

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة

مقدمة لنيل شهادة الماستر

في علوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

بعنوان :

تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية

دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2007-2009

إعداد الطالبة : صالحى ليلي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 26 - سبتمبر - 2011 م

أمام لجنة المناقشة :

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر	عبد الوهاب دادن
مقرر	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر	عبد الغني دادن
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ محاضر	احمد بوضيف

السنة الجامعية : 2010/2011

الإهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد المتواضع إلى منبع الحنان ورمز المحبة ومشعل الوفاء أمي و
أبي حفظهما الله ورعاهما و أطال الله في عمرهما .

..... إلى إخوتي وأخواتي إلى كل العائلة .

..... إلى أخي عبد العزيز وجدتي رحمهما الله .

..... إلى كل من علمني حرفا طيلة الفترة الدراسية .

..... إلى محبي هذا الوطن و الساهرين على رقيه و ازدهاره .

..... إلى أصدقائي وأحبائي أهدي هذا العمل إلى حاملي راية العلم والمعرفة .

ليلى

الشكر و التقدير

بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل .

أتقدم بجزيل الشكر و عظيم التقدير إلى الأستاذ الفاضل الدكتور : دادن عبد الغني

لتفضله بالإشراف على هذا العمل وما تقدم به من نصح وتوجيه وإرشاد .

كما توجه بالشكر والتقدير إلى كافة الأساتذة الذين قدموا لنا يد العون ونخص

بالذكر الدكتور محمد شيخي الذي لم يبخل علينا بالمساعدة .

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

قائمة المحتويات

الصفحة

III	الإهداء.....
IV	الشكر و التقدير.....
V	مستخلص البحث.....
VI	قائمة المحتويات.....
IX	قائمة الجداول.....
X	قائمة الأشكال البيانية.....
XII	قائمة الرموز و الاختصارات.....
XVI	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
01	الفصل الأول : ماهية قيمة الورقة المالية.....
02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: عموميات حول القيمة وعملية التقييم في النظرية المالية المعاصرة.....
03	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول القيمة.....
06	المطلب الثاني: أساسيات حول عملية تقييم الأوراق المالية.....
08	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على تحديد سعر الورقة المالية.....
09	المبحث الثاني: مدخل إلى سوق الأوراق المالية.....
09	المطلب الأول : عموميات حول سوق الأوراق المالية.....
11	المطلب الثاني: كفاءة ومؤشرات الأسواق المالية.....
15	المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية لسوق الأوراق المالية.....
21	المبحث الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية.....
21	المطلب الأول : طرق تقييم السندات.....
26	المطلب الثاني: طرق تقييم الأسهم.....
31	المطلب الثالث: نموذجي التحليل الأساسي والتحليل الفني.....
36	خلاصة الفصل.....

37	..... الفصل الثاني : أساسيات تمويل الاحتياجات المالية
38	..... تمهيد
39	..... المبحث الأول: التمويل و البدائل التمويلية للمؤسسة
39	..... المطلب الأول : التمويل والسياسة المالية للمؤسسة
43	..... المطلب الثاني: مصادر تمويل الاحتياجات المالية
53	..... المطلب الثالث: مفهوم الهيكل المالية ومحدداته
55	..... المبحث الثاني: تكلفة التمويل كآلية للمفاضلة بين مصادر التمويل
55	..... المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال و العوامل المؤثرة فيها
60	..... المطلب الثاني: معايير المفاضلة بين مصادر التمويل
60	..... المطلب الثالث: المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي
66	..... المبحث الثالث: المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي
66	..... المطلب الأول: المنظور التقليدي
69	..... المطلب الثاني: المنظور الحديث
73	..... المطلب الثالث: نظرية التوازن - أمثلة الهيكل المالي
78	..... خلاصة الفصل
79	..... الفصل الثالث : الدراسة التطبيقية
80	..... تمهيد
81	..... المبحث الأول: التعريف بسوق عمان المالي
81	..... المطلب الأول : الإطار التنظيمي لبورصة عمان
85	..... المطلب الثاني: الواقع العملي لبورصة عمان
89	..... المطلب الثالث: تطور وأداء بورصة عمان
94	..... المبحث الثاني: نظرة عن المؤشر العام لبورصة عمان
94	..... المطلب الأول: مفهوم الرقم القياسي
95	..... المطلب الثاني: طريقة احتساب الأرقام القياسية

99	.....	المبحث الثالث: دراسة التطبيقية
99	.....	المطلب الأول: الإطار العام لدراسة
100	.....	المطلب الثاني: دراسة تأثير سياسة اختيار الهيكل التمويلي على قيمة الورقة المالية
105	.....	المطلب الثالث: النموذج الجزئي للمتغيرات
108	.....	خلاصة الفصل
109	.....	الخاتمة
112	.....	قائمة المراجع
118	.....	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
71	المقارنة بين مؤسستين متمثلين في جميع البيانات المالية ما عدا الهيكل المالي	الجدول(01-02)
73	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة	الجدول(02-02)
88	عمولات التداول في بورصة عمان	الجدول(01-03)
99	توزيع عينة الدراسة حسب قطاعات بورصة عمان	الجدول(02-03)

قائمة الاختصارات والرموز

الرموز	الاختصار/ الرمز	الدلالة
A		
درجة الحساسية (ميل خط الانحدار)	β	
درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق	β_{AE}	
درجة حساسية مردودية الأموال الخاصة لمردودية السوق	β_{CP}	
التغير	Δ	
B		
قيمة الدفعة	a	
الأصل الاقتصادي	AE	
التمويل الذاتي	AF	
C		
بيتا مقياس المخاطر النظامية	Beta	
الاحتياج في رأس المال العامل	BFR	
القدرة على التمويل الذاتي	CAF	
الرسملة البورصية	CB	
تكلفة الإفلاس	CF	
تكلفة الإفلاس في حالة وجود تكاليف للمعلومة	CFI	
اعتمادات تحريك الحقوق التجارية	CMCC	
التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال	CMP	
الأموال الخاصة	CP	

D

الاستدانة	D
الاحتلاكات و المؤونات	DAM
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة	DATCP
نحصم التدفقات النقدية المتاحة	DCF
التوزيعات المدفوعة	DD
نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	DLTCP
التوزيعات النقدية	DM
إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة	DTCP
درايين واتسون	DW

E

أساس اللوغاريتم النبري	e
الأمل الرياضي ()	E ()
معدل المردودية المفروض	E(R)
الفائض الإجمالي للاستغلال	EBE

F

المصاريف المالية	F.F
تدفق الخزينة المتاح	FTD

G

معدل النمو	g
جوردن وشابيرو	GS

I

معدل الفائدة	i
مبلغ الاستثمار	I

الضرائب على أرباح الشركات

IBS=IS

K

تكلفة رأس المال

K

تكلفة الأموال الخاصة

K_{CP}

تكلفة الاستدانة

K_d

M

مبلغ القرض

M

مضاعف القدرة على التمويل الذاتي

MCAF

نموذج توازن الأصول المالية

MEDAF/CAPM

مدىقليان و ميلر

MM

N

دالة التوزيع الطبيعي

$N(\cdot)$

P

سعر الورقة في الزمن i

P_i

الناتج المحلي الخام

PIM

نظرية الالتقاط التدريجي لتمويل

POT

احتمال إحصائية فيشر

PROP F

فائض القيمة / نقصان القيمة

PV/MV

R

مردودية الأموال الخاصة أو المردودية المالية

R_{CP}

مردودية الاقتصادية

R_E

نتيجة الاستغلال

R_{exp}

مردودية السوق

R_M

النتيجة الصافية

R_{net}

T

نظرية تكلفة الوكالة	TCA
معدل التوزيعات	TD
الرسم على القيمة المضافة	TVA

V

القيمة الحالية	VA
القيمة الحالية لتكلفة الوكالة	VACA
القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس	VACF
القيمة البورصية للمؤسسة	VB
قيمة الأموال الخاصة	V_{cp}
القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة	VR_n

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
05	العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والتدفقات المستقبلية لها	الشكل (01-01)
66	العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال	الشكل (01-02)
67	العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال	الشكل (02-02)
68	العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الاستدانة	الشكل (03-02)
70	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	الشكل (04-02)
74	العلاقة بين نسبة الرفع المالي ومعدل المردودية المطلوب في ظل وجود تكلفة الإفلاس	الشكل (05-02)
75	تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال وعلى قيمة المؤسسة في حالة وجود الضرائب	الشكل (06-02)
77	تأثير تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب	الشكل (07-02)
83	الهيكل التنظيمي لبورصة عمان	الشكل (01-03)
89	تطور مؤشر سوق عمان خلال الفترة جويلية 2009 - جوان 2010	الشكل (02-03)
91	تطور الرسملة البورصة لسوق عمان خلال السداسي الأول لسنة 2010	الشكل (03-03)
91	تطور مؤشر التداول اليومي لبورصة عمان خلال السداسي الأول لسنة 2010	الشكل (04-03)
93	تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال السداسي الأول لسنة 2010	الشكل (05-03)

101	تقدير النموذج الكلي لاختبار المتغير التابع VB و المتغيرات المستقلة DATCP,DLTCP,CAFCP	الشكل(03-06)
102	مقارنة بين السلسلة الأصلية لنموذج و السلسلة المقدره	الشكل(03-07)
103	منحنى بياني لسلسلة البواقي	الشكل(03-07)
103	دالة الارتباط الذاتي لبواقي التقدير	الشكل(03-09)
104	نخط الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW	الشكل(03-10)
106	تقدير النموذج الجزئي (CAFCP) و القيمة السوقية للورقة المالية	الشكل(03-11)
107	تقدير النموذج الجزئي لديون و القيمة السوقية للورقة المالية	الشكل(03-12)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
119	معلومات حول أداء بورصة عمان لسداسي الأول 2010	الملحق 01
120	قائمة أسماء الشركات محل الدراسة	الملحق 02
122	القوائم المالية لشركات المدرجة في بورصة عمان	الملحق 03
137	جدول توزيع كاي تربيع X^2	الملحق 04
138	جدول داربين واتسون DW	الملحق 05

المقدمة

مقدمة

إن تحقيق النمو الاقتصادي وضمن استمراريته يعتبر من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول ، ويرتبط هذا الأخير بدرجة كبيرة بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني وسعيًا منها لتوسيع نشاطاتها يتطلب منها توفير الموارد المالية اللازمة لذلك ، وقد يكون ذلك عن طريق مواردها الخاصة وهو ما يعرف بالتمويل المباشر أو من خلال اللجوء إلى الاستدانة ، على عكس التمويل المباشر ، إذ يعتبر التمويل المباشر تلك الآلية التي تسمح للمؤسسات بالحصول على الموارد المالية من الأفراد أو مؤسسات أخرى مباشرة ودون وساطة المؤسسات المالية وذلك من خلال آلية السوق المالي الذي يؤدي دورا بارزا ومهما في تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى وإحداث العجز فهو يمثل فرص استثمارية هائلة وعامل مهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية . ولاشك أن هناك منفعة من التمويل بالدين أو ما يسمى بالرفع المالي ، يعد من بين مصادر التمويل الأقل كلفة نظرا للوفورات الضريبية المترتبة عليه ، وهذا لا ينفي ارتفاع مخاطرها .

لذلك يمكن اعتبار عامل النمو من بين أهم عوامل نجاح المؤسسات واستمرارها من خلال مواجهة المنافسة ، وهذا النمو قد يكون داخليا من خلال الزيادة في حجم الاستثمارات أو خارجيا من خلال القيام بعمليات الاندماج ، والاتحاد ، والحيازة ، والاستحواذ .

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية ، مما يجعلها مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة آثاره على هذه القيمة . ويحكم هذا الهدف نوعان من القرارات هما : قرار الاستثمار وقرار التمويل ، حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة في تدفقات الخزينة الصافية ، أو من خلال قرارات تمويل التي تتعلق بتحديد الهيكل التمويل الأمثل لاستثمارات المؤسسات أي مزيج التمويل الذي ينتج عنه تخفيض تكلفة الأموال إلى الحد الأدنى ويقلل من المخاطر . ومن ثم تعظيم ثروة الملاك ، لذلك فإنه من اعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية هي تلك القرارات المتعلقة بتحديد هيكل تمويل المؤسسات ، التي تهدف إلى اختيار هيكل التمويل الأمثل من اجل تعظيم القيمة السوقية للسهم وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة .

يجب على المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب ، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المنشأة في تمويل موجوداتها ونسبة كل عنصر فيه ، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف .

ومن ثم جاءت هذه الدراسة لتركز على أهم المتغيرات المتمثلة في سياسة التمويل التي قد يترتب عنها مخاطر مالية بسبب زيادة الرفع المالي وذلك من خلال قياس مدى تأثيرها على قيمة الورقة المالية، ونظرا لتعدد أنواع الأوراق المالية نختص في هذا الشأن تأثيرها على قيمة الأسهم فقط . ويمكن ترجمتها تحت الإشكالية الرئيسية للدراسة .

I- إشكالية البحث :

تتأثر قيمة الورقة المالية بالعديد من المتغيرات المختلفة ، والمتعددة سواء كان على مستوى المحيط الخارجي أو المحيط الداخلي ، حيث أن متغيرات هذا الأخير يمكن التحكم فيها على عكس الأخرى التي تحصل في طياتها مخاطر لا بد من إدارتها . يدرس هذا البحث قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي على قيمة الورقة المالية للمؤسسة وذلك تحت الإشكالية الرئيسية للبحث والمتمثلة في :

◀ ما مدى تأثير السياسة التمويلية على قيمة الورقة المالية للمؤسسة ؟

وبهدف تحليل هذه الإشكالية سوف نقوم بطرح إشكاليات فرعية كالتالي :

1. كيف يمكن أن يتم التمويل في المؤسسة الاقتصادية ؟ وما تأثير المصادر التمويلية على القيمة السوقية للورقة المالية ؟

2. ما مدى تأثير الموارد الخاصة للمؤسسة على القيمة السوقية للورقة المالية ؟

3. هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون (الهيكل التمويلي) وقيمة الورقة المالية ؟

II- فرضيات البحث :

على ضوء الإشكالية الرئيسية والإشكاليات الفرعية في هذا البحث تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

1. تنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين هما : أموال الملكية وأموال

الاستدانة والتي تشكل مع بعضها البعض للحصول على مزيج تمويلي امثل ، إلا أن كل من هذين المصدرين له نسبة تأثير معينة على قيمة السوقية للورقة المالية .

2. إن الموارد الذاتية للمؤسسة نتوقع أن يكون لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية للورقة المالية ، وذلك نظرا لانخفاض تكاليف الاقتراض التي يتجرعها زيادة الطلب على هذه الورقة .

3. توجد هناك علاقة إحصائية بين نسبة الديون وقيمة عليها الورقة المالية .

III- مبررات اختيار الموضوع :

تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات نوجز منها :

- نقص الدراسات التي اهتمت بتفسير تأثير السلوك التمويلي على قيمة الورقة المالية للمؤسسة .
- تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية ، ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة ، وهذا ما شكل أحد الدوافع الأساسية في اختياري لموضوع هذا البحث .
- إضافة إلى ذلك توافق موضوع هذا البحث مع تخصصي العلمي .
- إلحاح العديد من المختصين والخبراء على دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ضرورة ملزمة وذلك بهدف ترشيد قراراتها التمويلية .

IV- أهمية البحث :

إن هذا الموضوع ذو أهمية بالغة وذلك لعدة أسباب موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية :

- التعرف على أهم العوامل التي بتحدد الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي التي تعول عليها الدولة في دفع عجلة التنمية و الازدهار.
 - التركيز على تحليل آثار القرار التمويلي على قيمة الورقة المالية ومن ثم على قيمة المؤسسة .
 - التعرف على محددات سعر الورقة المالية .
 - إضافة إلى ارتباط هذا الموضوع بهدف الإدارة المالية المعاصرة والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة .
- V- أهداف البحث : تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف ويمكن حصر أهمها في النقاط التالية :
- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية .
 - محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة من خلال دراسة حالة المؤسسات المدرجة في بورصة عمان .
 - تحديد الطاقة الاستيعابية لديون في المؤسسات موضوع البحث ، ومعرفة مدى قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات المهولة .

VI- حدود الدراسة :

تم الدراسة حول موضوع هذا البحث بأخذ عينة مكونة من 30 شركة مدرجة سوق عمان المالي، موزعة بين كل من القطاع المالي ، الصناعي ، و الخدمي ، خلال الفترة الممتدة ما بين 2007/01/01- 2009/12/31 .

أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق عمان المالي الذي يعتبر من أبرز الأسواق المالية العربية من حيث الرسمة وحكم التداول وعدد الشركات وغيرها من المزايا الأخرى .

VII- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة فيها :

لقد تم اعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ، وذلك باستخدام أدوات البحث ، ويتمثل الأول في اللجوء إلى المصادر المكتبية ، من دراسات وأبحاث ، من اجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة التي لها علاقة بالهيكل التمويلي للمؤسسة ، بالإضافة إلى استخدام نموذج إحصائي وهو تحليل الانحدار المتعدد و البسيط ، حيث اعتمد على متغير واحد تابع ، وهو سعر الإقفال للورقة المالية (الأسهم) ، وأربع متغيرات مستقلة وهي :

- الديون قصيرة الأجل DATCT : تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل على الأموال الخاصة .
- الديون طويلة الأجل DLTCP : تتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل على الأموال الخاصة .
- إجمالي الديون DTCP : تتمثل في نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة .
- قدرة التمويل الذاتي CAF (التي تتمثل في النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات) إلى الأموال الخاصة .

تم جمع بيانات حول الشركات محل الدراسة من المواضيع الالكترونية ذات الصلة بها ، حيث تمت معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS 03 .

VIII- تقسيمات البحث :

لقد تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول بعد المقدمة ، الفصل الأول والثاني خصصا للجانب النظري للإلمام الجيد بالموضوع وإعطاء خلفية حوله ، خصص الفصل الثالث لدراسة التطبيقية أين تم اختيار الفرضيات من خلال دراسة عينة عشوائية من الشركات المدرجة بسوق عمان المالي . وفي الأخير تم الخروج بموصلة لهذا البحث و المتمثلة في الخاتمة .

الفصل الأول بعنوان ماهية قيمة الورقة المالية ، حيث تم قسيمة إلى ثلاث مباحث ، الأول تم به عرض عموميات حول القيمة والتقييم في النظرية المالية المعاصرة ، أما المبحث الثاني تطرقنا إلى مدخل حول سوق الأوراق المالية . المبحث الثالث خصص لطرق تقييم الأوراق المالية .

جاء الفصل الثاني بعنوان تمويل الاحتياجات المالية ، ثم تقسيم هذا الفصل إلى مباحث ، الأول تم التعريف بمختلف مصادر التمويل المبحث الثاني تم عرض لتكلفة التمويل كآلية للاختيار بين مصادر التمويل ، أما في المبحث الثالث خصص للمقاربات النظرية التي حاولت تفسير اثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة .

الفصل الثالث خصص لدراسة التطبيقية والذي تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث الأول تم به التعريف بسوق عمان المالي أما المبحث الثاني تم إعطاء لمحة حول المؤشر العام لبورصة عمان . في المبحث الثالث تم اختيار الفرضيات الرئيسية من خلال بناء نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط ودراسة تأثير السلوك التمويلي على قيمة الورقة المالية .

IX- الدراسات السابقة :

خلال مدة تمكنا من الاطلاع على مجموعة من الأبحاث والرسائل الجامعية التي تناولت موضوع هذا البحث ، فمن بين الدراسات السابقة في هذا المجال وفي حدود الاطلاع الطالب نجد :

أولا : دراسة سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون 2004 بعنوان :

العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1998-2001) ، وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الرفع المالي في الشركات الصناعية الأردنية منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في الدول الأوروبية ودول شرق آسيا ، إضافة إلى أن هناك علاقة إحصائية هامة وموجبة بين الهيكل المالي ، ونسبة المديونية ووجود علاقة إحصائية سالبة بين الهيكل المالي الربحية ، والسيولة ، ومعدل النمو عند مستوى المعنوية 1% .

لكن يؤخذ على هذه الدراسة أنها ركزت فقط على القطاع الصناعي ، وبالتالي عدم وضوح تأثير القطاعات الأخرى .

ثانيا : دراسة بن الضب علي 2009 مذكرة ماجستير بعنوان :

دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة الكويتية خلال الفترة (2006-2008) ، خلصت هذه الدراسة إلى أن سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقا كفتنا عند المستوى الضعيف ، وان متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح لهما دور هام في تفسير قيمة المؤسسة المسعرة .

ثالثا: دراسة زغود تبر 2009 مذكر ماجستير بعنوان :

محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر ، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كل من تكلفة الاستدانة معدل المر دودية وبين معدل الاقتراض الإجمالي ، ووجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين متغير الحجم ومعدل الاقتراض الإجمالي وانخفاض النسبي للقادرة التفسيرية لنظريات الهيكل التمويلي في ظل ظروف البيئة الجزائرية ، لم يشير الباحث إلى المخاطر النظامية التي من شأنها أن تؤثر على الهيكل المالي .

رابعا : دراسة محمد البشير بن عمر 2009 مذكرة ماجستير بعنوان :

اثر المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم مع إشارة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2003-2008) توصلت الدراسة إلى أن المتغيرات المالية والاقتصادية لها درجات متفاوتة التأثير فيما بينها وليس لها تأثير كلي على أسعار الأسهم بل هناك عوامل داخل البورصة وخارجها ، وان التضخم هو العنصر الوحيد الذي له تأثير سلبي على أسعار الأسهم ، الباحث لم يتعرض إلى المتغيرات الثانوية التي تؤثر على أسعار الأسهم

X- صعوبات البحث :

لقيت عملية إنجاز هذا البحث جملة من المصاعب نذكر منها :

- صعوبة استخراج المعلومات من أرشيف البورصة وموقعها وخاصة المعلومات التاريخية .
- صعوبة الاتصال بأخذ العاملين في البورصة الأردنية لتلقى بعض المعلومات الخاصة عن طريق الانترنت .
- صعوبة تحديد المعنى الدقيق لبعض المفاهيم الاقتصادية .
- عدم التمكن الجيد من تطبيق بعض البرامج الإحصائية .

الفصل الأول :

ماهية قيمة الورقة المالية

تمهيد

لقد شهد حقل التمويل والاستثمار تطورات سريعة في الآونة الأخيرة، وذلك باستحداث أساليب جديدة للتمويل، حيث تعتبر الأسواق المالية مصدر لتمويل المباشر للمؤسسات وأداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة، عنصراً أساسياً في تقويم المؤسسات والمشروعات كما تساهم في تعبئة الموارد المالية.

تعد الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية وذلك باعتبارها السلعة الوحيدة التي تتداول في هذه الأسواق وتعتبر كذلك أداة هامة للتمويل، حيث توفر رابطاً ملائماً ما بين المدخر والمستثمر، فإذا ما توفر سوق الأوراق المالية فإن وحدات الفائض تتحكم في نموذج استهلاكها ووحدات العجز ترتب استثماراتها المستقبلية باتجاه تعظيم العائد المتحقق لكل منهما. لذلك فإن الوصول إلى هدف ترشيد القرارات التمويلية يستدعي وجود أساس موضوعي يمكن الرجوع إليه، ويمثل تقييم الأوراق المالية منهجاً للتعرف على القيمة الحقيقية لأي قرار استثماري وذلك بواسطة الورقة المالية.

لذا حظي موضوع تقييم الأوراق المالية بالاهتمام والمتابعة في العصر الحديث وعلى وجه الخصوص تقييم أسهم المؤسسات المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث أن الوصول إلى معادلة سلسية في التقييم من شأنها تحقيق الكثير من الأرباح.

وعليه من خلال هذا الفصل سوف يتم التطرق إلى عموميات حول القيمة و عملية التقييم في النظرية المالية المعاصرة في المبحث الأول، وتناول في المبحث الثاني مدخل للأسواق المالية وذلك من خلال التعريف السوق المالي وعرض الأدوات المالية المتداولة في هذا السوق، أما في المبحث الثالث سوف يتم عرض آليات أو طرق تقييم الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول القيمة و عملية التقييم في النظرية المالية المعاصرة

فمن خلال هذا المبحث سوف يتم التطرق إلى المفاهيم الأساسية للقيمة في المطلب الأول ، أما على مستوى المطلب الثاني سوف يتم عرض أساسيات حول عملية تقييم الأوراق المالية، أما في المطلب الثالث نتطرق إلى العوامل التي تحدد سعر الورقة المالية .

المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول القيمة

تعتبر القيمة من المفاهيم المعقدة وليست واضحة ، فقيمة أي أصل تتوقف على عدة عوامل ومن بينها؛ الجهة التي يتم إجراء تقدير القيمة لحسابها ، ونوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي يتم فيه تقدير القيمة والغرض من عملية تقدير القيمة . ومن خلال هذا المطلب سوف يتم التعرف على المفاهيم المختلفة للقيمة ، و العلاقة بينها ثم سوف يتم عرض لمحددات القيمة .

أولاً : المفاهيم العشرة للقيمة 1

تعرف القيمة ((القيمة الاقتصادية)) على أنها عبارة عن مبلغ نقدي يدفع مقابل أصل أو حتى وذلك من أجل الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل . وهناك عدة مفاهيم مختلفة للقيمة نوجز أهمها فيما يلي :

1- القيمة السوقية العادلة : هي ذلك المبلغ المعبر عنه نقداً أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من البائع راغب إلى المشتري راغب ، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه .

2- القيمة الاستثمارية : هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين ، و يمكن أن تختلف القيمة الاستثمارية اختلافاً كبيراً من مشتري لآخر وذلك لعدة أسباب منها ما يلي :

- فرص إنشاء القيمة المتصورة ؛
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة ؛
- مدى إدراك المخاطرة ؛
- الوضع الضريبي للمشتري ؛
- درجة تفاؤل المشتري.

¹ طارق عبد العال حماد ، التقييم وإعادة هيكلة الشركات ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2008 ، ص11-20.

