووفقًا لفرضياته سمي بنظرية العصفور في اليد، وهو من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح وأكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية. لقد اعتمد جوردون في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح والذي

<sup>1</sup> بريش عبد القادر، بدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص ص: 17-18.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب والعلاقة التالية توضح هذا النموذج:

$$P = \frac{D}{K_e - g}$$

حيث: P هو سعر السهم المتوقع؛

D أرباح السهم المتوقع توزيعها؛

$K_e$  تكلفة الأموال الذاتية؛

g معدل النمو في أرباح المؤسسة.

حسب جوردون فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح والاستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات وارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات

### 1 3 7 3 - نموذج والتر 1963:<sup>1</sup>

يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الأساسي الذي يؤديه معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم. يعتبر والتر في نمودجه أن قيمة توزيع الأرباح كقرار مالي يأتي بعد قرار الاستثمار في المؤسسة، حيث نجد في هذا النموذج أن مقدار التوزيعات يُحدد بحسب الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المسيرين، أما المساهمون فيفضلون احتفاظ المؤسسة بالأرباح في حالة أن مردودية الأموال الخاصة المعاد استثمارها تكون أعلى من المردودية التي سوف يحصلون عليها في حالة الاستثمار في مشاريع أخرى وذلك مع تحمل نفس المخاطر وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة على النحو التالي:

<sup>1</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص ص: 154-155.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

$$P = \frac{D + \frac{R(B - D)}{K_e}}{K_e}$$

حيث أن P :سعر السهم السوقي؛

D:توزيعات السهم السنوية؛

$K_e$ : معدل العائد المطلوب؛

R:معدل العائد المتوقع على الاستثمار؛

B:ربحية السهم (نصيب السهم من الربح السنوي).

### 1 3 7 4 - نموذج كالاي 1980:

يقوم نموذج الإشارة في نماذج توزيع أرباح السهم على فكرة أن المؤسسة ستقوم بتعديل أرباح السهم بغية الإشارة عن وضعيتها الحالية أو المستقبلية المحتملة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المؤسسة تتوقع تحسناً في التدفقات النقدية والعكس. يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم. وبذلك فالمسيرين يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا يتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيراً فعالاً في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة. وبالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: التقييم المالي واتخاذ القرار

تطرقنا في المطلب السابق إلى أهم القرارات المالية التي يتم اتخاذها في المؤسسة وهي قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح. هذه القرارات لها علاقة وطيدة بعملية التقييم المالي للمؤسسات خاصة عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالاندماج بين الشركات وكذلك قرارات الشراكة و الخصخصة و سنفصل فيها كالاتي:

<sup>1</sup> خيري عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

### 1 قرار الاندماج والاستحواذ:

يقصد بالاندماج قيام أكثر من شركة بالاتفاق على بقاء واستمرار شركة واحدة فقط، مع انتهاء باقي الشركات الأخرى المندمجة، وذوبانها في شخصية الشركة الباقية، من خلال نقل صافي أصولها وخصومها إليها، وتعمل الشركات المندمجة بعد الاندماج كأقسام أو فروع أو وحدات تابعة تماما للشركة الدامجة. حيث تؤدي عملية الاندماج إلى إلغاء أسهم الشركات المندمجة واستبدالها بأسهم جديدة تصدرها الشركة الدامجة أو مقابل سداد القيمة نقدا أو التعهد بسداد القيمة بموجب سندات.<sup>1</sup>

من خلال البحث في التشريع الجزائري نرى أنه لم يتعرض إلى تعريف الاندماج بطريقة مباشرة بل اكتفى بالتطرق إلى أحكامه في المواد من 744 إلى 764 من القانون التجاري تحت عنوان "الاندماج والانفصال" والتي يمكن من خلالها استخلاص أن الاندماج هو "انضمام شركة أو تكون قائمة تماما إلى شركة أخرى حيث تزول الشخصية المعنوية للشركة المنضمة وتنتقل أصولها وخصومها إلى الشركة الضامنة كما يمكن أن يتم عن طريق مزج شركتين أو أكثر فتزول الشخصية المعنوية لكل منهما وتنتقل أصولها وخصومها ليكونان شركة جديدة واحدة.<sup>2</sup>

يمكن التفرقة بين عملية الاندماج والاستحواذ كما يلي<sup>3</sup>:

- الاندماج هو ضم مؤسستين أو أكثر معا وتكون نتيجة الاندماج تكوين مؤسسة واحدة وتتم هذه العملية عادة بين مؤسسات متماثلة في الحجم؛
- الاستحواذ يتمثل في قيام مؤسسة بشراء مؤسسة أخرى واحتوائها بالكامل وتحدث هذه العملية عادة بين مؤسسات متفاوتة في الحجم.

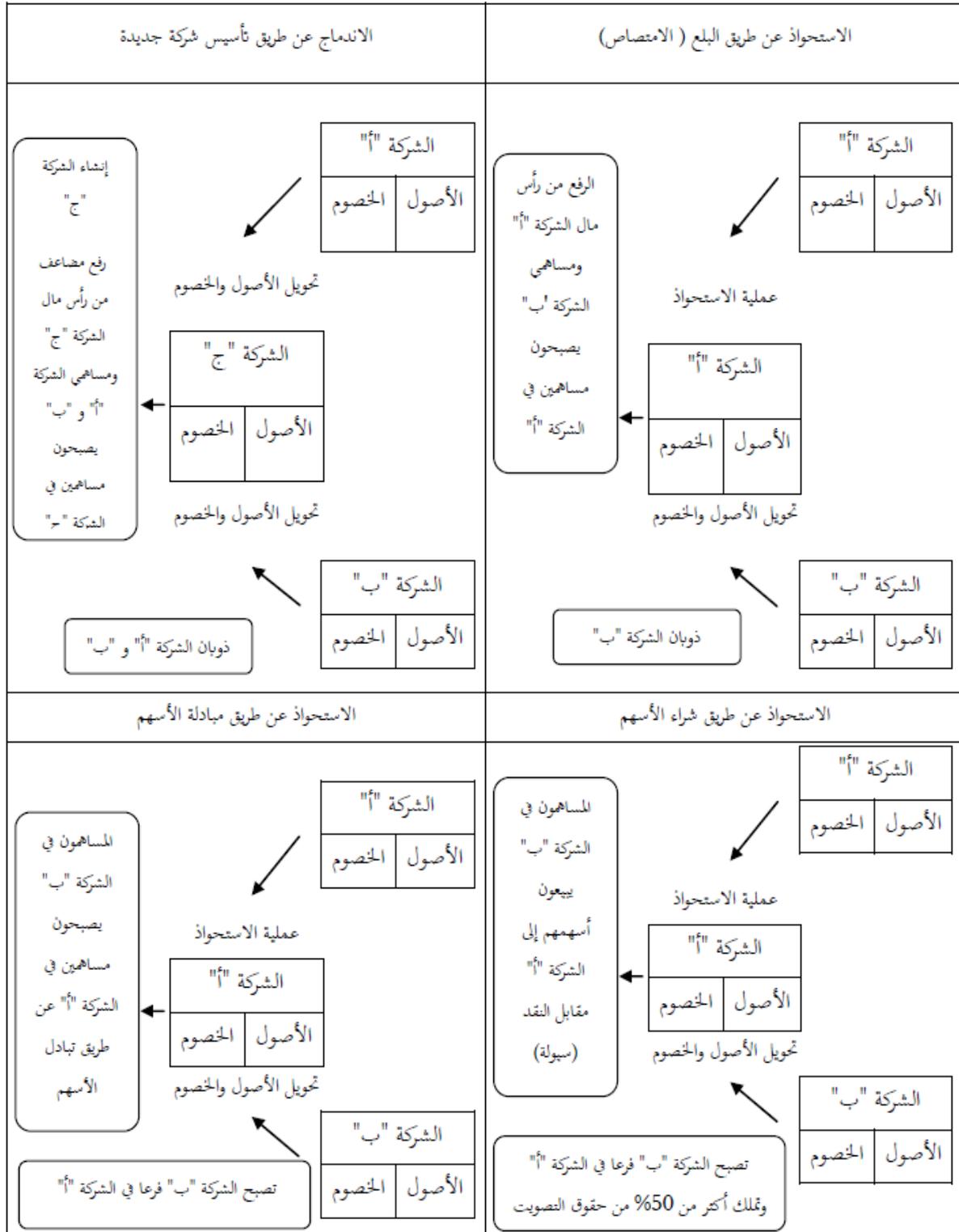
<sup>1</sup> بن موسى منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010، ص: 71.

<sup>2</sup> بلغراس عائشة، بوعزة ديدن، طرق انقضاء الشركات المتعثرة بالاندماج وآثاره القانونية في التشريع الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 13، العدد 28، 2021، ص: 209.

<sup>3</sup> قالون جيلالي، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين -مقاربة نظرية-، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014، ص: 370.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

الجدول (1-3): طرق الاندماج والاستحواذ



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على MEILER. O, SCHHIER. G, **Fusions Acquisitions: stratégie. : Finance. Management**, 3eme édition, DUNOD, paris, 2009, pp : 62-87.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

إن عملية الاندماج تتطلب التحضير لمشروع الاندماج وغالبا ما تتم هذه المرحلة في سرية تامة، حيث يتم صياغة هذا المشروع والذي يتضمن الدراسات التي ينبغي إعدادها فيما يخص المسائل المالية والضريبية وتقدير الأصول والخصوم وتقييم الأسهم والحصص وأسس تبادلها بين الشركات المعنية. من هذا المنطلق تبرز العلاقة بين عملية التقييم المالي واتخاذ قرار الاندماج حيث أن تقدير القيمة يعد من المراحل الأساسية في عملية نقل الملكية أو إعادة هيكلتها وتزداد عملية التقييم صعوبة عندما يتعلق الأمر بالاندماج بين الشركات نظرا لتمييزها بالمخاطرة واحتمال الفشل وذلك نظرا لأن أغلب التشريعات والقوانين التي تحكم سير هذه العمليات لم تنص على طرق معينة يتم استخدامها في هذه الحالات إنما تبقى حرية الاختيار للشركات المعنية بعملية الاندماج في إتباع الطريقة التي تناسبها خاصة من ناحية تركيبة أصولها وخصومها والقواعد المحاسبية التي تتبعها، بشرط أن تضمن الطرق التي تم اختيارها حقوق المساهمين والدائنين وذلك عن طريق تحديد القيمة الحقيقية والعادلة التي تحقق أكبر قدر من الدقة حتى لا يقع مشكل المبالغة أو التقليل من القيمة مما يؤدي إلى نتائج عكسية. ينبغي عند تقييم الشركات المرشحة للاندماج تحديد مجموعة من المؤشرات التي تساهم في تحديد القيمة بشكل دقيق وهنا يتجلى دور التقييم والتحليل المالي حيث اتخاذ قرار الاندماج يتأثر بمجموعة من المؤشرات ومن أهم هذه المتغيرات والتي أشارت إليها العديد من الدراسات نجد مضاعف السعر إلى الربح ( P/E ) ومضاعف السعر إلى القيمة الدفترية ( P/VB ) وذلك من أجل تحديد مجال السعر أو القيمة التي يمكن دفعها كحد أقصى لتحقيق عملية الاندماج ولهذا يجب أن يتم التوظيف الأمثل لهذه المضاعفات عند تحديد قيمة الشركات المعنية.<sup>1</sup>

### 2 قرار الخصوصة:

ظهرت الخصوصة نتيجة تحول الاقتصاد العالمي إلى اقتصاد السوق الذي يقوم على الحرية والمنافسة وضرورة مشاركة القطاع الخاص في إدارة المؤسسات العمومية ويعرف البنك الدولي الخصوصة بأنها زيادة مشاركة القطاع الخاص في إدارة ملكية الأنشطة والأصول التي تسيطر عليها الحكومة وتملكها<sup>2</sup>. ومن الناحية الاقتصادية تعني الخصوصة نقل الملكية العامة أو إسناد إدارتها إلى القطاع الخاص وعليه فهي تأخذ طريقتين، الأولى مفادها أن تتوقف الدولة عن تقديم بعض الخدمات ويتم تعويضها بمؤسسات

<sup>1</sup> بن موسى منصور، مرجع سبق ذكره، ص ص: 74-77.

<sup>2</sup> بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

خاصة تقوم بهذه المهمة، أما الثانية فتتجسد في بيع أصول مملوكة للدولة إلى القطاع الخاص وهي عملية معاكسة للتأميم<sup>1</sup>.

يعرف المشرع الجزائري عملية الخصخصة وفق الأمر 04/01 في مادته رقم 13 على أنها كل صفقة تتجسد في نقل الملكية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين خاضعين للقانون الخاص من غير المؤسسات العمومية كما في ملكية<sup>2</sup> :

❖ كل أو جزء من رأس مال الشركات التي تملكها الدولة بشكل مباشر أو غير مباشر أو من طرف أشخاص معنويين ذوي القانون العمومي، ببيع الأسهم، أو حصص من رأس المال أو الاشتراك في زيادة رأس المال؛

❖ الأصول التي تشكل وحدة استغلال مستقلة للشركات التابعة للدولة .

الخصخصة ليست هدفا بحد ذاتها، وإنما هي وسيلة لتحقيق الكفاءة في جميع القطاعات الاقتصادية، ولذلك لا بد من أن تكون هذه العملية مخططة بشكل واضح، مع الالتزام بالشفافية في جميع الخطوات، والإجراءات التي تمر بها، لضمان مصداقية تلك العملية واستمراريتها، و بناء الثقة لدى المستثمرين<sup>3</sup>.

هنالك سياستان لتنفيذ مشروع الخصخصة وهما: تحويل الملكية ( Transfert de la propriété ) وتعني التنازل عن الملكية العامة لفائدة القطاع الخاص، وخصخصة الإدارة ( transfert de gestion ) وتعني الاحتفاظ بالملكية والتنازل عن تقديم الخدمات فقط<sup>4</sup>. أما بخصوص استراتيجيات نقل الملكية العامة للقطاع الخاص فيمكن تنفيذها بإحدى الطرق التالية:<sup>5</sup>

❖ التنازل عن طريق السوق المالي بالطرح الكلي أو الجزئي للأسهم والقيم المنقولة أو العرض العلني بسعر ثابت؛

<sup>1</sup> صباحي ربيعة، أبرز ظوابط تقييم المؤسسات العامة الاقتصادية لغرض الخصخصة، المجلة النقدية للحقوق والعلوم السياسية، المجلد 2، العدد 01، جوان 2007، ص: 129-130.

<sup>2</sup> الأمر رقم 04/ 01، المتضمن خصخصة المؤسسات العمومية، المؤرخ في 20/ 08/ 2001، الصادر بالجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 62، سنة 2001.

<sup>3</sup> الجبالي محمود علي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة - حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد 10، 2012، ص: 249.

<sup>4</sup> بن حمو عصمت محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

<sup>5</sup> دراجي مكي، شابي عبيد، الخصخصة القاعدة الأهم لاقتصاد الشوق -دراسة حالة الجزائر-، مجلة البحوث والدراسات، العدد الثالث، جوان 2006، ص: 285-286.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

❖ التنازل عن طريق المزايدة المحدودة أو الوطنية أو الدولية؛

❖ التنازل عن طريق عقد التراضي؛

❖ التنازل لصالح المسيرين والأجراء في المؤسسة؛

❖ التنازل عن طريق عقود الإدارة والتأجير.

يعتبر تقييم المؤسسة العمومية الاقتصادية من بين الأسباب الناتجة عن التمهيد لعملية تحويلها للقطاع الخاص ، حيث يهتم هذا التقييم بمالية المؤسسة وتحديد مركزها المالي ، إلا أن عملية التنازل عن هذه المؤسسات قد يواجهها العديد من العراقيل ، من بينها وجود مصالح متعارضة لتقييم سعر التنازل عن المؤسسة العمومية الاقتصادية بين الدولة التي تريد الحصول على أعلى قيمة نتيجة تنازلها عن المال العام والمستثمر الذي يريد الحصول على المؤسسة هذه بسعر تنازل تصل قيمته إلى أدنى ما يمكن<sup>1</sup>.

يتم تحضير المؤسسة العامة الاقتصادية المعنية بالخصوصية من خلال إتباع إجراءات الهيكلة المالية وإدخالها إلى السوق المالي ووضعها محل التقييم وفقا لمناهج مالية ومحاسبية سليمة. تتطلب شفافية التقييم لأي مؤسسة اقتصادية إقامة أجهزة مختصة قادرة على إجراء التقييم الصحيح تضمن بفضل كفاءتها السير الحسن لعملية الخصوصية. إضافة إلى اللجوء إلى الخبرة من أحد المكاتب والشركات المتخصصة التي تضم خبراء متخصصين في مختلف المحالات حتى تضمن السعر العادل وتكفل للأطراف المعنية نتائج سليمة.<sup>2</sup>

إن إسناد مهمة التقييم لفريق متكامل غير كاف لأن التقييم العادل يحتاج معلومات تخص المؤسسة وقيمة أصولها وأرباحها المحققة وآفاقها المستقبلية لذلك يشمل التقييم ثلاث مسائل هامة هي:<sup>3</sup>

❖ تحديد متطلبات التقييم، حيث أن الوصول إلى القيمة العادلة للمؤسسة يتطلب شمولية التقييم لكل عناصر المؤسسة من أصول وخصوم وإيرادات ونفقات. إذ أن التقييم يمتد إلى جميع العناصر والتي ينبغي أن تكون واضحة وشفافة؛

<sup>1</sup> بالقرارة زايد، دور تقييم المؤسسة العمومية الاقتصادية في تكريس عمليات الخصوصية في القانون الجزائري والمقارن ، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 18، جوان 2017، ص: 218.

<sup>2</sup> صبايحي ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 130-138.

<sup>3</sup> صبايحي ربيعة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 142-154.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

❖ إن تعدد طرق التقييم يؤدي إلى قيم مختلفة لنفس المؤسسة وللوصول إلى القيمة الحقيقية لابد من اختيار المعيار المناسب لظروف ومعطيات المؤسسة حيث أنه لا توجد طريقة معينة للتقييم تقابل أسلوباً معيناً من أساليب الخوصصة لذلك ينبغي على الدولة أن تطور أسلوباً واقعياً ومرناً يمكنه التكيف مع تغيرات الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بعملية الخوصصة ويكفل في الوقت ذاته تقدير المؤسسات بقيمتها الحقيقية، فعلى سبيل المثال، المؤسسات التي تحقق معدلات عالية من الأرباح وتطرح في سوق الأوراق المالية يتم تقييمها باستعمال مضاعف السعر إلى الربح (PER)؛

❖ مسألة تحديد القيمة لأن هناك فرقا بين التقييم والذي يبقى مجرد رأي وسعر التنازل الذي يعتبر حقيقة لذلك يتوقف نجاح عملية الخوصصة على التقييم المالي حيث أنه يحدد قيمة المؤسسة بأسعار السوق وكيفية الوصول إلى التقييم الدقيق للمؤسسة هو مشكل بحد ذاته فلا ينبغي تحديد قيمة مرتفعة مما يؤدي إلى نفور المستثمرين ولا تحديد قيمة منخفضة ما يترتب عنه تبديد المال العام فالتقييم الدقيق هو ما يوفق بين المتناقضين من أجل الوصول إلى القيمة العادلة للمؤسسة. وبالتالي يتوقف تحديد السعر العادل على مبدئين أساسيين وهما: مبدأ حماية الملكية العامة ومبدأ المساواة بين المتعاقدين.

## الفصل الثالث: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة في ظل التقييم المالي

### خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى العلاقة الموجودة بين القرارات المالية في المؤسسة وعملية التقييم المالي، إذ تعتبر هذه الأخيرة منبع المعلومات والمؤشرات التي لا بد من إيلاءها أهمية كبيرة عند التفكير في اتخاذ أي قرار من شأنه أن يؤثر على الوضعية المالية للمؤسسة. حيث تحدثنا أولاً عن مفاهيم أساسية عن القرار وأهميته في المؤسسة، أما ثانياً، فننصب بحثنا حول القرارات المالية وهي قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح وعلاقتها كما ذكرنا سابقاً بعملية التقييم المالي خاصة عند مشاريع كبرى كعمليات التوسع الخارجي وذلك لأنه لا بد على المقيم من اختيار أنسب طرق التقييم المالي التي تحقق أفضل سعر ممكن للمؤسسة حتى تتمكن الإدارة من اتخاذ قرار سليم خاصة في حالات المفاوضات في عمليات كالخصوصة والاندماج والشراكة.

الفصل الرابع:

الدراسة القياسية

لأثر التقييم المالي

على القرارات المالية

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### تمهيد:

من أجل الإلمام بموضوع الدراسة بأفضل شكل كان لزاما علينا اللجوء إلى الدراسة الميدانية حتى نبرهن العلاقة بين طرق التقييم المالي والقرارات المتخذة في المؤسسات بصفة عامة والمجمعات وهو موضوع دراستنا بشكل خاص وقد ارتأينا اللجوء إلى الدراسة القياسية باعتبارها من أحسن الطرق الرياضية التي تتمتع بنسبة عالية من الموضوعية. يوجد في الجزائر عدد كبير من المجمعات الصناعية والاقتصادية والتي تنتشر عبر ربوعه ولكن نظرا لعدم فعالية البورصة الجزائرية بشكل كامل بالإضافة إلى أن غالبية هذه المجمعات تعود ملكيتها للدولة، نجد عددا قليلا منها متداولا في البورصة وعلى وجه التحديد يوجد 4 مجمعات تتوزع بين مجالات الصناعة الصيدلانية والفندقة والتأمينات وقد تمحورت دراستنا حول هذه المؤسسات، حيث امتدت فترة الدراسة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2020. من هذا المنطلق تطرقنا في هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: بورصة الجزائر

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لمجمعات بورصة الجزائر

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

المبحث الأول: بورصة الجزائر

المطلب الأول: تقديم بورصة الجزائر

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً SGBV في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 وتحقق إنجازها في 25 ماي 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة<sup>1</sup>:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
  - التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
  - نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB).

1 - المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة :

❖ البنوك الوطنية:

- بنك التنمية المحلية BDL،

- البنك الخارجي الجزائري BEA،

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR،

- القرض الشعبي الجزائري CPA،

<sup>1</sup> <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=141> consulté le 21/07/2022 à 20 :35.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- البنك الوطني الجزائري BNA،

- الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque.

❖ شركات التأمين الوطنية:

- الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR،

- الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR ،

- الشركة الجزائرية للتأمين SAA ،

- الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT ،

- الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA .

❖ البنك الخاص: يونيون بنك Union Bank

### 2 تنظيم بورصة الجزائر:

بورصة الجزائر هي عبارة عن تجمع للعديد من المؤسسات والمهنيين، من بينهم<sup>1</sup>:

❖ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) التي تمثل سلطة السوق المالي الساهرة على

ضمان احترام أنظمة البورصة السارية المفعول وحماية المدخرين

❖ شركة تسيير بورصة القيم SGBV: المعروفة عامة باسم بورصة الجزائر، وهي شركة ذات أسهم

مملوكة للوسطاء في عمليات البورصة. وتتمثل مهامها في التنظيم العملي لعمليات إدخال

الشركات إلى البورصة، وتنظيم جلسات التداول، وتسيير نظام التسعيرة ونشر المعلومات

والإحصاءات المتعلقة بالبورصة من خلال النشرة الرسمية للتسعيرة وقنوات الإعلام الأخرى:

مواقع الانترنت، الومضات المتلفزة، الصحف الوطنية...).

❖ الوسطاء في عمليات البورصة IOB : هم البنوك والمؤسسات المالية والشركات التجارية التي

تتمحور نشاطاتها أساساً حول القيم المنقولة. ويتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة من

طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها.

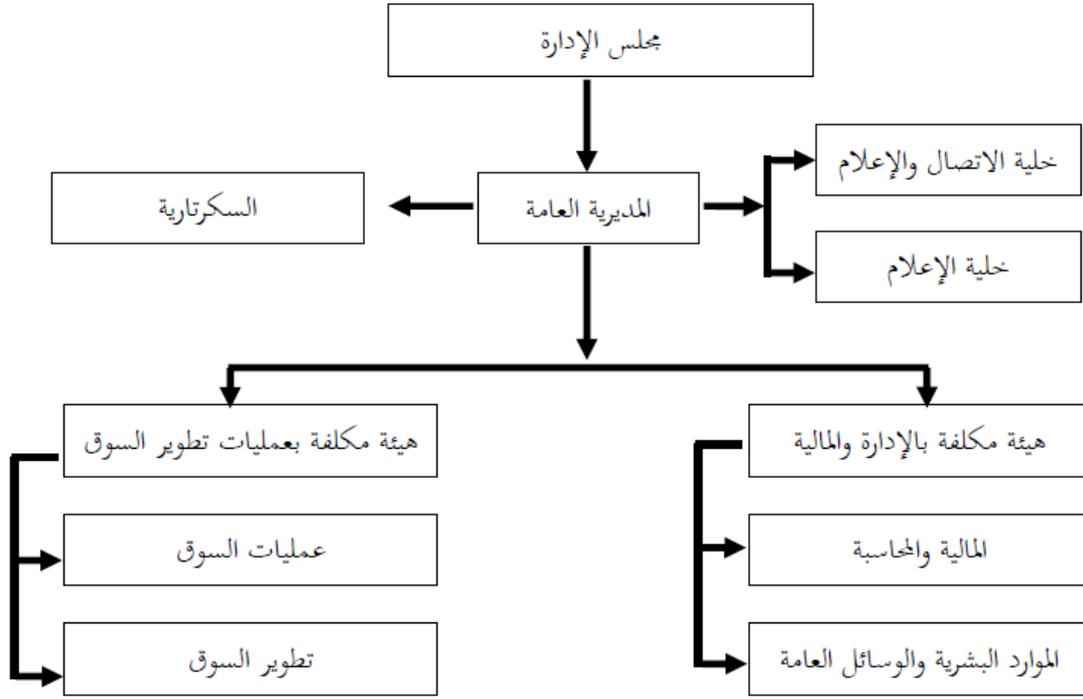
<sup>1</sup> <https://www.sgbv.dz/commons/ar/document/document833843090.pdf> consulté le 22/07/2022 à 15 :53.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- ❖ المؤتمن المركزي: الذي ينشط تحت اسم "الجزائر للمقاصة" وهو عبارة عن شركة ذات أسهم، تتمثل مهمتها في ضمان حفظ السندات المالية المصدرة، وإدارة الحسابات الجارية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات TCC وإنجاز معاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة، ونزع الصفة المادية عن السندات وترميزها وفقاً للمعايير الدولية : ISIN (الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية .)
- ❖ ماسكو الحسابات حافظو السندات TCC : هم البنوك والمؤسسات المالية الشركات التجارة التي تمتلك صفة الوسيط في عمليات البورصة. ويوفر ماسكو الحسابات حافظو السندات للمستثمرين خدمات فتح وتسيير الحسابات الجارية المخصصة للقيم المنقولة المكتتب عليها في السوق الأولية أو المكتسبة في السوق الثانوية
- ❖ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ( OPCVM ): وتتألف من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير ( SICAV ) والصناديق المشتركة للتوظيف ( FCP ) وتعتبر هذه الهيئات بمثابة محفّزات حقيقية لضمان السيولة على مستوى سوق البورصة ولهم دور جوهري في نشر القيم المنقولة في أوساط فئات واسعة من جمهور المستثمرين . وتوجد في البورصة الجزائرية حالياً شركة استثمار ذات رأس مال متغير واحدة وهي المسماة "شركة الاستثمار المالي SICAV "CELIM".

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الشكل (4-1): الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=144>

### المطلب الثاني: الشركات المدرجة والأوراق المتداولة في بورصة الجزائر

تضم بورصة الجزائر خمس مؤسسات تمثل بورصة الأسهم وتنقسم إلى سوقين رئيسيين هما:

#### 1 - السوق الرئيسي:

##### 1 1 مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي<sup>1</sup>:

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

<sup>1</sup> [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=26](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26) consulté le 22/07/2022 à 16 :23.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقي (EGH) (المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 أفريل 1983). عدّل الفندق ، في 12 فيفري عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقي "الأوراسي".

في عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه . لكن، وتماشيا مع توجّهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فيفري 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

في جوان 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي. في 14 فيفري 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. ( وقُدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري).

### ❖ معلومات حول مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي:

- الاسم: مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي
- المنشئ: المؤسسة القابضة العامة للخدمات
- رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1200000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال
- سعر العرض: 400 دينار جزائري
- فترة العرض: من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: الراشد المالي
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة Sogefi ، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM .

### 1 2 مؤسسة أليانس للتأمينات<sup>1</sup>:

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30 /1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. انصب مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

### ❖ معلومات حول مؤسسة أليانس للتأمينات:

- رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال.

<sup>1</sup> [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=23](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23) consulté le 22/07/2020 à 17 :23.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري
- فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.

### 1 3 - مجمع صيدال<sup>1</sup>:

أسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي بيوتيك (BIOTIC) وفارمال (PHARMAL) وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982.

كانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم.

ثم إن هذه الشركة غيرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

في عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة.

<sup>1</sup> [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=28](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28) consulté le 22/07/2020 à 17 :41.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم.

في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري .

❖ معلومات حول مؤسسة مجمع صيدال:

- الاسم: المجمع الصناعي صيدال
- المنشئ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة
- رأس المال الاجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 2000000 سهم تمثل 20٪ من رأس المال الاجتماعي.
- سعر العرض: 800 دينار جزائري
- فترة العرض: من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة Sogefi
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة Sogefi، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop و شركة توظيف القيم المنقولة SPDM.

### 1 4 مجمع بيوفارم<sup>1</sup>:

مؤسسة بيوفارم هي مختبر صيدلاني جزائري ، وهذا الأخير هو مجموعة صناعية وتجارية تم إنشاؤها في عام 1991، استثمرت في قطاع الأدوية في أوائل التسعينيات ولديها اليوم وحدة إنتاج تلبية المعايير الدولية وشبكة توزيع لتجار الجملة والصيدليات.

<sup>1</sup> [https://www.sgbv.dz/?page=details\\_societe&id\\_soc=44&lang=fr](https://www.sgbv.dz/?page=details_societe&id_soc=44&lang=fr) consulté le 22/07/2020 à 20 :13.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

لقد تطورت المجموعة بشكل مستمر على مدار العشرين عامًا الماضية، من خلال تحسين معايير الجودة لأداة إنتاجها، وتعزيز توزيعها شبكة الاتصال. بعد ما يقرب من عقدين من النشاط المكثف، وصلت بيوفارم إلى مرحلة مهمة في تطورها تتطلب إعادة هيكلة. من أجل ضمان تطويرها وتعزيز مهاراتها الإدارية والإدارية، فتحت بيوفارم رأس مالها في البورصة، لإتاحة الإمكانية للمدخرات الوطنية الجزائرية للمشاركة في فرص نمو قطاع الأدوية الجزائري، من خلال الاستثمار في شركة تتمتع اليوم بوضع جيد لمواصلة تطورها بفعالية.

بدأت بيوفارم من خلال تكييف هيكلها التنظيمي تدريجيًا كمجموعة حول أعمالها المختلفة:

- إنتاج الأدوية من خلال بيوفارم، والتي تظل النواة المركزية للمجموعة ؛
- توزيع المنتجات الصيدلانية بالجملة من خلال بيوفارم للتوزيع  
BIOPHARM  
؛ DISTRIBUTION
- التوزيع على الصيدليات من خلال بيوبير BIOPURE ؛
- الترويج الطبي والمعلومات ، من خلال HHI (Human Health Information)  
(معلومات صحة الإنسان) ؛
- الخدمات اللوجستية لصناعة الأدوية من خلال بيوفارم لوجيستك  
BIOPHARM  
LOGISTIC

حققت بيوفارم في عام 2014، رقم أعمال موحد قدره 49 مليار دينار تمثل 13% من حجم سوق الأدوية.

❖ معلومات حول مؤسسة مجمع بيوفارم:

- رأس المال الاجتماعي: 5 104 375 000 دج موزع على: 25 521 875 سهم بقيمة اسمية قدرها 200 دج للسهم؛
- الكمية المعروضة: 5 104 375 سهم وتمثل 50 % من رأس المال؛
- سعر الإصدار: 1255 دج؛
- فترة العرض: من 13 مارس إلى 07 أبريل 2016؛
- الوسيط في عمليات البورصة: البنك الخارجي الجزائري؛

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري،  
البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، الصندوق  
الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي أن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه  
جنرال الجزائر، تال ماركت.

### 2 - سوق المؤسسات المتوسطة والصغيرة:

يضم مؤسسة وحيدة وهي مؤسسة أوم انفست<sup>1</sup>، أوم انفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة  
وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية. كما تشارك مع المراكز الدولية الأخرى  
للتنمية وتميز الجهات في تطوير الدراسات لبناء الجهات السياحية بامتياز ولتطوير قطاع السياحة في  
الجزائر.

أنشئت في عام 2011، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة، وقد شرعت  
ابتداءً من عام 2013 بتحول، الذي يعد مرحلة تاريخية لمجموعة أوم انفست، من خلال فتح رأس  
مالها في صندوق ولاية معسكر التي يديرها البنك الوطني الجزائري لتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة  
فنادق المجموعة من منتجع بوحنيفة الصحي بولاية معسكر، تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس".  
في خطتها الإستراتيجية، ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات  
المماثلة، من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد. هذا المشروع الأول، حالياً في  
مرحلة التنفيذ، يسجل نسبة تقدم تتجاوز 83%، ومن المقرر أن تبدأ مرحلة البدء بنهاية عام 2018.  
في عام 2016، قامت شركة أوم انفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الإستراتيجية متوسطة  
وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية بحلول عام 2030

❖ معلومات حول مؤسسة اوم انفست:

- الترميز في البورصة: AOM
- فئة الأسهم: أسهم عادية .
- إجراءات الإدراج: الإجراء العادي .
- السعر المرجعي : 297 دج .

<sup>1</sup> [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=45](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=45) consulté le 22/07/2022 à 16 :47.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- عتبة صفقات الحجم: 5 ملايين دينار .

- سوق الإدراج: السوق الشركات الصغيرة و المتوسطة .

- طريقة الإدراج: بالتثبيت .

- مرقى البورصة RMG Consulting Algeria

### 3 - الأوراق المالية المتداولة في بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقاً لسندات رأس المال وسوقاً لسندات الدين<sup>1</sup>.

#### 3 1 - سوق رأس المال:

تتكون سوق سندات رأس المال من:

#### ❖ السوق الرئيسية:

الموجهة للشركات الكبرى. ويوجد حالياً أربعة شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛

- مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي : الناشطة في قطاع السياحة؛

- أليانس للتأمينات : الناشطة في قطاع التأمينات؛

- مؤسسة بيوفارم : الناشطة في القطاع الصيدلاني.

#### ❖ سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

المخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 03-97 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة. (صادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 يوليو 2012). يمكن لهذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند انطلاقتها مصدراً بديلاً للحصول على رؤوس أموال ما يتيح فرصة ممتازة للنمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير سوق

<sup>1</sup> <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145> consulté le 22/07/2020 à 20 :31.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

مُحكمة التنظيم للمستثمرين من أجل توظيف استثماراتهم. أوم انفسست هي الشركة الوحيدة المدرجة في هاته السوق.

### 3 2 سوق سندات الدين:

تتكون سوق سندات الدين من:

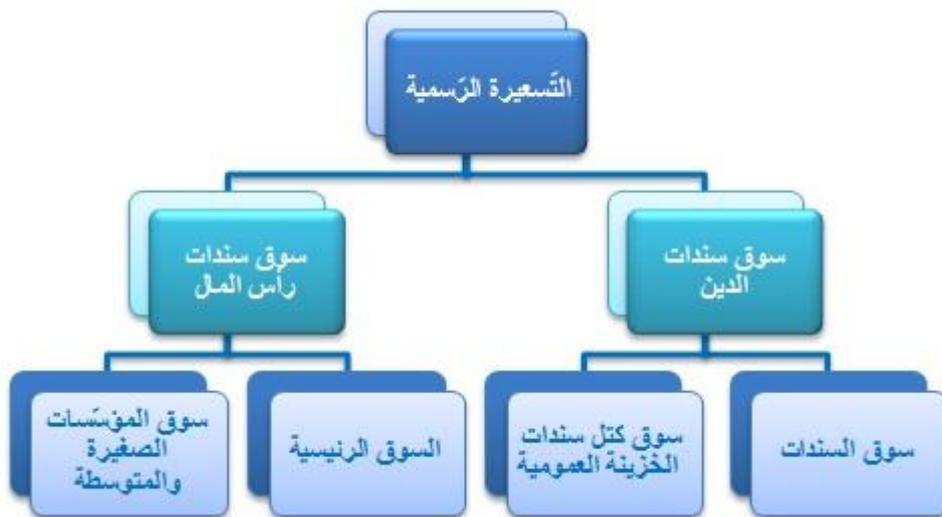
❖ سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم.

❖ سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) :

المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية. وتأسست هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي قريب من 400 مليار دينار جزائري. ويتم التداول على سندات الخزينة، التي تتنوع فترات إستحقاقها بين 7 و 10 و 15 عاماً، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

ويمثل الشكل البياني التالي التسعيرة الرسمية لبورصة القيم:

الشكل (4-2): التسعيرة الرسمية لبورصة القيم في الجزائر



المصدر: <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### المبحث الثاني: الدراسة القياسية لمجمعات بورصة الجزائر

إن تقييم أسهم الشركات أمر مهم للغاية قبل اتخاذ القرارات يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة بسوق الأوراق المالية لذلك يقوم الخبراء والمحللين بتقييم أسعار الأسهم للمستثمرين المحتملين من أجل مساعدتهم على ترشيد قراراتهم. تهدف عملية تقييم المؤسسات لمقارنة القيمة التي تم الحصول عليها بسعر السوق، هذا من شأنه أن يساعد في تقرير ما إذا كان سيتم بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالأسهم، كما تساهم عملية التقييم في تحديد الأوراق المالية التي يجب أن تحتويها المحفظة المالية.

إن تحديد قيمة المؤسسة يتم عن طريق تحليل تسعير الشركات القابلة للمقارنة نسبة إلى متغير مشترك كالأرباح أو القيمة الدفترية أو المبيعات وغيرها من المؤشرات. من أجل الإلمام بموضوع التقييم المالي للمجمعات وأثره على اتخاذ القرارات، ارتأينا القيام بدراسة قياسية على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لتحديد أهم المؤشرات التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للأسهم. الهدف من هذه الدراسة هو اختبار العلاقة بين مضاعفات المقاربة السوقية وسعر السهم في بورصة الجزائر، أي هل يمكن الاعتماد على هذه المؤشرات كأحد محددات سعر السهم؟، بالتالي محاولة تفسير وتحليل العلاقة بين سعر السهم ومؤشرات التقييم المقارن.

### المطلب الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة

تم تحديد مجتمع الدراسة في بورصة الجزائر وكما أشرنا سابقا تنقسم بورصة الجزائر إلى سوقين رئيسيين وهما سوق سندات الدين وسوق سندات رأس المال. باعتبار أن دراستنا تخص أسعار الأسهم فقد تم استثناء سوق سندات الدين والإبقاء فقط على سوق سندات رأس المال.

ينقسم سوق سندات رأس المال بدوره إلى سوقين وهما: السوق الرئيسي وسوق المؤسسات المتوسطة والصغيرة. تهدف الدراسة إلى تقييم أسعار المجمعات لذلك تم استثناء مؤسسة أوم انفست لأنها تنشط في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 1 عينة وفترة ومصادر المعلومات في الدراسة:

#### 1 1 عينة الدراسة:

على أساس ما تم تقديمه سابقا تتكون عينة الدراسة من أربع شركات مدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر وهي: مجمع صيدال ومؤسسة بيوفارم وفندق الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات.

#### 1 2 فترة الدراسة:

امتدت فترة الدراسة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2020 وهذا نظرا لتوفر البيانات المالية ابتداء من سنة 2010 على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

#### 1 3 مصادر المعلومات:

تم الحصول على البيانات المستقلة والتابعة من قواعد البيانات الخاصة ببورصة الجزائر والمتمثلة في التقارير السنوية الخاصة بنشاط البورصة بالإضافة إلى التقارير المالية الخاصة بكل مؤسسة وذلك حتى عام 2020.

#### 2 - متغيرات الدراسة:

تم اختيار المتغيرات والمؤشرات المستخدمة في الدراسة على أساس المعلومات المالية التي تم التمكن من جمعها والتي يمكنها تفسير العلاقة المراد اختبارها.