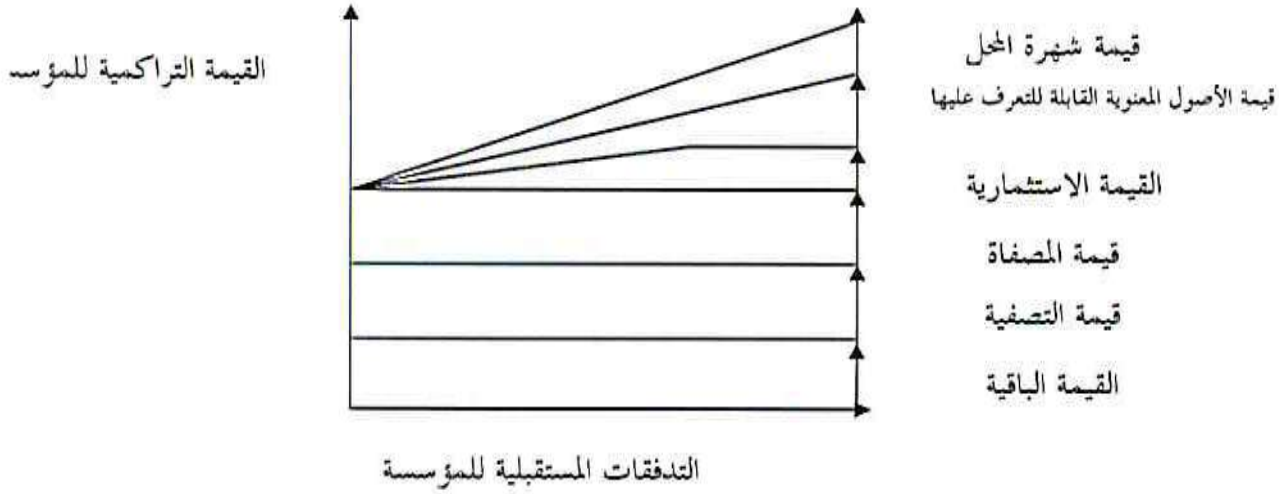
- 3- القيمة الاستعمالية و التبادلية : تعرف القيمة الاستعمالية بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل أما القيمة التبادلية ترتبط بقيمة الشيء المملوك أو الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته عن وجود كيان تشغيلي ما والقيمة التبادلية تكون اقل من القيمة الاستعمالية لأصل ما في مؤسسة مستمرة .
- 4- قيمة شهرة الخلل : هي عبارة عن مجموعة الصفات الغير قابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة ، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء و تشجيعهم لأي سبب من الأسباب.
- 5- قيمة المؤسسة المستمرة : تعني هذه الأخيرة قيمة المؤسسة التي تستمر في مزاولة نشاطها وتعني كذلك وجود شهرة الخلل .
- 6- القيمة الدفترية : إن الاستخدامات الأكثر تضليلا لمصطلح القيمة ترتبط بالقيمة الدفترية ، وهذه الأخيرة هي مفهوم محاسبي و ضريبي وليس تقييمي أو اقتصادي ، وهي عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصا منها الاهتلاك المتراكم .
- 7- قيمة التصفية : إن هذه القيمة ليست نوعا مستقلا و إنما يعتبر ظرفا يتم تقدير القيمة في ظلّه ويمكن تعريفها على أنها ذلك المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة وبيع أصولها كل على حدى والوفاء بالتزاماتها ، وهذه التصفية تكون إما إجبارية أو منظمة وهذه الأخيرة يكون الوقت المتاح فيها أطول مما يجعل القيمة أكبر و تسمى بالقيمة المصفاة .
- 8- القيمة القابلة للتأمين : هي عبارة عن قيمة للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما الذي سيتم التأمين عليه لتعويض المالك في حالة الخسارة .
- 9- قيمة الإحلال : القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذو منفعة مساوية لمنفعة أصل معين.
- 10- القيمة الباقية : و هي المبلغ الممكن تحقيقه عند التنازل عن أصل أصبح عديم الفائدة وتم إقرار إخراجه من الميزانية .
- إن مفهوم القيمة مختلف عن السعر أو التكلفة ، فالسعر هو المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما . أما التكلفة فهي عبارة عن قيمة عوامل الإنتاج الضرورية للحصول على أصل معين .

ثانيا: العلاقة بين الأنواع المختلفة للقيمة¹

وبعد عرض لبعض المفاهيم الخاصة بالقيمة ، يمكن التعرف على العلاقة بين مختلف أنواع القيمة السابق

ذكرها . والشكل الموالي (-0101) يوضح كيف تؤثر المستويات المختلفة للتدفقات المستقبلية للمؤسسة .

الشكل رقم (01-01) : العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والتدفقات المستقبلية لها



المصدر(بتصرف) : طارق عبد العال حماد ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات ، مرجع سابق ، ص 23.

يتضح من خلال الشكل أن القيمة الباقية هي أدنى قيمة للمؤسسة وذلك باعتبارها قيمة الخردة للأصول، وتعتبر هذه القيمة ثابتة في نقطة زمنية معينة بغض النظر عن مكاسب المؤسسة التي تملكها . إما قيمة التصفية فهي القيمة الثانية الأقل بعد القيمة الباقية واقل من القيمة المصفاة وذلك كون هذه الأخيرة ذات وقت أطول في المدة الممنوحة للتصفية .

إن القيمة الاستثمارية تزيد عموما بزيادة التدفقات المستقبلية للمؤسسة حتى تتساوى مع القيمة الاحتمالية ، عندما يكون التدفق المستقبلي معدوما تكون عندها القيمة الاستثمارية مساوية للقيمة المصفاة ، ولكن مع زيادة نجاح المؤسسة تزداد أهمية الأصول المادية ، وبذلك فإن القيمة الاستثمارية تتجاوز قيمة المصفاة . أما قيمة شهرة المخل فتزداد مع زيادة التدفقات المتوقعة للمؤسسة لأن شهرة المخل تحسب باعتبارها الفرق بين القيمة الكلية للمؤسسة و قيمة الأصول المادية و المعنوية .

¹ طارق عبد العال حماد ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات ، مرجع السابق ، ص 22 - 23.

كما يبدو من خلال الشكل أن النتيجة التراكمية هي قيمة الكلية للمؤسسة وأن التدفقات المستقبلية هي المحدد الأساسي لقيمة المؤسسة ، بالرغم من أهمية هذا العنصر في تحديد القيمة إلا أنه توجد عوامل أخرى تلعب دور في تحديدها و التي تتمثل في محددات القيمة .

ثالثا : محددات القيمة¹ :

- البيئة الاقتصادية الكلية ؛
- الاستخدام المحتمل للأصل ؛
- توقيت تقدير القيمة وموقع أو مكان الأصل ؛
- الندرة النسبية وقيم البدائل ؛
- سيولة السوق الخاصة بالأصل ؛
- الحالة المادية للأصل ؛
- مدى أو درجة الملكية ذات الصلة .

المطلب الثاني: أساسيات حول عملية تقييم الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم عملية التقييم

- تعرف عملية التقييم بأنها ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم على أساس وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع².
- ويقصد بعملية التقييم أيضا، إيجاد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ولأن القرار الاستثماري يتخذ حاضراً فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية.

¹ نفس المرجع السابق ص 11.

² فيصل محمود الشواورده ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر عمان 2008 ص 89 .

فالتقييم يبدأ بافتراض أن القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تساوي مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع حائز الأصل تحقيقها خلال عمر الأصل، ثم يلي بعد ذلك مقارنة القيمة الحقيقية للأصل بقيمته السوقية لتحقيق فيما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أو يتضمن انحراف¹.

لذا فإن عملية التقييم تتضمن التوصل إلى معرفة وتحديد مبلغ معين أو نسبة معينة يطلق علينا علاوة المخاطر، وذلك لتناسب مع طبيعة العوائد المنتظرة ونموها ومدى استقرارها وكفاءة الإدارة في معالجة الظروف المتقلبة في الأعمال والأنشطة الاقتصادية في المستقبل².

الفرع الثاني: دوافع عملية التقييم

يتم اللجوء إلى عملية التقييم قصد الورقة المالية أو قيمة المؤسسة في لحظة زمنية معينة لأغراض مختلفة.

1- على المستوى الاستراتيجي : نذكر منها ما يلي:

- الدخول إلى البورصة (التسعير)؛
- التنازل على شهرة المحل؛
- السيطرة على الشركة عن طريق امتلاك جزء من أسماؤها؛
- إعادة تقييم الميزانية؛
- الاندماج بين الشركات أو تقييم جزئي للأموال؛
- الرفع من رأس المال بهدف تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة؛
- إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
- فتح رأس مالها أو جزء للاكتتاب العام.

2- على المستوى التشغيلي: فعلى هذا المستوى يستخدم التقييم في عملية التسيير الجاري وذلك من اجل تحديد ما يلي:

- قياس إنشاء القيمة وتقييم الأداء المالي؛
- شراء وبيع السندات في إطار تسيير المحفظة؛
- تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- مردودية الأموال المستثمرة³.

¹ محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الشروق للنشر والتوزيع ، عمان ، 2005 ، ص 143 .

² محمد صالح حابر ، الاستثمار الأسهم والسندات وإدارة ائتمان الاستثمار ، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 ص 109 .

³ بن الضب علي ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، ص 20 .

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة على تحديد سعر الورقة المالية

إن عملية التقييم لا تستقيم إلا بتحديد العوامل التي لها تأثير مباشر أو تأثير غير مباشر على الأسعار في سوق الأوراق المالية والتي تنقسم إلى ما يلي:

1- عوامل مباشرة (تحت السيطرة) : وتمثل في منظومة العوامل أو المتغيرات التي لها تأثير مباشر على الأسعار السوقية للأوراق المالية بشكل عام والأسهم بشكل خاص وتنقسم إلى ما يلي:

- كفاءة السوق من حيث التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل بأقل تكلفة للمعاملات وقدرة التحويل إلى نقدية بسهولة ومدى الكفاءة المعلوماتية.
- أداء الشركات من حيث مؤشرات الربحية وهيكل رأس المال والسيولة والأهمية النسبية لسعر السهم .
- رشد المستثمر من خلال المؤهلات والخبرة والدخل والنوع والعمر ومكان الإقامة، وذلك بهدف التعرف على مدى مساهمة تأثير كل عامل من تلك العوامل على الأسعار السوقية للأوراق المالية، وبالتالي تسهيل مهمة السيطرة عليها، والتحكم فيها من خلال المشاركة في تعزيز وتعميق العناصر الإيجابية ومن ثم استثمارها إلى أقصى حد ممكن، والمشاركة في معالجة وتحديد العناصر السلبية وبالتالي تخفيضها إلى أدنى حد ممكن وكل هذا بهدف ضمان تحقيق أقصى عائد ممكن وبأقل ما يمكن من التقلبات وبالتالي يمكن الاستحواذ على قرار الاستثمار الكفء في سوق الأوراق المالية .

2- عوامل غير مباشرة (خارج السيطرة) : إن هذه العوامل لا تقل أهمية عن العوامل المباشرة من حيث تأثيرها على أسعار البيع في السوق والتي تتمثل في الكثير من المتغيرات الاقتصادية والسياسية التي يمكن إدراجها كالتالي:

- حالات الانكماش والانتعاش الاقتصادي والتي تتمثل في حالات الارتفاع والانخفاض في أسعار السلع والخدمات.
- ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة على القروض والودائع من وإلى البنوك.
- ارتفاع وانخفاض معدلات الضرائب على الأرباح مما يؤدي إلى زيادة وانخفاض التوزيعات من الأرباح السنوية.
- مدى الاستقرار السياسي والاجتماعي والتي تتمثل في الاضطرابات والمظاهرات والحروب على المستوى الداخلي أو الخارجي.

تعد هذه المتغيرات من العوامل التي تكون خارج نطاق السيطرة ولا يمكن تلاقيها فإنه لا بد للمستثمر من قبولها والتعايش معها ، فهي تمثل مخاطر منتظمة وينبغي عليه المطالبة بالتعويض عنها قبل دخوله في أي استثمار، الأمر الذي سوف ينعكس سلباً أو إيجاباً على القيمة الحقيقية للسهم والتي يزداد العرض أو يقل الطلب على الورقة المالية ويتم قبول أو رفض القيمة السوقية أو بمعنى آخر يتم اتخاذ قرار البيع أو الشراء الملائم¹.

المبحث الثاني : مدخل إلى سوق الأوراق المالية

إن تطور وتوسع الأنشطة والقطاعات والأعمال وكذلك الظروف الاقتصادية والمالية أدت إلى ضرورة إنشاء الأسواق المالية للحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بيعاً وشراء في هذه الأسواق لأهداف مختلفة.

المطلب الأول: عموميات حول سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

لقد وردت عدة تعاريف حول سوق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

- يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الباعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن لذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال².
- يقصد بسوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وهذه الأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات البيع والشراء للأوراق المالية في مكان جغرافي معين، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض³.
- وتعرف أيضاً بأنها المكان الذي يسهل فيه تدفق الأموال من حوزة المدخرين وانسيابها إلى حوزة المستثمرين مقابل حصول الطرف الأول على ورقة مالية وحصول الطرف الثاني على المدخرات النقدية.

¹ فيصل محمود الشواربه ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 90-91 .

² محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البورصة ، الطبعة الأولى ، دار حمامة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2006 ، ص 57.

³ ضياء مجيد ، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها ، الناشر مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 2003 ص 05 .

وبمعنى آخر يمكن اعتبار سوق الأوراق المالية حلقة وصل بين المدخرين والمفترضين أو الإطار الذي يجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية¹.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

يقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف ويمكن ذكر البعض منها فيما يلي:

- توفير إشكال معتمدة من الأدوات والمخالات الاستثمارية إتاحتها إلى جمهور المستثمرين لسهولة تداولها وتنوعها.
- الموازنة بين وحدات الفائض والعجز أي أنها تقوم بتجميع المدخرات من وحدات الفائض وتحويلها إلى وحدات العجز مما يساهم في ارتفاع النمو الاقتصادي .
- جذب الأموال من خارج البلد للمساهمة في تمويل المشاريع الكبيرة، وقد عزز هذا الدور مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي واستخدام تكنولوجيا المعلومات.
- تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة ويسد الفجوة التمويلية للمشاريع.
- توفير الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير الجدية اقتصاديا من خلال الشروط التي يفرضها السوق المالي على إدراج الشركات وعلى تداول الأوراق المالية، إضافة إلى توفير مجموعة من مختلف الاستثمارات التي تساهم في التحوط ضد المخاطر.
- تستطيع الحكومات من خلال الأسواق المالية أن تنفذ سياستها المالية بواسطة إصدار الأوراق المالية كالمسندات الحكومية وبيعها في السوق المالي بفائدة محددة².

الفرع الثالث: التقسيم الوظيفي لسوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف أسواق الأوراق المالية إلى ما يلي:

1. السوق الأولية: وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وتكون هذه التعاملات بالأوراق المالية جديدة تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتاب العام. وذلك بغية تأسيس شركات جديدة أو زيادة في رأس المال بغرض توسيع وتنويع نشاطها وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار³.

¹ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص 45 .

² درهد كامل آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 250.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 18 .

تم عملية البيع في السوق الأولي بإتباع الأسلوبين التاليين:

- التعامل المباشر حيث يتم التعامل مع المشتريين مباشرة بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع المصدرين للورقة المالية ؛

- التعامل غير المباشر ويعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار حيث يقوم المتعامل المالي بعمليات مضاربة عن طريق شراء الأوراق المالية ثم إعادة بيعها بسعر أعلى للمستثمرين في الأوراق المالية، وذلك مع تحمل مخاطر السوق التي تؤثر على قيمة الورقة المالية¹.

2. السوق الثانوية: هي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها، حيث تتم عملية التداول بين المستثمرين عن طريق شركات في مجال الوساطة والسمسرة بالأوراق المالية، وذلك دون تدخل الشركة المصدرة لها، على أن يكون تداول هذه الأوراق في مكان تحكمه قوانين كل بلد وفي زمن محدد².

المطلب الثاني : كفاءة و مؤشرات الأسواق المالية

الفرع الأول : كفاءة الأسواق المالية

1- مفهوم كفاءة السوق

وفقا لمفهوم الكفاءة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية ، على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها أن تغير نظرهم في الشركة المصدرة للسهم ، حيث تتوجه أسعار الأسهم صعودا و هبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء. كما يعكس سعر السهم في ظل هذا السوق توقعات المستثمرين العوائد المستقبلية و كذلك المخاطر التي تتعرض لها هذه العوائد .

2- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية تدرج في الواقع العملي وفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة لسوق و هي كالتالي :

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قرهشي ، التسيير المالي -دروس وتطبيقات ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2006 ص 435.

² محمد البشير بن عمر ، دراسة اثر المتغيرات المالية والاقتصادية على أسعار الأسهم ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماجستير في علوم تسيير ، جامعة ورقلة ، 2009 ص 97 .

1. السوق الكفاء بدرجة ضعيفة : وتقتضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم المعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية ، و بالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار .
2. السوق الكفاء بدرجة متوسطة : وتقتضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كلك كافة المعلومات المعروفة و المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات ، و إذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات ، فلن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباح غير عادية على حساب الآخرين ، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء .
3. السوق الكفاء بدرجة قوية : وهي التي تعكس فيها الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة و الخاصة وكل ما يمكن معرفته ، و بالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية .

الفرع الثاني : مؤشرات أسواق الأوراق المالية

1-تعريف المؤشرات

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيرات في الأسواق المالية و يعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ، و يقيس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ... الخ ، ارتفاعا و انخفاضاً ، الأمر الذي يعكس سعر السوق و اتجاهها¹ .

2- استخدامات المؤشر

- يتعدد استخدام مؤشرات سوق الأوراق المالية في التحليل الكلي والجزئي و أهم هذه الاستخدامات ما يلي:
- الحكم على أداء حافظة الأوراق المالية و ذلك بمقارنة التغير في مرد ودية الحافظة مع التغير في مؤشر السوق؛
- التنبؤ المستقبلي بوضع السوق ، وذلك من خلال تحديد الارتباط بين المتغيرات الاقتصادية و السياسية و الأمنية و غيرها مع المتغيرات المتحركة في مؤشر سوق المال ؛
- يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المرتبطة بالاستثمار في حافظة الأوراق المالية ، و من ثم اتخاذ القرار الذي يقلل من المخاطر إلى أدنى حد ممكن .

¹ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 31-35 .

3- أساليب بناء المؤشرات : تتم عملية بناء المؤشر عبر ثلاث مراحل و هي على الشكل التالي :

3-1 مرحلة اختيار العينة

ونقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب مؤشر معين ، حتى تمثل هذه العينة أساسا ملائما لحساب المؤشر ، يجب توفر الشروط التالية :

- حجم العينة : كلما زاد حجم العينة كلما أدى ذلك إلى زيادة مصداقية المؤشر ، نظرا لتمثيله أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية ؛
- اتساع العينة : و نعني به التوازن في التمثيل ، فإذا كان المؤشر يقيس الاقتصاد يجب أن تتضمن العينة مؤسسات من مختلف القطاعات الممثلة للاقتصاد ، وإذا كان المؤشر يمثل قطاع معين ، يجب أن يتضمن أهم المؤسسات الكبرى المسيطرة على القطاع ؛
- مصدر العينة : و نقصد هنا مصدر المعلومات المتعلق بسعر الأسهم الداخلة في حساب المؤشر ، ويمثل هذا المصدر في سوق المال الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية .

3-2 مرحلة معاملات الترجيح

نقصد بمعاملات الترجيح بالقيمة الترجيحية للسهم داخل العينة ، حيث تعبر عن مدى ثقل سهم معين مقارنة بالأسهم الأخرى و هناك ثلاث طرق لحساب معامل ترجيح السهم وهي كما يلي :

- الترجيح على أساس السعر : و يحسب على أساس نسبة سعر سهم مؤسسة إلى مجموع أسعار أسهم المؤسسات الأخرى التي تدخل في حساب المؤشر ،

- الترجيح المتعادل : لا يعطي أهمية لسهم على آخر ، حيث يحسب كل معدل ترجيح بالمساواة مع الأسهم الأخرى الداخلة في حساب المؤشر ؛

- الترجيح على أساس القيمة : و يحسب على أساس القيمة السوقية لأسهم المؤسسة حيث يعطي لكل سهم وزن يتناسب مع قيمة أسهمها ، باعتبار أن القيمة تعد معيارا أكثر موضوعية من السعر في تحديد أهمية سهم على آخر .

3-3 مرحلة حساب المؤشر

و هي المرحلة التي يتم فيها حساب المؤشر و اعتمادا على طريقة للحساب التي تكون على شكل زمني متقطع أو على شكل آني مستمر .

ويحسب المؤشر اعتمادا على العلاقة التالية :

$$Index_t = \left[\left(\sum P_t Q_t \right) / \left(\sum P_b Q_b \right) \right] \times \text{Beginning Index value} \dots \dots (01 - 01)$$

Index_t : قيمة المؤشر في الفترة t ؛

P_t : إقفال أسعار الأسهم في الفترة t ؛

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t ؛

P_b : إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس ؛

Q_b : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس .

- أمثلة حول حساب بعض المؤشرات العالمية

• مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industriel) :

يحسب هذا المؤشر كالتالي :

$$DJI_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj} \dots \dots (02-01) \quad \text{حيث :}$$

DJI_t : قيمة المؤشر في الفترة t ؛

P_{it} : سعر السهم i في الفترة t ؛

D_{adj} : المعامل المرجح في الفترة t .

• مؤشر ستاندرد أند بور Standard & Pour Index 500 :

يحسب اعتمادا على العلاقة التالية :

$$S\&P\ 500_t = \left[\left(\sum P_{it} Q_{it} \right) / \left(\sum P_{ib} Q_{ib} \right) \right] (k) \dots \dots (03-01) \quad \text{حيث :}$$

S&P 500_t : قيمة المؤشر في الفترة t ؛

P_{it} : سعر السهم i في الفترة t ؛

Q_{it} : عدد وحدات السهم i في الفترة t ؛

P_{ib} : سعر السهم i في الفترة b ؛

Q_{ib} : عدد وحدات السهم i في الفترة b ؛

b : فترة الأساس ؛ k : رقم الأساس¹ .

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قرشي ، مرجع سابق ، ص 445-449 .

المطلب الثالث: الأدوات الاستثمارية لسوق الأوراق المالية

تمثل الورقة المالية السلعة التي يجري تداولها بيعاً وشراءً في سوق المال ، وبذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة و من هنا تبرز ضرورة التطرق إلى الأوراق المالية التي تعتبر جزءاً مهماً من دراسة الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم الأوراق المالية

يقصد بالأوراق المالية بأنها عبارة عن أدوات استثمار تكون على شكل مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً ، كما أنها تضمن لأصحابها في نهاية المدة حق استرداد قيمتها الأصلية أو جزء من الأصول المادية المقابلة بالإضافة لحق التصرف فيها وفي أي وقت يشاء¹.

كما تمثل الورقة المالية أيضاً حقاً قانونياً لحاملها في أصل رأسمالي (نقدي أو عيني) تجاه الشركة المصدرة لهذه الورقة، التي تخول له الحق في الحصول على جزء من العائد أو جزء من أصول الشركة أو كلاهما².

الفرع الثاني: أنواع الأوراق المالية

يمكن تصنيف أهم أنواع الأوراق المالية المعروفة والمعمول بها غالباً في سوق الأوراق المالية إلى أدوات استثمارية تقليدية و أخرى حديثة فيما يلي:

أولاً : الأدوات الاستثمارية التقليدية

1- الأسهم STOCK

1-1 تعريف السهم:

السهم هو عبارة عن حصة متساوية من رأس المال شركة مساهمة، ويتم تقسيم الحصة من طرف الشريك لأي شخص مكتب مقابل الحصول على وثيقة تسمى السهم وتحتل قيمته الاسمية³. ويعرف السهم أيضاً بأنه عبارة عن جزء من رأس المال بموجبه يصبح حامله شريكاً في رأس المال ، وله الحق في استرجاع قيمة السهم في نهاية محددة، وذلك مع الاستفادة من توزيع الأرباح أو تحمل الخسائر.

¹ فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 75 .

² محمد صالح الحناوي ، هلال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004 ، ص 07 .

³ محمد البشير بن عمر ، مرجع سابق ، ص 111 .

1-2 خصائص السهم:

يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نذكر منها ما يلي:

- السهم ورقة مالية قابلة للتداول في سوق المال ؛
- الأسهم تتميز بأنها متساوية القيمة، وذلك من اجل التقدير الجيد للعضوية والمكتب في الجمعية العامة، وتسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الأسهم في سوق المال ؛
- إن المسؤولية تكون محدودة للمساهم بمقدار مساهمته في رأس المال ؛
- السهم غير قابل للتجزئة ، وقابل للانتقال إلى الغير أو الورثة¹.

1-3 قيمة السهم:

إن لأسهم رأس المال عدد من القيم التي تختلف كل منها عن الأخرى ، ونذكر من أهم هذه القيم ما يلي:

- القيمة الاسمية: وهي عبارة عن المبلغ الذي يتحدد على شهادة السهم ذاتها، وهي التي على أساسها يتم تسجيل أسهم رأس المال المصدر والمدفوع في دفاتر ، وتقتضي بعض التشريعات بأن لا تقل القيمة الاسمية للسهم عن مبلغ معين.
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتم التعامل بها في السوق وتحدد هذه القيمة نتيجة تداول الأسهم في سوق المال، والتي قد تفوق القيمة الاسمية أو تقل عنها ذلك باعتبارها معيار الذي يعتمد في اتخاذ قرارات البيع والشراء.
- القيمة الدفترية: وهي القيمة المثبتة في السجلات المحاسبية للشركة وتمثل حقوق الملكية، أو صافي الأصول التي تظهرها دفاتر الشركة بالنسبة لكل نوع من أنواع الأسهم المصدرة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة من هذا النوع².

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ، ص 437 .

² محمد البشير بن عمر ، مرجع سابق ص 113 .

1-4 أنواع الأسهم: هناك العديد من التصنيفات للأسهم إلا أننا سوف نقتصر على أنواع الأسهم من حيث حقوق حاملها والتي تتمثل فيما يلي:

- أ. الأسهم العادية : يمثل السهم العادي مستند ملكية وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم وتتمثل أهم حقوق حملة الأسهم العادية فيما يلي :
- الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكها من أسهم ؛
 - حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يملكها ؛
 - حق تحويل ملكيته للأسهم إلى شخص آخر ؛
 - حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها ؛
 - حضور الجمعيات العامة للمساهمين ؛
 - حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يملكه من أسهم وحق الاطلاع على دفاتر الشركة¹.

أ-1 الاتجاهات الجديدة بخصوص الأسهم العادية :

إلى جانب الأسهم التقليدية التي ظهرت في الآونة الأخيرة على نطاق محدود، أنواع مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل في :

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية أي ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين ؛
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة و نعني بخصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة ؛
- الأسهم العادية المضمونة وهي التي تعطى الحق لحاملها في العودة إلى الشركة المصدرة بالتعويض فيما لو تعرض سعر أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة .

ب. الأسهم الممتازة : يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك الشأن السهم العادي . غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة . وعلى الرغم من انه ليس للسهم تاريخ الاستحقاق إلا انه ينص على استدعائه في وقت لاحق².

ويمكن اعتبار الأسهم الممتازة أيضا أداة ملكية تمول بواسطتها الأعمال ، ويتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية كأولوية الحصول على الأرباح .

¹ محمد صالح الخناوي وآخرون ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، مرجع سابق ، ص 10 .

² منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2002 ، ص 26 .

- ومن بين المميزات التي يتمتع بها حامل السهم الممتاز نذكر منها ما يلي :
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح و بنسبة محددة ؛
- حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول ؛
- حق تحويلها إلى أسهم عادية ؛
- تعطى لحاملها أصوات إضافية في اجتماعات الجمعية العامة¹.

2- السندات Bonds

1.2 السندات- تعريف : هي عبارة عن حقوق دائنية تدفع قيمتها مع الفوائد في موعد لاحق محدد مسبقا ، والسند قابل للتداول ويحتفظ بدرجة عالية من السيولة².

لذا تعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا إلى الطرف الأول ، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة³.

2.2- خصائص السندات

- يتميز السند بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى ومن أهم هذه الخصائص نذكر منها ما يلي :
- يعتبر السند دينا على ذمة الشركة يمكن استفاؤه عند اجل استحقاقه أو بالتنازل عنه أو في حالة إفلاس الشركة وعندها ينظم حامل السند إلى جماعة الدائنين ؛
- يستفيد حامل السند من فوائد ثابتة ومحددة لا تتغير بتغير نتائج الشركة ولا يحق لحامله المشاركة في عمليات الإدارة والتسيير ؛
- وفي حالة تصفية المؤسسة يستفيد حامل السند من الأولوية في استيفاء حقوقه قبل حملة الأسهم ؛
- مجموع السندات يعتبر دينا جماعيا حيث أن الشركة تتعاقد مع مجموعة من الدائنين.

2-3 أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى عدة أنواع ويمكن ذكر البعض منها في ما يلي:

- السند العادي : هو عبارة عن سند صادر بقيمة اسمية محددة تدفع عند الاكتتاب و عند اجل استحقاق محدد ، حيث يتحصل المكتتب على قيمة السند الاسمية إضافة إلى فائدة ثابتة .

¹ فيصل محمود الشواور ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 84.

² فريد النجار ، البورصات والهندسة المالية ، الناشر مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 1999 ، ص 151.

³ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 79 .

- السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار: هو سند صادر بسعر الإصدار، يسترجع في أجل محدد بسعر أعلى يتضمن علاوة الإصدار.
- السند المضمون: وهو سند صادر بقيمة اسمية يكتب بفائدة ثابتة، تتميز عن غيرها بضمان شخصي أو عيني لحامل السند من طرف الحكومة أو بنك أو مؤسسة¹.
- السند القابل للاستدعاء: يقصد بشرط الاستدعاء هو منح الحق للجهة المصدرة للسند استرداده في الوقت المناسب لها، لقاء علاوة استدعاء لتشجيع المستثمر على شرائها وللتعويض عن خسارته من جراء عملية الاستدعاء ومقابل المرونة للجهة المصدرة.
- السند القابل للتحويل: هو سند قابل للتحويل إلى أسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة محددة².

ثانيا : الأدوات الاستثمارية الحديثة

نظرا لاستجابة المؤسسات المالية للتغيير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي وانعكاسات التقدم التكنولوجي، اتخذ التحديث في الأوراق المالية أبعاد واسعة إلى درجة أفراد أجزاء دراسية خاصة بهذا التحديث تدعى بتحليل المشتقات المالية.

1. مفهوم المشتقات المالية : *Dérivative Securities*

تعتبر المشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، وبمعنى آخر أنها تشتق من أصل آخر موجود³.

ويمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عقود يجرى تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بها تكلفة ولكنها متواضعة مقارنة بقيمة العقد فضلا عن ذلك تتوقف العوائد أو الخسائر لأطراف المشتقة على الأصل المالي محل التعاقد.

وفي ضوء ذلك فإن المستثمرين في أسواق المشتقات المالية يندرجون تحت الشرائح الآتية:

- أ- المتحوطون **Hedgers**: تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الأصول المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات الطارئة على الأسواق، إذ أن المشتقات تسمح بتحقيق مستوى تأكيد يتفوق على الأوراق المالية الأصلية ولكن ذلك لا يعني ضمان كامل.

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ، ص 436 .

² دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، مرجع سابق ، ص 403 .

³ فيصل محمود الشواور ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 86 .

ب- المضاربون **Speculators**: تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنة على تحركات الأسعار المستقبلية، وذلك من أجل تحقيق مكاسب ذات احتمالية معقولة من وجهة نظرهم كمضاربين.

ج- المراجحون **Arbitrageurs**: وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات عندما يكون هناك فارق في الأسعار لأصل معين بين سوقين أو أكثر، إذ يشتري من سوق منخفض الأسعار وتباع في سوق آخر مرتفع الأسعار وتحقق ربح عديم المخاطر¹.

2. أنواع المشتقات المالية: تتكون المشتقات المالية من الأدوات التالية:

1-2 عقود الخيارات **Options**: تمثل عقود الخيارات احد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، خاصة مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية.

وتعرف عقود الخيارات بأنها عبارة عن عقد بين طرفين تعطي لمشتري العقد الحق (وليس الالتزام) في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، وذلك نظير مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض أو المكافأة.

2-2 عقود المبادلة **Swaps**: تمثل عقود المبادلة أحد أدوات تغطية المخاطر **Hedging Risk**: ومن أكثر استخداماتها تغطية مخاطر تغير سعر الفائدة.

وتعرف عقود المبادلة بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، و يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية فصلية، نصف سنوية ...). وهو عقد ملزم للأطراف على خلاف عقد الاختيار، كما أن متحصلات أو مدفوعات الأطراف نتيجة التحركات السوقية لا يتم تسويتها يوميا كما هو في العقود المستقبلية، فضلا عن عدم تسويتها مرة واحد كالعقود الآجلة².

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 125.

² محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، دار الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 331-385.

2-3 العقود الآجلة Forword Contract : وهي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت لاحق مقابل سعر معين، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، حيث يتخذ أحد الطرفين في الآجل مركزاً طويلاً ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد، مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم أما الطرف الثاني فيتخذ مركزاً قصيراً ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه. ويتم تسوية العقد عند استحقاقه، حيث يقوم البائع بتسليم الأصل إلى المشتري مقابل مبلغ يساوي سعر التسليم علماً إن الأساس في بناء السعر هو السعر السوقي للأصل¹.

2-4 العقود المستقبلية Futures Contracts : يشير مصطلح العقود المستقبلية إلى أنه عبارة عن عقد يتم بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق و بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، ويعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل هذه العقود².

المبحث الثالث: طرق تقييم الأوراق المالية

إن تقييم الأوراق المالية يعني إيجاد القيمة الحقيقية للاستثمار بواسطة الورقة المالية، ولأن القرار الاستثماري يتخذ حاضراً، فإن القيمة الحالية هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية. وتنتقل نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأن أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل .

وسيجري في المطالب الآتية تناول تقييم السندات ثم الانتقال إلى تقييم الأسهم ومن ثم عرض لتقييم المشتقات المالية.

المطلب الأول: طرق تقييم السندات

تعتبر السندات أداة مهمة في تمويل الشركات لذلك فهي تعتبر صك دين ، لذا سوف نتعرض إلى عملية تقييم السندات التي تعتبر الشكل الأساسي لأموال الافتراض طويل الأجل، وقبل تناول طرق تقييم السندات نتحدث بنا الإشارة إلى بعض المفاهيم الأساسية المرتبطة بتقييم الأوراق المالية.

¹ عمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 133.

² محمد صالح الحناوي ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ، مرجع سابق ، ص 413.

1- المفاهيم الأساسية في تقييم السندات

1-1 القيمة الاسمية: تعبر عن القيمة التي يتم إصدار السند بها فهي تمثل كمية النقود التي اقترضها المشروع ويلتزم بسدادها في تاريخ لاحق، ومن الناحية العملية يجرى بيع السندات بعلاوة على القيمة الاسمية أو بخخص على القيمة الاسمية استناداً إلى وضع السوق¹.

2-1 معدل الفائدة: تلتزم الشركة المصدرة للسندات بدفع مبلغ الحمولة السندات سنوياً أو كل ستة أشهر في معظم الحالات، حيث هذا المبلغ ينسب إلى القيمة الاسمية للسند للتوصل إلى ما يعرف بمعدل الفائدة على السندات أو معدل الكوبون².

3-1 تاريخ الاستحقاق: وهو التاريخ الذي تعهد فيه الجهة المصدرة برد القيمة الاسمية للسند، وهناك استحقاق أصلي وهي المدة الواقعة بين تاريخ الإصدار وتاريخ السداد.

4-1 شرط الاستدعاء: تشترط بعض جهات الإصدار شرطاً يعطي للمصدر حق رد السندات في تاريخ قبل تاريخ الاستحقاق الأصلي وذلك ضمن شروط معينة. ويرجع ذلك إلى أن معدلات الفائدة في الاقتصاد تتعرض لتغيرات مستمرة.

5-1 الإصدارات الجديدة والإصدارات القائمة: يتحدد السعر السوقي للسند بمدفوعات الفائدة المستحقة على هذا السند وكلما ارتفعت هذه المدفوعات مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها كلما ارتفع السعر السوقي للسند. حيث يلاحظ أنه في تاريخ إصدار السند يتم تحديد قيمة مدفوعات الفائدة وفقاً لمعدل الفائدة السائد في السوق في ذلك الوقت، مما يؤدي إلى تساوي السعر السوقي للسند مع قيمته الاسمية.

2- النموذج الأساسي لتقييم السندات

يعرف النموذج على أنه عبارة عن علاقة رياضية أو مجموعة العلاقات بين مجموعة المتغيرات التي تؤثر في بعضها³. حيث يقوم هذا النموذج على أساس أن القيمة أي أصل هي عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل، و فيما يلي سوف نتناول كيفية تقييم أنواع السندات.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مرجع سابق، ص 149.

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 226.

³ عدنان تابه النجسي، سعدون مهدي الساقبي، أسامة عزمي سلام، الشقيري نوري موسى، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق) الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 204.

1-2 تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد

إن قيمة السند هي عبارة عن القيمة الحالية للدفعات التي يدفعها مصدر السند من الوقت الحالي إلى غاية تاريخ استحقاق السند. و هذه الدفعات هي عبارة عن دفعات الفائدة الدورية والتي تكون على شكل نصف سنوي أو سنوي، و دفعة واحدة فهي عبارة عن القيمة الاسمية للسند (المبلغ الأصلي للاستثمار) تدفع في تاريخ استحقاق السند. ويمكن كتابة معادلة النموذج الأساسي لتقييم سعر السند على النحو التالي :

$$B_0 = I \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k)^t} + M \times \left[\frac{1}{(1+k)^n} \right] \dots\dots\dots (04-01)$$

حيث أن: أو

$$B_0 = I \times PVIFA_{K,n} + M \times PVIF_{K,n}$$

B_0 : سعر السند في الوقت الحالي ؛

I : مبلغ الفائدة السنوي المدفوع بالدينار ؛

M : القيمة الاسمية للسند بالدينار ؛

K : سعر الخصم السائد في السوق ؛

n : عدد الفترات الزمنية حتى تاريخ الاستحقاق .

نستخلص من المعادلة أنه عندما يتساوى سعر الخصم مع معدل الفائدة، فإن سعر السند يكون مساوياً لقيمته الاسمية. وعندما يكون سعر الخصم أعلى من معدل الفائدة فإن سعر السند يكون أقل من قيمته الاسمية وهذا ما يسمى بالسند المباع بخصم . أما إذا كان سعر الخصم أقل من معدل الفائدة فإن سعر السند يكون أكبر من قيمته الاسمية وهذا ما يسمى بالسند المباع بعلاوة.

أما إذا كان معدل الفائدة على السندات يدفع كل سداسي، فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للسند على النحو الآتي¹:

$$B_0 = I \sum_{t=1}^{2n} \left(\frac{1/2}{1+kd/2} \right)^t + M \left(\frac{1}{1+kd} \right)^{2n} \dots\dots\dots (05 - 01)$$

¹ شياخي بوبكر ، تقييم الأوراق المالية من منظور التحليل الأساسي لغرض الاستثمار المالي ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2010 ، ص 68.

فعند مقارنة سعر السند الذي يدفع فائدة على شكل نصف سنوي مع قيمة نفس السند الذي يدفع فائدة على أساس سنوي، نجد بأن قيمة السند اقل في حالة دفع الفوائد بشكل نصف سنوي، وهذا سوف يحدث دائما عندما يباع السند بخصم، أما إذا كان السند يباع بعلاوة فإن قيمة السند الذي يدفع فوائد نصف سنوية ستكون أكبر من قيمة السند الذي يدفع فوائد سنوية¹.

2-2 تقييم السندات القابلة للاستدعاء:

عند قيام المستثمر بشراء أحد السندات التي تنطوي على شرط الاستدعاء وقامت الشركة المصدرة للسند باستدعائه فلن يستطيع المستثمر في هذه الحالة الاحتفاظ بالسند حتى تاريخ الاستحقاق². إن شرط الاستدعاء يمثل ميزة للجهة المصدرة، إذ يمكنها عند انخفاض مستويات أسعار الفائدة السوقية مستقبلا أن تستدعي تلك السندات مقابل دفع قيمة محددة يطلق عليها سعر الاستدعاء التي تكون أقل من القيمة الاسمية للسند، وذلك على أن تصدر سندات بديلة تحمل معدل فائدة أقل.

وعند تقييم هذا النوع من السندات تكون العبرة بالتدفقات النقدية التي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء وليس تاريخ الاستحقاق والمعادلة الآتية توضح كيفية تقييم السندات المستدعاة:

$$B_0 = I \sum_{t=1}^n \left(\frac{1}{1+kd} \right)^t + \left(\frac{cp}{1+kd} \right)^n \dots \dots \dots (06 - 01)$$

حيث أن:

CP : سعر الاستدعاء ؛

n: تاريخ استدعاء الجهة المصدرة للسند لحامل السند .

2-3 تقييم السندات الدائمة

يعرف السند الدائم بأنه ذلك السند الذي ليس له تاريخ استحقاق محدد يستطيع بمقتضاه حاملته استرداد قيمته من الجهة المصدرة له إلا يبيعه في البورصة ، ويمكن تقييم هذا النوع من السندات وذلك إذا ما توفرت معلومتين أساسيتين، مقدار و توقيت التدفقات النقدية معبرا عنها بالفوائد الدورية المدفوعة ، و الأخرى هي توفر معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار و المعادلة التالية توضح ذلك .

¹ فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، 20010 ، ص 175-180.

² محمد صالح الخناوي ، جمال مصطفى فريد ، جلال إبراهيم العبد ، تقييم الأسهم والسندات ((مدخل الهندسة المالية)) ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 ، ص 166 .

$$B_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{I}{(1+kd)^t} = \frac{I}{kd} \dots \dots \dots (07 - 01)$$

تدل هذه الصيغة على أن الحد الثاني في النموذج ،الذي يمثل القيمة الحالية للقيمة الاسمية $\left(\frac{M}{(1+kd)^n}\right)$ قد أصبح مساويا لصفر . كما أن الصيغة الموالية أصبحت عبارة عن حاصل قسمة مقدار الفائدة السنوية على معدل الخصم السائد في السوق ¹ .

2 - عوائد السندات : يمكن للسندات تحقيق أنواع مختلفة من العوائد ونذكر منها ما يلي :

- العائد الجاري ² : وهو ذلك العائد الذي يحققه السند بشكل دوري (سنوي ، نصف سنوي...) في حالة الاحتفاظ به من قبل حامله لحين الاستحقاق . و يتم احتساب العائد الجاري على السند من خلال المعادلة التالية ³ :

$$\text{العائد الجاري} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{سعر السند في السوق}} \times 100$$

- العائد لفترة الاقتناء: و يستخدم لغرض معرفة العائد الذي حصل عليه المستثمر خلال فترة بقاء السند في محفظته الاستثمارية .

$$\text{عائد فترة الاقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفائدة}}{\text{سعر الشراء}}$$

- العائد حتى موعد الاستدعاء: هناك بعض السندات تحمل صفة القابلية للاستدعاء بمعنى أن الشركة المصدرة لها الحق في تسديد قيمة السندات في وقت معين قبل تاريخ الاستحقاق ، وتلجأ الشركة المصدرة إلى استخدام هذا الحق في حال انخفاض أسعار الفائدة السوقية ، فتقوم باستدعاء الإصدار القديم الذي يحمل معدل فائدة مرتفع وإصدار سندات تحمل معدل فائدة اقل . وفي هذه الحالة لن يستطيع المستثمر تحقيق معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق هذا السند . ويحسب كما يلي :

$$\text{العائد حتى موعد الاستدعاء} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + (\text{سعر الإصدار} - \text{سعر الشراء})/n}{\text{سعر الإصدار} + \text{سعر الشراء}/2}$$

n : عدد السنوات المتبقية من موعد الاستحقاق .

¹ شياخي بوبكر ، مرجع سابق ، ص 68-69 .

² عدنان تابه النعيمي و آخرون ، مرجع سابق ، ص 211 .

³ داريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق ، ص 405 - 406 .

المطلب الثاني: طرق تقييم الأسهم

باعتبار أن السهم صك ملكية، لذلك فإن تحديد قيمته لا تنفصل عن قيمة الأصل، أو الشركة التي ينتمي إليها، وسوف نتناول في هذا المطلب إلى تقييم الأسهم العادية والأسهم الممتازة كلا على حدا.

الفرع الأول: طرق تقييم الأسهم العادية

إن تقييم الأسهم العادية ليس بالمهمة السهلة، حيث يحتاج في واقع الأمر إلى تقييم شامل لأوضاع الشركة المصدرة. لذا يتم تقييم الأسهم العادية من أجل تحديد القيمة الحقيقية له على ضوء المعطيات الموضوعية المتوفرة عن الشركة. وفيما يلي يتم استعراض بعض النماذج حول تقييم السهم العادي .

1- نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم (DDM)

يفترض نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم أن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لكل توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية على النحو التالي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_t}{(1+K)^t} \dots \dots \dots (08 - 01)$$

حيث أن:

P_0 : قيمة السهم العادي ؛

D_t : توزيعات أرباح الأسهم أثناء المدة t ؛

K : معدل العائد المطلوب على السهم العادي .

وبما أن نشاط الشركة يتميز بالاستمرارية فإن توزيعاتها سوف تستمر بالتعبئة لفترة غير محدودة فيمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \frac{D_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} \dots \dots \dots (09-01)$$

توضح المعادلة الأخيرة الصيغة العامة لنموذج تقييم الأسهم لفترة لا نهائية، وهي صيغة تستند إلى فرضية المستمر بالسهم إلى الأبد، وعليه قيمة السهم وقف هذا الافتراض تكون محددة بالتدفقات النقدية المتمثلة في التوزيعات المتوقع الحصول عليها مستقبلا D_t مخصوصة بمعدل خصم ملائم K ².

¹ طارق عبد العال حماد ، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 ، ص 51 .
² شماخي بوبكر ، مرجع سابق ، ص 70 - 71 .

وعندما يرغب المستثمر في الاحتفاظ بالسهم خلال مدة معينة t هنا يصبح السعر الحقيقي مساوياً للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الدورية ممثلة في التوزيعات المستقبلية، مضافاً إليها القيمة المتوقعة التي سيبيع بها السهم عند اللحظة t .

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K)^t} + \frac{P}{(1+K)^t} \dots \dots \dots (10-01)$$

حيث: P_1 السعر السوقي للسهم عند نهاية الفترة t .

ومن خلال هذه المعادلة نستخلص ثلاث نماذج أساسية لتقييم الأسهم وهي كما يلي:

أ- نموذج اللا نمو **Zero-Growth Model**: يعد هذا النموذج من أبسط النماذج لتقييم سعر السهم العادي، حيث يفترض هذا النموذج ثبات توزيعات الأرباح، فإذا كان المستثمر يحصل على التوزيعات ثابتة في شكل مبلغ نقدي هذا يعني أن معدل النموذج في التوزيعات مساوي لصفر وفي هذه الحالة يُحد أن قيمة السهم تحسب وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = D \times \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+k)^t} = D \times (PVIF_{K,n}) = D \times \frac{1}{k} = \frac{D}{K} \dots \dots \dots (11 - 01)$$

تبين هذه المعادلة بأن قيمة السهم في هذا النموذج تساوي ناتج قسمة التوزيعات الحالية D على معدل العائد المطلوب¹.

ب- نموذج النمو الثابت **Constant Growth Model**: إن النموذج الثابت من أكثر النماذج المستخدمة في عملية تقييم الأسهم العادية حيث يطلق عليه اسم نموذج جوردن **Gordon Model** والذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستنمو بمعدل ثابت، لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب فإذا كان معدل النمو أكبر من العائد المطلوب فإنه لا يمكن رياضياً تطبيق هذا النموذج. ويمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+K)}{K-g} = \frac{D_1}{K-g} \dots \dots \dots (12 - 01)$$

حيث أن g : معدل النمو في التوزيعات الأرباح.

وتكون معادلة توزيعات العام القادم كما يلي: $D_t = D_0(1 + K)^t$.

¹ عبد العفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 304.

ج- نموذج النمو المتغير **Variable-Growth Model** : يعتبر هذا النموذج مزيج بين نموذجي اللانمو والنمو الثابت، حيث أنهما لا يسمحان بأن يكون هناك تغير في معدلات نمو توزيعات الأرباح . ولأن معدلات النمو المستقبلية في توزيعات الأرباح قد تتغير صعوداً أو نزولاً بسبب تغير التوقعات، فإنه من المفيد أخذ نموذج المتغير بعين الاعتبار للسماح لمعدلات نمو توزيعات الأرباح بالتغير ويمكن حساب قيمة السهم العادي عن طريق هذا النموذج باستخدام المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{k-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^t \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^t \left[\frac{D_0(1+g_2)}{k-g_2} \right] \dots \dots \dots (13 - 01)$$

نلاحظ من خلال هذه المعادلة أن الجزء الأول من المعادلة هو عبارة عن القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح خلال مرحلة النمو الأولى، أما الجزء الثاني فهو عبارة عن القيمة الحالية للأبدية معدلة بالوقت، كما نلاحظ أيضاً أنه يمكن رياضياً أن يكون معدل النمو g_1 أكبر من العائد المطلوب ولكن لا يمكن لمعدل النمو g_2 أن يكون أكبر من العائد المطلوب¹.

2 - نموذج مضاعف الربحية (P/E)

يفضل العديد من المستثمرين تقدير قيمة الأسهم العادية باستخدام نموذج مضاعف الربحية ويمكن أن تحتسب مضاعف الأرباح السائدة والتي يشار إليها أيضاً باسم نسبة السعر إلى الربح (P/E) على النحو التالي:

$$\text{مضاعف الإيرادات} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{الربح الصافي للسهم}}$$

يشير هذا الاحتساب لمضاعف الأرباح الجاري إلى اتجاه المستثمرين السائد نحو قيمة سهم ما. ويجب أن يقرر المستثمرون ما إذا كانوا متفقين مع نسبة P/E السائدة². كما يشير أيضاً إلى عدد السنوات اللازمة لاسترجاع قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع الحصول عليها، كما أن حساب مضاعف الربحية باستخدام الربح الصافي للسهم لفترة ماضية غير مقبول عند المحللين كون أن المستثمر يشتري السهم على أساس الأرباح المستقبلية له.

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 198.

² طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 65.

فإذا تمكن المحلل من تحديد القيمة الملائمة لمضاعف الربحية من خلال تقدير الربحية المستقبلية للسهم يصبح من السهل تحديد القيمة الحقيقية التي يجب أن يتداول بها السهم مستقبلاً كما يلي:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \text{ربحية السهم المتوقعة} \times \text{مضاعف الربحية}$$

إن قرار الاستثمار يتوقف على وضعية القيمة السوقية للسهم في لحظة التقييم فإذا كانت القيمة الحقيقية للسهم أكبر من قيمته السوقية يعني ذلك أن السهم مقيم بأقل من قيمته الحقيقية وهنا يجلب على المستثمر شراء السهم والاحتفاظ به إذا كان يمتلكه ، والعكس في الحالة التي يكون فيها السهم مقيم بأكثر من قيمته الحقيقية فيجب على المستثمر التخلي عن هذا السهم والتراجع على قرار الشراء¹.

3 - العوامل المؤثرة على تقييم الأسهم العادية

بعد تقييم الأسهم العادية نجد هناك عوامل تؤثر على أسعار الأسهم العادية ومن أبرز هذه العوامل نذكر ما يلي:

- القدرة المربحية للشركة، واحتمالات الحاضر والمستقبل ؛
- مقسوم الأرباح وذلك في الحاضر والمستقبل ونقصد به ذلك الجزء من الأرباح السنوية المتحققة المخصص دفعه للمساهمين ؛
- نوعية الاستثمار التي تتضمن نوعية الأرباح ومركز الشركة المالي والتقلبات التي يمكن أن تتعرض لها أعمال الشركة وانعكاسات ذلك على أرباحها في المستقبل. والحكم على نوعية الاستثمار ومئاته يعتمد على القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة ؛
- معدلات الرسملة (الخصم) المناسبة التي تتوقف على نوعية الاستثمار وخطورته فكلما زادت خطورة الاستثمار ارتفعت نسبة الخصم، أما الحد الأدنى لمعدل الخصم فهو يعادل مقدار العوائد التي تدرها الأسهم ونضيف إليها نسبة توازي معدلات خطورة الاستثمار².

¹ شامسي بوبكر ، مرجع سابق، ص 76.

² محمد صالح حابر ، الاستثمار بالأسهم والسندات ، مرجع سابق ، ص 130.

الفرع الثاني: تقييم الأسهم الممتازة

يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع مراعاة ما يلي:

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير؛
- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جدا .

ويمكن إيجاد القيمة الحالية للسهم الممتاز من خلال المعادلة التالية :
توزيعات السهم الممتاز

$$\frac{\text{القيمة الحالية للسهم الممتاز}}{\text{معدل العائد المطلوب}} =$$

وتشير هذه المعادلة إلى أن القيمة الحالية للسهم الممتاز هي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح على السهم الممتاز لفترة غير محدودة¹.