#### 2 1 المتغير التابع:

- المتغير التابع في الجزء الأول من الدراسة: (الخاص بقيمة المؤسسة)

وهو الذي يوضح القيمة الإجمالية والمتمثل في السعر السوقي للسهم، حيث يجذب اهتمام المستثمرين عند اتخاذ القرارات ونرمز له ب P. والجدول الموالي يوضح أسعار أسهم المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2020.

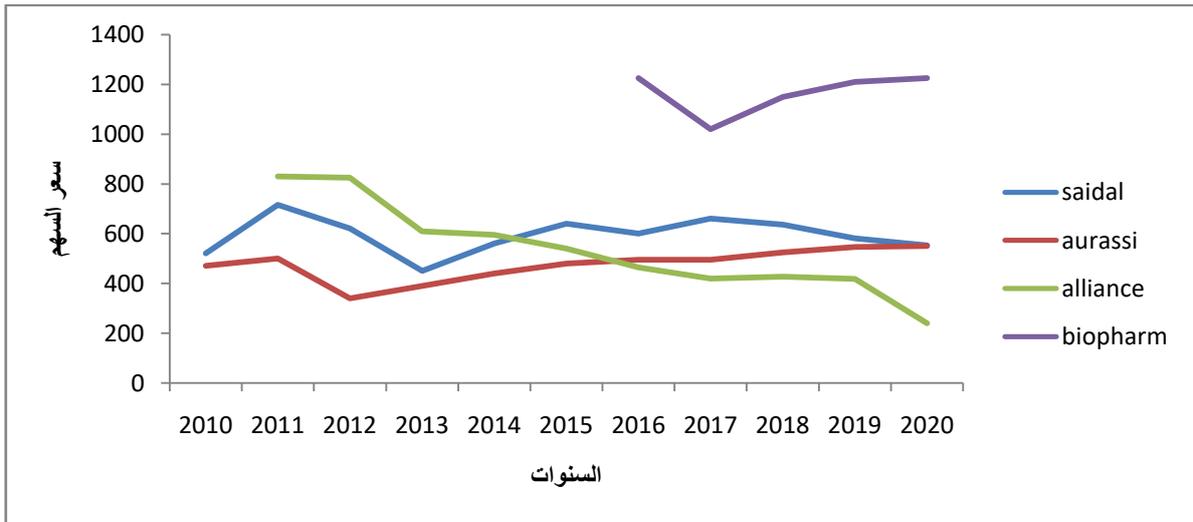
## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (1-4): أسعار أسهم شركات بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020

السنة	صيدال	الأوراسي	أليانس	بيوفارم
2010	520	470	/	/
2011	715	500	830	/
2012	620	340	825	/
2013	450	390	610	/
2014	560	440	595	/
2015	640	480	540	/
2016	600	495	465	1225
2017	660	495	420	1020
2018	635	525	427	1150
2019	580	546	418	1209
2020	557	550	240	1225

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على تقارير بورصة الجزائر

الشكل (3-4): التمثيل البياني لأسعار أسهم شركات بورصة الجزائر خلال الفترة 2010-2020



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على الجدول (1-4)

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- المتغير التابع في الجزء الثاني من الدراسة: (الخاصة بالقرارات المالية)

وقد خصصنا لكل نوع من القرارات المالية متغير يعبر عنه:

❖ المتغير الخاص بقرار الاستثمار وهو العائد على الأصول ويحسب بالعلاقة الآتية:

$$ROA = R_{net} / \text{Actif}$$

❖ المتغير الخاص بقرار التمويل وهو نسبة الاستقلالية المالية وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$DCP = \text{Dettes} / \text{Capitaux Propre}$$

❖ المتغير التابع الخاص بقرار توزيع الأرباح وهو نصيب السهم من الربح الموزع DD

### 2 2 - المتغيرات المستقلة: (الخاصة بالتقييم المالي)

حددت هذه المتغيرات بناء على أهم مضاعفات المقاربة السوقية المستخدمة للتقييم المالي للمؤسسات من قبل الخبراء والمتمثلة في:

#### 2 2 1 - مضاعف السعر إلى الربح PER:

هو أكثر المضاعفات شيوعا واستخداما وهذا نظرا لسهولة استعماله وفهمه حتى بالنسبة لغير المختصين بالمجال بالإضافة إلى توفر المعلومات المالية فالأرباح متاحة بكل سهولة.

#### 2 2 2 - مضاعف السعر إلى القيمة الدفترية PVB:

هو نسبة يستخدمها مستشارو الاستثمار ومديرو الصناديق والمستثمرون لمقارنة القيمة السوقية للمؤسسة بالقيمة الدفترية أي حقوق المساهمين وهي مؤشر يعكس العلاقة بين القيمة السوقية لرأس المال وقيمة ميزانيتها العامة وبالتالي يلخص وجهة نظر المستثمر فيما يخص الإدارة والربحية والسيولة والآفاق المستقبلية للمؤسسة.

#### 2 2 3 - مضاعف السعر إلى المبيعات P/S:

هو مؤشر أكثر فائدة للأسهم منخفضة القيمة لأن المبيعات السنوية عادة ما تكون أكثر استقرارا بكثير من أرباحها المعلنة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

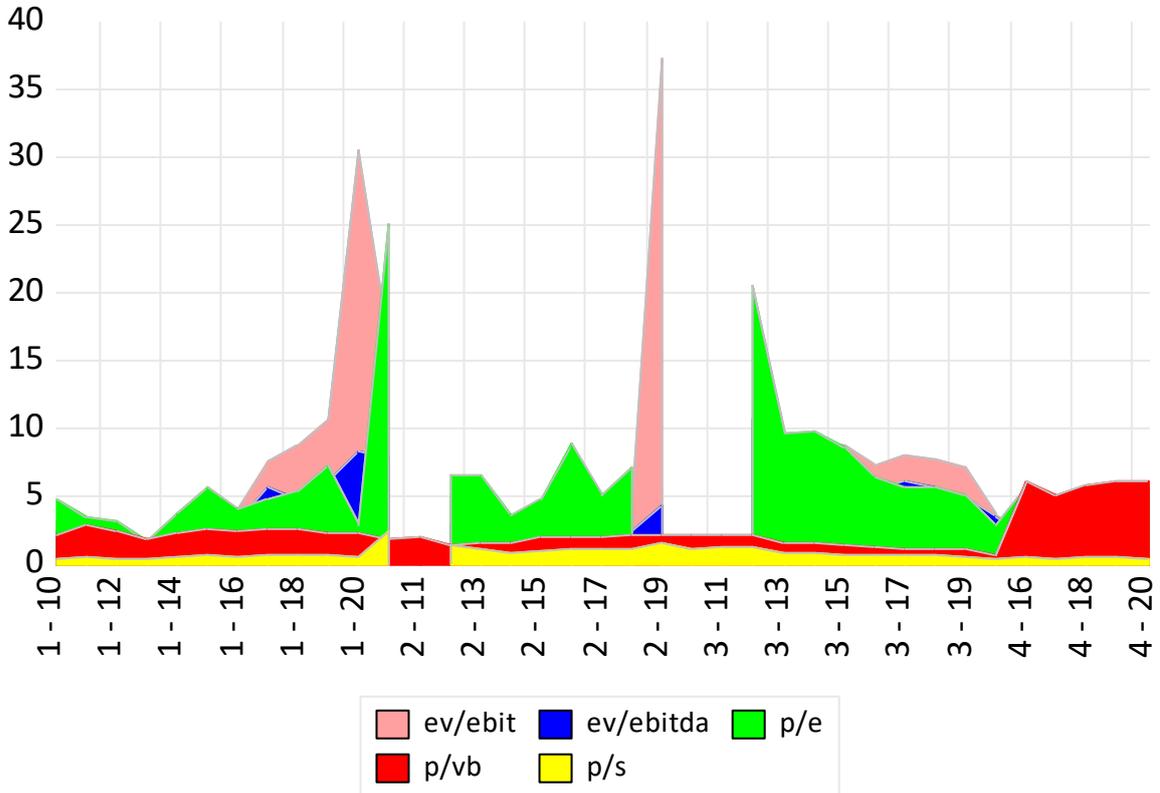
### 2 2 4 - مضاعف EV/EBITDA:

يستعمل هذا المؤشر خاصة لتقييم الشركات ذات الأرباح السلبية وبالتالي لا نفقد عددا كبيرا من الشركات عند التحليل، فهو يقدم صورة مثالية لأداء الشركة الكلي.

### 2 2 5 - مضاعف EV/EBIT:

هو نسخة محسنة من مضاعف السعر إلى الربح حيث يعوض بعض أوجه القصور في هذا الأخير إذ يستخدم قيمة المؤسسة التي تتضمن الدين.

الشكل (4-4): تمثيل المتغيرات المستقلة في الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

### 3 - نظرة حول بيانات بانل Panel Data:

#### 3 1 مفهوم بيانات بانل:

تعرف قاعدة بيانات بانل لمقطع عرضي وسلاسل زمنية بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية. فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد المفردات أو الوحدات المقطعية عند فترة زمنية واحدة. بينما بيانات السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة. تطلق تسميات عدة على هذا النوع من البيانات، فمنهم يطلق عليها "البيانات المدمجة"، ومنهم من يطلق عليها "البيانات الطولية (Longitudinal Data)"

#### 3 2 أنواع بيانات بانل:

عندما تكون الفترة الزمنية نفسها لكل المشاهدات المقطعية يطلق على بيانات بانل بأنها بيانات بانل متزنة (Balanced Panel Data)، أما إذا اختلفت الفترة الزمنية من مشاهدة مقطعية إلى أخرى يطلق عليها بأنها بيانات بانل غير متزنة (UnBalanced Panel Data) في حين عندما يكون عدد المقاطع  $N$  أقل من عدد الفترات الزمنية  $T$  يطلق عليها البيانات المقطعية الطويلة (Long Panel Data) (أما إذا كان عدد المقاطع  $N$  أكبر من عدد الفترات الزمنية  $T$  يطلق عليها البيانات المقطعية القصيرة (Short Panel Data)).

#### 3 3 - أهمية نماذج بانل:

تعتبر بيانات بانل الإطار الملائم لتطور تقنيات التقدير والنتائج النظرية. والتقدير حسب هذا النوع من النماذج له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة لأنها تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية وكذلك البعد المقطعي في الوحدات المختلفة، وبالتالي هي تكتسي أهمية بالغة يمكن تلخيصها في النقاط التالية

- ❖ الأخذ بعين الاعتبار تأثير الخصائص غير المشاهدة للأفراد على سلوكياتهم مثل: تأثير الخصائص الاجتماعية، السياسية أو الدينية للبلدان على الأداء الاقتصادي، أي أن بيانات بانل ببعدها الثنائي تأخذ بعين الاعتبار تصرفات أو سلوكيات الأفراد عبر الزمن؛

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- ❖ القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التقني واقتصاديات الحجم، وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم والتقدم التقني في تحليل دوال الإنتاج؛
- ❖ يسمح هذا النوع من البيانات بدراسة الاختلافات والفوارق في السلوك بين الأفراد، بحيث أن البعد المضاعف الذي تتمتع به بيانات بانل يمكن ترجمته على أنه بعد مضاعف للمعلومة المتوفرة أكثر من تلك المقطعية أو الزمنية. وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية؛
- ❖ تتميز عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل، وهذا ما يؤثر إيجابيا على دقة المقدرات؛
- ❖ تأخذ بعين الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية. كما تتيح التخفيف من مشكلة التعدد الخطي.

### 3 4 نماذج بيانات بانل:

هي عبارة عن الدمج بين نماذج لبيانات مقطعية ونماذج لبيانات السلاسل الزمنية المعرفتان أعلاه. وذلك كما يلي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

حيث المعادلة (1) تمثل نماذج بيانات مقطعية (Cross Section Data Model) والمعادلة (2) تمثل نماذج بيانات سلاسل زمنية أما المعادلة (3) تمثل نماذج بيانات بانل (Panel Data Model).

تأخذ نماذج بيانات بانل ثلاث أشكال رئيسية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> عزاوي فريدة، أثر أسعار النفط على استهلاك الطاقة المتجددة في دول المغرب العربي للفترة (1990-2014) -دراسة قياسية باستعمال معطيات بانل- مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 1، مارس 2018، ص ص: 357-359.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3-4-1 - نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات بانل حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية يهمل أي تأثير للزمن. بإعادة كتابة المعادلة رقم (3) الموضحة أعلاه نتحصل على نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة الآتية:

$$Y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (4)$$

خواص النموذج:

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

### 3 4 2 - نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model :

هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار تغير الميل والمقطع من وحدة إلى أخرى لمشاهدات المقطع العرضي ضمن العينة المدروسة. بحيث سيتم افتراض أن المعلمات تتغير بأسلوب ثابت وعلى هذا الأساس تمت تسميتها بنماذج التأثيرات الثابتة، إذن فهي تمثل البعد الفردي والزمني معا لنموذج بيانات بانل لذلك يمكن تقدير النموذج بمقارنة الأفراد مع الزمن. يكون هذا النموذج وفق الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (5)$$

خواص النموذج:

$$Var(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0$$

لغرض تقدير معاملات النموذج في المعادلة رقم (5) الموضحة أعلاه السماح للمعلمة بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر لتجنب التعددية الخطية التامة، ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية. ليأخذ نموذج التأثيرات الثابتة الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (6)$$

حيث:  $\sum_{d=2}^n \alpha_d D_d$  التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع  $\beta_0$ .

3 4 3 - نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects Model :

يتمثل النموذج ذو الأثر العشوائي في كون أن الثابت يتغير عشوائياً، إذا تم العثور على الأثر العشوائي في كل من العامل الفردي والزمني. تتمثل طريقة التقدير الملائمة في هذا النوع من النماذج في طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) ويأخذ النموذج الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + v_i + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (7)$$

حيث  $v_i$  يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$ .

لهذا السبب يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ المركب (Error Components Model).

حيث: يعامل معامل القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$ .

خواص النموذج:

$$\begin{aligned} \text{Var}(\varepsilon_{it}) &= \sigma_{\varepsilon}^2 ; E(\varepsilon_{it}) = 0 \\ \text{Var}(v_{it}) &= \sigma_v^2 ; E(v_{it}) = 0 \end{aligned}$$

3 4 4 - المفاضلة بين الأنواع الثلاث لنماذج بيانات بانل :

- اختبار F-Fisher: يقوم هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة فإذا كانت قيمة إحصائية F المحسوبة أكبر من قيمة إحصائية الجدولة فإنه يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب. والعكس صحيح؛

- اختبار Hausman: يقوم هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، فإذا كانت قيمة P-Value المقابلة لقيمة الإحصائية Chi-square أقل من مستوى المعنوية المحدد فإنه يتم رفض فرضية العدم والتي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج المناسب وقبول الفرضية البديلة والتي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج المناسب. والعكس صحيح.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

فإذا أشارت نتائج اختبار F-Fisher لملائمة نموذج الانحدار التجميعي للبيانات يتم التوقف عند هذه المرحلة. بينما إذا أشارت نتائجها لملائمة نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات يتم بعد ذلك إجراء الاختبار الثاني المتمثل في اختبار Hausman.

### المطلب الثاني: تحليل النتائج

#### 1 الإحصاء الوصفي والارتباط بين متغيرات الدراسة

##### 1 1- الإحصاء الوصفي:

الجدول (4-2): نتائج الإحصاء الوصفي

	ROA	D_CP	DD	P	P_E	P_VB	P_S	EV_EBIT	EV_EBITDA
Mean	0.051750	1.197813	42.76563	614.4375	10.21719	2.500250	0.757813	6.865938	3.558750
Median	0.047500	1.215000	40.00000	543.0000	5.225000	2.090000	0.610000	4.570000	2.550000
Maximum	0.130000	2.210000	115.0000	1225.000	145.5000	6.120000	2.430000	37.27000	8.450000
Minimum	0.002000	0.670000	0.000000	240.0000	1.690000	0.630000	0.370000	0.690000	0.610000
Std. Dev.	0.034406	0.445535	29.88985	261.7425	24.99798	1.550574	0.427610	7.889948	2.338506
Skewness	0.997329	0.627834	1.283911	1.382099	5.190476	1.477609	2.214176	2.713997	0.686207
Kurtosis	3.450042	2.504650	4.331797	3.887157	28.56816	3.972969	8.579132	10.17272	2.289107
Jarque-Bera	5.574928	2.429430	11.15653	11.23712	1015.327	12.90664	67.64934	107.8814	3.185184
Probability	0.061577	0.296795	0.003779	0.003630	0.000000	0.001575	0.000000	0.000000	0.203398
Sum	1.656000	38.33000	1368.500	19662.00	326.9500	80.00800	24.25000	219.7100	113.8800
Sum Sq. Dev.	0.036698	6.153547	27695.49	2123784.	19371.86	74.53266	5.668347	1929.790	169.5270
Observations	32	32	32	32	32	32	32	32	32

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج EViews 12

من خلال نتائج الإحصاء الوصفي يتضح لنا ما يلي:

- بالنسبة لمتغير العائد على الأصول ROA: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط هذا المتغير بلغ 0.051750 في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 0.13 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.002، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشيران إلى أن متغير العائد على الأصول يتبع التوزيع الطبيعي. الانحراف المعياري لهذا المتغير عند 0.034406؛

- بالنسبة لمتغير الاستقلالية المالية D/CP: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط هذا المتغير بلغ 1.197813 في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- 2.21 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.67، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشير إلى أن متغير الاستقلالية المالية يتبع التوزيع الطبيعي. الانحراف المعياري لهذا المتغير عند 0.445535؛
- بالنسبة لمتغير الربح الموزع DD: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط هذا المتغير بلغ 42.76563 في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 115 في حين كانت أدنى قيمة عند 00، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشير إلى أن الربح الموزع يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى أن احتمالية jarque-bera=11.15653 عند 0.003. الانحراف المعياري لهذا المتغير عند 0.445535؛
- بالنسبة لسعر السهم P: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط أسعار الأسهم في الفترة من 2010 إلى 2020 قد بلغ 614.4375 دج، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 1225 دج في حين كانت أدنى قيمة عند 240 دج، بالنسبة لقيمة معامل التفلطح skewness ومعامل التناظر kurtosis يشير إلى أن سعر السهم يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى أن احتمالية jarque-bera=11.23712 عند 0.003. غير أن الانحراف المعياري لهذا المتغير مرتفع ما يشير إلى وجود اختلاف واضح بين الشركات محل الدراسة.
- بالنسبة لمتغير مضاعف الربحية P\_E: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط هذا المتغير بلغ 10.21719 في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 145.5 في حين كانت أدنى قيمة عند 1.69، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشير إلى أن مضاعف الربحية يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى معامل jarque-bera=1015.327 عند  $p < 0.05$ . غير أن الانحراف المعياري لهذا المتغير مرتفع ما يشير إلى وجود اختلاف واضح بين أرباح الشركات محل الدراسة.
- فيما يخص مضاعف السعر إلى المبيعات P\_S: نلاحظ أن متوسطه خلال الفترة 2010 إلى 2020 بلغ 0.7578125 أما أعلى قيمة وصلت إلى 2.43 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.37. بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشير إلى أن مضاعف P\_S يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى معامل jarque-bera= 67.64934 عند  $p < 0.05$ . الانحراف المعياري لهذا المتغير عند 0.42761 .

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- بالنسبة لمضاعف القيمة الدفترية P\_VB: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسطه بلغ 2.50025. في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 6.12 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.63، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشيران إلى أن مضاعف القيمة الدفترية يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى معامل jarque-bera= 12.90664 عند  $p < 0.05$ . الانحراف المعياري لهذا المتغير بلغ 1.550574.

- فيما يخص EV\_EBITDA: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسط هذا المتغير في الفترة من 2010 إلى 2020 قد بلغ 3.55875، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 8.45 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.61، بالنسبة لقيمة معامل التفلطح skewness ومعامل التناظر kurtosis يشيران إلى أن مضاعف EV\_EBITDA يتبع التوزيع الطبيعي. الانحراف المعياري لهذا المتغير بلغ 2.338506.

- بالنسبة لمتغير EV\_EBIT: نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن متوسطه بلغ 6.8659375 في الفترة من 2010 إلى 2020، كما أن أعلى قيمة للمتغير بلغت 37.27 في حين كانت أدنى قيمة عند 0.69، بالنسبة لقيمة معامل skewness ومعامل kurtosis يشيران إلى أن مضاعف EV\_EBIT يتبع التوزيع الطبيعي. بالإضافة إلى معامل jarque-bera= 107.8814 عند  $p < 0.05$ . الانحراف المعياري لهذا المتغير بلغ 7.88994 ما يشير إلى وجود اختلاف بين الشركات محل الدراسة.