• عوائد الأسهم

يهدف المستثمرين من الاستثمار في الأسهم إلى تحقيق عائد من هذا الاستثمار، و يحقق المستثمر في الأسهم نوعين من العوائد²:

1- عائد التوزيعات : يحصل المستثمر في الأسهم على توزيعات عندما تحقق الشركة مصدرة السهم على أرباح ، على أن يكون ذلك مقرونا بموافقة الإدارة على توزيع جزء أو كل الأرباح المتحققة ، ويتم تحديد توزيعات السهم وفق العلاقة التالية :

$$\text{توزيعات السهم} = \text{التوزيعات} / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

$$= \text{الربح المتاح لحملة الأسهم العادية} \times \text{نسبة التوزيعات} / \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

أما معدل عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقا للمعادلة الآتية :

$$\text{معدل عائد التوزيعات} = \text{توزيعات السهم} / \text{القيمة السوقية للسهم}$$

¹ محمد البشير بن عمر ، مرجع سابق ، ص 124.

² محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 95.

2- العائد الرأسمالي : و يقصد بالعائد الرأسمالي للسهم ، العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم ، ويتم حسابه بالمعادلة الآتية :

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية عند البيع} - \text{القيمة السوقية عند الشراء}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}}$$

3- العائد الإجمالي للسهم : ويساوي مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي ، وتشمل عائد التوزيعات ، و العائد الرأسمالي ، فضلا عن العائد الإضافي المحتمل تحقيقه من قبل المستثمر عند استثمار التوزيعات الدورية لأسهمه.

$$\text{العائد الإجمالي} = \frac{\text{توزيعات} + \text{العائد الرأسمالي} + \text{العائد الإضافي}}{\text{القيمة السوقية عند الشراء}}$$

ولابد من الإشارة أن معدلات العائد بمختلف أشكالها للسهم قد تقاس بالقيمة الاسمية ، أو القيمة السوقية ، و الأخيرة تعكس حقيقة عوائد السهم بشكل أكبر .

المطلب الثالث: نموذجي التحليل الأساسي والتحليل الفني

يوجد في سوق الأوراق المالية نموذجين أساسيين للتحليل وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني، اللذان يعتبران كمدخلين لقياس وتحديد قيمة الورقة المالية، حيث يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف الاقتصادية وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وظروف الشركة ذاتها، أما التحليل الفني يركز على دراسة تغيرات أسعار الأسهم المتداولة للورقة المالية بهدف اكتشاف نمط هذا التغير الذي يساعد على استخلاص نتائج مفيدة لتنبؤ بالأسعار في المستقبل¹.

الفرع الأول: التحليل الأساسي Fundamental Analysis

يقصد من التحليل الأساسي إيجاد القيمة العادلة أو المركزية للسهم على ضوء الحقائق التي تحيط بالشركة المعنية²، حيث يهتم المحلل بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، إضافة إلى ظروف الشركة المصدرة للأوراق المالية، بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب مع مراعاة حجم المخاطرة المرتبطة بهذا القرار. حيث يعتمد المحلل في هذا التحليل بالبدء من المستوى

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 288 .

² محمد صالح جابر ، الاستثمار للأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية ، مرجع سابق ، ص 175.

الكلي ثم الانتقال إلى الجزء وهو ما يسمى تحليل أعلى أسفل أو من المستوى الجزئي ثم الانتقال إلى الكل وهو ما يسمى تحليل أسفل أعلى¹ ويرتكز هذا التحليل على ثلاث مدخل تتمثل فيما يلي:

1- تحليل الظروف الاقتصادية العامة : يمثل التحليل الاقتصادي في فحص الناتج المحلي الإجمالي بشقيه الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي وسياسات الدولة النقدية (عرض النقود) التي يتولاها البنك المركزي، وسياسات الدولة المالية التي تقوم بها وزارة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب) وذلك لمعرفة أثر تلك المؤشرات والسياسات على الاستثمار، وبالتالي على المبيعات وأرباح الشركات ودخول الأفراد ومعدلات البطالة وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم، وأسعار صرف العملات الأجنبية لأن هذه المتغيرات جميعاً آثار كبيرة على الاستثمارات المختلفة وبالتالي على خيارات المستثمرين المتاحة في سوق الأوراق المالية².

2- التحليل القطاعي : بعد تشخيص الظروف الاقتصادي ينتقل المحلل المالي إلى تشخيص القطاعات، حيث تتمثل نقطة البداية في هذا الإطار المقترح فيما يلي:

2-1 تعريف وتصنيف القطاع: قبل القيام بتحليل ظروف القطاع ينبغي تعريف القطاع ذاته وتحديد موقعه وعادة ما ينصرف التعريف طبيعة المنتج الذي تقدمه، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها. ويمكن تصنيف القطاعات إلى خمس حالات وهي:

- قطاعات متنامية: ويقصد بها تلك القطاعات التي معدل نموها أكبر من معدلات نمو الاقتصاد الوطني ؛
- قطاعات مرتبطة بالدورة الاقتصادية: وهي تلك القطاعات التي تتأثر بدرجة كبيرة بفترات الرواج والكساد ؛
- قطاعات دفاعية: وهي قطاعات مرتبطة بالدورة التجارية في حالة الرواج وقليلة التأثر بفترات الكساد ؛
- قطاعات متنامية ومرتبطة بالدورة الاقتصادية: وهي عبارة عن قطاعات معدل نموها مساوي لمعدلات نمو الاقتصاد الوطني في الظروف العادية ومعدل نموها في الظروف الغير عادية أكبر من معدلات نمو الاقتصاد الوطني ؛
- قطاعات متدهورة: وهي قطاعات معدل نموها اقل من معدلات نمو الاقتصاد الوطني .

2-2 تجمع البيانات والمعلومات المتاحة عن القطاع ؛

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص 283.

² فيصل محمود الشواربه ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 65.

2-3 تحديد الاعتبارات الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل، التي من بينها دراسة الطلب والعرض على منتجات القطاع وتحليل ظروف المنافسة وطبيعة المنتج وتكنولوجيا المستخدمة في القطاع وتحليل الأداء التاريخي للقطاع.

2-4 تحديد أدوات تحليل ظروف القطاع ، والتي تتضمن تحليل دورة حياة القطاع، وتحليل الطلب على منتجات القطاع والتنبؤ بمعدل نمو القطاع¹ .

3-تحليل الشركات : بعد دراسة الظروف الاقتصادية ودراسة حول القطاع أو القطاعات المراد الاستثمار فيها يبقى أمام المحلل تعيين المؤسسات التي يستثمر بها أمواله، والتي تتطلب كذلك دراسة وتحليل والتي تمر بمجموعة من المراحل التي يمكن حصرها في ما يلي:

- التشخيص الجيد لنشاط المؤسسة والذي يمكن أن يكون من خلال دراسة السوق ومنتجات المؤسسة، وكذلك مراحل الإنتاج، وشبكة التوزيع للمنظمة.
- السياسات والخيارات المحاسبية المتبعة من قبل المؤسسة والذي يكون من خلال تقارير محافظي الحسابات والمراجعين والتركيز على آراءهم، وكذلك المبادئ المحاسبية المعتمدة وتقنيات التجميع للحسابات، والمؤونات .
- إنشاء الثروة أو القيمة وذلك بالتركيز على تحليل الهوامش ومعالجة فائض القيمة وهيكل التكاليف...
- الاستثمارات والتي تكون بدراسة الاحتياج في رأس المال العامل BFR والأصول الثابتة .
- التمويل وذلك من خلال دراسة الاستدانة والأموال الخاصة والتمويل الذاتي، ودراسة مخاطر كل من السيولة وسعر الفائدة وسعر الصرف.
- دراسة المرودية من خلال تحليل كل من المرودية المالية والاقتصادية وأثر الرافعة المالية، مع مقارنة معدل المرودية الاقتصادية بمعدل المرودية المطلوب وتحليل منظر عدم الوفاء بالالتزامات² .

الفرع الثاني: التحليل الفني Technicak Analysis

يقصد بالتحليل الفني بأنه عملية اختبار ودراسة حركة الأسعار السابقة للتنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية، أي دراسة أسعار الأسهم وحجم التداول واتجاهات السوق الماضية لتوقع اتجاهات الأسعار وكمية العرض والطلب في المستقبل، وعادة ما يكون هذا التحليل المنهج في المدى القصير³ .

¹ منير إبراهيم هندي ، الأوراق المالية والأسواق رأس المال ، ص 319-321.

² بن الضب علي ، مرجع سابق ، ص 18.

³ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 162.

يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية وهي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية والمستقبل ما هو إلا امتداد للماضي، مع افتراض أن تصرفات وسلوك المتعاملين لا تتغير إذا بقيت الظروف ثابتة، ويتم التنبؤ من خلال هذا الأسلوب اعتماداً على الأشكال البيانية عادة نظراً لسهولة القراءة وتفسير الأسعار وحجم التداول لدراسة حيوية العرض والطلب بتحديد اتجاه السوق (صعودي، نزولي)¹.

1. التحليل بالاعتماد على الأعمدة البيانية

تأخذ الأشكال المعتمد عليها في عملية التنبؤ بالأسعار المستقبلية عدة أشكال كالمنحنيات والأعمدة البيانية، وهذه الأخيرة عبارة عن شكل بياني محوره الرأسي يمثل سعر الورقة المالية أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر، ويتكون هذا الشكل من مجموعة متتابعة من الأعمدة الرأسية مع وجود خط أفقي قصير يقطع كل عمود ويمثل قمة كل عمود أعلى سعر بيعت به الورقة المالية خلال الفترة المحددة والقاع يمثل أقل سعر بيعت به الورقة المالية أما الخط الأفقي القصير يمثل سعر الإقفال الذي تم البيع به. ويمكن إضافة سعر الافتتاح لهذا الشكل. وهذا الأخير يكون تزايد أي خط الاتجاه صعودي أو في تناقص يكون خط الاتجاه نزولي. كما يمكن إرفاق خريطة (الشكل) الأعمدة بحجم التداول وذلك لتعرف على الدعم الذي يقدمه حجم التداول لحركات السعر خلال فترة محددة².

2. خرائط الشمعدان

تعتبر خرائط الشمعدان من أقدم الخرائط والأدوات استخداماً للتنبؤ بالسعر حيث استخدمت لأول مرة في اليابان، كما يقصد بالشمعدان بأنه حامل الشمع فإذا كان ممتلئ دل على وجود إنارة وهو دليل للشراء والعكس إذا كان فارغاً. يعتمد هذا البيان على أربع متغيرات أساسية وهي سعر الافتتاح وسعر الإغلاق (Open, Close) وأعلى وأدنى سعر (High, Low) فإذا كان سعر الافتتاح أكبر من سعر الإغلاق فإن جسم الشمعدان يكون ممتلئ ومنه ينصح بالشراء، وإذا كان العكس فهو فارغ فينصح بالبيع والخطين أعلى وأسفل الجسم يدلان على أعلى وأدنى سعر³.

¹ بن الضب علي، مرجع سابق، ص 13.

² شمانجي بوبكر، مرجع سابق، ص 82.

³ نفس المرجع سابق، ص 15.

3. نقاط الدعم والمقاومة

يستخدم هذا التحليل في المدى الطويل لمجال تغيير الأسعار، حيث يسمى حده الأدنى بمستوى الدعم ويسمى حده الأعلى بمستوى المقاومة.

نقاط الدعم **Support** : هي النقاط التي يكون فيها الطلب قويا بما فيه الكفاية مقارنة بالعرض لمنع الورقة المالية من الانخفاض أكثر (توقع ارتفاع السعر).

نقاط المقاومة **Resistance** : هي النقاط التي يكون فيها العرض قويا بما يكفي مقارنة بالطلب لمنع الورقة المالية من الارتفاع أكثر (توقع انخفاض السعر)¹.

يمثل نموذج مستويات الدعم والمقاومة الذي يصور سلوك المستثمرين تجاه أسهم الشركة، حيث أن مستوى الدعم هو مستوى سعر متدني ولا يتوقع كثيراً نزوله إلى مستوى أقل، ويتم رسم هذا المستوى على نحو يكون ملاصقاً لثلاث نقاط على الأقل تمثل أدنى مستويات بلغها السعر أما مستوى المقاومة فهو مستوى مرتفع للسعر واحتمال ارتفاعه إلى أعلى من ذلك يبقى ضعيف، ويمكن رسم هذا المستوى على أن يكون ملاصقاً لثلاث نقاط على الأقل تمثل أعلى مستويات بلغها سعر السهم.

وبالتالي تكون قرارات البيع عند وصول سعر السهم عند مستوى المقاومة، في حين توقيت الشراء عند بلوغ سعر مستوى الدعم².

يختلف منهج التحليل من ناحية فلسفية التحليل التي يقومون عليها حيث أن التحليل الأساسي ينصرف نحو المستقبل في إجراءاته في الوقت الذي يذهب فيه التحليل الفني إلى الماضي، كما أن التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحالية للورقة المالية، بينما يهتم التحليل الفني بتوقيت قرار البيع أو الشراء للورقة. أما بالنسبة لارتباط كل من التحليلين بكفاءة السوق، فيلاحظ بأن التحليل الأساسي يعترف بالشكل الضعيف لفرضية السوق الكفاء، ولكن قد لا يتفق هذا التحليل مع الشكل شبه القوي و القوي لفرضية كفاءة السوق والتي تركز على المعلومات التاريخية والحالية، أما التحليل الفني فهو لا يكثر بالشكل الضعيف لكفاءة السوق، وبالتالي فهو لا يتعرف بأن السعر يعكس المعلومات التاريخية في ذاته في ظل فرضية الكفاءة بالشكل الضعيف³.

¹ عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص 167.

² شامهي بوبكر ، مرجع سابق ، ص 85 .

³ محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، مرجع سابق ، ص 288.

خلاصة الفصل

من خلال دراستنا لهذا نستخلص بأن عملية التقييم هي الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية ،حيث يكون السبيل لتحديد القيمة لهذه الورقة عبر منهجين الأول يتمثل في التحليل الفني الذي ينطلق من فكرة عدم وجود كفاءة عند المستوى الضعيف ، أما المنهج الثاني قائم على رفض هذا المنطق . كما نجد عدة نماذج أخرى لتقييم الأوراق المالية نجد منها نموذج التوزيعات المخصصة ونموذج مضاعف الربحية .

إن الهدف من عملية التقييم يكون بصدد اكتشاف الأخطاء التي تحدث عند تسعير هذه الأوراق المالية ،لذا يمثل الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية متخذو القرار الاستثماري من خلال إجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية مع القيمة السوقية لهذه الورقة وذلك من حيث قرب أو بعد هاتين القيمتين عن بعضهما البعض . وهذه الأخيرة يتوقف عليها نجاح أو فشل المستثمر في تعاملاته مع السوق . وكل هذا لن يتحقق أبداً في ظل عدم وجود تقييم موضوعي للأسعار الحقيقية بالاعتماد على تقييم عوامل كفاءة السوق والعوامل الذاتية للمستثمر ومؤشرات الأداء المالي للشركات المصدرة للورقة المالية والتي يمكن أن تنعكس على العائد المتوقع ومعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين .

الفصل الثاني :

أساسيات تمويل الاحتياجات المالية

تمهيد

إن النشاط الاقتصادي في المؤسسة يتميز بحركية دائمة تدرئها الاستثمارات المختلفة ، و باعتبار أن هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء و التطور ، فإنها تسعى دوما للمحافظة على قدرتها الإنتاجية ، و ذلك عن طريق البحث عن مصادر التمويل ، التي تسمح لها بمواجهة نشاطها و تجنبها الوقوع في الأزمات المالية كالعسر المالي .

تعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الإستراتيجية التي تواجه تنمية و تطوير المؤسسة ، و ذلك يعود للتطورات التي يشهدها الاقتصاد العالمي في الآونة الأخيرة . لذا أصبح من الضروري على عاتق المسير المالي تمويل احتياجات المؤسسة بطريقة عقلانية و رشيدة و ذلك من خلال انتهاج سياسة تمويلية متكاملة و متناسقة و منسجمة مع أهداف المؤسسة .

ومن خلال هذا الفصل سيتم التطرق في المبحث الأول إلى التعريف بالتمويل و بمختلف مصادر تمويل الاحتياجات المالية ، و في المبحث الثاني سنتعرض إلى آليات اختيار المؤسسة لمصادر التمويل و ذلك من خلال التطرق إلى معايير الاختيار إضافة إلى القيود المتحكمة ، و في المبحث الثالث نتعرض إلى المقاربات النظرية التي حاولت تفسير وجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة .

المبحث الأول : التمويل و البدائل التمويلية للمؤسسة

يعتبر التمويل إحدى الوظائف الأساسية لأي مشروع أو مؤسسة لما له من دور فعال في تلبية مستلزماتها الإنتاجية و تسديد جميع مستحقاتها ، و المشكلة التي تقابل المدير المالي في عملية التمويل هو تعدد مصادر الأموال . لذلك سوف نتناول تحت هذا العنوان المفاهيم العامة حول التمويل و السياسة المالية قبل الحديث عن مصادر تمويل الاحتياجات.

المطلب الأول: التمويل و السياسة المالية للمؤسسة

الفرع الأول: التمويل Finance

يعتبر التمويل العصب المخرك لنشاط المؤسسة ، كما أنه يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذ على مستوى الإدارة المالية في أي مؤسسة .

1. تعريف التمويل : هناك عدة تعريفات لوظيفة التمويل يمكن ذكر منها ما يلي:

- يعرف التمويل على أنه العملية التي تتضمن تدبير و تجميع المبالغ المالية من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو منشآت الأعمال أو الأجهزة الحكومية ووضعتها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة و مستمرة لغرض استخدامها و تحقيق تدفقات نقدية .¹
- كما يعرف التمويل على أنه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام ، إلا أن اعتبار التمويل هو الحصول على الأموال لاستخدامها في تشغيل و تطوير المشروع يعد الاتجاه التقليدي ، فالإتجاه الحديث يركز على أن التمويل هو تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة و العائد .²

¹ - إلياس بن ساسي ، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة ،

2003 ، ص 30.

² - أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، الطبعة الأولى ، دار العلوم للنشر والتوزيع ، عنابة ، 2008 ، ص 25.

من خلال التعاريف السابقة للتمويل نجد أن وظيفة التمويل عملية هامة جدا وبالغة التعقيد خاصة في المؤسسات الكبيرة ، وتتضمن هذه العملية البحث عن مصادر التمويل والاختيار من بينها والتقرير بخصوص الميزج الأفضل منها، لذا يتطلب القيام بهذه الوظيفة توافر كفاية متميزة لدى الإدارة المالية لما للقرارات المتعلقة بها من أثر هام في ربحية المؤسسة وسلامة وضعها المالي¹.

2- تصنيفات مصادر التمويل : يمكن تصنيف بحمل مصادر التمويل فيما يلي :

أولاً : من حيث الملكية : تقسم الأموال إلى :

أ. أموال الملكية : ويقصد بها الأموال التي يتم الحصول عليها من أصحاب المؤسسة وتسمى حقوق الملكية وتشكل هذه الأموال رأس المال الذي يدفعه أصحاب المؤسسة كما تشمل الأرباح المحتجزة.
ب. أموال الغير: ويقصد بها الأموال التي يحصل عليها المشروع عن طريق الاقتراض ومن أمثلتها الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والقروض طويلة الأجل .

ثانيا : من حيث مصدر الأموال : تقسم الأموال إلى :

أ/مصادر داخلية للأموال: وهي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من خلال أعمالها وتشمل الأرباح المحتجزة والتي لا يتم توزيعها على أصحاب المؤسسة.

ب/مصادر خارجية للأموال: وهي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من خارجها مثل عملية زيادة رأس المال عن طريق طرح أسهم وبيعها أو عملية الاقتراض بأنواعه المختلفة .

ثالثا : من حيث الزمن : تقسم الأموال إلى²:

أ-أموال قصيرة الأجل:وهي تلك الأموال التي يجب إرجاعها إلى مصادرهما في خلال مدة تقل عن السنة ومن أنواعها الائتمان التجاري والائتمان المصرفي .

ب-أموال طويلة الأجل: وتشمل أموال الملكية والقروض والسندات التي تتطلب مرور زمن طويل قبل سدادها .

¹ - مفلح محمد عقل ،مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ،الطبعة الأولى ،مكتبة المجتمع العربي ،عمان ، 2009 ، ص 149.

² - محمد طنبب محمد عبيدات ،الإدارة المالية في القطاع الخاص ،الطبعة الأولى ،دار المستقبل للنشر والتوزيع ،عمان ، 2009 ، ص 213-

الفرع الثاني: السياسة المالية للمؤسسة Financial Policy De entreprise

تعد السياسة العامة للمؤسسة إحدى المفاهيم الإدارية التي تنطوي على إرشاد متخذي القرار في المؤسسة، و تحكم تنفيذ الأعمال و تساهم في تنظيم العلاقات الداخلية و الخارجية للمؤسسة. فهي عبارة عن قرار معلوم تم اتخاذه بشكل مسبق ليصبح معيارا للممارسات الإدارية و مرشدا للمدراء في المؤسسة عند اتخاذه القرارات الإدارية لاحقا.¹

1- مفهوم السياسة المالية

تمثل السياسة المالية في تحديد إطار مرجعي للقرارات المالية تتوافق مع السياسة العامة للمؤسسة، فالسياسة المالية تتحدد بناء على القرارات المالية المحددة بواسطة السياسة العامة ، و التي تندرج ضمن أولويات السياسة المالية و هذا لبلوغ الأهداف المالية المسطرة.²

تعرف السياسة المالية على أنها تلك القرارات الكفيلة بتحقيق الأهداف الإستراتيجية من خلال تخصيص الموارد المالية الضرورية و ذلك ضمن القيود التي تفرضها الوضعية المالية للمؤسسة و الإمكانيات المالية المتاحة لديها.³

و تعرف أيضا بأنها السياسة الكفيلة بمعرفة الاحتياجات المالية و تدنيتها و كذا البحث عن الموارد المالية بأقل تكلفة و بمستويات مخاطرة مقبولة و العمل على التوازن بين موارد و استخدامات رأس المال.⁴

و نظرا لصعوبة تحديد مفهوم دقيق للسياسة المالية ، ذلك لأنها تتحدد بناء على الأهداف المالية التي يمكن حصرها في :

- ✓ ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية ، و بالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة استحقاقها المالية ، و تفادي مخاطر التوقف عن الدفع .
- ✓ تحقيق مرودية عالية عن طريق تدننه تكاليف الاستدانة و الأموال الخاصة .
- ✓ تمويل الاستثمارات و دورة الاستغلال عن طريق تعبئة المورد المالية الضرورية .

¹ - عدنان تابه النعيمي ،هاسين كاسب الخرشه ،أساسيات في الإدارة المالية ،الطبعة الأولى ،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان ، 2007 ، ص 52.

² -Hutin. Het autres : (la gestion financiere), 2^{ème} édition , d'organisation, paris,2000, Page2360

³ - إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سابق ، ص 235-236.

⁴ - Jean barreau, jacqueline delahaye, florence delahaye, gestion financière, 8eme édition, DUNOD ,paris ,2006 , page 59.

2- أنواع السياسة المالية للمؤسسة

تعد السياسة المالية المرجع الأساس في معالجة الأمور المالية ، و لذلك فإن المؤسسة تقوم بإتباع عدة سياسات من أجل الحصول على أفضل تمويل ، و نميز هنا بين ثلاث أنواع من السياسات المالية للمؤسسة .

أولاً : سياسة استئجار الأصول أو شرائها : إن قرار الاستئجار أو الشراء هما قراران ماليان يسبقهما عادة قرار بضرورة حصول المؤسسة على الأموال وذلك لشراء الأصول بمختلف أنواعها ، و لكن بإمكان المؤسسة استعمال بعض الأصول في عملياتها لفترة معينة من الزمن دون تملكها . و ذلك عن طريق شراء حق استخدام هذه الأصول لقاء دفع أجرة تحدد من حيث الكم و من حيث الزمن ضمن أسس يتفق عليها . و تأخذ بعين الاعتبار قيمة الأصل المستأجر و مدة الانتفاع المتوقع منه. و لا تدخل الأصول المستأجرة ضمن موجودات المؤسسة ، و ذلك لأن مهنة المحاسبة تشترط الملكية لإدراج أي أصل من الأصول ضمن موجودات المؤسسة.¹

إن الهدف من الحصول على الأموال هو إهلاك الأصول بأنواعها و يمكن الحصول على هذه الأصول إما بامتلاكها و تحمل أعبائها وإما باستئجارها و تحمل جزءا من أعبائها.

ثانياً: سياسة إهلاك الأصول : تعتبر قيمة الأصول الثابتة التي يمتلكها المشروع مصاريف رأسمالية وهي مصاريف مدفوعة مقدما و توزع هذه المصاريف على عدة فترات مالية (باستثناء قيمة الأراضي) و يسمى الجزء الذي يحمل للفترة المالية باسم الإهلاك .

و يعرف الإهلاك بأنه التناقص التدريجي في قيمة الأصل نتيجة استخدام هذا الأصل، و كذلك التقادم و مضي مدة معينة عليه . و يسجل الإهلاك محاسبيا و يعتبر مصروفا على الفترة المالية مما يؤثر على نتائج أعمالها و على تكلفة السلع و الخدمات التي يقدمها المشروع، لذا فإن سياسة الإهلاك التي يضعها المشروع لا بد أن تحدد عوامل احتساب الإهلاك، أثر الإهلاك على الوعاء الضريبي ومدى استخدام الإهلاك كوعاء من الضريبة² .

¹ - منلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، مرجع سابق ، ص 55.

² - محمد طنيب وآخرون ، الإدارة المالية في القطاع الخاص ، مرجع سابق ، ص 198-201.

يهدف الاهتلاك إلى الموازنة بين إيرادات الفترة والتكاليف التي تحملتها المؤسسة لتحقيق هذه الإيرادات ، كما يهدف إلى تخفيض القيمة الدفترية للأصول الثابتة بمقدار التدني في قيمتها على النحو التالي:
الوعاء الضريبي الذي يخلقه الاهتلاك = قيمة الاهتلاك السنوي × نسبة الضريبة¹.

ثالثا: سياسة البيع والتوزيع : ترسم المؤسسة سياستها في البيع والتوزيع بهدف وصول المبيعات إلى أقصى حد ممكن وترسم هذه السياسات عادة ضمن المحددات التالية:

- 1- سياسة البيع والتي يمكن أن تتم بالتقدي أو بالأجل؛
- 2- سياسات الخصم التجاري وخصم الكمية وتعجيل الدفع؛
- 3- مدة الائتمان الممكن منحه وشروطه .