### 1 2 - الارتباط بين متغيرات الدراسة

من أجل تحديد الارتباط بين الأزواج من المتغيرات المفسرة لأبد من فحص مصفوفة الارتباط حيث تهدف إلى دراسة مدى وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات فيما بينها والتي تم حسابها باستخدام برنامج Eviews12 والجدول الموالي يوضح النتائج المتحصل عليها:

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-3): نتائج مصفوفة الارتباط

Correlation	ROA	D CP	DD	P	P E	P VB	P S	EV EBIT	EV EBITDA
ROA	1.000000								
D_CP	-0.363751	1.000000							
DD	0.813870	-0.488223	1.000000						
P	0.716893	-0.601771	0.824300	1.000000					
P_E	-0.310240	0.068449	-0.295930	-0.067951	1.000000				
P_VB	0.702393	-0.596175	0.810870	0.983348	-0.059797	1.000000			
P_S	-0.500928	0.416688	-0.495742	-0.329637	0.475858	-0.282885	1.000000		
EV_EBIT	-0.588083	0.036869	-0.552896	-0.257359	0.733342	-0.267205	0.450048	1.000000	
EV_EBITDA	-0.544039	0.150481	-0.513539	-0.395191	0.140543	-0.492404	0.289526	0.610564	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

تظهر نتائج مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المفسرة ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط سلبية بين متغير العائد على الأصول ROA والمتغيرات المستقلة P/E، P/S، EV/EBITDA، EV/EBIT؛
- ارتباط قوي موجب بين متغير العائد على الأصول ROA و متغير مضاعف القيمة الدفترية P/VB؛
- وجود علاقة ارتباط إيجابية بين متغير الاستقلالية المالية D/CP والمتغيرات المستقلة P/E، P/S، EV/EBITDA، EV/EBIT؛
- ارتباط متوسط سالب بين متغير الاستقلالية المالية D/CP و متغير مضاعف القيمة الدفترية P/VB؛
- وجود علاقة ارتباط سلبية بين متغير الربح الموزع DD والمتغيرات المستقلة P/E، P/S، EV/EBITDA، EV/EBIT؛
- ارتباط قوي موجب بين متغير الربح الموزع DD و متغير مضاعف القيمة الدفترية P/VB.
- وجود علاقة ارتباط سلبية بين متغير سعر السهم P و متغيرات P/E، P/S، EV/EBIT، EV/EBITDA
- ارتباط قوي موجب بين متغير سعر السهم P و متغير مضاعف القيمة الدفترية P/VB.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 2 - تأثير المتغيرات المستقلة على سعر السهم:

قبل التطرق إلى تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع وهو سعر السهم ارتأينا أولاً دراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة وسعر السهم وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدم بالمعادلة الآتية:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \varepsilon_i$$

حيث:  $y_i$  يمثل سعر السهم

$\beta_0$  المعلمة التقاطعية

$\beta$  معامل المتغير المستقل

It يدل على مزيج البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية للشركات عينة الدراسة

$\varepsilon$  الخطأ الواجب أخذه للمتغيرات التي لم يتضمنها النموذج

### 2 1 - تأثير مضاعف الربحية على سعر السهم:

الجدول (4-4): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_E (I)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	78.252442	اختبار F-Fisher
0.1453	2.121111	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج 12 eviews

بناءً على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف الربحية وسعر السهم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-5): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية وسعر السهم

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	597.7797	145.6452	4.104356	0.0003
P_E	12.62565	3.787580	3.333435	0.0022
R-squared	0.255391			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-5)، فإن مضاعف الربحية له معامل إيجابي 12.62 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 12.62 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف الربحية تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 25.53% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير عامل مضاعف الربحية المدرج في علاقة الانحدار على سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

### 2 2 - تأثير مضاعف القيمة الدفترية على سعر السهم:

الجدول (4-6): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_VB (I)

الاختبار	الإحصائية t	الاحتمالية p
اختبار F-Fisher	74.610377	0.0000
اختبار Hausman	35.414288	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية وسعر السهم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-7): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية وسعر السهم

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	-114.6123	34.21161	3.305098	0.0021
P_VB	301.8559	13.90535	21.70791	0.0000
R-squared	0.987590			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-7)، فإن مضاعف القيمة الدفترية له معامل إيجابي 301.85 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف القيمة الدفترية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 301.85 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف القيمة الدفترية تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 98.75% وهو ما يعني أن مضاعف القيمة الدفترية له تأثير كبير على سعر السهم.

### 2 3 -تأثير مضاعف المبيعات على سعر السهم:

الجدول (4-8): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_S (I)

الاختبار	الإحصائية t	الاحتمالية p
F-Fisher اختبار	53.850174	0.0000
Hausman اختبار	3.425490	0.0642

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف المبيعات وسعر السهم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-9): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات وسعر السهم

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	556.4873	138.0647	4.030627	0.0003
P_VB	176.0821	61.99571	2.840231	0.0076
R-squared	0.179157			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-9)، فإن مضاعف المبيعات له معامل إيجابي 176.08 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 176.08 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف المبيعات تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 17.91% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير عامل مضاعف المبيعات المدرج في علاقة الانحدار على سعر السهم إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

2 4 -تأثير مضاعف EV-EBIT على سعر السهم:

الجدول (4-10): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (I)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	78.744612	اختبار F-Fisher
0.0000	39.765278	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية وسعر السهم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-11): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT وسعر السهم

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	599.8104	20.94133	28.64242	0.0000
P_VB	2.024903	2.095803	0.966170	0.3422
R-squared	0.901069			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-11)، فإن مضاعف EV-EBIT له معامل إيجابي 2.02 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBIT ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 2.02 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني مضاعف EV-EBIT ليس له تأثير لوحده على سعر السهم.

### 2 5 - تأثير مضاعف EV-EBITDA على سعر السهم:

الجدول (4-12): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (I)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	65.767638	اختبار F-Fisher
0.0322	4.586806	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف EV-EBITDA وسعر السهم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-13): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA وسعر السهم

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	526.0489	36.42731	14.44106	0.0000
P_VB	25.12562	8.624706	2.913214	0.0070
R-squared	0.885418			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4 - 13)، فإن مضاعف EV-EBITDA له معامل إيجابي 25.12 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 25.12 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف EV-EBITDA تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 88.54% وهي نسبة مرتفعة أما باقي المسبة فتفسره عوامل أخرى تؤثر في سعر السهم.

### 2 6 -النموذج المستخدم في الدراسة:

تم تقدير معاملات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية .

بعد تقدير النماذج الثلاثة للنموذج المدروس ننتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختبار F المقيد واختبار Hausman .

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-14): نتائج اختبار F-Fisher (سعر السهم)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.3394	65.767638	اختبار F-Fisher

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بالاعتماد على نتائج الجدول (4-14) نستنتج أن النموذج الملائم لبياناتنا المدروسة هو نموذج الانحدار التجميعي حيث نلاحظ من اختبار F-Fisher بأن احتمالية cross-section و cross-section Chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن نموذج الانحدار التجميعي تغلب من ناحية الأهمية على نموذج التأثيرات الثابتة وبالتالي يتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة بأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-15): نتائج نموذج الانحدار التجميعي لسعر السهم

	Coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	154.7277	20.08596	7.703276	0.0000
P_E	1.460695	0.388829	3.756646	0.0009
P_VB	174.1188	3.910238	44.52894	0.0000
P_S	-53.59977	14.48753	-3.699717	0.0010
EV_EBIT	-6.186541	1.469694	-4.209409	0.0003
EV_EBITDA	26.00356	3.710143	7.008776	0.0000
R-squared	0.989877			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

التفسير:

بعد التطرق إلى دراسة أثر كل متغير مستقل على سعر السهم لوحده، تم دمج المتغيرات المستقلة في نموذج واحد لتحديد علاقة الانحدار وفق نموذج الانحدار التجميعي. وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- مضاعف الربحية له معامل إيجابي 1.46 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 1.46 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة  $p=0.0009$  وذات دلالة إحصائية عند 0.05 مستوى المعنوية، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف الربحية تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة؛

- مضاعف المبيعات له معامل سلبي -53.59 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في سعر السهم بمقدار 53.59 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة  $p=0.001$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف المبيعات يؤدي إلى الانخفاض في سعر سهم الشركة.

- مضاعف القيمة الدفترية له معامل إيجابي 174.11 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف القيمة الدفترية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 174.11 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة  $p=0.0000$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف القيمة الدفترية تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة.

- مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي -6.18 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في سعر السهم بمقدار 6.18 دينار. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة  $p=0.0003$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBIT يؤدي إلى انخفاض في سعر سهم الشركة.

- مضاعف EV-EBITDA له معامل إيجابي 26.00 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 26 دينار. تعد

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة  $p=0.0000$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف EV-EBITDA تؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة.

- معامل R-squared 0.9898 بلغ وهي نسبة عالية جدا مما يعني أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في نموذج الدراسة تفسر 98.98 % من التغير في المتغير التابع وهو سعر السهم أما 1.02 % المتبقية تفسرها عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج المستخدم.

بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على سعر أسهم الشركات في بورصة الجزائر فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد سعر السهم:

$$P = 154.72771249 + 1.46069458327 * P\_E - 53.5997711375 * P\_S + 174.118750266 * P\_VB - 6.18654123457 * EV\_EBIT + 26.003561291 * EV\_EBITDA$$

3 - تأثير المتغيرات المستقلة على القرارات المالية:

3 1 - على قرار الاستثمار:

قبل التطرق إلى تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع وهو قرار الاستثمار ممثلا بالعائد على الأصول ارتأينا أولا دراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة العائد على الأصول وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدم بالمعادلة الآتية:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \varepsilon_i$$

حيث:  $y_i$  يمثل قرار الاستثمار وفق المتغير العائد على الأصول ROA

$\beta_0$  المعلمة التقاطعية

$\beta$  معامل المتغير المستقل

It يدل على مزيج البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية للشركات عينة الدراسة

$\varepsilon$  الخطأ الواجب أخذه للمتغيرات التي لم يتضمنها النموذج

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

3 1 1 - تأثير مضاعف الربحية على العائد على الأصول:

الجدول (4-16): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_E (II)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	19.444253	اختبار F-Fisher
0.3848	0.755178	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف الربحية والعائد على الأصول هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-17): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية والعائد على الأصول

	Coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.061266	0.017354	3.530408	0.0013
P_E	-0.000295	0.000148	-1.987072	0.0555
R-squared	0.109111			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4-17 )، فإن مضاعف الربحية له معامل سلبي 0.000295. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن متغير مضاعف الربحية المدرج في علاقة الانحدار ليس له تأثير على العائد على الأصول منفردا.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

3 1 2 -تأثير مضاعف القيمة الدفترية على العائد على الأصول:

الجدول (4-18): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_VB (II)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0042	5.467404	اختبار F-Fisher
0.0140	6.036350	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والعائد على الأصول هو نموذج التأثيرات الثابتة. الجدول (4-19): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و العائد على الأصول

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.078064	0.026372	2.960084	0.0061
P_VB	-0.010929	0.010613	-1.029730	0.3116
R-squared	0.674489			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4-19 )، فإن مضاعف القيمة الدفترية له معامل سلبي 0.010929 وتعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف القيمة الدفترية ليس له تأثير على العائد على الأصول وبالتالي على قرار الاستثمار.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 1 3 - تأثير مضاعف المبيعات على العائد على الأصول:

الجدول (4-20): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_S (II)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	16.106046	اختبار F-Fisher
0.5133	0.427285	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف المبيعات والعائد على الأصول هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-21): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات والعائد على الأصول

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.082019	0.018383	4.461593	0.0001
P_S	-0.031557	0.011728	-2.690845	0.0112
R-squared	0.185316			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4 - 21)، فإن مضاعف المبيعات له معامل سلبي 0.031557 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات ستؤدي إلى انخفاض مقابل في العائد على الأصول بمقدار 0.03. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف المبيعات تؤدي إلى انخفاض سعر سهم الشركة. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 18.53% وهو ما يعني أنه

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بالرغم من تأثير عامل مضاعف المبيعات المدرج في علاقة الانحدار على العائد على الأصول إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

### 3 1 4 - تأثير مضاعف EV-EBIT على العائد على الأصول:

الجدول (4-22): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (II)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	18.076210	اختبار F-Fisher
0.0000	40.965892	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية وسعر السهم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-23): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT والعائد على الأصول

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.062387	0.004131	15.10375	0.0000
EV-EBIT	-0.001551	0.000413	-3.751129	0.0008
R-squared	0.777300			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-23)، فإن مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 0.001551 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBIT ستؤدي إلى انخفاض مقابل في العائد على الأصول بمقدار 0.001551. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBIT

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

تؤدي إلى انخفاض العائد على الأصول. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 77.73% وهو ما يعني أنه يوجد تأثير قوي لمضاعف EV-EBIT في علاقة الانحدار على العائد على الأصول إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير بنسبة 22.27%.

### 3 1 5 - تأثير مضاعف EV-EBITDA على العائد على الأصول:

الجدول (4-24): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (II)

الإحصائية t	الاحتمالية p	
20.718721	0.0000	اختبار F-Fisher
0.280929	0.5961	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و العائد على الأصول هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-25): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA و العائد على الأصول

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.079727	0.017286	4.6112346	0.0001
EV-EBITDA	-0.006009	0.001559	-3.854190	0.0005
R-squared	0.326202			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-25)، فإن مضاعف EV-EBITDA له معامل سلبي 0.006009 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى انخفاض مقابل في العائد على الأصول بمقدار 0.006009. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBITDA تؤدي إلى انخفاض في العائد على الأصول. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على سعر السهم والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 32.62% أما باقي النسبة فتفسره عوامل أخرى تؤثر في العائد على الأصول.

### 3 1 6 - النموذج المستخدم في الدراسة:

تم تقدير معاملات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. بعد تقدير النماذج الثلاثة للنموذج المدروس ننتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختبار F المقيد واختبار Hausman.

الجدول (4-26): نتائج اختبار F-Fisher لمعدل العائد على الأصول

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.3841	3.298646	اختبار F-Fisher

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بالاعتماد على نتائج الجدول (4-26) نستنتج أن النموذج الملائم لبياناتنا المدروسة هو نموذج الانحدار التجميعي حيث نلاحظ من اختبار F-Fisher بأن احتمالية cross-section F و cross-section Chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن نموذج الانحدار التجميعي تغلب من ناحية الأهمية على نموذج التأثيرات الثابتة وبالتالي يتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة بأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-27): نتائج الانحدار التجميعي لمعدل العائد على الأصول

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.042947	0.014124	3.040670	0.0053
P_E	0.000353	0.000273	1.290622	0.2082
P_VB	0.012290	0.002750	4.469568	0.0001
P_S	-0.018711	0.010187	-1.836721	0.0777
EV_EBIT	-0.002620	0.001033	-2.535628	0.0176
EV_EBITDA	0.001867	0.003609	0.715480	0.4807
R-squared	0.710331			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

بعد التطرق إلى دراسة أثر كل متغير مستقل على العائد على الأصول، تم دمج المتغيرات المستقلة في نموذج واحد لتحديد علاقة الانحدار وفق نموذج الانحدار التجميعي. وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- مضاعف الربحية له معامل إيجابي 0.000353 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في العائد على الأصول بمقدار 0.000353. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة  $p=0.2082$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند 0.05 مستوى المعنوية، مما يدل على أن مضاعف الربحية ليس له أثر على العائد على الأصول؛

- مضاعف القيمة الدفترية له معامل إيجابي 0.012290 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف القيمة الدفترية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 0.012290. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة  $p=0.0001$  وذات دلالة إحصائية

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف القيمة الدفترية تؤدي إلى زيادة في العائد على الأصول؛
- مضاعف المبيعات له معامل سلبي 0.018711 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في العائد على الأصول بمقدار 0.018711. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة  $p=0.0777$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف المبيعات ليس له أثر على العائد على الأصول؛
- مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 0.002620 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في سعر السهم بمقدار 0.002620. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة  $p=0.0176$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBIT يؤدي إلى انخفاض في العائد على الأصول.
- مضاعف EV-EBITDA له معامل إيجابي 0.001867 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار 0.001867. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة  $p=0.0000$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الزيادة في مضاعف EV-EBITDA ليس لها أثر على العائد على الأصول؛
- معامل R-squared بلغ 0.7103 وهي نسبة عالية مما يعني أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في نموذج الدراسة تفسر 71.03% من التغير في المتغير التابع وهو العائد على الأصول أما 28.97% المتبقية تفسرها عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج المستخدم.
- بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على العائد على الأصول وبالتالي على قرار الاستثمار فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد العائد على الأصول:

$$ROA = 0.042946515855 + 0.000352877636864 * P\_E + 0.0122895126154 * P\_VB - 0.0187112863534 * P\_S - 0.00262046516964 * EV\_EBIT + 0.00186661328084 * EV\_EBITDA$$

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 2 - على قرار التمويل:

قبل التطرق إلى تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع وهو قرار التمويل ممثلاً بنسبة الاستقلالية المالية ارتأينا أولاً دراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة والاستقلالية المالية وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدم بالمعادلة الآتية:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \varepsilon_i$$

حيث:  $y_i$  يمثل قرار التمويل وفق متغير الاستقلالية المالية D/CP

$\beta_0$  المعلمة التقاطعية و  $\beta_1$  معامل المتغير المستقل

$\varepsilon$  الخطأ الواجب أخذه للمتغيرات التي لم يتضمنها النموذج

### 3 2 1 - تأثير مضاعف الربحية على الاستقلالية المالية:

الجدول (4-28): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_E (III)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	23.995654	اختبار F-Fisher
0.0731	3.210901	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج 12 eviews

بناءً على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف الربحية و الاستقلالية المالية هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-29): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية و الاستقلالية المالية

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	1.228756	0.179416	6.848657	0.0000
P_E	-0.002451	0.001979	-1.238208	0.2246
R-squared	0.042909			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4-29 )، فإن مضاعف الربحية له معامل سلبي 0.002451. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن متغير مضاعف الربحية المدرج في علاقة الانحدار ليس له تأثير على الاستقلالية المالية منفردا.

### 3 2 2 -تأثير مضاعف القيمة الدفترية على الاستقلالية المالية:

الجدول (4-30): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_VB (III)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	12.247082	اختبار F-Fisher
0.0757	3.154667	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والاستقلالية المالية هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-31): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و الاستقلالية المالية

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	0.969700	0.362078	2.678154	0.0116
P-VB	0.137055	0.147167	0.931286	0.3587
R-squared	0.668286			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4-31 )، فإن مضاعف القيمة الدفترية له معامل إيجابي 0.137055 وتعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف القيمة الدفترية ليس له تأثير على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل.

### 3 2 3 - تأثير مضاعف المبيعات على الاستقلالية المالية:

الجدول (4-32): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_S (III)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	13.841794	اختبار F-Fisher
0.0683	3.323818	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف المبيعات و الاستقلالية المالية هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-33): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات و الاستقلالية المالية

	Coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	1.159644	0.218371	5.310441	0.0000
P_S	0.085802	0.170553	0.503081	0.6182
R-squared	0.006951			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-33)، فإن مضاعف المبيعات له معامل إيجابي 0.085802 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات ستؤدي إلى انخفاض مقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.085802. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف المبيعات ليس له تأثير على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 2 4 - تأثير مضاعف EV-EBIT على الاستقلالية المالية:

الجدول (4-34): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (III)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	25.231142	اختبار F-Fisher
0.0569	3.624355	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و الاستقلالية المالية هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-35): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT و الاستقلالية المالية

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	1.248187	0.176837	7.058394	0.0000
EV-EBIT	0.009253	0.005960	1.552396	0.1307
R-squared	0.067192			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-35)، فإن مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 0.009253 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBIT ستؤدي إلى انخفاض مقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.009253. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف EV-EBIT ليس له تأثير على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 2 5 - تأثير مضاعف EV-EBITDA على الاستقلالية المالية:

الجدول (4-36): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (III)

الإحصائية t	الاحتمالية p	
18.695191	0.0000	اختبار F-Fisher
1.177904	0.2778	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية و الاستقلالية المالية هو نموذج التأثيرات العشوائية. الجدول (4-37): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA و الاستقلالية المالية

	Coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	1.198918	0.240479	4.985548	0.0000
EV-EBITDA	-0.000366	0.024442	-0.014992	0.9881
R-squared	0.000007			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4 - 37)، فإن مضاعف EV-EBITDA له معامل سلبي 0.000366 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى انخفاض مقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.000366. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف EV-EBITDA ليس له تأثير على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 2 6 - النموذج المستخدم في الدراسة:

تم تقدير معاملات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. بعد ذلك ننتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختبار F المقيد واختبار Hausman.

الجدول (4-38): نتائج اختبار F-Fisher للاستقلالية المالية

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.1897	10.140248	اختبار F-Fisher

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بالاعتماد على نتائج الجدول (4-38) نستنتج أن النموذج الملائم لبياناتنا المدروسة هو نموذج الانحدار التجميعي حيث نلاحظ من اختبار F-Fisher بأن احتمالية cross-section و cross-section Chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن نموذج الانحدار التجميعي تغلب من ناحية الأهمية على نموذج التأثيرات الثابتة وبالتالي يتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة بأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-39): نتائج الانحدار التجميعي للاستقلالية المالية

	Coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	1.506622	0.240813	6.256406	0.0000
P_E	0.001936	0.004662	0.415306	0.6813
P_VB	-0.175210	0.173693	-3.737385	0.0009
P_S	0.373857	0.046880	2.152406	0.0408
EV_EBIT	-0.018278	0.017620	-1.037300	0.3091
EV_EBITDA	0.013585	0.044481	0.305398	0.7625
R-squared	0.497818			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

التفسير:

بعد التطرق إلى دراسة أثر كل متغير مستقل على نسبة الاستقلالية المالية، تم دمج المتغيرات المستقلة في نموذج واحد لتحديد علاقة الانحدار وفق نموذج الانحدار التجميعي. وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- مضاعف الربحية له معامل إيجابي 0.001936 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في العائد على الأصول بمقدار 0.001936. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة  $p=0.6813$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند 0.05 مستوى المعنوية، مما يدل على أن مضاعف الربحية ليس له أثر على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل؛

- مضاعف القيمة الدفترية له معامل سلبي 0.175210 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف القيمة الدفترية ستؤدي إلى انخفاض مقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.175210. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة

$p=0.0009$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف القيمة الدفترية تؤدي إلى انخفاض في الاستقلالية المالية وبالتالي في قرار التمويل؛

- مضاعف المبيعات له معامل إيجابي 0.373857 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى زيادة بالمقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.373857. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة  $p=0.0408$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الارتفاع في مضاعف المبيعات يؤدي إلى ارتفاع في نسبة الاستقلالية المالية وبالتالي في قرار التمويل؛

- مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 0.018278 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في نسبة الاستقلالية المالية بمقدار 0.018278. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة  $p=0.0176$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن مضاعف EV-EBIT ليس له أثر على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل؛

- مضاعف EV-EBITDA له معامل سلبي 0.013585 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA سيؤدي إلى زيادة مقابلة في سعر السهم بمقدار

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

0.013585. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة  $p=0.7625$

ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن مضاعف EV-

EBITDA ليس له أثر على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل؛

- معامل R-squared بلغ 0.4978 وهي نسبة متوسطة مما يعني أن المتغيرات المستقلة

المستخدمة في نموذج الدراسة تفسر 49.78% من التغير في المتغير التابع وهو الاستقلالية

المالية أما 50.22% المتبقية تفسرها عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج المستخدم.

بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على الاستقلالية

المالية وبالتالي على قرار التمويل فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد العائد على الأصول:

$$D\_CP = 1.50662231064 + 0.00193603858704 * P\_E + 0.373856999145 * P\_S - 0.175209585967 * P\_VB - 0.0182775582662 * EV\_EBIT - 0.0135845021534 * EV\_EBITDA$$

### 3 3 - تأثير المتغيرات المستقلة على قرار توزيع الأرباح:

قبل التطرق إلى تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع وهو قرار توزيع الأرباح ممثلاً

الربح الموزع خلال السنة ارتأينا أولاً دراسة العلاقة بين كل متغير من متغيرات الدراسة المستقلة والربح

الموزع وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط المقدم بالمعادلة الآتية:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \varepsilon_i$$

حيث:  $y_i$  يمثّل الربح الموزع

$\beta_0$  المعلمة التقاطعية و  $\beta_1$  معامل المتغير المستقل

$\varepsilon$  الخطأ الواجب أخذه للمتغيرات التي لم يتضمنها النموذج

### 3 3 1 - تأثير مضاعف الربحية على الربح الموزع:

الجدول (4-40): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير  $P\_E$  (IV)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	33.274603	اختبار F-Fisher
0.3705	0.801851	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف الربحية والربح الموزع هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-41): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف الربحية والربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	50.55224	16.63057	3.039719	0.0047
P_E	-0.231759	0.109583	-2.114917	0.0423
R-squared	0.121493			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4 - 41)، فإن مضاعف الربحية له معامل سلبي 0.231759 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى انخفاض مقابل في الربح الموزع للسهم الواحد بمقدار 0.231759. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف الربحية يؤدي إلى انخفاض الربح الموزع للسهم الواحد. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على الربح الموزع والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 12.14% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير عامل مضاعف الربحية المدرج في علاقة الانحدار على الربح الموزع إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

### 3 3 2 - تأثير مضاعف القيمة الدفترية على الربح الموزع:

الجدول (4-42): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_VB (IV)

الاختبار	الإحصائية t	الاحتمالية p
F-Fisher اختبار	8.587626	0.0003
Hausman اختبار	14.850692	0.0001

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والربح الموزع هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-43): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	70.28826	18.41864	3.816147	0.0006
P_VB	-13.28442	7.486277	-1.774503	0.0855
R-squared	0.765421			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-43)، فإن مضاعف القيمة الدفترية له معامل سلبي 13.28442 وتعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، وهو ما يعني أن مضاعف القيمة الدفترية ليس له تأثير على الربح الموزع وبالتالي على قرار توزيع الأرباح.

### 3 3 3 -تأثير مضاعف المبيعات على الربح الموزع:

الجدول (4-44): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير P\_S (IV)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	25.570068	اختبار F-Fisher
0.3864	0.750362	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف المبيعات وسعر السهم هو نموذج التأثيرات العشوائية.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-45): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف المبيعات والربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	67.58200	16.43334	4.112493	0.0002
P_S	-27.45116	8.672294	-3.165386	0.0033
R-squared	0.226208			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-45)، فإن مضاعف المبيعات له معامل سلبي 27.45116 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات ستؤدي إلى انخفاض مقابل في الربح الموزع للسهم الواحد بمقدار 27.45116. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف المبيعات يؤدي إلى انخفاض الربح الموزع للسهم الواحد. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على الربح الموزع والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 22.62% وهو ما يعني أنه بالرغم من تأثير عامل مضاعف المبيعات المدرج في علاقة الانحدار على الربح الموزع إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير.

### 3 3 4 - تأثير مضاعف EV-EBIT على الربح الموزع:

الجدول (4-46): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBIT (IV)

الاختبار	الإحصائية t	الاحتمالية p
اختبار F-Fisher	40.382200	0.0000
اختبار Hausman	78.582880	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p < 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والربح الموزع هو نموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول (4-47): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBIT والربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	50.02490	2.745400	18.22135	0.0000
EV-EBIT	-1.081047	0.274759	-3.934528	0.0005
R-squared	0.869864			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول ( 4 - 47)، فإن مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 1.081047 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBIT ستؤدي إلى انخفاض مقابل في الربح الموزع للسهم الواحد بمقدار 1.081047. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBIT يؤدي إلى انخفاض الربح الموزع للسهم الواحد. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على الربح الموزع والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 86.98% وهي نسبة عالية جدا ولكن بالرغم من تأثير عامل مضاعف EV-EBIT المدرج في علاقة الانحدار على الربح الموزع إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير بنسبة 13.02% لم تدرج في هذا النموذج.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### 3 3 5 - تأثير مضاعف EV-EBITDA على والربح الموزع:

الجدول (4-48): نتائج اختبار F-Fisher و Hausman للمتغير EV-EBITDA (V)

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.0000	34.350521	اختبار F-Fisher
0.4123	0.672266	اختبار Hausman

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بناء على نتائج اختبار F-Fisher وبعده اختبار Hausman وبما أن  $p > 0.05$  فإن النموذج المناسب لدراسة العلاقة بين مضاعف القيمة الدفترية والربح الموزع هو نموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول (4-49): نموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين مضاعف EV-EBITDA والربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	65.15420	15.37971	4.236373	0.0002
EV-EBITDA	-4.769371	1.130507	-4.218790	0.0002
R-squared	0.364128			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

كما هو موضح في الجدول (4-49)، فإن مضاعف EV-EBITDA له معامل سلبي 4.769371 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى انخفاض مقابل في الربح الموزع للسهم الواحد بمقدار 4.769371. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBITDA يؤدي إلى انخفاض الربح الموزع للسهم الواحد. تشير المعلمة التقاطعية  $\beta$  إلى أثر العوامل الأخرى المؤثرة على الربح الموزع والمستبعدة من النموذج وهذا ما يفسره معامل التحديد (R-squared) البالغ 36.41% والذي يدل على أنه بالرغم من تأثير عامل مضاعف EV-EBITDA

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

المدرج في علاقة الانحدار على الربح الموزع إلا أنه هناك عوامل أخرى تؤثر في هذا الأخير بنسبة 63.59% لم تدرج في هذا النموذج.

### 6 3 3 - النموذج المستخدم في الدراسة:

تم تقدير معاملات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية . بعد تقدير النماذج الثلاثة للنموذج المدروس تنتقل إلى استخدام أساليب الاختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال اختبار F المقيد .

الجدول (4-50): نتائج اختبار F-Fisher للربح الموزع

الاحتمالية p	الإحصائية t	
0.1571	4.255734	اختبار F-Fisher

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

بالاعتماد على نتائج الجدول 4-50 نستنتج أن النموذج الملائم لبياناتنا المدروسة هو نموذج الانحدار التجميعي حيث نلاحظ من اختبار F-Fisher بأن احتمالية cross-section و cross-section Chi-square أكبر من مستوى المعنوية 0.05 أي أن نموذج الانحدار التجميعي تغلب من ناحية الأهمية على نموذج التأثيرات الثابتة وبالتالي يتم قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة بأن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

الجدول (4-51): نتائج الانحدار التجميعي لمتغير الربح الموزع

	coefficient	Std-Error	t-Statistics	Prob.
C	21.26931	9.604606	2.214491	0.0358
P_E	0.282158	0.185929	1.517562	0.1412
P_VB	13.87977	1.865929	7.423217	0.0000
P_S	-1467647	6.927577	-2.118557	0.0438
EV_EBIT	-2.167458	0.702771	-3.084161	0.0048
EV_EBITDA	2.785866	1.774098	1.570300	0.1284
R-squared	0.822508			

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج 12 eviews

التفسير:

بعد التطرق إلى دراسة أثر كل متغير مستقل على الربح الموزع، تم دمج المتغيرات المستقلة في نموذج واحد لتحديد علاقة الانحدار وفق نموذج الانحدار التجميعي. وقد أظهرت النتائج ما يلي:

- مضاعف الربحية له معامل إيجابي 0.282158 مما يشير إلى أن الزيادة في وحدة واحدة من مضاعف الربحية ستؤدي إلى زيادة مقابلة في العائد على الأصول بمقدار 0.282158. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف الربحية موجبة  $p=0.1412$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند 0.05 مستوى المعنوية، مما يدل على أن مضاعف الربحية ليس له أثر على الربح الموزع وبالتالي على قرار توزيع الأرباح؛

- مضاعف القيمة الدفترية له معامل إيجابي 13.87977 مما يشير إلى أن الارتفاع في وحدة واحدة من مضاعف القيمة الدفترية ستؤدي إلى ارتفاع مقابل في الربح الموزع بمقدار 13.87779. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف القيمة الدفترية موجبة  $p=0.000$  وذات

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

- دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الارتفاع في مضاعف القيمة الدفترية تؤدي إلى ارتفاع الربح الموزع وبالتالي في قرار توزيع الأرباح؛
- مضاعف المبيعات له معامل سلبي 14.67647 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى زيادة بالمقابل في الربح الموزع بمقدار 14.67647. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف المبيعات موجبة  $38p=0.04$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف المبيعات يؤدي إلى انخفاض في نسبة الربح الموزع وبالتالي في قرار توزيع الأرباح؛
- مضاعف EV-EBIT له معامل سلبي 2.167458 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف المبيعات سيؤدي إلى انخفاض بالمقابل في الربح الموزع بمقدار 2.167458. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBIT موجبة  $p=0.0048$  وذات دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن الانخفاض في مضاعف EV-EBIT يؤدي إلى انخفاض في الربح الموزع وبالتالي في قرار توزيع الأرباح؛
- مضاعف EV-EBITDA له معامل سلبي 2.785866 مما يشير إلى أن الانخفاض في وحدة واحدة من مضاعف EV-EBITDA ستؤدي إلى انخفاض مقابل في الربح الموزع بمقدار 2.785866. تعد القيمة الإحصائية الفردية لمضاعف EV-EBITDA موجبة  $p=0.1284$  ولكن ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 0.05، مما يدل على أن مضاعف EV-EBITDA ليس له أثر على الربح الموزع وبالتالي في قرار توزيع الأرباح؛
- معامل R-squared بلغ 0.8225 وهي نسبة مرتفعة مما يعني أن المتغيرات المستقلة المستخدمة في نموذج الدراسة تفسر 82.25% من التغير في المتغير التابع وهو الربح الموزع أما 17.75% المتبقية تفسرها عوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج المستخدم.
- بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد العائد على الأصول:

$$DD = 21.2693105324 + 0.282158193496 * P\_E + 13.8797684919 * P\_VB - 14.6764651714 * P\_S - 2.16745801799 * EV\_EBIT + 2.78586587323 * EV\_EBITDA$$

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

### خلاصة الفصل:

إن التقييم المالي أمر مهم للغاية قبل اتخاذ القرارات المالية يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة بسوق الأوراق المالية، لذلك يقوم الخبراء والمحللون بتقييم أسعار الأسهم للمستثمرين المحتملين. أبرز الطرق المعتمدة في هذا المجال التقييم عن طريق مضاعفات المقارنة السوقية أو المنهج المقارن الذي يستخدم عددًا أقل من الافتراضات وأسرع في التنفيذ ويتطلب معلومات أقل من طرق التقييم الأخرى، وبالتالي فهو أكثر ملائمة لاحتياجات المستثمرين. كما أنه من السهل فهمه ويعكس تصورات وحالات السوق.

أظهرت نتائج الدراسة التي اعتمدت على نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير تأثير مختلف مضاعفات المقاربة السوقية على سعر السهم والقرارات المالية في المؤسسة وهي: قرار الاستثمار، قرار التمويل، قرار توزيع الأرباح مما يلي:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف المبيعات،  $EV-EBITDA$  وسعر السهم؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف  $EV-EBIT$  وسعر السهم؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف  $EV-EBIT$ ، مضاعف  $EV-EBITDA$  وقرار الاستثمار؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف القيمة الدفترية وقرار الاستثمار؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف  $EV-EBITDA$  وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف المبيعات، مضاعف  $EV-EBIT$  وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف المبيعات، مضاعف  $EV-EBIT$ ، مضاعف  $EV-EBITDA$  وقرار توزيع الأرباح؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار توزيع الأرباح.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

فيما أظهرت نتائج الدراسة التي اعتمدت على نموذج الانحدار التجميعي الذي تم فيه دمج كل المتغيرات المستقلة لتقدير تأثيرها على المتغيرات التابعة ما يلي:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف EV-EBITDA وسعر السهم؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وسعر السهم؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار الاستثمار؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وقرار الاستثمار
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف EV-EBITDA وقرار الاستثمار؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف EV-EBITDA وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف EV-EBIT وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار توزيع الأرباح؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وقرار توزيع الأرباح؛
- يوجد علاقة معنوية إيجابية ولكن ليس لها دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف EV-EBITDA وقرار توزيع الأرباح.

## الفصل الرابع: الدراسة القياسية لأثر التقييم المالي على القرارات المالية

---

إن الجمع بين مضاعفات المقاربة السوقية يمكن من تحديد نموذج له القدرة على التنبؤ بسعر السهم في بورصة الجزائر مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح وكذلك يساعد الإدارة العامة على اتخاذ القرارات المالية المناسبة في المؤسسة وهو ما أظهرته العلاقة المعنوية ذات الدلالة الإحصائية الموجودة بينهم.

الخاتمة العامة

من خلال دراستنا لموضوع "أثر التقييم المالي للمجمعات وفق المعايير المالية الدولية على اتخاذ القرارات"، حاولنا الوقوف على معالجة الإشكالية المتمحورة حول طريقة تأثير نتائج عملية تقييم المجمعات على القرارات المالية المتخذة داخل الشركة الأم والفروع التابعة لها. وقد هدفت هذه الدراسة إلى الوقوف على أبرز رهانات وطرق تقييم هذه المجمعات، آخذين في عين الاعتبار آخر التطورات في مجال توحيد المعايير المالية الدولية التي تضمن إلى حد ما مصداقية عملية التقييم بغية تحقيق الهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسات إليه وهو الحرص على الاستمرارية والذي لا يتحقق إلى من خلال ترشيد قرارات المسؤولين على تسييرها.

لتحقيق أهداف الدراسة والإمام بكافة جوانب البحث وللإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول نظرية وفصل تطبيقي وقد توصلنا إلى النتائج الآتية:

### 1 النتائج النظرية:

حاولنا من خلال الفصل الأول إبراز موضوع التحليل المالي للحسابات المجمع، ففي ظل تزايد ظاهرة تكتل المؤسسات إما عن طريق الاندماج أو الاستحواذ أو غيرها من الطرق أصبح لزاما الاهتمام بالتحليل المالي لهذا النوع من المؤسسات للتعرف على خصوصياتها حيث أن تجميع الحسابات يتم من خلال استبدال الحسابات الاجتماعية بحسابات موحدة في كيان واحد وهو الشركة الأم، وبذلك يعد التحليل المالي للحسابات المجمع أداة أساسية لتشخيص وضعية المجموعة (الشركة الأم ومختلف الكيانات التابعة) لها سواء في الوقت الحالي أو في الماضي باستخدام الأدوات والطرق المناسبة عن طريق تحويل المعلومات المحاسبية إلى معلومات مالية تخدم كل الأطراف المهتمة بها، لأن التحليل المالي القائم على أساس الحسابات المجمع يمكن من تقييم نشاط المجموعة وربحياتها والبنية المالية الشاملة، كما أن دراسة الحسابات الموحدة تجعل من الممكن فهم الإستراتيجية الكلية للمجموعة فيما يتعلق بالأنشطة الجبائية والاجتماعية وغيرها، وكذلك للحكم على محتويات مؤشرات الأداء الموجهة للأسواق المالية

استكمالا لهذا الطرح تطرقنا في الفصل الثاني إلى موضوع مقاربات التقييم المالي للمؤسسات، حيث توصلنا إلى أنه لا يمكن أن تتم عملية التقييم باختلاف طرقها وتعددتها ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها، والتي تلعب دوراً مهماً في تزويد الخبير المقيم بكل صغيرة وكبيرة عن ماضيها كما ذكرنا سابقا في الفصل الأول، والذي يمكن أن يستقى من القوائم المالية والمحاسبية

المجمعة، وعن إمكانياتها الموجودة حالياً وذلك من خلال المعلومات الأخرى كالخبرة والزيارات الميدانية. تعتبر عملية جمع المعلومات وعملية التشخيص من المراحل الهامة ضمن مسار العمل، إذ لا يمكن لعملية التقييم أن تعرف نجاحاً ما لم يضع ويسطر الخبير مخططاً للعمل ويسير وفقه، للخروج بقيمة موضوعية للمؤسسة، ومن هنا تبرز أهمية ودور التشخيص في إنجاح عملية التقييم.