المطلب الثاني: مصادر تمويل الاحتياجات المالية

الفرع الأول: التمويل بالأموال الخاصة

تعتبر الأموال الخاصة أحد المصادر الطويلة الأجل لأن ليس لها تاريخ استحقاق مثل الديون، حيث يكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة إما داخليا أو خارجيا، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي والثاني يتمثل في الرفع من رأس المال تقدا.

أولا: التمويل الذاتي ' autofinancement

1/ مفهومه : يعرف التمويل الذاتي على أنه الآلة التي تسمح بتحويل الطاقة إلى عمل.

يتعلق التمويل الذاتي بجزء من الموارد الكامنة للمؤسسة لدورة معينة، التي يخصص لتمويل استثماراتها ويحسب بالعلاقة التالية:

$$AF = CAF - DD.....(01-02)$$

حيث : AF : التمويل الذاتي؛

CAF : القدرة على التمويل الذاتي؛

DD : التوزيعات المدفوعة .

¹ - مفلح محمد عقل ،مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ،مرجع سابق ،ص 56.

تمثل القدرة على التمثيل الذاتي CAF في النتيجة التي يمكن أن تتحول إلى الخزينة في أي لحظة زمنية ما عند انعدام التباعد الزمني بين النواتج، والتحصيلات من جهة، والتكاليف والنفقات من جهة أخرى . (BFR =0) .

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$CAF = R_{net} + DAM \pm PV/MV \dots \dots \dots (02-02)$$

حيث : CAF : القدرة على التمويل الذاتي؛

Rent : النتيجة الصافية؛

DAM : الاهتلاكات والمؤونات؛

PV/MV : فائض القيمة / نقصان القيمة .

تسمى هذه الطريقة لحساب القدرة على التمويل الذاتي بالطريقة غير المباشرة، هناك طريقة مباشرة يتم عن طريقها حساب CAF كما يلي:

$$CAF = EBE - F F_{Net} + S.O.E - IBS \dots \dots \dots (03-02)$$

حيث : EBE : الفائض الإجمالي للاستغلال؛

FF Net : المصاريف المالية الصافية؛

S.O.E : رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة ؛

IBS : الضرائب على أرباح الشركات .

2/ مزايا وعيوب التمويل الذاتي: يتصف هذا النوع من التمويل بعدة مزايا نذكر منها ما يلي:

- يضمن الاستقلالية المالية للمؤسسة ويعمل على رفعها؛
- ينمي الأموال الخاصة؛
- يسمح بتمويل المشاريع ذات المخاطر؛
- يؤدي إلى تخفيض الاستدانة ، وزيادة القدرة الاقتراضية .

إلا أنه لا يخلو هذا النوع من عدة انتقادات¹ من بينها:

- غير كاف دائما؛
- يتعلق بالنتيجة و تسيير المؤسسة؛
- قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة في حالة عدم توزيع العوائد.

ثانيا: الرفع في رأس المال

توجد عدة وسائل للرفع في رأس مال المؤسسة و من أهمها زيادة في رأس المال نقدا التي تعتبر الوسيلة الوحيدة التي تجلب لها فعلا موارد مالية بسهولة .

1. الرفع في رأس المال نقدا : تقوم فيه المؤسسة بطرح أسهم جديدة من أجل زيادة رأس مالها نقدا أو بسعر محدد للاكتتاب في السوق المالي، وتكون الأوراق المالية المطروحة حسب النوعية المقدمة من طرف إدارة المؤسسة وعادة تكون كالآتي :

1.1/ الأسهم العادية: وهي وثيقة² إن قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام و لها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد .

حيث يمثل السهم العادي³ مستند ملكية له قيمة اسمية ، و قيمة دفترية ، و قيمة سوقية . و تمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم ، و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس . أما القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

وأخيرا تمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق ، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من الاسمية أو القيمة الدفترية .

¹ - بن الضب علي، مرجع سابق ، ص 64-65.

² - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، مرجع سابق، ص 201.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، الناشر المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003 ، ص 551-552.

1.1.1/ مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية : يتسم التمويل بالأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة ببعض المزايا من بينها :

- المؤسسة ليست ملزمة قانوناً بدفع توزيعات على المساهمين؛
- تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل طويل الأجل كونها ليس لها تاريخ استحقاق؛
- زيادة الطاقة الإقتراضية مستقبلاً.

كما يتسم هذا التمويل ببعض العيوب من بينها :

- تكلفة عالية تتحملها المؤسسة نتيجة معدل المردودية المفروض الذي عادة ما يكون مرتفعاً بسبب المخاطر التي تتعرض لها أموال المستثمرين؛
- لا يمكن اعتبار توزيعات الأسهم من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها وفورات ضريبية؛
- تشتت للأصوات في الجمعية العامة خاصة عند دخول مساهمين جدد.

2.1/ الأسهم الممتازة: يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المنهجية لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات.¹ وهي تمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، شأنه في ذلك شأن السهم العادي. و تحسب القيمة الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في الميزانية على عدد الأسهم المصدرة .

حيث أن الأسهم الممتازة تشبه الأسهم العادية في بعض النواحي من أهمها²:

- يمثل صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق؛
- مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته؛
- لا يحق لحامله المطالبة بالتوزيع إلا إذا قررت الجمعية العامة ذلك؛

و من ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في ما يلي:

- نصيب السهم من الأرباح محدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية؛
- الحصول على قيمة السهم في حالة التصفية .

¹ - عاطف وليم أندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008 ، ص 337.

² - منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، مرجع سابق ، ص : 559-560.

1.2.1/مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة : يتسم التمويل بالأسهم الممتازة بالنسبة للمؤسسة ببعض المزايا من أهمها:

- المؤسسة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات الأرباح؛
- لا يخق لحملة هذه الأسهم التصويت في الجمعية العامة؛
- إصدار المزيد من هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى زيادة الطاقة الإقتراضية مستقبلا؛
- قرار إصدار هذه الأسهم قد يتضمن إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها بقيمة تفوت قيمتها الاسمية .

كما لا يخلو هذا النوع من التمويل ببعض العيوب من بينها:

- ارتفاع التكلفة نسبيا، وهذا راجع إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة لا يخضع للضريبة و بالتالي عدم وجود وفرات ضريبية؛
- ليس لحملة هذا النوع من الأسهم حق التصويت في الجمعية العامة.

2. الطرق الأخرى للرفع في رأس المال

يمكن إجراء الرفع في رأس المال بطرق أخرى وهي:

1.2/ رفع رأس المال عينيا : تمثل عملية رفع رأس المال في هذه الحالة في جلب المساهمين أصولا ثابتة من أراضي وآلات ومعدات الخ أو أصولا متداولة من مخزونات وحقوق¹ مما يؤدي إلى ارتفاع الأموال الخاصة و الأصول في آن واحد.

2.2/ الرفع في رأس المال بضم الاحتياجات : يمكن رفع رأس المال² وذلك بإدماج الاحتياجات الموضوعية في شكل أرباح غير الموزعة إلى الأرباح الخاصة، وهذا لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو موجود إعادة ترتيب عمودي لموارد المؤسسة.

وتكون هذه الطريقة أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة و تكون بتخفيض معدل توزيع الأرباح أو عن طريق طرح أسهم جديدة في شكل أرباح غير موزعة.

¹ - Conso. P et Hemici. F; Gestion financière de L'entreprise, 11ème édition , Paris 2005 ,P453.

² - إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي ،مرجع سابق ،ص 246.

3.2/ الرفع في رأس المال عن طريق تحويل الديون : تعتبر عملية تحويل الديون كوسيلة لرفع رأس مال، حيث لا يؤدي إلى زيادة السيولة النقدية إنما تدمج الديون في شكل أموال خاصة دائمة.

و يتم تحويل الديون على شكلين حسب طبيعة الدين:

- في حالة ما إذا كانت الديون قصيرة الأجل: فإن ذلك سيؤدي إلى تحسين رأس مال العامل الصافي، مما يؤدي إلى تدعيم الهيكل المالي وذلك بزيادة الموارد المالية.
- في حالة ما إذا كانت الديون متوسطة وطويلة الأجل: في هذه الحالة لا تتغير تركيبة الهيكل المالي لكنه يؤدي إلى تحسين الاستقلالية المالية، وذلك بسبب استبعاد آجال الاستحقاق، كما يحسن من مستوى المرودية نتيجة لانخفاض المالية.

ثالثاً: رأس المال المخاطرة كتقنية لتمويل

1) المفهوم : تعتبر هذه التقنية أسلوب لتمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق اللجوء لشركة متخصصة، كما لها من قدرة في تسيير المخاطر بأسلوب¹ يضمن تحقيق أهدافها المرسومة.

عرفت الجمعية الأوروبية رأس المال المخاطرة على أنه: (كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطرة مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملاً في الحصول على فائض قيمة² مرتفع في المستقبل البعيد نسبياً حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات).

الفرع الثاني: التمويل بالاستدانة

يعتبر التمويل بالأموال الخاصة مصدر تمويل ذو مخاطرة مرتفعة و من ثمة تكلفة أعلى، و في الغالب ما يكون غير كافي لتلبية جميع الاحتياجات المالية المؤسسة وهو الأمر الذي يجعلها تلجأ إلى الاستدانة، و يمكن تقسيم التمويل بالاستدانة إلى قسمين :

1 - دادن عبد الغني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2008/06، ص 25.

2- برهيش سعيد، رأس المال المخاطر بدله مستحدث لتمويل المؤسسات المتوسطة والصغيرة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث - جامعة ورقلة، العدد 2007/05، ص 07.

أولاً: التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل

1) الائتمان التجاري: يعرف الائتمان التجاري على أنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع، وتعتمد عليه بشكل كبير أكثر من المصرفي وغيره من المصادر الأخرى كونه تلقائياً أي يزيد و ينقص حسب حجم النشاط و يتم دون أي إجراءات أو تعهدات رسمية.

2) الائتمان المصرفي: تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية و التشغيلية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات من المؤسسات المالية (البنوك) وتكون على شكلين:

- أ- القرض: هو تسليم المال دفعة واحدة على أن تقوم المؤسسة الوفاء بقيمة القرض و دفع الفوائد عند تاريخ الاستحقاق متفق عليها.
- ب- الاعتماد: وهو مبلغ مالي يمثل حد أقصى لما يمكن أن تقتضيه المؤسسة خلال فترة متفق عليها، وعادة ما يطلق عليها بالسقف الائتماني.¹

توجد عدة أنواع للائتمان قصير الأجل²، و سنتطرق إلى أهمها و المتمثلة في:

1. اعتمادات الخزينة: حيث يقترح البنك على المؤسسة من أجل تمويل احتياجات دورة الاستغلال BFR عادة ما يكون عن طريق اعتمادات الخزينة، و توجد أشكال أخرى من الاعتمادات أكثر ملائمة. ونذكر أبرزها ما يلي:

1.1/ تسهيلات الصندوق: تقدم أساساً في شكل تسيقات على الحساب بغرض منح مرونة للخزينة، بحيث تتيح للمؤسسة تغطية عجز خزنتها الناتج عن التباعد الزمني بين آجال تحصيل الإيرادات و آجال تسديد النفقات، حيث يسمح البنك للمؤسسة بأن يجعل حسابها مدين لمدة لا تتعدى السنة.

2.1/ السحب على المكشوف: يقترح البنك على المؤسسة صيغة المكشوف، عندما تسجل المؤسسة تجاوزاً مستمراً لسقف تسهيلات الصندوق، كما أن المؤسسة لا تطلب هذا النوع إلا إذا كانت في انتظار تحصيلات مالية كبيرة و تكون مدته ما بين بضعة أسابيع أو بصيغة أشهر.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 546-548.

² - بن الضب علي، مرجع سابق، ص 73.

3.1/ الاعتمادات الموسمية: تمنح للمؤسسات التي يتميز نشاطها بالموسمية و مدة دورة الاستغلال إلا أنه العادة تكون لمدة قصيرة.

4.1/ الاعتمادات التخزين: في حالة احتياج المؤسسة لتمويل مخزونها، وتكون لديها في نفس الوقت كمية من المخزونات تستعملها كضمان للحصول على قرض كالتمسيق على البضائع، خصم سند الرهن.

5.1/ الاعتماد المستندي:¹ تستعمل هذا النوع من الاعتماد في المعاملات الدولية، وهو عقد يلتزم به البنك مباشرة أما الغير بناء على طلب العميل الذي بشروط معينة واردة في العقد و مضمونة برهن حيازي على المستندات المثلة للبضائع المصدرة.

2. اعتمادات تحريك الحقوق التجارية: ويقصد بها تحويل المؤسسة لحقوقها التجارية المثلة في الأوراق التجارية أو بإثباتات أخرى كالفواتير إلى البنوك أو مؤسسات مالية متخصصة و تكون على عدة صور:

1.2. الخصم: و يقصد به قيام العميل الحامل للورقة التجارية بتظهيرها تظهيراً ناقلاً للملكية لصالح البنك الذي يقدم للعميل قيمة الورقة التجارية مقتطع منها أجرة خصم هذه الورقة (عمولة).

2.2. طريقة Daily: يقصد بهذه الطريقة تحويل المؤسسة لديونها أو لجزء منها إلى بنك أو مؤسسة مالية متخصصة، خاصة التي تكون ممثلة في الفواتير فهذه الطريقة ذات تكلفة أقل لكن خطر عدم السداد يظل قائماً.

2-3. طريقة l'affacturage: وتمثل هذه الطريقة في عملية تحويل المؤسسة لحقوقها التجارية المؤسسة Facteur²، تدفع للمؤسسة هذه الحقوق مزوعاً منها عمولة و مختلف مصاريف التحصيل من العملاء. وهذه الطريقة تتميز بضمان حسن نهاية الديون و مخاطر عدم السداد تتحمله المؤسسة المتخصصة.

¹ - بن الضب على، مرجع سابق، ص 74.

² - مؤسسة Facteur : منظمة مالية متخصصة في تحويل الديون .

ثانيا: التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل

1- القروض متوسطة وطويلة الأجل

يعد هذا النوع من التمويل بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقرض (المؤسسة) على تسديد فواتر دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى إعادة المبلغ المقرض في المواعيد التي يتفق عليها مع المقرض، و تكون مدته أكثر من سنة و تتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي و إمكانية الطرفين، و قد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة و تحدد مقدار العمولة و مواعيد و طريقة التسديد عند إبرام عقد منح القرض، بالإضافة إلى بعض الضمانات التي قد يطلبها البنك¹.

1. السندات: هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدرها المؤسسة، و تطرح للتداول بهدف الحصول على تمويل طويلة الأجل، حيث يعطي لحامله الحصول على عوائد دورية و القيمة الاسمية للسند نقصد بها القيمة المحددة له في وثيقة الإصدار و تتضمن هذه الوثيقة شروط تحديد معدل الفائدة السنوي الواجب دفعه كامل السند، و يتم تحديد تاريخ الاستحقاق و طريقة تسديد قيمته². و يوجد للسندات عدة أنواع مستحدثة من بينها:

1.2/ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وهي التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية بنسبة أو بسعر محدد بشكل مسبق و بموافقة حاملها، تتيح فرصة تحول حاملها من مقرض إلى مالك³.

2.2/ السندات ذات القيمة الصفرية: تباع هذه السندات بخخص، أي بسعر يقل عن قيمته الاسمية كبديل عن قسائم الفوائد.

3.2/ سندات الدخل: وهي سندات تدفع لحاملها الفوائد عند تحقيق المؤسسة أرباح كافية لتغطية تلك الفوائد.

4.2/ السندات المصاحبة لحقوق شراء أسهم: وهي سندات تصدرها المؤسسة بأسعار فائدة منخفضة نسبيا تعطي لصاحبها الحق في شراء أسهم مستقبلا بسعر يحدد عند شراء السند، و يطلق عليه سعر التنفيذ الذي يكون ثابت أو متغير من طرف المؤسسة⁴.

¹ - عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 169.

² - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 211.

³ - عدنان تابه النعيمي و آخرون، مرجع سابق، ص 173-174.

⁴ - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص 384.

2. قرض الإيجار: هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة يتفق عليها و يكون على صورتين:

أ- الإيجار التشغيلي: ويقصد به استئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه و لا تكون عقود التأجير دائمة و يحق عقد الإيجار قبل انتهاء مدته، وعادة تكون فترة الإيجار أقل من العمر الاقتصادي للأصل.

ب- الإيجار المالي: هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد، و سميت كذلك لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل كلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر.

و يتميز هذا النوع من التأجير بأنه لا يعتبر المؤجر مسؤولاً عن خدمات الصيانة وأن العقد غير قابل للإلغاء لمدة تساوي العمر الافتراضي للأصل، مع بقاء الملكية لمؤسسة قرض الإيجار. ويتم ذلك بقيام المؤسسة بتقديم مواصفات الأصل المراد اقتناؤه إلى مؤسسة قرض الإيجار وتقوم هذه الأخيرة بشراء الأصل للمؤسسة¹.

3. مزايا و عيوب التمويل عن طريق الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل: تتمثل المزايا في ما يلي:

- يعتبر التمويل عن طريق الديون طويلة الأجل أقل تكلفة من التمويل عن طريق الأموال الخاصة كونها أقل مخاطر وبسبب الوفورات الضريبية متولدة عنها؛
- تكاليف ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- ليس للمقرضين حق التصويت في الجمعية العامة؛
- تكلفة التعاقد أقل من تكلفة إصدار السهم.

أما العيوب² فتتمثل في عدة نقاط نذكر منها ما يلي:

- خطر الإفلاس؛
- المخاطر المالية كالتخفيض ربحية السهم العادي؛
- فرض قيود على المؤسسة كعدم الحصول على قروض من جهة أخرى أو عدم بيع الأصول؛
- لا يعتبر متاحاً للعديد من المؤسسات الصغيرة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص 410-412.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق، ص 568-569.

المطلب الثالث : مفهوم الهيكل المالي و محدداته

بعد أن المختلف مصادر تمويل الاحتياجات المالية المتاحة فيبقى على عاتق المسير المالي اختيار التوليفة المثلى التي تسمح بتحقيق مرودية أعلى ومخاطر أقل، و تسمى هذه التوليفة بالهيكل المالي التي تمثل المزيج بين مختلف مصادر التمويل المتاحة سواء تمثلت في الأموال الخاصة أو الاستدانة.

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي

هناك عدة تعاريف مختلفة للهيكل المالي يمكن ذكر منها ما يلي:

- يقصد بالهيكل المالي تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر¹ التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. ويختلف الهيكل المالي بالمفهوم المتقدم عن ما يسمى بمفهوم رأس المال الذي يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية.²
- و يمكن تعريف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مصطلح يشير إلى مصادر التي تعتمد عليها الشركة في الحصول على الأموال لتمويل الأصول عن طريق الاقتراض، وعادة ما تكون هذه القروض من الفوائض المالية المحتجزة، أو القروض، أو الأسهم، أو السندات، أو الائتمان.....الخ.³
- و بالتالي نصل في هذا السياق إلى مفهوم أكثر دقة لهيكل التمويل الأمثل، هو ذلك الهيكل المالي الذي يعظم الأرباح ويرفع بقيمة مطلقة القيمة السوقية للسهم.

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

تتأثر قرارات المؤسسة الخاصة بتشكيل الهيكل المالي بعوامل متعددة نذكر منها :

1/معدل نمو المبيعات ودرجة استقرارها : يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياس لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع المالي، فيلا حظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادي مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات، مما يقع على عاتق المؤسسة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية، حيث ترتبط

¹ - عدنان تابه النعيمي، هاسين كاسب الخرشه، في الإدارة ، مرجع سابق، ص 138.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 401.

³ - علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص 227.

درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا. فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطورة¹.

2- هيكل الأصول : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون، والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.

4- اتجاهات رجال الإدارة : إن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل والتي تكون مرتبطة بأحد الأمرين :

الأول : التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة ، والثاني : الخطر .

فالمؤسسات الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتوزع على عدد كبير من المساهمين ستقوم في حالة الحاجة إلى أموال إضافية بإصدار أسهم عادية مما يترتب عليه تأثير ضئيل في السيطرة على إدارة المؤسسة، مما يحاولون المسيرين الذين يسهرون على مصالح ملاك المؤسسة تجنب خطر استخدام قروض الزائدة عن الحاجة وما يترتب عليه خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة .

ومن ناحية أخرى فإن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المؤسسة. وهذا ليس بالضرورة اعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المؤسسات الصغيرة².

4- مرودية المؤسسة : تلجأ المؤسسة الاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمثلة أساسا في المرودية التي هي منطلق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، حيث كشفت دراسته Marsh على وجود علاقة عكسية بين مرودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، ويقرر الباحث بأن زيادة مستوى المرودية عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر التشغيلية أي هناك علاقة طردية. ومن ثمة تحاول المؤسسة التقليل من المخاطر بالحد من اللجوء للاستدانة .

5- حجم المؤسسة : قد يكون لحجم المؤسسة تأثير على الهيكل المالي³، من خلال الدراسات المقدمة التي تشير إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على معدل الاقتراض داخل الهيكل المالي وقد قدمت عدة أسباب لوجود علاقة

¹ - محمد صالح الخناوي وحلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية والإسكندرية، 2002، ص 318-

319.

² - محمد صالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 342.

³ (www.heelwafurat.com (consulte 14/07/2011).

طردية بين المؤسسة والاستدانة ، أولها تراجع تكلفة الإفلاس في المؤسسات ذات الحجم الكبير ، كما أنها تمتلك إمكانية أكبر في اللجوء إلى الاقتراض بشكل أيسر و تقل عنها نسبة الاقتراض في المؤسسات صغيرة الحجم.

المبحث الثاني : تكلفة التمويل كآلية للاختيار بين مصادر التمويل

بعد تطرقنا لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، نحاول في هذا البحث عرض لمفهوم تكلفة رأس المال و العوامل المؤثرة فيها في المطلب الأول ، و نتناول مختلف معايير المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة ، و التركيز على تكلفة مصادر التمويل باعتبار أن درجة النجاح في السياسات التمويلية تتحدد بدرجة النجاح في الوصول إلى هذه الأموال بأقل تكلفة .

المطلب الأول : مفهوم تكلفة رأس المال و العوامل المؤثرة فيها

الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال

- يمكن تعريف تكلفة الأموال بأنها ¹ " الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة " و عند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل فإن الموقف المالي لأصحاب المؤسسة سيصبح أسوأ مما كان عليه من قبل، مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة، بينما يؤدي تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى (تكلفة الأموال) إلى تحسين الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مع ارتفاع القيمة السوقية لأوراقهم المالية.

و تعرف تكلفة رأس المال (Coût du Capital) ² بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة ، فبني بذلك تكلفة مصادر التمويل ، و تحسب بالعلاقة التالية :

حيث أن: V_{cp} : قيمة الأموال الخاصة ؛

$$CMP = t \frac{V_{cp}}{V_D + V_{cp}} + i \frac{V_D}{V_D + V_{cp}} \dots\dots\dots (04-02) \quad ; \quad V_D: \text{قيمة الديون}$$

t: تكلفة الأموال الخاصة ؛

i: تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة. CMP: التكلفة الوسطية المرجحة (تكلفة رأس المال) ؛

¹ عبد الغفار حنفي و سميرة زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص262.

² دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الميكل المالي، إسهامات النظرية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/04،

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال عوامل مرتبطة بهيكل الأصول، و عوامل مرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأس المال .

1- العوامل المرتبطة بهيكل الأصول

نظرا للخصائص المميزة لكل مصدر و أيضا الحقوق التي يتمتع بها ، فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضين أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم و لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو عدمه، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية أو الإفلاس ، أما حملة الأسهم الممتازة أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل تعرضا لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية ، و هذا نظرا لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، مما يترتب على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل من حيث التكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان متوسط

2- العوامل المرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل

فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل و نسبة كل عنصر فيه ، فقد تقرر المؤسسة الاعتماد على الاقتراض و الأسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط و كل هذا قد يؤثر على تكلفة الأموال¹.

المطلب الثاني : معايير المفاضلة بين مصادر التمويل

يستند متخذ القرار التمويلي إلى مجموعة من المعايير و العوامل للاختيار بين مصادر التمويل المتاحة، و من أهم هذه المعايير المردودية المالية و تكلفة مصادر التمويل التي سيتم التطرق إليها في المطلب الثالث .

الفرع الأول : أثر الرافعة المالية على المردودية

ونعني بالرافعة المالية استخدام أموال الغير (الاقتراض) بتكاليف ثابتة على أمل زيادة الأرباح²، حيث يقيس أثر الرافعة المالية تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، كما يبين الشروط التي تعمل المؤسسة من خلالها على تحسين مردودية الأموال الخاصة بواسطة رفع مستوى الاستدانة داخل الهيكل المالي.

إن أثر الرافعة المالية يفسر المردودية المالية بدلالة كل من المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة، أي الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية¹ و تحسب كل من المردودية الاقتصادية و المالية بالعلاقة التالية :

¹ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية(مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص109.

² علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص229.

1- المردودية الاقتصادية : La Rentabilité Économique

تقيس هذه الأخيرة مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين النتائج المحققة و تحسب بالعلاقة التالية ² :

$$R_e = \frac{R_{exp}(1-IBS)}{AE} \dots\dots\dots(05-02)$$

حيث :

R_e : المردودية الاقتصادية

R_{exp} : نتيجة الاستغلال

AE : الأصول الاقتصادية

IBS : معدل الضرائب

و يمكن تحليل المردودية الاقتصادية بصيغة أخرى :

حيث :

$$R_e = \underbrace{\frac{R_{exp}(1-IBS)}{AE}}_{\text{هامش الاستغلال}} \times \underbrace{\frac{CA}{AE}}_{\text{نسبة دوران الامصل الاقتصادي}} \dots\dots\dots(06-02) \quad CA: \text{رقم الأعمال}$$

¹ زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة

ورقلة، 2009، ص43.

² بن الضب علي، مرجع سابق، ص80 .

2- المردودية المالية : La rentabilité Finance

تعبر المردودية المالية¹ عن مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح و مدى قدرتها على توزيع الأرباح على المساهمين و توجيه الاحتياطات بغية تدعيم مركزها المالي

$$R_f = \frac{R_{net}}{cp} \dots\dots\dots(07-02) \quad \text{و تحسب بالعلاقة التالية}^2 :$$

حيث :

R_f : المردودية المالية ؛

R_{ent} : النتيجة الصافية ؛

CP : الأموال الخاصة .

و يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية³ :

R_{ent} : النتيجة الصافية i : معدل الفائدة (معدل المصاريف المالية)

R_{exp} : نتيجة الاستغلال CP : الأموال الخاصة

R_e : المردودية الاقتصادية AE : الأصل الاقتصادي

R_f : المردودية المالية IBS : معدل الضريبة على أرباح الشركات

$$R_{net} = (R_{exp} + iD)(1 - IBS)$$

$$R_{net} = (R_e \cdot AE - iD)(1 - IBS)$$

$$R_{net} = (R_e(cp + D) - iD)(1 - IBS)$$

$$R_f = \frac{R_{net}}{cp} = \left[\frac{R_e \cdot (cp + D)}{cp} - i \frac{D}{cp} \right] (1 - IBS)$$

¹ Hutin _H et autre ; Op.cit., P 156.

² Vernimen Pierre ; Finance d'entreprise, 5^{ème} édition, DALLOZ, Paris 2002, P311.

³ زغود تير، مرجع سابق، ص45.

$$R_f = \left[R_e + R_e \frac{D}{cp} - i \frac{D}{cp} \right] (1 - IBS)$$

و بالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي :

$$R_f = \left[R_e + (R_e - i) \frac{D}{cp} \right] (1 - IBS) \dots \dots \dots (08-02)$$

حيث : $(R_e - i)$: الفارق بين معدل المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة

$\frac{D}{cp}$: الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي.

$(R_e - i) \frac{D}{cp}$: أثر الرافعة المالية

باستخدام هذه العلاقة نستنتج أثر الاستدانة على المردودية و ذلك وفقا للحالات التالية¹ :

- في حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة ، يكون أثر الرافعة المالية موجب. أي اللجوء إلى الاستدانة مرغوب فيه بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة.
- في حالة المردودية الاقتصادية مساوية لتكلفة الاستدانة أو في حالة انعدام الديون يكون أثر الرافعة المالية معدوم و بالتالي تتساوى المردودية المالية مع المردودية الاقتصادية.
- في حالة المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، يكون أثر الرافعة المالية سالب مما يكون في هذه الحالة الاعتماد على الاستدانة ليس في صالح المؤسسة.

الفرع الثاني : القيود المتحكمة في عملية مفاضلة بين مصادر التمويل

تخضع قرارات المسير المالي بشأن عملية اختيار تشكيلة الموارد المالية إلى مجموعة من القيود التي يمكن اعتبارها في نفس الوقت عبارة عن معايير اختيار بين مصادر التمويل و المتمثلة في ما يلي :

1- قاعدة التوازن المالي الأدنى: تنص هذه القاعدة على أن يتم تمويل الاستثمارات الثابتة بموارد دائمة ، يتم قياس هذا المعيار إما :

- (الأموال الدائمة / الأصول الثابتة) < 1.
- رأس مال العامل الصافي الإجمالي $FRNG > 0$.

¹ إلياس بن ساسي ، و يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 279.

2- قاعدة الاستدانة القصوى : إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي يجب أن يتعدى مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، و التي يمكن قياسها بنسبة الأموال الخاصة / إجمالي الديون.

3- قاعدة القدرة على السداد : تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة، و ذلك باستخدام النسبة التالية :

الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

4- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي : و يستوجب فيها أن يتم تمويل جزء من الاستثمارات ذاتيا، و أن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة¹.

المطلب الثالث : كيفية تقدير تكلفة التمويل

إن تكلفة التمويل تعتبر من أهم معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية، و لحساب هذه التكلفة لا بد من تقدير تكلفة كل مورد تمويل ثم العمل على تحديد التكلفة الوسيطة المرجحة لمختلف هذه المصادر.

الفرع الأول : تقدير تكلفة مصادر التمويل

و يقتضى ذلك، تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي.

أولا : تكلفة الأموال الخاصة : تمثل تكلفة الأموال الخاصة بمعدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين، و يضم هذا الأخير ما يلي :

1- تكلفة الأسهم العادية : تعبر تكلفة الأسهم العادية عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي المتوقعة لتحديد سعر السهم في السوق. و تعدد الطرق المستعملة في حساب هذا المعدل و سوف نقتصر على عرض نموذجين :

¹ إلياس بن ساسي ، و يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 49.

1-1 نموذج جوردن و شابيرو : Le modèle de gordenb et Shapiro

حسب هذا النموذج تكون القيمة السوقية للسهم العادي تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المستقبلية¹، مضافا إليها القيمة الحالية لسعر التنازل عن السهم و يأخذ هذا النموذج شكل المعادلة الآتية :

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{D_1 V_t}{(1+K)^t} \right] + \frac{PV_n}{(1+K)^n} \dots \dots \dots (09 - 02)$$

حيث :

P_0 : القيمة السوقية للسهم ؛

$D_1 V_t$: ربح السهم المتوقع بالنسبة للسنة t ؛

K : تكلفة السهم العادي ؛

PV : سعر إعادة بيع السهم في نهاية السنة n ؛

N : عدد السنوات .

أما إذا ما تم افتراض أن التوزيعات تتزايد بمعدل سنوي ثابت g و لمدة غير محددة و يمكن توضيح النموذج بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{D_1 V_1 (1+g)^{t-1}}{(1+K)^t} \right] = \frac{D_1 V_1}{k-g} \dots \dots \dots (10 - 02)$$

حيث g : معدل النمو مع افتراض $k > g$

أي أن : $\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{التوزيعات للسهم المتوقعة}}{\text{السعر السوقي للسهم}} + \text{معدل النمو}$

و في حالة طرح المؤسسة لأسهم عادية جديدة لابد من خصم مصاريف الإصدار F عن كل سهم من سعر P_0 ²، و توضح بالعلاقة التالية :

$$K = \frac{D_1 V_1}{P_0 - F} + g \dots \dots \dots (11 - 02)$$

¹ فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق ، ص243.

² زغود تبر، مرجع سابق، ص36-37.

2-1 نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF)

حسب هذا النموذج¹، فإن تكلفة السهم العادي عبارة عن العائد المطلوب من قبل المستثمرين كتعويض عن مخاطر السوق التي يتعرضون لها، و التي يتم قياسها بمعامل بيتا β و ينظر هذا النموذج للعائد من خلال المعادلة التالية :

$$K_s = R_f + \beta(K_m - R_f) \dots \dots \dots (12-02)$$

K_s : معدل المرودية المتوقع للورقة ؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر ؛

K_m : معدل الفائدة المطلوب في السوق ؛

β : قياس لخطر السهم .

2- تكلفة الأسهم الممتازة

تعطى حملة السهم الممتاز الحق في الحصول على قسط ثابت من الأرباح، و بذلك فإن تكلفة الأسهم الممتازة تمثل تدفقات نقدية مستمرة لحملة هذه الأسهم² و التي تحسب من خلال المعادلة التالية³ :

$$t = \frac{F}{V_0 - c} \dots \dots \dots (13 - 02)$$

حيث : F : عوائد الأسهم الممتازة ؛

V_0 : القيمة الاسمية للأسهم الممتازة ؛

C : تكلفة الإصدار .

¹ فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص 245.

² حنفي علي، المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة، دار الكتاب للتحديث، القاهرة، 2008. ص 371 .

³ بن الضب علي، مرجع سابق، ص 95.

ثانيا : تكلفة الاستدانة : إن عملية الاقتراض تتوقف على التكلفة و العبء الذي تتحمله المؤسسة .

1- تكلفة القروض الطويلة و المتوسطة الأجل

و تتمثل هذه الأخيرة في معدل الترخين الذي يحقق المساواة بين صافي عوائد القروض و القيمة الحالية لأقساط القروض المسددة إضافة لمصاريف المالية بعد الضريبة و يمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية :

$$M = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RB+FF(1-t)}{(1+k_d)^i} \dots \dots \dots (14 - 02)$$

حيث :

M: أصل القرض ؛

RB: قسط القرض المسدد في نهاية السنة أ ؛

FF: المصاريف المالية بعد الضريبة ؛

k_d : تكلفة القرض ؛

t: معدل الضريبة .

و في حالة تسديد أصل القرض بأقساط ثابتة تكون وفق المعادلة التالية :

$$k_d = k_{d1}(1-IBS) \quad \text{Kd}_1: \text{معدل الفائدة على القرض قبل الضريبة}$$

2- تكلفة السندات : في حالة وجود علاوة التسديد¹، أي أن القيمة المتحصل عليها و المسددة مساوية للقيمة الاسمية مع افتراض غياب تكاليف الإصدار فإن تكلفة الدين تتمثل في المعادلة التالية :

$$K_d = \frac{(1-IBS) \left(R + \frac{1}{n(P_0 - I_0)} \right)}{\frac{1}{2}(I_0 + P_0)} \dots \dots \dots (15 - 02)$$

حيث أن :

I_0 : القيمة الاسمية للسند ؛

¹ زغورد تبر، مرجع سابق، ص41-40.

P_0 : قيمة إصدار السند (القيمة المسددة) ؛

K_d : تكلفة السند بعد الضريبة ؛

R : معدل الفائدة الثابت على السند ؛

IBS : معدل الضرائب ؛

n : مدة القرض .

3- تكلفة قرض الإيجار : و هي عبارة عن المعدل الذي يضمن تساوي نسبة المبالغ المدفوعة مع مقدار المبلغ المتحصل عليه و الذي يحسب وفق المعادلة التالية ¹ :

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{(1-t)L_i + A_i(t)}{(1+K_{cb})} + \frac{VRn}{(1+K_{cb})} \dots \dots \dots (16 - 02)$$

حيث أن :

V_0 : قيمة الاستثمار الممول بقرض الإيجار ؛

L_1 : قيمة الإيجار المدفوع في السنة i ؛

A_i : مخصصات الاهتلاك التي كان من الممكن تقيدها في السنة i ؛

$A_i(t)$: مقدار الخسارة في تقليص الاهتلاكات من الضرائب ؛

VRn : قيمة إعادة شراء الأصل في السنة n ؛

K_{cb} : تكلفة قرض الإيجار .

4- تكلفة الديون قصيرة الأجل

4-1 تكلفة الخصم : يمثل الخصم في مبلغ الآجيو المقتطع من البنك، و يتكون من : سعر الفائدة، العمولة و العلاوة الخاصة بالاعتماد، و مصاريف التحصيل و تحسب التكلفة الحقيقية للخصم بالعلاقة التالية :

$$M - FF = \frac{M}{(1+y_d)^{j+3}} \dots \dots \dots (17 - 02)$$

FF : المصاريف المالية ؛

M : مبلغ الورقة التجارية المقدمة للخصم ؛ حيث : $FF = \frac{M \times i \times (j+1)}{360}$

j : المدة الفاصلة بين تاريخ تظهير الورقة للخصم و تاريخ الاستحقاق ؛

i : معدل الفائدة الاسمي ؛

¹ بن الضب علي، مرجع سابق، ص96.

ا: معدل الفائدة الاسمي ؛

Yd: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للخصم .

2-4 تكلفة السحب على المكشوف : تحسب هذه الأخيرة عن طريق تطبيق المعدل الاسمي للمكشوف، و مبلغ الفوائد الذي يدفع كل ثلاثة أشهر، تحسب التكلفة الحقيقية للمكشوف بالعلاقة التالية :

$$M = \frac{M+CPFD+FF}{(1+Yq)^J} \dots\dots\dots (18-02)$$

حيث :

M: مبلغ العتاد ؛

CPFD: العمولة الجد مرتفعة الخاصة بالمكشوف ؛

FF: الفوائد ؛

Yq: معدل الفائدة الحقيقي اليومي للسحب على المكشوف ؛

J: مدة الانكشاف .

الفرع الثاني : تقدير التكلفة المرجحة لرأس المال

تمثل التكلفة المرجحة لرأس المال في تجميع تكاليف كل مورد و من ثم تحديد التكلفة الإجمالية للتمويل، حيث تستخدم هذه التكلفة كآلية لاتخاذ القرار، و يمكن الأخذ بمبدأ التكلفة الدنيا لتشكيلة التمويل.

و يمكن التعبير عن الوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالمعادلة التالية¹ :

$$K = K_{cp} \cdot \left[\frac{CP}{(CP + D)} \right] + i \cdot \left[\frac{D}{(CP + D)} \right] \dots\dots\dots (19-02)$$

K_{cp}: تكلفة الأموال الخاصة CP (تعطى عادة بمعدل المردودية الأدنى لرأس المال) .

ا: تكلفة الديون D (تعطى عادة نسبة المصاريف المالية إلى مجموع الديون) .

المبحث الثالث : المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي

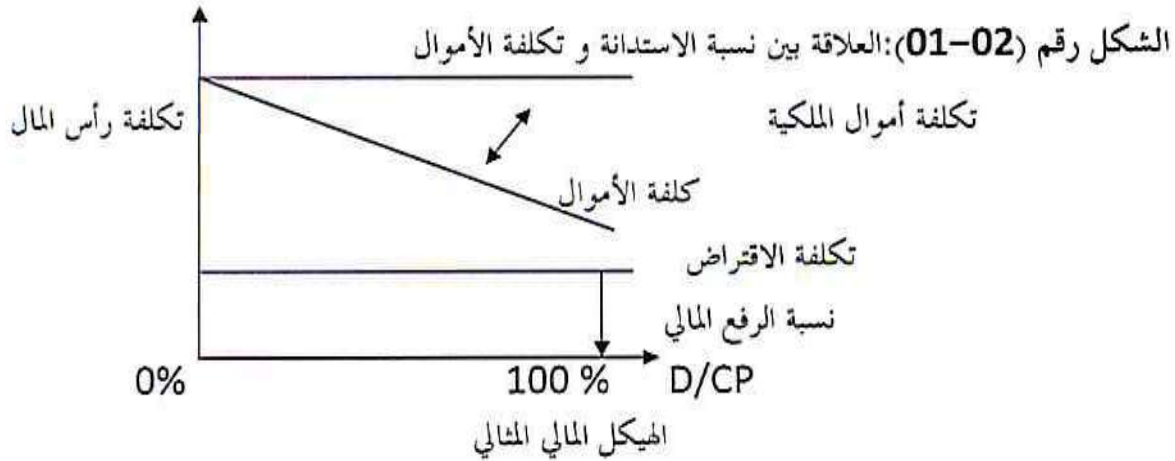
إن موضوع تحديد الهيكل المالي المناسب و مدى ارتباطه بالقيمة السوقية للمؤسسة وبتكلفة الأموال المرجحة، لا زالت تمثل موضوعا جدليا و معقدا لدى المهتمين بالفكر المالي فهناك أكثر من نظرية حاولت صياغة الهيكل المالي التي سوف نتطرق إليها من خلال هذه المطالب.

المطلب الأول: المنظور التقليدي **Approche Traditionnelle**

الفرع الأول : نظرية الربح الصافي **La théorie du bénéfice**

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي¹ أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، و تدنئة تكلفة الأموال، عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، و تقوم هذه النظرية على افتراض أساسي يتمثل في : ثبات تكلفة كل من أموال الملكية و تكلفة الاقتراض، و طالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية

لذا فإن الزيادة في الاعتماد على الاقتراض، يعني الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبيا، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال مع ثبات ربح العمليات، و بالتالي يدل على زيادة الربح الصافي للمساهمين، الأمر الذي يحمل في طياته زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، و لذلك يري أصحاب نظرية الربح الصافي أن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أموال اقتراض فقط و الشكل التالي يوضح ذلك :



المصدر :محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، رجع سابق، ص321.

يتضح من خلال هذا الشكل (01-02) أن كل من تكلفة الاقتراض و تكلفة أموال الملكية لا تتغير عند مختلف مستوى الرفع المالي، إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ارتفاع في

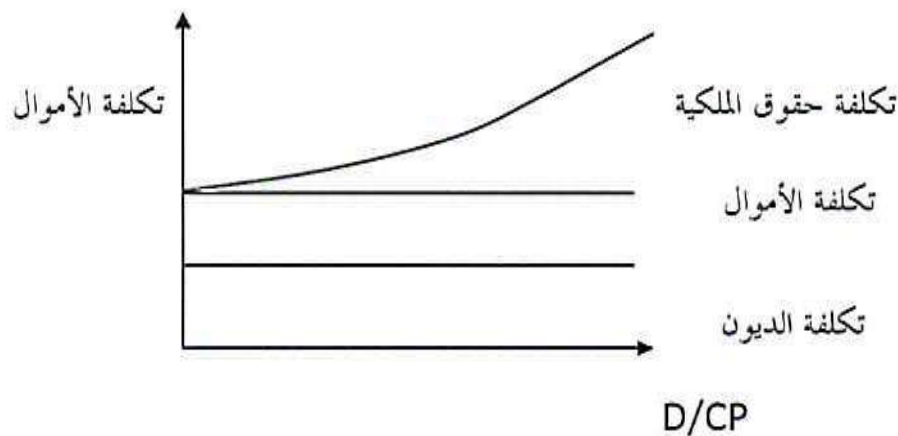
¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص317.

درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون، و بالتالي يطالبون بعائد أعلى، كما يفترض أن تكلفة الزيادة في نسبة الاستدانة يكون المقرضين عرضة لدرجات الخطر المرتفعة، حيث ينتقل جزء من هذه المخاطر التي يتعرض لها المساهمون إلى المقرضين بزيادة نسبة الاستدانة مما يتوقع أن يطالب المقرضين بفوائد أعلى مع الارتفاع التدريجي في نسب الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة.

الفرع الثاني : نظرية صافي ربح العمليات

يفترض أصحاب هذه النظرية¹ أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح التي يطالب بها المساهمون فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، و ذلك بسبب المخاطر المالية. كما يفترض أن زيادة تكلفة الأموال تكون بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة و ذلك بسبب زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الأقل تكلفة

الشكل رقم (02-02): العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة رأس المال



الهيكل المالي الأمثل

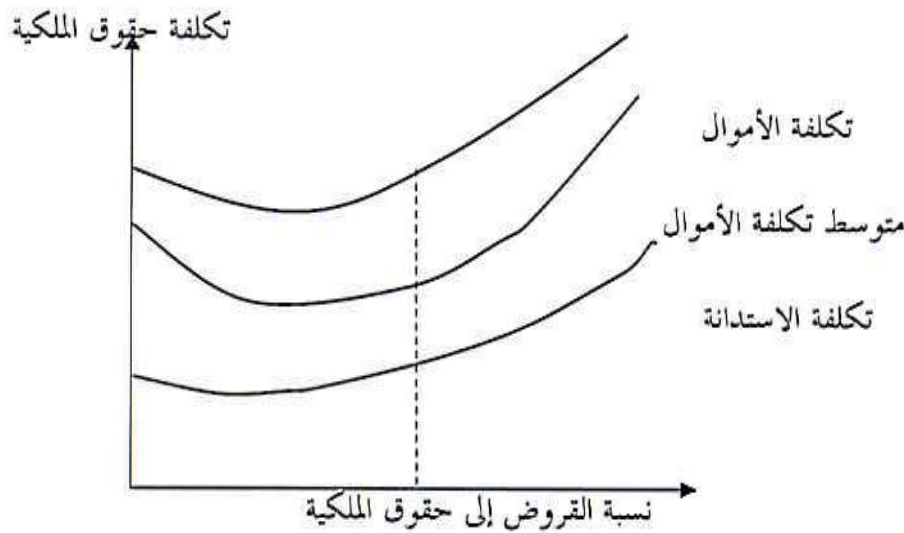
المصدر : منير إبراهيم مهدي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 104
يتضح من خلال هذا الشكل أن تكلفة الاقتراض ثابتة عند مستويات مختلفة من الرفع المالي ، و وجود علاقة طردية بين هذا الأخير و تكلفة حقوق الملكية، مما يجعل تكلفة الهيكل المالي ثابتة و ذلك يعود لزيادة في تكلفة حقوق الملكية و يقابلها انخفاض بنفس القيمة نتيجة الاعتماد على مصادر أقل تكلفة مما يؤدي إلى ثبات قيمة المؤسسة.

¹ منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص 100-104.

الفرع الثالث : النظرية التقليدية (La théorie classique(traditionnelle)

وحسب رأي هذه النظرية¹ أنه يوجد هيكل مالي أمثل يعني وجود نسبة استدانة مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى ، و تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى . و يفترض كذلك أن معدل الأرباح التي يطلبها المساهمون تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة و ذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها الربح الذي يتوقعون الحصول عليه ، حيث تقوم هذه النظرية على أن الاعتماد على الاستدانة في حدود معينة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال بنسبة معينة، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (02-03) : العلاقة بين تكلفة الأموال و تكلفة الاستدانة



المصدر : منير إبراهيم مهدي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 106

يتضح لنا من خلال الشكل (02-03) أن زيادة الاستدانة في حدود معينة يجعل تكلفة الاستدانة و هذا يعود إلى أن قيمة الانخفاض في تكلفة الهيكل المالي نتيجة زيادة نسبة الاستدانة يفوق الارتفاع الناتج عن ارتفاع تكلفة الأموال في هذه الحالة تكون قيمة المؤسسة في ارتفاع إلى أن تصل الحد الأقصى لها².

¹ الزبيدي حمزة محمد، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر، عمان، 2008، ص 547.

² منير إبراهيم مهدي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 103-105.

المطلب الثاني : المنظور الحديث

وفي هذا المدخل سيتم التطرق إلى نظريتين، حيث تتعلق الأولى بنظرية موديقلياني و ميلر، بينما تتعلق الثانية بالنظرية الحديثة للمشروع.

الفرع الأول : نظرية **Modigliani et Miller** انعدام هيكل التمويل الأمثل

يؤكد هذان الاقتصاديان على عدم وجود أمثلية في الهيكل المالي، حيث توصلت هذه الدراسة في ظل جملة من الافتراضات إلى أن تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلهما المالي، كما تمت هذه الدراسة في ظل افتراضات غير واقعية حيث يفترض عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، و أن التوقعات بالنسبة لمختلف المستثمرين مماثلة، و يتم التعامل بالأوراق المالية في سوق رأس مال تتصف بالكمال، مما يعني عدم وجود عمولة وساطة كما يمكن للمستثمرين الاقتراض بنفس معدل الفائدة¹ و من خلال الافتراضات السابقة يمكن التمييز بين حالتين و هما كالتالي :

1- حالة غياب الضرائب : و في هذه الحالة يمكن كتابة الصيغة العامة لأثر الرافعة المالية بالشكل التالي :

$$R_f = R_e + (R_e - 1) D/cp \dots (1)$$

حيث :

R_f : معدل مردودية الأموال الخاصة المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة)

مع العلم أن:

$$CMP = R_f \left[\frac{CP}{(CP + D)} \right] + i \left[\frac{D}{(CP + D)} \right] \dots (2)$$

CMP: تكلفة رأس المال

و يمكن تعويض R_f بقيمتها حسب العلاقة (1) في العلاقة (2)

$$CMP = R_e \dots (20-02).$$

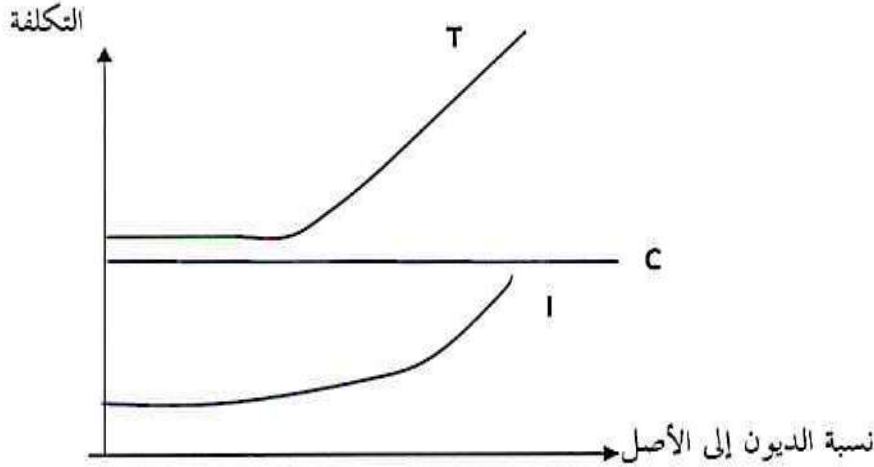
¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سابق، ص363.

و يعني هذا أن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المدودية الاقتصادية الأدنى المطلوب، فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي، مما توصل اليه الباحثان إلى أن زيادة الديون في الهيكل المالي تؤدي إلى :

- انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض ؛
- زيادة تكلفة الملكية تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخص تكلفة القروض بحيث تبقى تكلفة الأموال المرجحة ثابتة .

وبالتالي فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتغير حجم الديون، مما أدى بالخروج إلى نتيجة و هي، أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي¹. و المنحنى البياني الموالي يبين ذلك .

الشكل رقم (02-04): استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



المصدر: دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 110

قامت دراسة هذان الاقتصاديان على افتراض مؤسستان متماثلتان في كل شيء ما عدا في صياغة الهيكل المالي، بمعنى أن القيمة السوقية لأي مؤسسة مقترضة أو غير مقترضة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، كما أنهما أيضا مختلفتان من حيث قيمة الأموال الخاصة و لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية .

فبرهنا على أنه إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس المال المؤسسة المستدينة يكون في صالحهم بيع أسهمهم و استبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تستدين ، مما يؤدي بالضرورة إلى التساوي في قيمتهما .

¹ دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 109.

الفصل الثاني — أساسيات تمويل الاحتياجات المالية

ويطلق على هذه العملية بعملية التحكيم، التي يكون هناك اختلاف من حيث قيمة المؤسستان فهذه العملية كفيلة بإعداد التوازن بينهما، أي أن العوائد التي يحققها مستثمر ما من أسهم المؤسسة الأولى، سوف يترتب على ذلك زيادة المعروض من أسهم المؤسسة الأخرى و زيادة الطلب على أسهم المؤسسة الأولى، و هذا يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة الثانية و ارتفاع القيمة السوقية الأولى، و يستمر هذا الوضع إلى أن تتوازن القيمتان، و إذا حدث العكس فسوف تبدأ عملية المراجعة العكسية.

2- حالة وجود الضرائب : يشير الباحثان على تجربة المؤسستين كما سبق ذكرهما، إلا أنه يضيف في هذه الحالة فكرة حساب التدفقات السنوية، و الجدول التالي يوضح ذلك .

الجدول رقم (01-02) : المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ما عدا الهيكل المالي (تحليل موديقلياني و ميلر)

المؤسسة E2	المؤسسة E1	العناصر
R	R	النتيجة الاقتصادية
D1	0	المصاريف المالية
$(R-Di)(1-\theta)$	$R(1-\theta)$	النتيجة قبل الضريبة IBS ذات المعدل θ
$D0/(R(1-\theta))+Di.\theta$	$R(1-\theta)$	ربح المساهمين ربح المقرضين

المصدر : دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 110.

و تساوي قيمة المؤسسة V_E القيمة المستحدثة للأرباح الموزعة، بمعدل استحداث يتمثل في المعدل المطلوب (t_e) من طرف المساهمين، و العلاقة التالية توضح ذلك.

$$E_1 : V_{E1} = R(1-\theta) - (1-(1+t_e))^{-n}/t_e / n \longrightarrow \infty$$

$$-(1+t_e) - n \longrightarrow 0 \Rightarrow V_{E1} = R(1-\theta)/t_e$$

$$E_2 : V_{E2} = R(1-\theta) - (1-(1+t_e))^{-n} / t_e + D_1.\theta.(1-(1+i))^{-n}/i$$

$$n \longrightarrow \infty$$

$$V_{E2} = R(1-\theta)/t_2 + D_1 - \theta/i$$

$$\Rightarrow V_{E2} = V_{E1} + D_1\theta \dots\dots\dots(21-02)$$

و يسمى المقدار D_0 بالاقتصاد في الضريبة المحقق عن طريق الاستدانة ، و النتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح فإن قيمة المؤسسة المستديمة تساوي إلى نفس قيمة المؤسسة الغير مستدينة ، مضافا إليه مقدار الاقتصاد في الضريبة الناتج عن فوائد الديون، مما يؤدي إلى وجود فارق في كل من قيمتها السوقية و من ثم الاختلاف في تكلفة رأس المال، و تدنئة هذه الأخيرة يعني تعظيم قيمة المؤسسة¹.

وجهت عدة انتقادات لفكرة المراجعة أهمها²:

- تماثل الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة، و ذلك لأن مخاطر الاقتراض على المؤسسة لا تتعدى ثروة المستثمر عند الإفلاس، أما المخاطر الشخصية تفوق ثروة المستثمر ؛
- عدم وجود تكاليف للمعاملات: توجد في الحقيقة تكاليف للمعاملات، قد تفوق قيمتها. قيمة العوائد المتوقعة من عملية المراجعة ؛
- افتراض تماثل معدل الفائدة على القروض الشخصية، و على القروض الممنوحة للمؤسسة، مما يصعب تحقيقه إلى حد كبير.

الفرع الثاني : النظرية الحديثة للمشروع La théorie Moderne de la firme

1- نظرية الإشارة : La théorie du signal

تستند هذه النظرية على أن المعلومات متوفرة و متاحة لجميع المستثمرين، و لكن غالبا ما يتاح للمسيرين كما أكبر من المعلومات التي يمكن توافرها لدى المستثمرين خرج المؤسسة ، مما يكون لذلك من تأثير قوي على هيكل رأس المال حيث تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي ، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين A , B بحيث أن المؤسسات من الصنف A ذات أداء أحسن من المؤسسات ذات الصنف B فمن أجل تصنيف هذه المؤسسات يحدد المستثمرون في السوق مستوى الاستدانة D^* (D^* الاستدانة الحرجة) .حيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D^*

إن اللجوء إلى هذا النمودج يكون مجديا في السوق المالي الذي يتصف بانعدام التناظر في المعلومة الناتجة خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين¹.

¹ دادن عبد الوهاب، مرجع سابق، ص109.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معتصر، مرجع سابق، ص658.

³ إلياس بن ساسي ، يوسف قرشي، مرجع سابق ، ص393

2- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل Pecking order theory

1-2 نموذج Myers 1990:

ضمن هذا النموذج حاول Myers معالجة مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد و ذلك تحت فرضية أن المسكرون يسعون إلى تعظيم قيمة المؤسسة، كما هي مبينة في الميزانية المالية التالية :

الجدول رقم (02-02) : تمثيل الفائض التنظيمي و ثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ بعين الاعتبار التدفقات المنتظرة (cach - Flows)	D: الديون
PVGO+: القيمة الحالية للفرص الاستثمارية	E: الأموال الخاصة
PVTAX-: القيمة الحالية للضرائب	S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

المصدر : إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي، مرجع سابق ، ص393 .

من خلال الجدول (02-02) يتضح بأن المؤسسة التي تسعى لتعظيم قيمة الثروة فإن ذلك يتحقق من خلال زيادة حجم الأموال الخاصة و الفوائض التنظيمية ، في هذه الحالة الرفع في رأس المال يكون أفضل من الاستدانة إذا كان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضروري. فحسب هذا النموذج ترتب أولوية مصادر التمويل حسب التسلسل التالي :أولا التمويل الذاتي ثم الرفع في رأس المال و أخيرا الاستدانة² .

المطلب الثالث : نظرية التوازن La théorie de trade off

تفترض هذه النظرية وجود معدل تمويل أمثل للاستدانة ينشأ نتيجة لمحصلة التوازن بين التأثير

الإيجابي و السلبي للديون، و لقد عرفت هذه النظرية مرحلتين هما كالتالي :

¹ إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ، ص 391 .

² زغود تير، مرجع سابق، ص107.

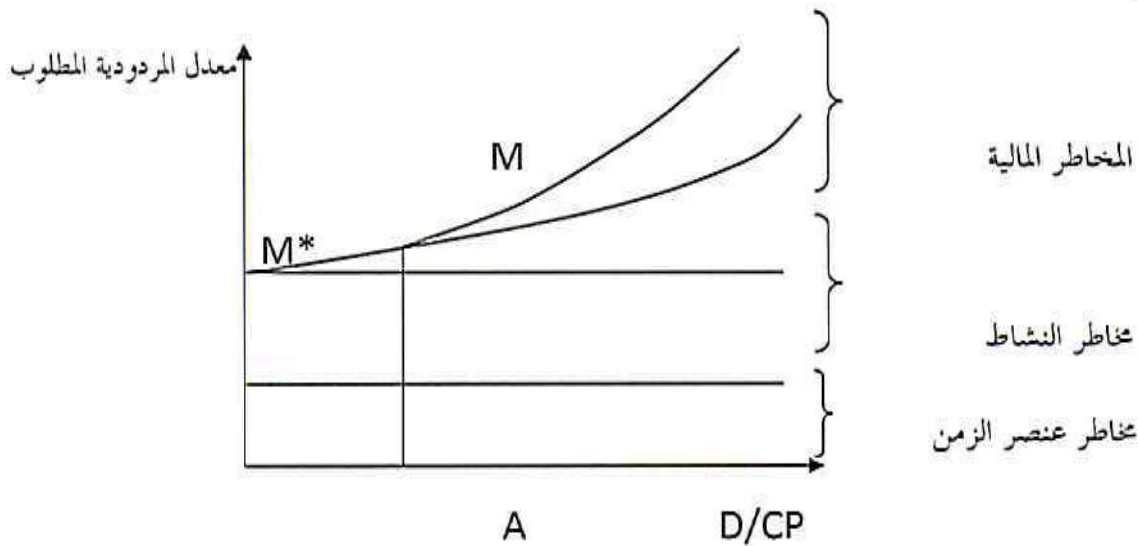
الفرع الأول : نظرية تكلفة الإفلاس

تواجه المؤسسة التي تعتمد في تمويل أصولها الاقتصادية على الاستدانة إلى جانب الأموال الخاصة مخاطر الإفلاس الناجمة عن عدم قدرة سداد الفوائد و أقساط القروض عند تاريخ استحقاقها ، مما يدفع الدائنين باتباع المسلك القانوني لاسترجاع أموالهم و قد يؤدي الأمر إلى إعلان إفلاسها . تتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف المصاريف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس، سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة.

1- كيفية تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة من خلال الأثر الذي تتركه على تكلفة رأس المال

يأخذ المقرضون مخاطر عدم السداد بعين الاعتبار عند منح القروض، و تحديد المعدل المطلوب الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة لحماية أنفسهم من هذه المخاطر فإنهم يقومون بنقلها إلى المالك، أي أنهم يتحملون هذه التكلفة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بطريقة غير مباشرة و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (02-05) : العلاقة بين نسبة الرفع المالي و معدل المردودية المطلوب في ظل وجود تكلفة الإفلاس



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 174.

نلاحظ من خلال الشكل (02-05) أنه عند انعدام نسبة الاستدانة فإن معدل المردودية المطلوب يكون مساويا لتكلفة الأموال الخاصة، و هو يغطي مخاطر عنصر الزمن و النشاط . أما عند بداية الاستدانة فإن معدل

¹ زغود تبر، مرجع سابق، ص 83

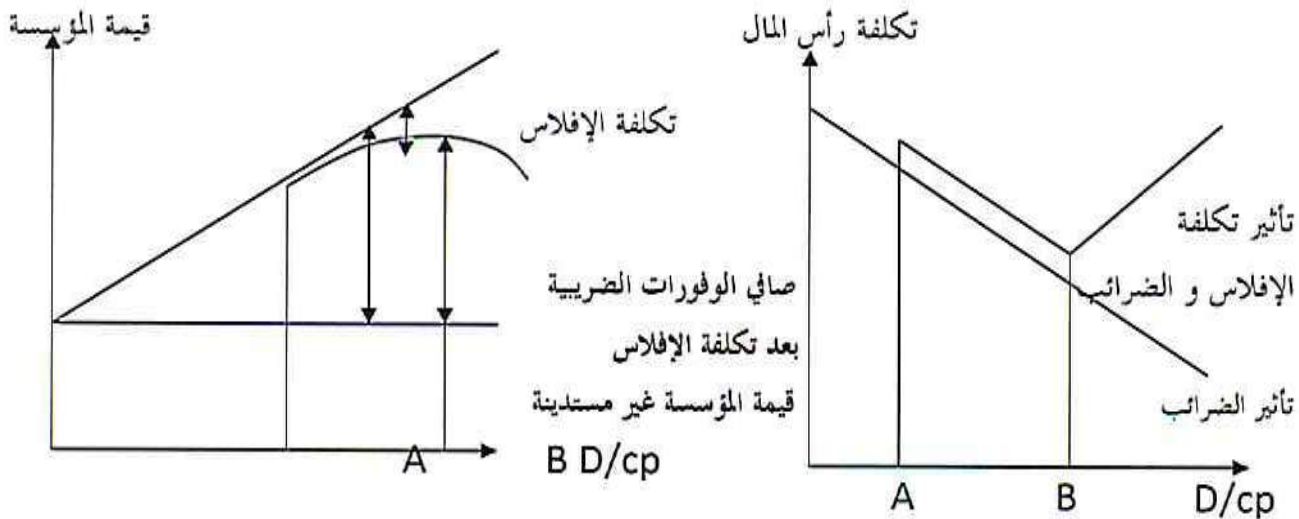
الفصل الثاني ————— أساسيات تمويل الاحتياجات المالية

المردودية المطلوب يكون مرتفع و الذي يعوض إضافة إلى المخاطر السابقين المخاطر المالية أين تفرض وجود حالتين ، حالة وجود تكلفة الإفلاس و حالة عدم وجودها، معدل المردودية يكون متساوي في كلتا الحالتين عند النقطة M أما عند تجاوزها فتبدأ مرحلة خطر الإفلاس و منه ترتفع تكلفة رأس المال بشكل حاد.

2-تأثير تكلفة الإفلاس في ظل وجود الضرائب

تشير نتائج التحليل السابق أن الزيادة في الاستدانة تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال و منه تعظيم قيمة المؤسسة و ذلك في حدود معينة، لكن تجاوز نسبة الاستدانة تظهر تكلفة الإفلاس مما يعطي الاعتماد على الاستدانة خاصيتين متضادتين إحداهما تخفض في تكلفة رأس المال و الأخرى ترفع منه، و يمكن توضيح ذلك في الشكل البياني التالي :

الشكل رقم (02-06) : تأثير تكلفة الإفلاس على تكلفة رأس المال و على قيمة المؤسسة في حالة وجود الضرائب.



المصدر : منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 175، 177.

يتضح من خلال الشكل الموالي¹ أنه عند عدم وجود استدانة فإن تكلفة رأس المال هي تكلفة الأموال الخاصة، و عند البدء في الاستدانة تبدأ تكلفة رأس المال في الانخفاض، حيث لا توجد تكلفة الإفلاس قبل النقطة A، إلا بعد تجاوز هذه النقطة تظهر تكلفة الإفلاس و ذلك بسبب زيادة الاستدانة مما يجعل تكلفة الأموال في انخفاض حتى بلوغ النقطة B ، و بعد هذه النقطة تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع بسبب تجاوز تكلفة الإفلاس قيمة الوفورات الضريبية.

¹ بن الضب علي، مرجع سابق، ص108-109.

أما عن قيمة المؤسسة فتبين أنها في زيادة بسبب الوفورات الضريبية، و التي تفوق تكلفة الإفلاس إلى أن تصل إلى قيمتها القصوى عند γ ، و التي تمثل الحد الأدنى لتكلفة رأس المال، و بعد تجاوز هذه النقطة تبدأ قيمة المؤسسة في التدهور بسبب تكلفة الإفلاس التي تفوق قيمة الوفورات الضريبية.

1- نظرية تكلفة الوكالة La théorie de coût d'agence

الوكالة² هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعي الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه و باسمه ، فيما يتعلق بالمؤسسة.

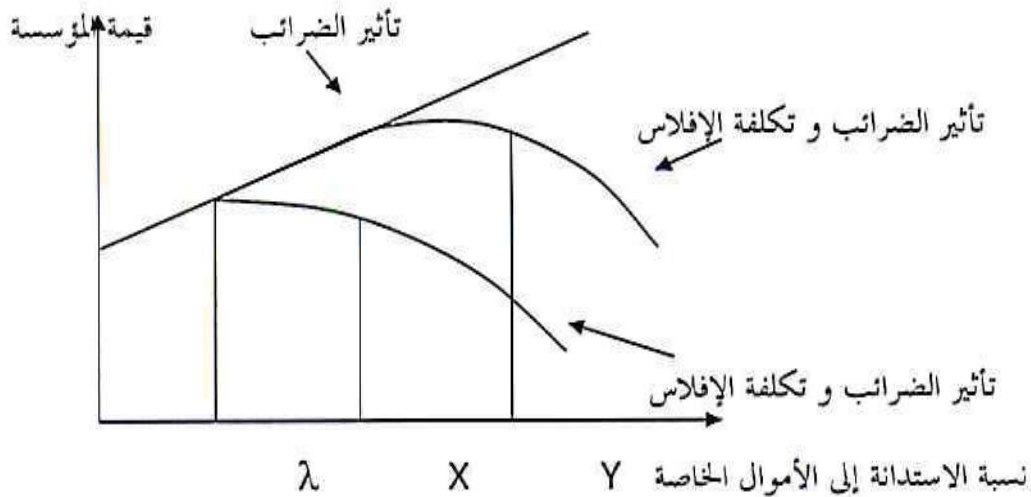
إن هذه العلاقة تكون بين المساهمين و المديرون حيث يتم التنازل عن جزء من سلطتهم، إلا أن علاقة الموكل و الوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدر للتناقض. إن علاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف و هما كالتالي :

أ- تكلفة الوكالة للأموال الخاصة: و تتمثل في النفقات التي يقوم بها المساهمين من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المدراء.

ب- تكلفة الاستدانة : تتمثل في النفقات التي يقوم بها المدينين من أجل ردع المساهمين.

ولتوضيح كيفية تأثير تكلفة الوكالة في ظل وجود تكلفة الإفلاس، و ضرائب على أرباح الشركات، من خلال الشكل التالي¹ :

الشكل رقم (02-07) : تأثير تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 387

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق ، ص381.

¹ بن الضب على ، مرجع سابق ، ص 112 .

يتضح من خلال الشكل (02-07) أن قيمة المؤسسة تصل إلى حدها الأقصى عند λ فتكون تكلفة رأس المال في حدها الأدنى، هذا في حالة وجود ضرائب و تكلفة الإفلاس، و غياب تكلفة الوكالة، لكن وجود تكلفة الوكالة تجعل هناك حد للاستدانة يقل عن النسب المثلى y المتمثلة في النقطة X أين تكون قيمة المؤسسة منخفضة. حيث تكون في هذه الحالة القيمة السوقية للمؤسسة في أقصاها عند X التي تساوي عندها القيمة الحالية لكل من الوفورات الضريبية و القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس و الوكالة و يمكن إعطاء صيغة الموالية لقيمة المؤسسة في هذه الحالة كما يلي :

$$V_E = V_{ENE} + V_{AEI} + V_{ACF} + V_{ACA} \dots \dots \dots (22 - 02)$$

حيث : V_E = قيمة المؤسسة V_{ENE} : القيمة الحالية لمؤسسة غير مستدينة

V_{AEI} : القيمة الحالية للوفورات الضريبية V_{ACF} : القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

V_{ACA} : القيمة الحالية لتكلفة الوكالة

خلاصة الفصل

من خلال معالجتنا لهذا الفصل، تبين لنا أن قرارات التمويل تعد أداة هامة ضمن السياسة المالية للمؤسسة التي تسعى من خلالها إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساساً حول تعظيم قيمة المؤسسة، و تخفيض التكاليف والتقليل من المخاطر المرتبطة بها.

لذا يتاح أما المسير المالي فرصة المناضلة بين مجموعة من المصادر لتمويل الاحتياطات المالية، منها ما هو داخلي مثل التمويل الذاتي أو الرفع في رأس المال، ومنها ما هو خارجي يتمثل في الاستدانة (الرفع المالي) سواء كان تمويل طويل الأجل كالقروض والسندات أو قصير الأجل كالائتمان التجاري والمصرفي ... الخ.

بالرغم من أن للاستدانة عدة إيجابيات إلا أن اللجوء المفرط للاستدانة يؤدي إلى تضخم المصاريف المالية ومن ثم زيادة المؤسسة لتحمل المخاطر المالية. ونظراً لتعدد البدائل التمويلية واختلافها إلا أنه يقع على عاتق الميسر المالي اختيار التوليفة المثلى التي تسمح بتحقيق مردودية أعلى ومخاطرة أقل، و هذه التوليفة تسمى بالهيكل المالي.

إن معرفة تكلفة كل مورد له أهميته كبرى في إيجاد قرارات الهيكل المالي و غالباً ما تتحمل المؤسسة نوعين من التكلفة والتي تتمثل في تكلفة الأموال الخاصة والتي تعبر عن معدل المردودية المفروض، الذي يعوض للمساهم علاوة الزمن وعلاوة المخاطر؛ كما أن تكلفة الاستدانة تعبر عن سعر تكلفة الديون التي عندها تكون المؤسسة أما ما يسمى بتكلفة رأس المال والتي تعرف بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة.

إن مشكلة اختيار هيكل رأس مال قد أثار جدلاً بين الماليين، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها إلا أنه لحد الآن لا يوجد إجماع على نظرية معينة. حيث يرى أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها، ونجد الباحثان موديقلياني وميلر يرفضان هذه الفكرة حيث يرى هذان الأخيران إمكانية وجود هيكل مالي أمثل يادخال كل من الضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والتي يجب أخذها في الاعتبار عند تحديد النسبة المثالية للاقتراض في تحليله ونظراً لعدم وجود إجابة نهائية ظهرت نظريات بديلة لقرار الاقتراض من بينها النظرية التوازنية.

الفصل الثالث :
الدراسة التطبيقية

تمهيد :

تم التطرق في الفصل الأول إلى ماهية قيمة الورقة المالية و أساليب تحديدها ، ثم بعد ذلك تم تقديم حوصلة حول أساسيات التمويل التي تعمل على تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة المتولدة عن دورة الاستثمار ودورة الاستغلال ، أما في هذا الفصل سوف يتم قياس مدى تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية ، وذلك من خلال أخذ عينة من الشركات الأردنية (30 شركة) ، موزعة على كل من قطاع الصناعي و الخدمي و المالي .

تعتبر الأسواق المالية المصدر الرئيسي للتمويل الذي تحتاجه المؤسسات ، فهي عبارة عن مجموعة المؤسسات و الإجراءات التي تسهل عملية تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ، حيث تلعب الأسواق المالية دورا مهما في توزيع الوفورات التي تحقق لدى بعض وحدات الاقتصاد الأردني على تلك الوحدات التي تحتاج إليها لتمويل احتياجاتها للنمو و التطور و بذلك تمكنها من تسيير مشاريعها .

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بسوق عمان المالي (الأردن) ، وعرض لأدائه في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني يتم إعطاء لمحة عن مؤشر العام لبورصة عمان . وفي المبحث الأخير يتم اختبار مدى تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية ، وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط.

المبحث الأول: التعريف بسوق عمان المالي

يعد سوق عمان المالي من الأسواق العربية التي تتجه إليها الأنظار ويشار إليها بالبنان من قبل الكثير من المهتمين، وذلك بفضل ما شهدته من تطور على المستوى التنظيمي والتقني ويمكن التعرف على سوق عمان المالي من خلال المطالب الآتية.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة عمان

1- نشأة بورصة عمان:

صدر قانون الأوراق المالية في الأردن عام 1998 وتم بموجبه إنشاء هيئة الأوراق المالية كخلف قانوني لسوق عمان المالي وأصبحت الجهة تتولى عمليات التشريع والإشراف والرقابة. وأنشئت بورصة عمان في 11 آذار عام 1999، كمؤسسة مستقلة إدارياً ومالياً تدار من قبل القطاع الخاص ولا تهدف إلى الربح و أوكل إليها القيام بالدور التنفيذي كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في الأردن تحت رقابة هيئة الأوراق المالية¹.

كما أنشئ مركز إيداع الأوراق المالية بموجب القانون كمؤسسة مستقلة تدار من قبل القطاع الخاص و كجهة وحيدة مصرح لها بالحفظ الأمين للملكية الأوراق المالية والإشراف على عمليات التسوية و التقاص.

2- رسالة البورصة:

- تعتبر بورصة عمان أحد أهم وأحدث البورصات في المنطقة و في العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعلها محط اهتمام وجذب المستثمرين المحليين والأجانب.
- توفير سوق عادل للتعامل بالأوراق المالية يمتاز بدرجة عالية من الشفافية و الكفاءة و السيولة و العمق.
- القيام بدورها في خدمة و تنمية الاقتصاد الوطني.

3- أهداف البورصة:

- تهدف البورصة بشكل رئيسي إلى توفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوي: العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وترسيخ أسس التداول السليم و العادل من خلال :
 - وضع وتطبيق الإجراءات وأساليب العمل الكفيلة بضمان تداول كفو و شفاف.
 - توفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات و الوسائل التقنية الحديثة.
 - مراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات.
 - وضع معايير التدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائها.

¹ Source: [\(http://ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86%\)](http://ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9-%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86%) (consulte le30/05/2011).

- إعداد التقارير ونشر المعلومات عن أنشطة البورصة.
- إقامة علاقات تعاون مع البورصات والجمعيات و المنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات¹.

4- مجلس إدارة البورصة:

- يتألف مجلس إدارة البورصة من سبعة أعضاء:
- عضوين يمثلان البنوك المرخصة كوسطاء والوسطاء المملوكين من قبل البنوك أو التابعين لها.
- عضوين يمثلان الوسطاء من غير المذكورين أعلاه.
- ثلاثة أعضاء من قطاع الأهلي من ذوي الخبرة في المجالات القانونية والمالية والاقتصادية يعينهم مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية .

5- عضوية البورصة:

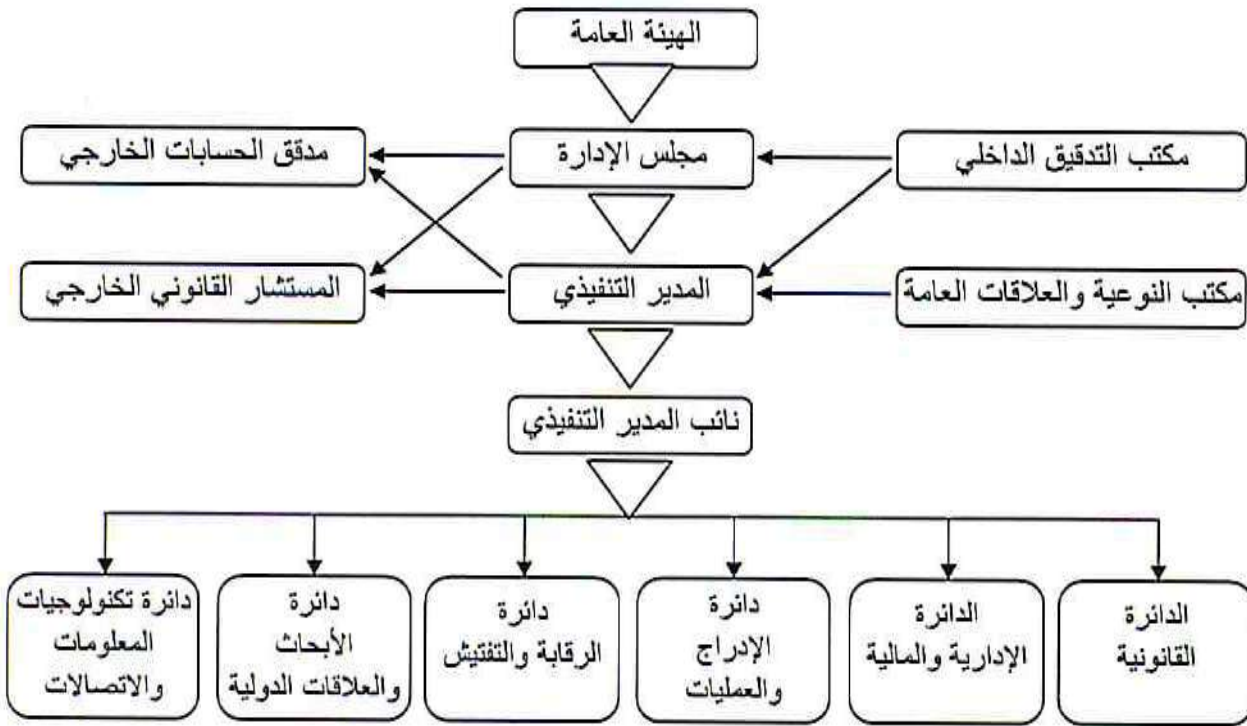
- تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسائط لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

6- الهيكل التنظيمي للبورصة:

لسوق عمان المالي هيكل تنظيمي مبين في الشكل الوالي:

¹http://www.ase.com (consulte le 02/06/2011) نشرة تعريفية لبورصة عمان

الشكل رقم (03-01): الهيكل التنظيمي لبورصة عمان



Source : www.exchang.jo(consulte 31/05/2011)

نلاحظ من خلال الهيكل التنظيمي أن في القمة الهيئة العامة، والتي هي أعلى سلطة من مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، كما نلاحظ أن الهيكل التنظيمي به مكتب تدقيق داخلي ومن مدقق حسابات خارجي على كل من مجلس الإدارة والمدير التنفيذي مما يعطي صورة حسنة مبدئياً على تنظيم البورصة، إضافة إلى ذلك وجود مكتب النوعية والعلاقات العامة الذي له علاقة مباشرة مع المدير التنفيذي، وهذه الأخيرة يلجأ إلى المستشار القانوني الخارجي أثناء القيام بعمله داخل البورصة، كما نجد أقل درجة من المدير التنفيذي نائله الذي يتولى الإشراف على مجموعة من الدوائر المتنوعة في البورصة¹.