تعرف طرق التقييم تعدداً كبيراً واختلافاً في ما بينها حيث نجد على الأقل ثلاث مقاربات تركز على مناظير مختلفة تماماً عن بعضها البعض في المنطلق (الذمة المالية، التدفقات، فائض القيمة، بالإضافة إلى طرق أخرى خارج هذا التصنيف)، فبقدر ما تعتبر هذه الوضعية إيجابية من حيث شراء ومرونة عملية التقييم، بقدر ما يجعل من العملية أمراً معقداً من خلال إيجاد الطريقة المثلى والأنسب للمؤسسة، لأن كل طريقة من طرق التقييم تقضي إلى قيم مختلفة، حيث تكون أحياناً متباينة بشكل كبير. ما يحتم على الخبير المقيم الاجتهاد في إيجاد الطريقة المثلى للمؤسسة للخروج بقيمة موضوعية تعكس حقيقتها ووضوعيتها، وبالتالي إنجاح الأهداف المرجوة من عملية التقييم، إضافة إلى الاستفادة وكسب الوقت والمال الذي ينجر عن تطبيق هذه الطرق في آن واحد، وبالتالي فدراسة المؤسسة والمحيط الذي تنتشط فيه ومن ثم تطبيق الطريقة أو الطرق المثلى لها يعطي انطباعاً حسناً كون القيمة الناتجة عن ذلك تصبح مبررة ومنطلقة من اعتبارات مدروسة.

تتحور الفصل الثالث حول العلاقة الموجودة بين القرارات المالية في المؤسسة وعملية التقييم المالي، إذ تعتبر هذه الأخيرة منبع المعلومات والمؤشرات التي لا بد من إيلاءها أهمية كبيرة عند التفكير في اتخاذ أي قرار من شأنه أن يؤثر على الوضعية المالية للمؤسسة. حيث تحدثنا أولاً عن مفاهيم أساسية عن القرار وأهميته في المؤسسة، أما ثانياً، فينصب بحثنا حول القرارات المالية وهي قرار الاستثمار وقرار التمويل وقرار توزيع الأرباح وعلاقتها كما ذكرنا سابقاً بعملية التقييم المالي خاصة عند مشاريع كبرى كعمليات التوسع الخارجي وذلك لأنه لا بد على المقيم اختيار أنسب طرق التقييم المالي التي تحقق أفضل سعر ممكن للمؤسسة حتى تتمكن الإدارة من اتخاذ قرار سليم خاصة في حالات المفاوضات في عمليات كالخصوصية والاندماج والشراكة.

وفقاً لهذه النتائج نحكم بصحة الفرضية الرئيسية الأولى، التي مفادها أن مقاربات التقييم المالي تتعدد بين مقارنة الذمة الدالية ومقاربة التدفقات والمقاربة السوقية ومقاربة الطرق المركبة.

### 2 النتائج التطبيقية:

إن تقييم أسهم الشركات أمر مهم للغاية قبل اتخاذ القرارات يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة بسوق الأوراق المالية لذلك يقوم الخبراء والمحللين بتقييم أسعار الأسهم للمستثمرين المحتملين من أجل مساعدتهم على ترشيد قراراتهم. تهدف عملية تقييم المؤسسات لمقارنة القيمة التي تم الحصول عليها بسعر السوق، هذا من شأنه أن يساعد في تقرير ما إذا كان سيتم بيع أو شراء أو الاحتفاظ بالأسهم، كما تساهم عملية التقييم في تحديد الأوراق المالية التي يجب أن تحتويها المحفظة المالية. أبرز الطرق المعتمدة في هذا المجال التقييم عن طريق مضاعفات المقارنة السوقية أو المنهج المقارن الذي يستخدم عددًا أقل من الافتراضات وأسرع في التنفيذ ويتطلب معلومات أقل من طرق التقييم الأخرى، وبالتالي فهو أكثر ملائمة لاحتياجات المستثمرين. كما أنه من السهل فهمه ويعكس تصورات وحالات السوق، حيث أن تحديد قيمة المؤسسة يتم عن طريق تحليل تسعير الشركات القابلة للمقارنة نسبة إلى متغير مشترك كالأرباح أو القيمة الدفترية أو المبيعات وغيرها من المؤشرات. من أجل الإلمام بموضوع التقييم المالي للمجمعات وأثره على اتخاذ القرارات، كان لزاما علينا اللجوء إلى الدراسة الميدانية حتى نبرهن العلاقة بين طرق التقييم المالي والقرارات المتخذة في المؤسسات بصفة عامة والمجمعات وهو موضوع دراستنا بشكل خاص. لذلك ارتأينا القيام بدراسة قياسية على الشركات المدرجة في بورصة الجزائر باعتبارها من أحسن الطرق الرياضية التي تتمتع بنسبة عالية من الموضوعية، لتحديد أهم المؤشرات التي تؤثر في تحديد القيمة السوقية للأسهم. الهدف من هذه الدراسة هو اختبار العلاقة بين مضاعفات المقاربة السوقية وسعر السهم من جهة وبين مضاعفات المقاربة السوقية والقرارات المالية الثلاث من جهة أخرى في بورصة الجزائر.

تتكون عينة الدراسة من أربع شركات مدرجة في السوق الرئيسية لبورصة الجزائر وهي: مجمع صيدال ومؤسسة بيوفارم وفندق الأوراسي ومؤسسة أليانس للتأمينات. امتدت هذه الدراسة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2020 وهذا نظرا لتوفر البيانات المالية ابتداء من سنة 2010 على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر.

اعتمادا على نماذج بيانات البانل التي تم استخدامها في الدراسة، توصلنا إلى النتائج التالية:

## 2-1- على سعر السهم:

باستعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير تأثير مختلف مضاعفات المقاربة السوقية كل على حدا على سعر السهم:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف المبيعات، EV-EBITDA وسعر السهم

باستعمال نموذج الانحدار التجميعي الذي تم فيه دمج كل المتغيرات المستقلة لتقدير تأثيرها على سعر السهم:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف القيمة الدفترية، مضاعف EV-EBITDA وسعر السهم؛

- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وسعر السهم.

بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على سعر أسهم الشركات في بورصة الجزائر فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد سعر السهم:

$$P = 154.72771249 + 1.46069458327 * P\_E - 53.5997711375 * P\_S + 174.118750266 * P\_VB - 6.18654123457 * EV\_EBIT + 26.003561291 * EV\_EBITDA$$

وفقا لهذه النتائج نحكم بصحة الفرضية الرئيسية الثانية القائلة أنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات المقاربة السوقية وسعر سهم المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر.

## 2-2- على قرار التمويل:

باستعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير تأثير مختلف مضاعفات المقاربة السوقية كل على حدا على قرار الاستثمار:

- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT، مضاعف EV-EBITDA و قرار الاستثمار؛

باستعمال نموذج الانحدار التجميعي الذي تم فيه دمج كل المتغيرات المستقلة لتقدير تأثيرها على قرار الاستثمار:

## الخاتمة العامة

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار الاستثمار؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وقرار الاستثمار؛

- بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على العائد على الأصول وبالتالي على قرار الاستثمار فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد العائد على الأصول:

$$ROA = 0.042946515855 + 0.000352877636864 * P\_E + 0.0122895126154 * P\_VB - 0.0187112863534 * P\_S - 0.00262046516964 * EV\_EBIT + 0.00186661328084 * EV\_EBITDA$$

هذه النتائج المتحصل عليها تثبت صحة الفرضية الفرعية 3-1 : " توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية والقرار الاستثماري في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر".

### 2-3- على قرار التمويل:

باستعمال نموذج الانحدار التجميعي الذي تم فيه دمج كل المتغيرات المستقلة لتقدير تأثيرها على قرار التمويل:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات وقرار التمويل؛
- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار التمويل؛

بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على الاستقلالية المالية وبالتالي على قرار التمويل فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد الاستقلالية المالية:

$$D\_CP = 1.50662231064 + 0.00193603858704 * P\_E + 0.373856999145 * P\_S - 0.175209585967 * P\_VB - 0.0182775582662 * EV\_EBIT - 0.0135845021534 * EV\_EBITDA$$

هذه النتائج المتحصل عليها تثبت صحة الفرضية الفرعية 3-2 : " توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية وقرار التمويل في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر".

## 2-4- على قرار توزيع الأرباح:

باستعمال نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير تأثير مختلف مضاعفات المقاربة السوقية كل على حدا على قرار توزيع الأرباح:

- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف الربحية، مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT، مضاعف EV-EBITDA وقرار توزيع الأرباح؛

باستعمال نموذج الانحدار التجميعي الذي تم فيه دمج كل المتغيرات المستقلة لتقدير تأثيرها على قرار توزيع الأرباح:

- يوجد علاقة معنوية إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف القيمة الدفترية وقرار توزيع الأرباح؛

- يوجد علاقة معنوية سلبية ذات دلالة إحصائية بين مضاعف المبيعات، مضاعف EV-EBIT وقرار توزيع الأرباح؛

بناء على النتائج المحصل عليها من تقدير أثر مضاعفات المقاربة السوقية للتقييم المالي على الربح الموزع وبالتالي على قرار توزيع الأرباح فإنه يمكن الاعتماد على النموذج الآتي لتحديد الربح الموزع:

$$DD = 21.2693105324 + 0.282158193496 * P\_E + 13.8797684919 * P\_VB - 14.6764651714 * P\_S - 2.16745801799 * EV\_EBIT + 2.78586587323 * EV\_EBITDA$$

هذه النتائج المتحصل عليها تثبت صحة الفرضية الفرعية 3-3 : " توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين بعض مضاعفات المقاربة السوقية وقرار توزيع الأرباح في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر".

اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من خلال دراسة أثر التقييم المالي للمجمعات المدرجة في بورصة الجزائر على اتخاذ القرارات المالية يمكن إثبات صحة الفرضية الرئيسية الثالثة وهي توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مضاعفات المقاربة السوقية والقرارات المالية المتخذة في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر.

### توصيات الدراسة:

- استنادا على الدراسة النظرية ونتائج الدراسة التطبيقية، يمكن أن نقدم التوصيات التالية:
- الإحاطة الجيدة بكل مدخلات عملية التقييم المالي ما يسهل اختيار الطريقة المناسبة لكل مؤسسة؛
  - تدريب الخبراء والقائمين على عملية التقييم بصفة مستمرة ما يسمح بالاطلاع على ما هو جديد في هذا المجال،
  - الالتزام بالمعايير المالية الدولية حتى تكون نتائج التقييم شفافة وموثوقة لكل الأطراف المهتمة بهذه النتائج،
  - تشجيع المؤسسات على الإفصاح عن معلوماتها المالية بشفافية مما يساهم في تقييمها بطريقة صحيحة وعادلة،
  - تأسيس مجلس أو هيئة مالية تعنى بتقييم المؤسسات ما يضيف المزيد من القبول لآراء الخبراء.

### آفاق الدراسة:

- أثر التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اتخاذ القرارات،
- أثر النظام المالي المحاسبي على عملية التقييم المالي للمؤسسات،
- تقييم الأصول المالية في المجمعات الاقتصادية،
- دور التقييم المالي في إنعاش السوق المالية،
- دراسة مسحية للطرق المستخدمة في تقييم المؤسسات الجزائرية.

# قائمة المراجع

### المراجع باللغة العربية:

#### المصادر:

1. القرآن الكريم

#### الكتب والمؤلفات:

1. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، دار زهران للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2012.
2. صابر سيد تعلقب، نظم ودعم اتخاذ القرارات الإدارية، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
3. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، مصر، 2006.
4. منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، مطبعة الطليعة، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
5. مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.

#### المقالات:

1. براني مختارية، حسيني إسحاق، سياسة توزيع الأرباح وتقلب سعر السهم في عينة من الشركات المدرجة في السوق السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية المجلد 41، العدد: 03، 2020.
2. بروبة إلهام، أهمية نظام المعلومات المحوسب في اتخاذ القرارات المالية في منظمات الأعمال، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المجلد 06، العدد 10، جوان 2020.
3. بريش عبد القادر، بدروني عيسى، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10، جوان 2013.
4. بكاري بلخير، أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات مجلة الباحث، العدد 10. 2012.

5. بكاري بلخير، سويسي هوارى، مراحل عملية تقييم المؤسسات (مخطط العمل)، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، ديسمبر 2006.
6. بلحاج فتيحة، الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، الجزائر، 2016.
7. بلغراس عائشة، بوعزة ديدن، طرق انقضاء الشركات المتعثرة بالاندماج وآثاره القانونية في التشريع الجزائري، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 13، العدد 28، 2021.
8. بن حمو عصمت محمد، الهروشي خطاب، أهمية تقييم المؤسسات في إنجاز مسار الخصوصية في الجزائر، مجلة المالية و الأسواق، المجلد 01، العدد 01، 2014.
9. بن سنة ناصر، قاشي يوسف، مساهمة القرارات المالية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة أن سي أ روية للفترة 2014-2017، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية المجلد 15، العدد 02، 2021.
10. بن عمر محمد البشير، مساهمة حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية -حالة المجمع الصناعي صيدال-، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، الوادي، الجزائر، العدد 10، الجزء 03، 2017.
11. بن موسى منصور، دور التحليل المالي في ترشيد قرار الاندماج بين الشركات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، 2010.
12. بن نوار عمار، غالم عبد الله، اختيار قرار التمويل الأمثل وفق فقرات حياة المؤسسة الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 21، العدد 01، 2021.
13. بنية محمد، نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات -دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البتروكيماوية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014، المجلة الجزائرية للاقتصاد و المالية، المجلد الثاني، العدد 07، أبريل 2017.

14. بوالقرارة زايد، دور تقييم المؤسسة العمومية الاقتصادية في تكريس عمليات الخصخصة في القانون الجزائري والمقارن، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 18، جوان 2017.
15. بوهالي محمد، لعربي عمر، أثر القرارات المالية على نمو المؤسسة-دراسة حالة مؤسسة مطاحن الأغواط للفترة 2012-2017، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 04، العدد 01، 2019.
16. تغليسية لمين، وهابي طارق، أثر جودة المعلومات المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات الجزائرية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 04، العدد 01، 2019.
17. تومي ميلود، سكيحة رحمة، استخدام النسب المالية لاتخاذ القرارات المالية بمؤسسة (GMS) بسكرة، مجلة إقتصاد المال والأعمال، المجلد 06، العدد 01، جوان 2021.
18. الجبالي محمود علي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة - حالة مؤسسة سكة حديد العقبة في الأردن، مجلة الباحث، العدد 10، 2012.
19. جمام محمود، دباش أمينة، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية -دراسة حالة البنوك التجارية لولاية جيجل-، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد الرابع، 2015.
20. جمعي محمد صالح، قرار التمويل وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مجمع صيدال 2015-2020، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 06، العدد 02، 2021.
21. حجاب عيسى، حافي هدى، مساهمة مبادئ حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح، مجلة البديل الاقتصادي، المجلد 3، العدد 01، جوان 2016.
22. حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 18، العدد 01، ديسمبر 2018.

23. حسن بشير حسن محمد، رمزي عاطف مطر، أثر جودة مخرجات نظم دعم القرار على عملية صنع القرار -دراسة حالة جامعة البطانة-، مجلة التحليل والاستشراف الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02، الجزائر، 2021.
24. حفصة أمينة، شريط صلاح الدين، دور قائمة التدفقات النقدية في دعم عملية اتخاذ القرار في ظل المعيار المحاسبي الدولي 07، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 05، 2018.
25. حفصي رشيد، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011 - 2014، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جوان 2021.
26. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.
27. دباش أميرة، خميلي فريد، مساهمة القوائم المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية -دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر-، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، أوت 2017.
28. دراجي مكي، شابي عبير، الخصوصية القاعدة الأهم لاقتصاد الشوق -دراسة حالة الجزائر-، مجلة البحوث والدراسات، العدد الثالث، جوان 2006.
29. زرقون محمد، أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع أرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد الثامن، 2010.
30. زغيب مليكة، دلفوف سفيان، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث اقتصادية إدارية، العدد الثاني عشر، ديسمبر 2012.
31. زغيب مليكة، قلادي نظيرة، دراسة علاقة السياسة الجبائية بالهيكل التمويلي للمؤسسة حالة مؤسسة سيجيكو "SJICO" بسكيدة، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، ديسمبر 2014.

32. زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، سمير بوعافية، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية: قرار التمويل، قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح، مجلة العلوم الإدارية والمالية، جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي. الجزائر، المجلد 01 ، العدد 01 ، ديسمبر 2017 .
33. سايب عبد الله، سلالى بوبكر، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وقرار المستثمر، دراسة ميدانية للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثامن، العدد 01، أبريل 2022.
34. سباع بلال، عمر عبدة سامية، دراسة قياسية لأثر محددات قرار التمويل على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة بعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام بيانات بانل للفترة ( 2010-2019)، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 07، العدد 01، 2022.
35. سبتي إسماعيل، سعيدي يحيى، أثر حوكمة الشركات على الإفصاح المحاسبي للقوائم المالية الموحدة في المجموعة -دراسة ميدانية-، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة 2، العدد 11، ديسمبر 2014.
36. سعيدي وصاف، سياسة توزيع الأرباح في عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، ديسمبر 2016.
37. سفيان بن بلقاسم، الطرق المحاسبية للتقييم المالي للمؤسسات، مجلة علوم الاقتصاد والتجارة والتسيير، المجلد 12، العدد 03، 2008.
38. صبايحي ربيعة، أبرز ضوابط تقييم المؤسسات العامة الاقتصادية لغرض الخوصصة، المجلة النقدية، للحقوق والعلوم السياسية، المجلد 2، العدد 01، جوان 2007.
39. صديقي أحمد، فقيقي سعاد، صبرو خدوجة، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 01، العدد 01، 2017.
40. طالب محمد الأمين وليد، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس، ديسمبر 2016.

41. عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، دور النسب المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية "دراسة تطبيقية على مصرف الراجحي"، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، المجلد 06، العدد 03، ديسمبر 2019.
42. عادل علي بابكر الماحي أبو الجود، مدى مساهمة المدير المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسات المصرفية -دراسة حالة بنك الاستثمار السعودي بالرياض-، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 07، العدد 01، 2021.
43. عبو هودة، عبو ربيعة، الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيميتال عين الدفلى 2015-2018، مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 02، العدد 02، 2021.
44. عزاوي فريدة، أثر أسعار النفط على استهلاك الطاقة المتجددة في دول المغرب العربي للفترة (1990-2014) -دراسة قياسية باستعمال معطيات بانل- مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 1، مارس 2018.
45. العواودة عاطف محمد فالح، ياغي محمد عبد الفتاح، العوامل المؤثرة في نمط اتخاذ القرار الإداري لدى المديرين في القطاع العام في الأردن، مجلة دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 36، العدد 02، 2009.
46. غالم كمال، بن خليف طارق، مروش يوسف، دور بطاقة الأداء المتوازن في اتخاذ القرارات المالية وترشيدها في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية المسيلة-، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 01، 2022.
47. غزالي زينب، أثر حوكمة الشركات على سياسة توزيع الأرباح - دراسة لعينة من الشركات السعودية المدرجة-، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 13، 2017.
48. قابوسة علي، أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الأول، 2008.

49. قالون جيلالي، عمليات الاندماج والاستحواذ ودورها في تحقيق ميزة تنافسية وزيادة القيمة للمساهمين -مقاربة نظرية-، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 02، العدد 03، 2014
50. قدام جمال، ترفاس جمال الدين، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للمؤسسة دراسة قياسية للمؤسسات المدرجة في مؤشر داو جونز ، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس، العدد 2 ،أوت 2019.
51. كفايفي حسام، بوشريط أسامة، محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة ( 2013-2018)، مجلة التنوع الاقتصادي، المجلد 02، العدد 02.
52. متولي السيد متولي عيطه، أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصارف السعودية، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 06، العدد 02، 2021.
53. محمد البشير ابراهيم أحمد، أساليب المحاسبة الحديثة ودورها في اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة تطبيقية على بعض المؤسسات الحكومية بالسودان-، مجلة الباحث للعلوم الرياضية والاجتماعية، المجلد 04، العدد 08، الجلفة، الجزائر، 2022 .
54. محمد بوشوشة، سياسة الاستدانة في المؤسسة: المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد : 04، سبتمبر 2012.
55. مداحي عثمان، أهمية ودور المعلومات في اتخاذ القرارات، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد 13، جوان 2018.
56. مزوزي خيرة، بخالد عائشة، أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي دراسة حديثة خلال سنة 2011، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 11، 2017.
57. مسراتي يمينة، رميدي عبد الوهاب، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2011-2017، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 01، الجزء 01، 2019.

58. معاليم سعاد، بوحفص سميحة، أثر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار التمويل، دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12، العدد 02، 2019.
59. هباش فارس، مناع ريمة، أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد التاسع، جوان 2018.
60. هلايلي إسلام، أحمد قايد نور الدين، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في تحسين القرارات بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 10، العدد 02، بسكرة، الجزائر، 2019.
61. وهابي طارق، براق محمد، سهامات حوكمة الشركات في ترشيد سياسة توزيع الأرباح - دراسة عينة من شركات المساهمة الجزائرية-، Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale، المجلد 13، العدد 02، 2019.

### الأطروحات والمذكرات:

1. أوروان هارون، النظام القانوني لمجمع الشركات -دراسة مقارنة-، رسالة دكتوراه في القانون الخاص، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان، 2016/2015.
2. بلعراي عبد الكريم، أثر تكنولوجيا المعلومات على اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة حالة-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في القانون العام، جامعة وهران، الجزائر، 2011/2010.
3. بن عمر محمد البشير، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2017.
4. خيرى عبد الكريم، أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية، تخصص: علوم تجارية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2019/2018.

5. عزي سهام، دراسة المقاربة الكمية في اتخاذ القرارات الإدارية -دراسة حالة مؤسسة عمومية: المستشفى الجامعي مصطفى باشا ووكالة التأمين سلامة-، مذكرة ماجستير، تخصص: التسيير العمومي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2012/2011.
6. عصام محمد حمدان مطر، التطوير التنظيمي وأثره على فعالية القرارات الإدارية في المؤسسات الأهلية في قطاع غزة، رسالة ماجستير تخصص إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008.
7. هوارى سويسي، تقييم المؤسسات ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، تخصص، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2008.

### المدخلات وأوراق العمل:

1. برحومة عبد الحميد، زغبة طلال، ماهية اتخاذ القرار والطرق الكمية المساعدة في صنعه بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى العلمي الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 14-15 أبريل 2009.

### القوانين والمراسيم التنظيمية:

1. الأمر رقم 04/ 01، المتضمن خوصصة المؤسسات العمومية ، المؤرخ في 20 / 08 / 2001، الصادر بالجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 62، سنة 2001.
2. قرار مؤرخ في 23 رجب عام 1429 الموافق 26 يوليو سنة 2008، يحدد قواعد التقييم المحاسبية ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها.
3. القانون رقم 07-11 مؤرخ في 15 ذي القعدة عام 1428 الموافق ل 25 نوفمبر سنة 2007 يتضمن النظام المحاسبي المالي.
4. الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم.
5. القانون التجاري الجزائري الصادر سنة 2007.

6. المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 10 "القوائم المالية الموحدة".
7. المعيار الدولي للتقرير المالي رقم 11 "الترتيبات المشتركة".
8. المعيار الدولي المالي رقم 12 "الإفصاح عن الحصص في المنشآت الأخرى".

المراجع باللغات الأجنبية:

I. باللغة الفرنسية:

### Ouvrages

1. Bachy bruno, Sion michel, Analyse financière des comptes consolidés Normes IFRS, 2<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 2006.
2. Barento pascal, Gregorio georges, Finance: manual et applications, 3<sup>ème</sup> edition, Donod, Paris, 2011.
3. Béatrice et Francis Grandguillot, L'essentiel de l'Analyse financière, 14<sup>e</sup> édition, Gualino, France, 2016-2017.
4. Burland alain, Thauvron arnaud, Guyvarc'h annaïck, Finance DSCG 2 : manuel, 4<sup>e</sup> édition, Sup'Foucher, Vanves, 2010.
5. Cabane. P, l'essentiel de la finance, 2eme édition, Eyrolles, 2004.
6. Claude-Annie Duplat , Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise, Vuibert, 2004.
7. De oliveira leite sophie, Pham dang, la consolidation des comptes –nouvelles réglementations et pratiques-, Ellipses édition, Paris, 2000.
8. Jean-Baptiste Tournier, Jean-Claude Tournier, Evaluation d'entreprise ; que vaut une entreprise ?, édition d'organisation, 2007.
9. Jean-Étienne Palard, Franck Imbert, Guide pratique D'évaluation d'entreprise, Eyrolles, 2013.
10. Jean-Luc Bazet, Pascal Faucher, finance d'entreprise : manuel et applications, DCG 6, 2e édition, Groupe Revue Fiduciaire : Nathan, 2009.
11. L'évaluation Financière Expliquée : Principes et Démarches, collection guides pratique, edition cncc, 2011.
12. Legros Georges, mini manuel de finance d'entreprise : cours+exos, Donod, Paris, 2010.
13. Legros Georges, Stratégie financière des groupes : cours et études de cas corrigées, Ellipses, Paris, 2006.

14. Mathé Jean-Charles, Management Stratégique Concurrentiel, librairie Eyrolles, Vuibert, 2001.
15. MEILER. O, SCHHIER. G, Fusions Acquisitions: stratégie. : Finance. Management, 3eme édition, DUNOD, paris, 2009.
16. Messekdji chafik, Techniques de consolidation des comptes de groupes normes IAS/IFRS, Houma éditions, Alger, 2012.
17. Micheline Friederich, Georges Langlois, Le meilleur du DSCG 4 Comptabilité et audit, Éditions Foucher, 5<sup>e</sup>, 2015.
18. Mondher CHERIF Stéphane DUBREUILLE, Création de valeur et capital-investissement, Pearson Education, France, 2009.
19. Pierre cabane, l'essentiel de la finance, édition d'organisations, 2eme édition, 2008.
20. Porter Michel, l'avantage concurrentiel, Dunod, Paris, 1999.
21. Thibierge christophe, Analyse financière, 3<sup>e</sup> édition, Vuibert, Paris, 2009.
22. Torc éric, l'essentiel de la Consolidation des comptes, Gualino lextenso éditions, Paris, 2011.
23. Vincent Plauchu et al, Méthodologie du diagnostic d'entreprise, Harmattan, Avril 2008.

**Articles :**

1. Zekri Inès, l'Impact de la Décision de Financement sur la Performance Mesurée par la Valeur Economique (EVA), Comptabilité et Connaissances, France, May 2005.
2. Christian Tahon, Abdennebi Talbi , Analyse de l'entreprise dans une démarche d'intégration, APII – JESA, Volume 36, n° 8, 2002

**Thèses & Mémoires :**

1. Filali Abdrahmane, la décision stratégique dans l'entreprise : Impact sur l'organisation de l'entreprise économique, thèse de doctorat en science , option : gestion, université Abou Bakr Belkaid, Tlemcen, Algérie, 2013/2014.
2. Issam riahi, l'approche d'évaluation par les comparables dans le contexte canadien, mémoire de maîtrise en sciences, école des hautes études commerciales, Montréal, 2004.
3. Khammes abdenour, Spécificités d'utilisation des outils d'analyse stratégique dans le cadre d'une politique de croissance par les PME, mémoire de magister en sciences économiques, option : management des entreprises, facultés des sciences économiques commerciales et de gestion, université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2015-2016.
4. Paul Amadiou, L'information sectorielle publiée par les entreprises et son utilisation financière, thèse de doctorat, Gestion et management, Université Montpellier I, 1998.

**Books :**

1. Aswath Damodaren, investment valuation, Wiley finance, 2<sup>nd</sup> édition, 2002.
2. Aswath Damoradan, The Little Book of Valuation :How to value a company, pick a stock and profit, 1<sup>st</sup> edition, Wiley, 2011.
3. James R Hitcher, Financial Valuation : Applications & Models, WILEY , 2003.

**Articles :**

1. Bogdan Alexandru Dragoi et al, Financial Investment Companies (SIFS) Relative Valuation and Fundamentals, Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research, Issue 2, Vol. 50, 2016.
2. David R. Vruwink, Jeffrey J. Quirin, David O'Bryan, A Modified Price-Sales Ratio: A Useful Tool For Investors?, Journal of Business & Economics Research, Volume 5, Number 12, December 2007.
3. Dian K. Inezwari, RELATIVE VALUATION MODEL ANALYSIS OF IDX LQ45 STOCKS, Journal of Applied Finance and Accounting, 6
4. Donthi Ravinder, Muskula Anitha, Financial Analysis – A Study , Journal of Economics and Finance, Volume 2, Issue 3, 2013.
5. I. Shittu , A. C. Ahmad and Z. Ishak, Price to Book Value, Price to Sales Multiples and Stock Price; Evidence from Nigerian Listed Firms, Journal of Advanced Research in Business and Management Studies, Vol. 3, No. 1, 2016.
6. İhsan Kulali, Hakan Bilir, The Link between Anti-Trust and Finance: A Suggestion for Relative Valuation, International Journal of Business and Social Science Vol. 5 No. 4 [Special Issue – March 2014].
7. Jaros Jaroslav, Bartosova Viera, To the capital structure choice: Miller and Modigliani model, Procedia Economics and Finance, number 26, 2015.
8. Javier Estrada , Adjusting P/E ratios by growth and risk: the PERG ratio, International Journal of Managerial Finance Vol. 1 No. 3, 2005.
9. Kenneth Marangu , Ambrose Jagongo, Price to Book Value Ratio and Financial Statement Variables (An Empirical Study of Companies Quoted At Nairobi Securities Exchange, Kenya), global journal of commerce & management, perspective, Vol.3(6), 2014.
10. Luciano, Robert. EBITDA [Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation] as an indicator of earnings quality, JASSA, No. 1, Autumn 2003.
11. M. F. OMRAN, Equity valuation using multiples in the emerging market of the United Arab Emirates, REV. MIDDLE EAST ECON. FIN, VOL. 1, NO. 3, DECEMBER 2003.

12. Maria K. Markopoulou, CAPITAL STRUCTURE SIGNALING THEORY: EVIDENCE FROM THE GREEK STOCK EXCHANGE, PORTUGUESE JOURNAL OF MANAGEMENT STUDIES, VOL. XIV, NO. 3, 2009.
13. Mugoša Ana, Popović Saša, Towards and Effective Financial Management: Relevance of Dividend Discount Model in Stock Price Valuation, Economic Analysis, Vol. 48, No. 1-2,2015.
14. Pablo fernandez, valuing companies by cash flow discounting : ten methods and nine theories, journal of management sciences, vol 01, n 01, 2007
15. Sławomir JANISZEWSKI, HOW TO PERFORM DISCOUNTED CASH FLOW VALUATION?, Foundations of Management, Vol. 3, No. 1, 2011.
16. SURENDRA P. AGRAWAL, REZA M. MONEM, MOHAMED ARIFF, Price to Book Ratio as a Valuation Model: An Empirical Investigation, FINANCE INDIA Vol. X No. 2, June 1996.

**Working Papers :**

1. Aswath Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, working paper, Stern School of Business, November 2006.
2. Florian Steiger, The Validity of Company Valuation Using Discounted Cash Flow Methods, Seminar Paper, 2008
3. Michael J. Mauboussin , What Does an EV/EBITDA Multiple Mean?, working paper, BLUEMOUNTAIN INVESTMENT RESEARCH / SEPTEMBER 13 , 2018
4. Pablo Fernandez, Company valuation methods : The most common errors in valuation, working paper, IESE Business School, University of Navarra, 2007.
5. Pablo Fernandez, Company Valuation Methods, working paper, IESE Business School, University of Navarra, 2017.
6. Pablo Fernandez, Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?, working paper, IESE Business School, University of Navarra, 2001.
7. Suozzo P., Cooper S., Sutherland G., Deng Z. “Valuation multiples: A primer”, Working Paper, UBS Investment Bank., (2001).

**المواقع الالكترونية:**

1. <https://www.sgbv.dz/ar/>
2. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/ev-ebit-ratio/>
3. <https://www.wallstreetmojo.com/ev-to-ebit/>
4. [http://www.focusifrs.com/menu\\_gauche/normes\\_et\\_interpretations/que\\_sont\\_les\\_ias\\_i\\_frs/historique\\_de\\_l\\_iasb](http://www.focusifrs.com/menu_gauche/normes_et_interpretations/que_sont_les_ias_i_frs/historique_de_l_iasb)

## قائمة المراجع

---

5. <http://www.investopedia.com/university/dcf/>,
6. <https://www.erikciani.com/blog/dividend-discount-model#three-stage-model>

# قائمة الملاحق

## قائمة الملاحق

### الملحق 01: شكل الميزانية - جانب الأصول

28 ربيع الأول عام 1438 هـ 25 مارس سنة 2019 م	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19	28		
<b>ميزانية</b>				
<b>السنة المالية المغلقة في .....</b>				
N - 1 مطلبي	N صافي	N إجمالي	ملاحظة	الأصل
				<b>أصول غير جارية</b> فارق بين الاقتناء - المتزوج الإيجابي أو السلبي تشبيكات معنوية تشبيكات عينية أراضي مبان تشبيكات عينية أخرى تشبيكات متزوج امتيازها تشبيكات يجري إنجازها تشبيكات مالية سندات موضوعة موضع معادلة مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحق بها سندات أخرى مثبتة قروض و أصول مالية أخرى غير جارية خراش مزججة على الأصل
				<b>مجموع الأصل غير الجاري</b>
				<b>أصول جارية</b> مخزونات و منتجات قيد التنفيذ حسابات دائنة و استخدامات معادلة الزبائن الدينون الآخرون الضرائب و ما شابهها حسابات دائنة أخرى و استخدامات معادلة الموجودات و ما شابهها الأموال الموظفة و الأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة
				<b>مجموع الأصول الجارية</b>
				<b>المجموع العام للأصول</b>

## قائمة الملاحق

الملحق 02: شكل الميزانية - جانب الخصوم

29	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19	28 ربيع الأول عام 1430 هـ 25 مارس سنة 2009 م
<b>ميزانية</b>		
<b>السنة المالية الملقطة في .....</b>		
N-1	N	ملاحظة
		<b>الخصوم</b>
		<b>رؤوس الأموال الخاصة</b> رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان به علاوات و احتياطات - احتياطات مدمجة ( 1 ) فوارق إعادة التقييم فارق المعدلة ( 1 ) نتيجة صافية / (نتيجة صافية حصة الجمع ( 1 )) رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد حصة الشركة للمساهمة ( 1 ) حصة ذوي الأقلية ( 1 )
		<b>المجموع 1</b>
		<b>الخصوم غير الجارية</b> قروض و ديون مالية ضرائب (مؤجلة و مرصود لها) ديون أخرى غير جارية مؤنات و منتجات ثابتة مسبقا مجموع الخصوم غير الجارية ( 2 )
		<b>الخصوم الجارية</b>
		موردين و حسابات ملغفة ضرائب ديون أخرى خزينة سلبية مجموع الخصوم الجارية ( 3 ) مجموع عام للخصوم
		( 3 ) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة

## قائمة الملاحق

الملحق 03: حساب النتائج حسب الطبيعة

20	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19		28 ربيع الأول عام 1430 هـ 28 مارس سنة 2009 م
حساب النتائج حسب الطبيعة الفترة من ..... إلى .....			
N-1	N	ملاحظة	
			رقم الأعمال تغير مخزونات المنتجات المستعملة و المنتجات قيد المنتج الإنتاج المثبت إعانات الاستغلال
			<b>1 - إنتاج السنة المالية</b> القطريات المستهلكة الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى
			<b>2 - استهلاك السنة المالية</b>
			<b>3 - القيمة المضافة للاستغلال ( 2 - 1 )</b> أعباء المستخدمين الشراش و الرسوم و الدفعات المشابهة
			<b>4 - الفائض الإجمالي من الاستغلال</b> المنتجات العملياتية الأخرى الأعباء العملياتية الأخرى المضاعفات للاهلاكات و المؤنات استثناء من خسائر القيمة و المؤنات
			<b>5 - النتيجة العملياتية</b> النتائج المالية الأعباء المالية
			<b>6 - النتيجة المالية</b>
			<b>7 - النتيجة العادية قبل الشراش ( 6 + 5 )</b> الشراش الواجب دفعها عن النتائج العادية الشراش المؤجلة (تخيرات) حول النتائج العادية مجموع منتجات الأنشطة العادية مجموع أعباء الأنشطة العادية
			<b>8 - النتيجة الصافية للأنشطة العادية</b> العناصر غير العادية - المنتوجات (يطلب بيانها) العناصر غير العادية - الأعباء (يطلب بيانها)
			<b>9 - النتيجة غير العادية</b>
			<b>10 - النتيجة الصافية للسنة المالية</b> حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة العادية
			<b>11 - النتيجة الصافية للمجموع المدع (1)</b> و منها حصة نوي الأقلية (1) حصة المجموع (1)
( 1 ) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدع			

## قائمة الملاحق

الملحق 04: حساب النتائج حسب الوظيفة

31	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19	28 ربيع الأول عام 1430 هـ 25 مارس سنة 2009 م
<p>حساب النتائج (حسب الوظيفة)</p> <p>الفترة من ..... إلى.....</p> <p style="text-align: right;"><b>مثلا</b></p>		
N - 1	N	ملاحظة
		<p>رقم الأعمال</p> <p>تكلفة المبيعات</p> <p><b>هامش الربح الإجمالي</b></p> <p>منتجات أخرى عملياتية</p> <p>التكاليف التجارية</p> <p>الأعباء الإدارية</p> <p>أعباء أخرى عملياتية</p> <p><b>التغطية العملياتية</b></p> <p>تقديم تفاصيل الأعباء حسب الطبيعة</p> <p>(مصاريف المستهلكين المصنوعات للاستهلاكات)</p> <p>منتجات مالية</p> <p>الأعباء المالية</p> <p><b>التغطية العادية قبل الضريبة</b></p> <p>الفراش الواجبة على النتائج العادية</p> <p>الفراش المؤجلة على النتائج العادية (التفريعات)</p> <p><b>التغطية الصافية للأشطة العادية</b></p> <p>الأعباء غير العادية</p> <p>المنتجات غير عادية</p> <p><b>التغطية الصافية للسنة المالية</b></p> <p>حصة الشركات الخاضعة لموضع المعادلة في النتائج الصافية (1)</p> <p>النتيجة الصافية للمجموع الدمج ( 1 )</p> <p>منها حصة ذوي الأقلية (1)</p> <p>حصة المجموع ( 1 )</p>
( 1 ) لا تشمل إلا لتقديم الظروف المالية الدقيقة		

## قائمة الملاحق

الملحق 05: جدول سيولة الخزينة (الطريقة المباشرة)

35	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 19	28 ربيع الأول عام 1430 هـ 25 مارس سنة 2009 م
<p><b>جدول سيولة الخزينة</b> <b>(الطريقة المباشرة)</b> <b>الفترة من ..... إلى .....</b></p>		
السنة المالية N - 1	السنة المالية N	ملاحظة
		<p><b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة التشغيلية</b>                      التعميمات المقبوضة من عند الزبائن                      المبالغ المدفوعة للموردين و المستخدمين                      الفوائد و المصاريف المالية الأخرى المدفوعة                      الفوائد عن النتائج المدفوعة</p>
		<p><b>تدفقات أموال الخزينة قبل العناصر غير العادية</b>                      تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)</p>
		<p><b>صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة التشغيلية (أ)</b></p>
		<p><b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار</b>                      المسويات عن اقتناء تقييدات عينية أو معنوية                      التعميمات عن عمليات التنازل عن تقييدات عينية أو معنوية                      المسويات عن اقتناء تقييدات مالية                      التعميمات عن عمليات التنازل عن تقييدات مالية                      الفوائد التي تم خصمها عن التوظيفات المالية                      الحصص و الأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة</p>
		<p><b>صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب)</b></p>
		<p><b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل</b>                      التعميمات في أعقاب إصدار أسهم                      الحصص و غيرها من التوزيعات التي تم القيام بها                      التعميمات المتأتية من القروض                      تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة</p>
		<p><b>صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج)</b>                      تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولات و شبه السيولات                      تغير أموال الخزينة في الفترة (أ + ب + ج)</p>
		<p>أموال الخزينة و معادلاتها عند افتتاح السنة المالية                      أموال الخزينة و معادلاتها عند إقفال السنة المالية                      تغير أموال الخزينة خلال الفترة                      المقاربة مع النتيجة المحاسبية</p>

## قائمة الملاحق

الملحق 06: جدول سيولة الخزينة (الطريقة غير المباشرة)

السنة المالية N - 1	السنة المالية N	ملاحظة	
			<b>جدول سيولة الخزينة (الطريقة غير المباشرة) الفترة من ..... إلى .....</b>
			<b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية</b> صافي نتيجة السنة المالية تصحيحات من أجل : - الإهلاكات و الأرصدة - تغير الضرائب المؤجلة - تغير المخزونات - تغير الزبائن و الصيانات الدائنة الأخرى - تغير الموردين و الديون الأخرى - نقص أو زيادة قيمة التنازل العسافية من الضرائب
			تدفقات الخزينة الناجمة عن النشاط (أ)
			<b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار</b> مسحوبات عن اقتناء تقييدات تحصيلات التنازل عن تقييدات تأثير تغيرات محيط الإجماع ( 1 )
			تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)
			<b>تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات التمويل</b> الحصص المدفوعة للمساهمين زيادة رأس المال النقدي (المنقودات) إصدار قروض تسديد قروض
			تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل (ج)
			<b>تغير أموال الخزينة للفترة (أ + ب + ج)</b> أموال الخزينة عند الافتتاح أموال الخزينة عند الاقفال تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية ( 1 ) تغير أموال الخزينة
			(1) لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية المدمجة.

## قائمة الملاحق

الملحق 07: جدول المساهمات (فروع وكيانات أخرى)

جدول المساهمات (فروع وكيانات مشاركة)

القيمة العائدية للمستندات المتعاقبة	العصص المبرومة	القروض والتسييلات المتوقعة	نتيجة العتة المالية الأخرية	قسط رأس المال المتعاقب (%)	ومتها رأس المال	رؤوس الأموال الخاصة	ملاحظات	الفروع والكيانات المشاركة
								الفروع الكيان أ الكيان ب الكيانات المشاركة الكيان 1 الكيان 2

الملحق 08: نتائج الدراسة القياسية

Dependent Variable: P  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 08/03/22 Time: 20:22  
Sample: 2010 2020  
Periods included: 11  
Cross-sections included: 4  
Total panel (unbalanced) observations: 33  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	597.7797	145.6452	4.104356	0.0003
P_E	12.62565	3.787580	3.333435	0.0022
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			285.3402	0.9083
Idiosyncratic random			90.64949	0.0917
Weighted Statistics				
R-squared	0.255391	Mean dependent var		70.50239
Adjusted R-squared	0.231371	S.D. dependent var		108.5347
S.E. of regression	92.66984	Sum squared resid		266218.7
F-statistic	10.63256	Durbin-Watson stat		0.855645
Prob(F-statistic)	0.002701			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.116135	Mean dependent var		622.3030
Sum squared resid	2412831.	Durbin-Watson stat		0.094407

Dependent Variable: P  
Method: Panel Least Squares  
Date: 08/05/22 Time: 20:36  
Sample: 2010 2020  
Periods included: 11  
Cross-sections included: 4  
Total panel (unbalanced) observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-114.6123	34.21161	-3.350098	0.0021
P_VB	301.8559	13.90535	21.70791	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.987590	Mean dependent var		620.5946
Adjusted R-squared	0.986039	S.D. dependent var		248.9317
S.E. of regression	29.41326	Akaike info criterion		9.725857
Sum squared resid	27684.48	Schwarz criterion		9.943548
Log likelihood	-174.9283	Hannan-Quinn criter.		9.802603
F-statistic	636.6387	Durbin-Watson stat		1.175539
Prob(F-statistic)	0.000000			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: P  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/05/22 Time: 20:44  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 36  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	556.4873	138.0647	4.030627	0.0003
P_S	176.0821	61.99571	2.840231	0.0076
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			256.9546	0.8602
Idiosyncratic random			103.5799	0.1398
Weighted Statistics				
R-squared	0.179157	Mean dependent var		86.09793
Adjusted R-squared	0.155015	S.D. dependent var		121.9018
S.E. of regression	107.9946	Sum squared resid		396536.2
F-statistic	7.420854	Durbin-Watson stat		0.605504
Prob(F-statistic)	0.010106			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.325982	Mean dependent var		623.9444
Sum squared resid	2938195.	Durbin-Watson stat		0.081718

Dependent Variable: P  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/05/22 Time: 22:05  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	526.0489	36.42731	14.44106	0.0000
EV_EBITDA	25.12562	8.624706	2.913214	0.0070
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.885418	Mean dependent var		620.8182
Adjusted R-squared	0.869049	S.D. dependent var		260.2149
S.E. of regression	94.16430	Akaike info criterion		12.06669
Sum squared resid	248273.6	Schwarz criterion		12.29343
Log likelihood	-194.1003	Hannan-Quinn criter.		12.14298
F-statistic	54.09162	Durbin-Watson stat		1.020018
Prob(F-statistic)	0.000000			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: P  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/05/22 Time: 20:49  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	599.8104	20.94133	28.64242	0.0000
EV_EBIT	2.024903	2.095803	0.966170	0.3422

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.901069	Mean dependent var	613.8485
Adjusted R-squared	0.886936	S.D. dependent var	257.6426
S.E. of regression	86.63235	Akaike info criterion	11.89995
Sum squared resid	210144.6	Schwarz criterion	12.12669
Log likelihood	-191.3492	Hannan-Quinn criter.	11.97624
F-statistic	63.75630	Durbin-Watson stat	1.177193
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: P  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/04/22 Time: 17:34  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	154.7277	20.08596	7.703276	0.0000
P_E	1.460695	0.388829	3.756646	0.0009
P_S	-53.59977	14.48753	-3.699717	0.0010
P_VB	174.1188	3.910238	44.52894	0.0000
EV_EBIT	-6.186541	1.469694	-4.209409	0.0003
EV_EBITDA	26.00356	3.710143	7.008776	0.0000

R-squared	0.989877	Mean dependent var	614.4375
Adjusted R-squared	0.987930	S.D. dependent var	261.7425
S.E. of regression	28.75543	Akaike info criterion	9.722891
Sum squared resid	21498.74	Schwarz criterion	9.997716
Log likelihood	-149.5663	Hannan-Quinn criter.	9.813988
F-statistic	508.4895	Durbin-Watson stat	1.549922
Prob(F-statistic)	0.000000		

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 17:07  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 34  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.061266	0.017354	3.530408	0.0013
P_E	-0.000295	0.000148	-1.987072	0.0555

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.033862	0.7503
Idiosyncratic random		0.019534	0.2497

Weighted Statistics			
R-squared	0.109111	Mean dependent var	0.010446
Adjusted R-squared	0.081270	S.D. dependent var	0.020912
S.E. of regression	0.019607	Sum squared resid	0.012302
F-statistic	3.919165	Durbin-Watson stat	0.796736
Prob(F-statistic)	0.056394		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.043385	Mean dependent var	0.051147
Sum squared resid	0.035376	Durbin-Watson stat	0.277068

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 17:16  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.078064	0.026372	2.960084	0.0061
P_VB	-0.010929	0.010613	-1.029730	0.3116

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.674489	Mean dependent var	0.051147
Adjusted R-squared	0.629591	S.D. dependent var	0.033476
S.E. of regression	0.020374	Akaike info criterion	-4.814096
Sum squared resid	0.012037	Schwarz criterion	-4.589631
Log likelihood	86.83963	Hannan-Quinn criter.	-4.737547
F-statistic	15.02267	Durbin-Watson stat	0.966695
Prob(F-statistic)	0.000001		

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 17:20  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 34  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.082019	0.018383	4.461593	0.0001
P_S	-0.031557	0.011728	-2.690845	0.0112

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.031519	0.7363
Idiosyncratic random		0.018865	0.2637

Weighted Statistics			
R-squared	0.185316	Mean dependent var	0.010819
Adjusted R-squared	0.159857	S.D. dependent var	0.021012
S.E. of regression	0.018815	Sum squared resid	0.011328
F-statistic	7.279010	Durbin-Watson stat	0.828301
Prob(F-statistic)	0.011042		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.206394	Mean dependent var	0.051147
Sum squared resid	0.029348	Durbin-Watson stat	0.319712

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 17:26  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.062387	0.004131	15.10375	0.0000
EV_EBIT	-0.001551	0.000413	-3.751129	0.0008

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.777300	Mean dependent var	0.051636
Adjusted R-squared	0.745486	S.D. dependent var	0.033871
S.E. of regression	0.017088	Akaike info criterion	-5.162193
Sum squared resid	0.008176	Schwarz criterion	-4.935449
Log likelihood	90.17618	Hannan-Quinn criter.	-5.085900
F-statistic	24.43246	Durbin-Watson stat	1.137760
Prob(F-statistic)	0.000000		

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 17:31  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.079727	0.017286	4.612346	0.0001
EV_EBITDA	-0.006009	0.001559	-3.854190	0.0005
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.032130	0.7750
Idiosyncratic random			0.017311	0.2250
Weighted Statistics				
R-squared	0.326202	Mean dependent var		0.009944
Adjusted R-squared	0.304467	S.D. dependent var		0.021056
S.E. of regression	0.017223	Sum squared resid		0.009195
F-statistic	15.00785	Durbin-Watson stat		1.064157
Prob(F-statistic)	0.000518			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.235589	Mean dependent var		0.051242
Sum squared resid	0.028260	Durbin-Watson stat		0.346248

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 18:25  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.042947	0.014124	3.040670	0.0053
P_E	0.000353	0.000273	1.290622	0.2082
P_VB	0.012290	0.002750	4.469568	0.0001
P_S	-0.018711	0.010187	-1.836721	0.0777
EV_EBIT	-0.002620	0.001033	-2.535628	0.0176
EV_EBITDA	0.001867	0.002609	0.715480	0.4807
R-squared	0.710331	Mean dependent var		0.051750
Adjusted R-squared	0.654625	S.D. dependent var		0.034406
S.E. of regression	0.020220	Akaike info criterion		-4.796907
Sum squared resid	0.010630	Schwarz criterion		-4.522082
Log likelihood	82.75051	Hannan-Quinn criter.		-4.705810
F-statistic	12.75150	Durbin-Watson stat		1.006075
Prob(F-statistic)	0.000003			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: D\_CP  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 18:41  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 34  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.228756	0.179416	6.848657	0.0000
P_E	-0.002451	0.001979	-1.238208	0.2246
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.344134	0.6346
Idiosyncratic random			0.261140	0.3654
Weighted Statistics				
R-squared	0.042909	Mean dependent var	0.304711	
Adjusted R-squared	0.013000	S.D. dependent var	0.269038	
S.E. of regression	0.269955	Sum squared resid	2.332027	
F-statistic	1.434659	Durbin-Watson stat	0.436266	
Prob(F-statistic)	0.239802			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.043704	Mean dependent var	1.234706	
Sum squared resid	7.239177	Durbin-Watson stat	0.140539	

Dependent Variable: D\_CP  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 18:44  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.969700	0.362078	2.678154	0.0116
P_VB	0.137055	0.147167	0.931286	0.3587
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.668286	Mean dependent var	1.303514	
Adjusted R-squared	0.626822	S.D. dependent var	0.509582	
S.E. of regression	0.311295	Akaike info criterion	0.628935	
Sum squared resid	3.100941	Schwarz criterion	0.846627	
Log likelihood	-6.635297	Hannan-Quinn criter.	0.705681	
F-statistic	16.11718	Durbin-Watson stat	0.855878	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: D\_CP  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 08/26/22 Time: 18:46  
Sample: 2010 2020  
Periods included: 11  
Cross-sections included: 4  
Total panel (unbalanced) observations: 36  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.159644	0.218371	5.310441	0.0000
P_S	0.085802	0.170553	0.503081	0.6182
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.334756	0.5615
Idiosyncratic random			0.295842	0.4385
Weighted Statistics				
R-squared	0.006951	Mean dependent var	0.350056	
Adjusted R-squared	-0.022256	S.D. dependent var	0.295652	
S.E. of regression	0.305080	Sum squared resid	3.164506	
F-statistic	0.237995	Durbin-Watson stat	0.361695	
Prob(F-statistic)	0.628789			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.056339	Mean dependent var	1.274722	
Sum squared resid	7.779634	Durbin-Watson stat	0.147126	

Dependent Variable: D\_CP  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 08/26/22 Time: 18:50  
Sample: 2010 2020  
Periods included: 11  
Cross-sections included: 4  
Total panel (unbalanced) observations: 33  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.248187	0.176837	7.058394	0.0000
EV_EBIT	-0.009253	0.005960	-1.552396	0.1307
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.333668	0.6446
Idiosyncratic random			0.247772	0.3554
Weighted Statistics				
R-squared	0.067192	Mean dependent var	0.298223	
Adjusted R-squared	0.037101	S.D. dependent var	0.260868	
S.E. of regression	0.257401	Sum squared resid	2.053921	
F-statistic	2.232990	Durbin-Watson stat	0.471478	
Prob(F-statistic)	0.145203			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.044778	Mean dependent var	1.212424	
Sum squared resid	6.664642	Durbin-Watson stat	0.145301	

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: D\_CP  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 18:54  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.198918	0.240479	4.985548	0.0000
EV_EBITDA	-0.000366	0.024442	-0.014992	0.9881
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.437195	0.7197
Idiosyncratic random			0.272859	0.2803
Weighted Statistics				
R-squared	0.000007	Mean dependent var	0.254879	
Adjusted R-squared	-0.032251	S.D. dependent var	0.267706	
S.E. of regression	0.273036	Sum squared resid	2.311013	
F-statistic	0.000224	Durbin-Watson stat	0.367827	
Prob(F-statistic)	0.988142			
Unweighted Statistics				
R-squared	-0.003855	Mean dependent var	1.221212	
Sum squared resid	6.757700	Durbin-Watson stat	0.125790	

Dependent Variable: D\_CP  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 18:58  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.506622	0.240813	6.256406	0.0000
P_E	0.001936	0.004662	0.415306	0.6813
P_S	0.373857	0.173693	2.152406	0.0408
P_VB	-0.175210	0.046880	-3.737385	0.0009
EV_EBIT	-0.018278	0.017620	-1.037300	0.3091
EV_EBITDA	-0.013585	0.044481	-0.305398	0.7625
R-squared	0.497818	Mean dependent var	1.197813	
Adjusted R-squared	0.401245	S.D. dependent var	0.445535	
S.E. of regression	0.344752	Akaike info criterion	0.875377	
Sum squared resid	3.090200	Schwarz criterion	1.150202	
Log likelihood	-8.006031	Hannan-Quinn criter.	0.966474	
F-statistic	5.154813	Durbin-Watson stat	0.368942	
Prob(F-statistic)	0.002040			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 19:15  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 34  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	50.55224	16.63057	3.039719	0.0047
P_E	-0.231759	0.109583	-2.114917	0.0423
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			32.78225	0.8379
Idiosyncratic random			14.42075	0.1621
Weighted Statistics				
R-squared	0.121493	Mean dependent var	6.557262	
Adjusted R-squared	0.094040	S.D. dependent var	15.51912	
S.E. of regression	14.49782	Sum squared resid	6725.979	
F-statistic	4.425443	Durbin-Watson stat	0.745304	
Prob(F-statistic)	0.043356			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.024995	Mean dependent var	41.27941	
Sum squared resid	28772.00	Durbin-Watson stat	0.174228	

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 19:22  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 37

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	70.28826	18.41864	3.816147	0.0006
P_VB	-13.28442	7.486277	-1.774503	0.0855
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.765421	Mean dependent var	37.93243	
Adjusted R-squared	0.736099	S.D. dependent var	30.82526	
S.E. of regression	15.83534	Akaike info criterion	8.487453	
Sum squared resid	8024.253	Schwarz criterion	8.705145	
Log likelihood	-152.0179	Hannan-Quinn criter.	8.564200	
F-statistic	26.10369	Durbin-Watson stat	0.782118	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 19:24  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 36  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	67.58200	16.43334	4.112493	0.0002
P_S	-27.45116	8.672294	-3.165386	0.0033
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			29.66025	0.8057
Idiosyncratic random			14.56537	0.1943
Weighted Statistics				
R-squared	0.226208	Mean dependent var	6.775256	
Adjusted R-squared	0.203450	S.D. dependent var	16.72075	
S.E. of regression	14.62401	Sum squared resid	7271.293	
F-statistic	9.939479	Durbin-Watson stat	0.672477	
Prob(F-statistic)	0.003371			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.222124	Mean dependent var	38.98611	
Sum squared resid	25458.50	Durbin-Watson stat	0.192069	

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 19:28  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	50.02490	2.745400	18.22135	0.0000
EV_EBIT	-1.081047	0.274759	-3.934528	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.869864	Mean dependent var	42.53030	
Adjusted R-squared	0.851274	S.D. dependent var	29.45015	
S.E. of regression	11.35747	Akaike info criterion	7.836355	
Sum squared resid	3611.777	Schwarz criterion	8.063099	
Log likelihood	-124.2999	Hannan-Quinn criter.	7.912647	
F-statistic	46.79008	Durbin-Watson stat	0.970713	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## قائمة الملاحق

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/26/22 Time: 19:33  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 33  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	65.15420	15.37971	4.236373	0.0002
EV_EBITDA	-4.769371	1.130507	-4.218790	0.0002
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			29.34142	0.8469
Idiosyncratic random			12.47661	0.1531
Weighted Statistics				
R-squared	0.364128	Mean dependent var		6.456300
Adjusted R-squared	0.343616	S.D. dependent var		15.68545
S.E. of regression	12.49284	Sum squared resid		4838.202
F-statistic	17.75197	Durbin-Watson stat		0.976694
Prob(F-statistic)	0.000201			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.250381	Mean dependent var		41.46970
Sum squared resid	22090.51	Durbin-Watson stat		0.213913

Dependent Variable: DD  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/26/22 Time: 19:45  
 Sample: 2010 2020  
 Periods included: 11  
 Cross-sections included: 4  
 Total panel (unbalanced) observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	21.26931	9.604606	2.214491	0.0358
P_E	0.282158	0.185929	1.517562	0.1412
P_VB	13.87977	1.869778	7.423217	0.0000
P_S	-14.67647	6.927577	-2.118557	0.0438
EV_EBIT	-2.167458	0.702771	-3.084161	0.0048
EV_EBITDA	2.785866	1.774098	1.570300	0.1284
R-squared	0.822508	Mean dependent var		42.76563
Adjusted R-squared	0.788375	S.D. dependent var		29.88985
S.E. of regression	13.75013	Akaike info criterion		8.247334
Sum squared resid	4915.716	Schwarz criterion		8.522159
Log likelihood	-125.9573	Hannan-Quinn criter.		8.338431
F-statistic	24.09717	Durbin-Watson stat		0.963146
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملخص:

تلجأ المجمعات في الأسواق المالية إلى التقييم المالي لإعطاء صورة عادلة عن قوائمها المالية مستعينة بالمعايير المالية الدولية التي تؤثر على قراراتها المتعددة. تعالج هذه الدراسة موضوع التقييم المالي للمجمعات وأثره في اتخاذ القرارات خاصة المالية منها، باعتبار أن تقييم المؤسسات يتم غالبا عند البيع أو الشراء أو الاندماج أو الاستحواذ أو الخصخصة على المؤسسات، لهذا معالجة موضوعنا مبنية على مقاربات التقييم المتعددة سواء كانت حسب المنهج المقارن أو ذمة المؤسسة بالتطرق إلى المجمعات المتواجدة في الجزائر. لقد خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها أن مؤشرات التقييم المالي لها علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية مع قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح في المجمعات المدرجة في بورصة الجزائر، ما يثبت أن عملية التقييم المالي لها أثر واضح على اتخاذ القرارات في مجمعات الجزائر.

الكلمات المفتاحية: المجمعات، التقييم المالي، المعايير المالية الدولية، اتخاذ القرارات، بيانات بانل

تصنيفات JEL: C23 – D46 – D70 – G10 – M41

### Abstract :

In financial markets, group of companies resort to financial valuation to give a fair picture of their financial statements, with the help of IFRS which affect their various decisions. This study deals with the issue of financial valuation of groups and its impact on decision-making, especially financial ones, given that the valuation takes place often when selling, buying, merging acquiring, or privatization of companies. For this, our subject is based on the valuation approaches, whether it is according to the comparative approach or the balance sheet approach, addressing the existing groups in Algeria.

The study concluded a number of results, the major is that the financial valuation indicators have a statistically significant relationship with the investment, the financing, the profit distribution decisions in the groups listed on the Algiers Stock Exchange, which proves that the financial valuation process has a clear impact on decision-making in the Algerian groups.

Keywords: group of companies, financial valuation, IFRS, decision making.

Jel classification codes : C23 - D46 - D70 - G34 - M41