7- البنية التشريعية :

قامت بورصة عمان منذ إنشائها بإصدار مجموعة من الأنظمة والتعليمات اللازمة لضمان تحقيق البورصة لأهدافها ومهامها على مستوى عالٍ من الكفاءة والعدالة والتي تم وضعها بناءً على المعايير الدولية في هذا المجال، وقد قامت بورصة عمان مؤخراً بمراجعة وتعديل كافة أنظمتها وتعليماتها لمواكبة التطورات الدولية.

¹ نشرة تعريفية لبورصة عمان (www.ase.com.jo) (consulte le 31/05/2011)

7-1 النظام الداخلي :

يتضمن مجموعة من الأحكام تتعلق بتشكيل الهيئة العامة للبورصة ومجلس إدارتها ومديريها التنفيذي إضافة إلى التزامات الأعضاء وإجراءات التفتيش عليهم والتحقيق وفرض العقوبات على المخالفين لأحكام التشريعات.

7-2 تعليمات إدراج الأوراق المالية :

حددت الأسواق التي يتم التداول من خلالها بأوراق المالية كما حددت شروط الإدراج في هذه الأسواق وحالات النقل بين الأسواق وإلغاء الإدراج وإيقافه، ومتطلبات إدراج السندات ووحدات الاستثمار بالإضافة إلى تنظيم عملية إدراج الأوراق المالية الأردنية في البورصات الأردنية وكذلك إدراج الأوراق المالية غير الأردنية في بورصة عمان.

7-3 تعليمات تداول الأوراق المالية:

تضمنت إجراءات تداول الأوراق المالية في البورصة من خلال نظام التداول الإلكتروني ومعايير السلوك المهني لأعضاء البورصة وكافة الأمور الإدارية والتنظيمية المتعلقة بالتداول الإلكتروني.

7-4 تعليمات الإفصاح :

حددت البيانات والمعلومات الواجب على البورصة الإفصاح عنها، كما بينت المعلومات والبيانات والتسجيلات التي تعتبر سرية ولا يجوز الإفصاح عليها إلا من قبل الموظفين المعيّنين.

7-5 النظام الداخلي لحل المنازعات:

يشمل النظام على آلية واضحة ومحددة لحل النزاعات بين أعضاء البورصة (شركات الوساطة المالية) وبينهم وبين عملائهم عن طريق التحكيم.

8- تداول الأوراق المالية في البورصة:

وتشمل الأوراق المالية في بورصة عمان بصورة خاصة ما يلي¹:

- أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول ؛
- إسناد القرض الصادرة عن الشركات ؛
- الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة ؛
- إيصالات إيداع الأوراق المالية ؛
- الأسهم والوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك ؛
- إسناد خيار المساهمة ؛
- العقود آنية التسوية و العقود أجله التسوية ؛
- حقوق الاكتتاب ؛

¹www.exchange.jo (consulte le 28/05/2011) دليل الاستثمار لبورصة عمان

- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع ؛

ويتم التداول في بورصة عمان حالياً بـ: الأسهم، السندات، حقوق الاكتتاب.

المطلب الثاني: الواقع العملي لبورصة عمان

بعد التطرق إلى الإطار التنظيمي لبورصة عمان ، سنحاول في هذا المطلب عرض للواقع العملي لبورصة عمان ، حيث نتناول فيه النشاط في الواقع وعادة يتمثل النشاط الرئيسي للسوق المالي في تداول الأوراق المالية.

1 - الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية :

يتم التداول في الأوراق المالية ببورصة عمان على مستوى عدة أنواع التي تتمثل فيما يلي ¹ :

أولاً - السوق النقدي : وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل و عادة تكون تواريخ استحقاقها أقل من سنة ، وتهدف إلى توفير السيولة ومن أمثلتها أذونات الخزينة ، وشهادات الإيداع.

ثانياً : سوق رأس المال : وهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية طويلة الأجل مثل الأسهم و السندات. وتهدف هذه السوق إلى تحويل الفوائض النقدية إلى وحدات العجز لفترة أكثر من سنة وتتكون من سوقين يتم تقسيمهما حسب معايير السيولة و الربحية للشركات :

1. السوق الأولية : يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة والتي تسهم في زيادة تكوين الرأسمالي .
1. السوق الثانوية: يجرى في هذه التعامل بالأوراق المالية بعد إصدارها والاكتتاب بها وذلك وفق إطار قانوني والأنظمة والتعليمات المعمول بها .

وهناك سوق آخر يطلق عليها سوق السندات ، وهو عبارة عن جزء من السوق الثانوي الذي يتم من خلاله التعامل في قاعة التداول بالسندات الحكومية وإسناد القرض الصادرة عن المؤسسات المساهمة العامة والشركات .

2- قطاعات الشركات :

لقد قامت بورصة عمان بعمل توزيع قطاعي جديد للشركات المدرجة في البورصة بما يتماشى مع المعايير العالمية في هذا المجال ، و بموجب هذا التوزيع فقد تم تصنيف الشركات المدرجة في البورصة إلى ثلاث قطاعات رئيسية وهي:

أولاً - القطاع المالي : ويضم أربعة قطاعات فرعي تتمثل في :

قطاع البنوك ، و قطاع التأمين ، و قطاع الخدمات المالية ، و قطاع العقارات .

ثانيا - قطاع الخدمات : ويضم ثمانية قطاعات فرعية وتمثل في :

قطاع الطاقة و المنافع ، و قطاع التعليم ، و قطاع التكنولوجيا و الاتصالات ، و قطاع الصحة ، و قطاع الخدمات التجارية ، قطاع الإعلام ، قطاع النقل ، قطاع السياحة و الفنادق .

ثالثا - قطاع الصناعة : ويضم أحد عشر قطاعات فرعية و التي تتمثل في :

الصناعات الدوائية ، الصناعات الكيماوية ، الورق و الكرتون ، الطباعة و التغليف ، الأغذية و المشروبات ، التبغ و السجائر، التعدين والصناعات الإستخراجية ، الصناعات الهندسية و الإنشائية، الصناعات الكهربائية، الصناعات الزجاجية و الخزفية ، الأنسجة و الجلود .

3- نشر المعلومات :

أصبح موضوع نشر المعلومات من المواضيع الهامة و التي يمكن اعتبارها أحد المقاييس الهامة على كفاءة وعدالة وشفافية أي سوق ، و في هذا المجال قامت بورصة عمان بما يلي:

- بث معلومات التداول لأسعار الأسهم و الرقم القياسي أثناء جلسات التداول من خلال شريط متحرك Ticker Tape على موقعها على شبكة الإنترنت www.exchang.jo .
- نشر معلومات التداول من خلال الهواتف الخلوية و الرسائل القصيرة .
- توقيع اتفاقيات مع مزودي البيانات .
- بث أسعار أسهم الشركات المتداولة على التلفزيون الأردني من خلال قنواته و محطة CNB Arabia المتخصصة بالتغطية التلفزيونية للأخبار الاقتصادية على المستوى العالمي .
- إنشاء قاعة للمستثمرين و تزويدها بأحدث الوسائل و التقنيات اللازمة لخدمتهم و تمكينهم من متابعة مجريات التداول بشكل حي و مباشر.
- تطبيق نظام التداول الإلكتروني الفرنسي NSC – Unix .

4- آلية التعامل في البورصة :

- اختيار إحدى شركات الوساطة المالية المرخصة العاملة في بورصة عمان .
- إبرام اتفاقية خطية مع شركة الوساطة تتضمن بيان الخدمات التي ستقدمها شركة الوساطة و العمولات التي ستتقاضاها الشركة .
- إعطاء شركة الوساطة تفويضا لكل عملية بيع أو شراء .

- التأكد من تسجيل التفويض على سجل أوامر الوسيط ومعرفة ترتيب الأمر المعطى بالنسبة لباقي الأوامر المقدمة للوسيط.

5 - التقاص و التسوية :

تتم إجراءات التقاص و التسوية من قبل مركز إيداع الأوراق المالية على أساس التسليم مقابل الدفع بحيث لا يتم نقل ملكية الأوراق المالية المباعة إلا بعد سداد ثمنها ، علما بأن فترة التسوية في اليوم الثاني من تاريخ التداول (T+2) . و يتم نقل ملكية الأوراق المالية المودعة من حساب العميل البائع لدى الوسيط البائع إلى حساب العميل المشتري لدى الوسيط المشتري بموجب قيود إلكترونية . وبناء على الملف اليومي للتداول الوارد للمركز من السوق ، حيث تبقى الأوراق المالية عالقة في حساب المشتري لحين إتمام إجراءات تسويتها ودفع ثمنها .

يتم إجراء التسويات المالية بين الوسطاء من خلال المركز بموجب تحويلات مالية من حسابات الوسطاء إلى حسابات التسوية الخاصة بالمركز لدى البنك المركزي الأردني الذي تم اعتماده كبنك تسوية ، وبعد ذلك يعمل المركز على تحويل هذه الأموال إلى الوسطاء المستحقين لها ويعمل كذلك على تحويل ونقل ملكية الأوراق المالية المعنية .

6- أوراق التداول : يتم التداول في بورصة عمان يوميا من الأحد إلى الخميس حسب المواعيد التالية :

9:30 - 9:35 مرحلة ما قبل الافتتاح (إدخال الأوامر وتعديلها وإلغائها) لسوق السندات ؛

9:35 مرحلة الافتتاح لتداول السندات ؛

9:35- 9:55 مرحلة التداول المستمر للسندات؛

9:30- 10:00 مرحلة ما قبل الافتتاح للسوقين الأول و الثاني ؛

10:00 مرحلة الافتتاح لتداول شركات السوقين الأول و الثاني؛

10:00- 12:00 مرحلة التداول المستمر للسوقين الأول و الثاني ؛

12:00- 12:15 مرحلة الصفقات لكافة الأسواق .

7- عمولات التداول :

جدول رقم (03-01): عمولات التداول في بورصة عمان

الورقة المالية	الحد الأدنى للعمولة	الحد الأعلى لعمولة
الأسهم	5.4 دينار لكل ألف	7.4 دينار لكل ألف
السندات	0.5 دينار لكل ألف	1.00 دينار لكل ألف
الوحدات الاستثمارية	2.00 دينار لكل ألف	2.2 دينار لكل ألف

3.4 دينار لكل ألف للعمليات التي تزيد قيمتها عن 100.000 دينار يستوفي الوسيط عمولة تحسب من القيمة السوقية للأوراق المالية لعملياتي الشراء و البيع .

8- علاقة السوق مع الأسواق المالية الأخرى : تعد بورصة عمان عضو فاعل في المنظمات و الاتحادات التالية :

- إتحاد أسواق المال العربية ؛
- إتحاد البورصات الأوروبية - الآسيوية FEAS ؛
- الإتحاد الدولي للبورصات WFE ؛
- المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO ؛
- ترأس بورصة عمان لجنة العمل في الإتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية ؛
- ترأس بورصة عمان لجنة مستخدمي نظام التداول الفرنسي NSC-Unix ؛
- ترأس لجنة عمان اللجنته المشرفة على الموقع الإلكتروني الخاص بالمؤسسات ذاتية الرقابة (SRO) في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO ؛
- وقعت بورصة عمان مذكرات تفاهم وتعاون مشتركة مع عدد من البورصات العربية و العالمية¹ .

¹نشرة تعريفية لبورصة عمان (www.asc.com.jo.consulte le30/05/2011)

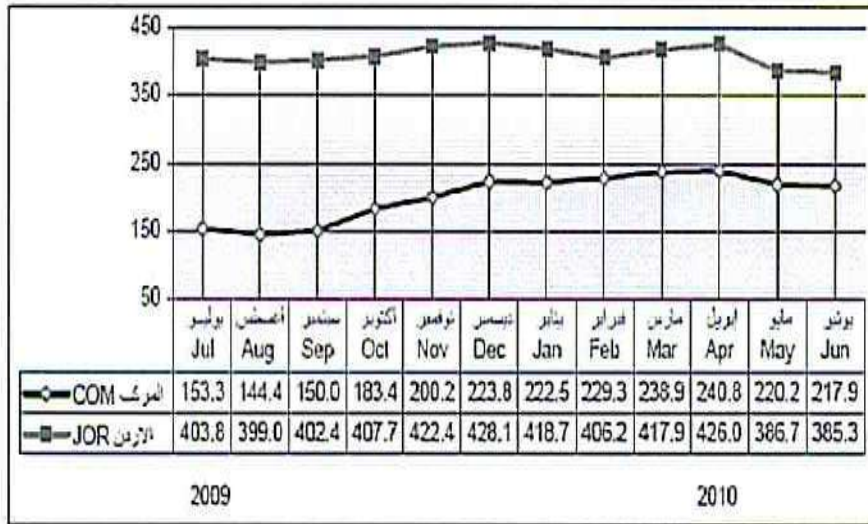
المطلب الثالث : تطور و أداء بورصة عمان

من خلال المطلبين السابقين إعطاء صورة عن كيفية سير بورصة عمان ، أما في هذا المطلب سوف يتم عرض لتطورات ذات الصلة بأداء السوق .

أولاً - الأداء : نستهل أداء بورصة عمان بنمو مؤشر السوق.

1- المؤشر : لقد سجلت مؤشرات الأسعار في بورصة عمان تراجعاً خلال الربع الثاني من عام 2010 مما أدى إلى تراجع مؤشر صندوق النقد العربي لهذه البورصة بنسبة 7.8 % و ذلك مقابل تراجع خلال الربع الأول الذي بلغت نسبته 2.4 % من العام نفسه . أما مؤشر بورصة عمان ، فقد تراجع بدوره بنسبة 6.7 % خلال الربع الثاني ليصل إلى 2348.6 نقطة في نهاية جويلية 2010 ، فيما كان هذا المؤشر قد سجل تراجعاً عن الربع الأول بلغ مقداره 0.6 % و الشكل التالي يبين هذا النمو .

الشكل رقم (03-02) : تطور مؤشر بورصة عمان خلال الفترة جويلية 2009 - جوان 2010



نسبة التغير بين الفترةين (%)	يونيو 2010 June	ديسمبر 2009 Dec 2009	نسبة التغير بين الفترةين (%)	يونيو 2010 June	مارس 2010 March
-10.0	385.3	428.1	-7.8	385.3	417.9

المصدر : صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق العربية ، العدد 61 -

2010

ما يلاحظ من خلال الشكل أن في السداسي الثاني من السنة 2009 شهد معدلات نمو مقارنة بالسداسي الأول لسنة 2010 الذي شهد تحسناً في معدل النمو ، ويبدو من الشكل شبه استقرار في المؤشر

المركب ، أما المؤشر العام من سنة 2009 فقد شهد انخفاضا مستقر ،ومن ثم بدأ يعرف ارتفاعا شبه مستقر حتى السداسي الأول لسنة 2010¹ .

عرف مؤشر صندوق النقد العربي تراجعاً بنسبة 8.8 % خلال الربع الثاني من سنة 2010 مقابل نسبة ارتفاع بلغت 6.8 % خلال الربع الأول من عام الجاري .

وقد بلغت نسبة التراجع في مؤشرات الصندوق خلال الربع الثاني من سنة 2010 ، لدى سوق عمان المالي بنحو 7.8 % ، وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2010 نجد أن هذه المؤشرات التي يحسبها الصندوق كانت قد شهدت خلال هذا الربع ارتفاعات في جميع الأسواق العربية باستثناء سوق دبي وسوق عمان وسوق الخرطوم ، حيث تراجعت مؤشرات الصندوق لسوق عمان بنحو 2.4 % .

2 - الشركات المدرجة ببورصة عمان

توجد ببورصة عمان 276 شركة في الربع الثاني من سنة 2010 موزعة بالتصنيف القطاعي المشار إليهما سابقا . لقد بلغت القيمة السوقية للشركات المدرجة ببورصة عمان نحو 29.36 مليار دولار في نهاية الربع الثاني من سنة 2010 ، أي أقل بنحو 1.3 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من نفس العام ، حيث تحتل المرتبة الثامنة من حيث تراجع القيمة السوقية على المستوى العربي ، ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للشركة الواحدة ، قد بلغ 106.8 مليون دولار في نهاية الربع الثاني من سنة 2010 فيما انخفضت أسعار 262 شركة مدرجة ، ارتفعت أسعار 13 شركة فقط و ذلك خلال هذا الربع الثاني .

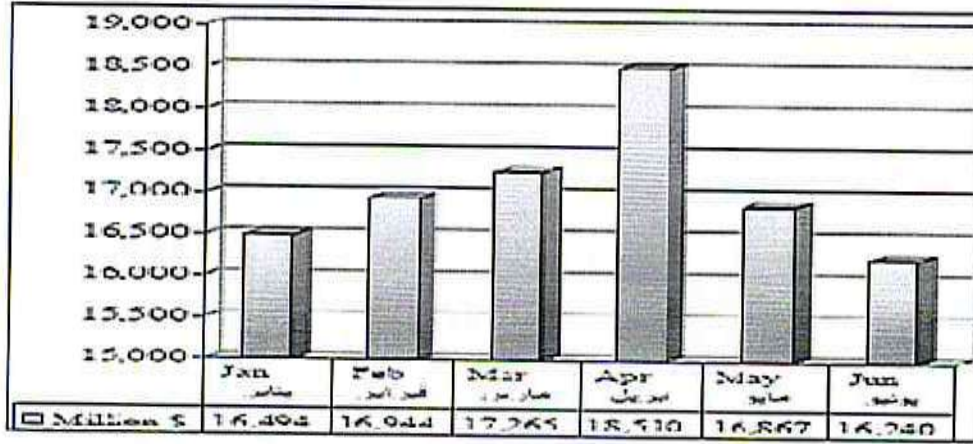
3 - الأسهم المتداولة :

3 - 1 / القيمة السوقية للأسهم المتداولة :

لقد بلغت قيمة الأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الربع الثاني 2010 نحو 3.12 مليار دولار ، مقابل قيمة بلغت 2.84 مليار دولار عن الربع الأول من العام نفسه ، أي بارتفاع بلغت نسبته 9.8 % و الشكل الثاني يبرز تطورها .

¹ صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 61-2010 .

الشكل رقم (03-03) : تطور القيمة السوقية للأسهم المتداولة لسوق عمان خلال السداسي الأول لسنة 2010



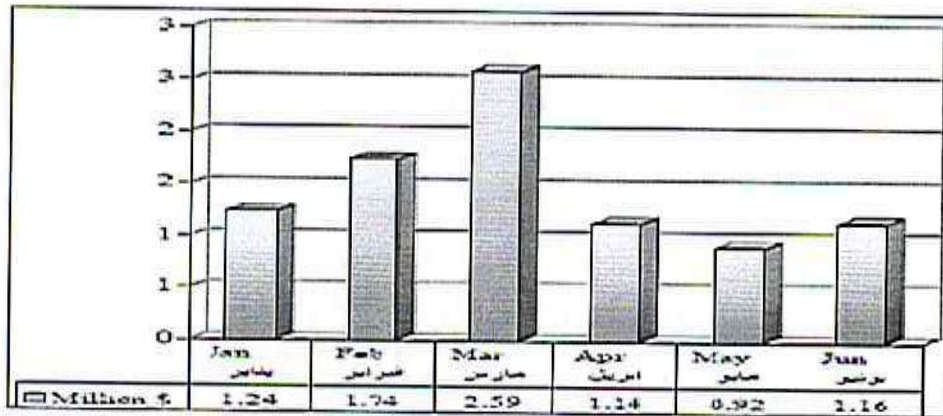
المصدر : صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية للقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 61 - 2010.

يتضح من الشكل أعلاه أن القيمة السوقية للأسهم المتداولة في تذبذب طفيف حيث أنها في شهر جانفي بلغت الحد الأقصى لها ، وبعد ذلك انخفضت في شهر فيفري وبقيت مستقرة عند تلك النسبة في شهر مارس ، وارتفعت مرة أخرى في شهر أبريل وبعد هذا الشهر وهي في تراجع .

3 - 2 / متوسط التداول اليومي :

شهد متوسط التداول اليومي في الربع الأول من السنة 2010 زيادة بنحو 44.4 مليار دولار ليصل إلى 48.8 مليار دولار عن الربع الثاني . ويذكر أن المتوسط اليومي قد بلغ 54.8 مليون دولار عن العام الماضي 2009 .

الشكل (04-03) : تطور مؤشر التداول اليومي لبورصة عمان خلال السداسي الأول لسنة 2010 .



المصدر: صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 61 - 2010.

نلاحظ من خلال الشكل أن مؤشر التداول اليومي غير مستقر ، حيث أنه في شهر جانفي بدأ بالانخفاض إلى غاية شهر مارس شهد ارتفاع إلى أن سجل أقصى قيمة له في شهر أفريل ومن ثم عرف تراجعاً في الأشهر الأخرى الباقية من السداسي الأول من سنة 2010 .

3-3/ معدل دوران السهم :

شهد معدل دوران السهم في الربع الأول من سنة 2010 ارتفاعاً من 9.3 % إلى 10.6 % في الربع الثاني من نفس العام¹.

ثانياً : تطورات ذات صلة بأداء الأسواق

وتحت هذا العنوان سوق يمكن إعطاء نبذة الاقتصاد الأردني وبعض الإصلاحات والإجراءات المتخذة في هذا المجال ، وذلك مروراً بتطور كل من ما يلي :

1- الناتج المحلي الإجمالي : تشير التقديرات إلى أن الناتج المحلي الإجمالي سينمو بنسبة حقيقية تبلغ نحو 4.1 % خلال سنة 2010 ، مقابل معدل نمو يبلغ 2.3 % في سنة 2009 ، علماً أن البيانات المتاحة عن الربع الأول من سنة 2010 تظهر أن الناتج المحلي الإجمالي قد نما بالأسعار الثابتة وعلى أساس سنوي 2.0 % خلال الربع مقارنة بنسبة بلغت 3.6 % خلال الربع المماثل من العام الماضي ، ويعكس ذلك تباطؤ نمو القطاعات السلعية و تراجع الضرائب على المنتجات .

2-2 - التضخم والعرض النقدي : لقد بلغ معدل التضخم المقاس بالتغير النسبي في الرقم القياسي لأسعار المستهلكة نحو 4.9 % عن الشهور الخمسة الأولى من سنة 2010 ، وذلك مقابل 1 % فقط عن الفترة نفيها من السنة 2009 .

أما فيما يتعلق بالعرض النقدي ، قد بلغ معدل نمو السيولة المحلية نسبة 2.6 % خلال الأشهر الخمسة الأولى من سنة 2010 ، لتبلغ نحو 20540 مليون دينار في نهاية شهر ماي 2010 . كما قام البنك المركزي خلال السداسي الأول من سنة 2010 على خفض أسعار الفائدة بواقع 50 نقطة أساس ، حيث خفض سعر إعادة الخصم إلى 4.25 % وخفض سعر إعادة الشراء إلى 4 % .

3 - الإيرادات و النفقات العامة :

بلغت الموازنة العامة لدولة الأردن قد سجلت عجزاً بلغ مقداره 30.4 مليون دينار عن الشهور الأربعة الأولى من سنة 2010 ، مقابل عجزاً عن الفترة المماثلة من السنة الماضية 2009 بلغ مقداره 325.8 مليون

¹ صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 61-2010 .

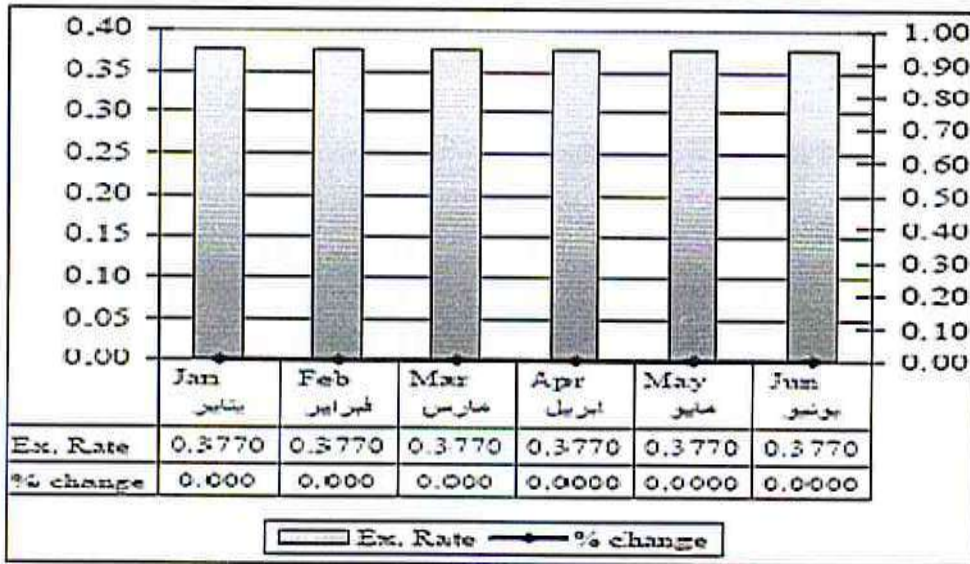
دينار. كما قد ارتفعت الإيرادات العامة بنسبة 6.9% وذلك نتيجة زيادة حصيلية كل من المساعدات والإيرادات المحلية ، كما قد شهدت النفقات العامة انخفاض بنسبة 10% وذلك نتيجة انخفاض الإنفاق الاستثماري .

4 - الميزان التجاري : لقد ارتفعت الصادرات الكلية خلال الشهور الأربعة الأولى من سنة 2010 بنسبة 2.9% مقارنة مع الفترة المماثلة من سنة 2009 لتبلغ 1614.7 مليون دينار . أما الواردات الكلية فقد ارتفعت هي الأخرى بنسبة 9.4 خلال الفترة نفسها لتصل إلى نحو 3302.3 مليون دينار. وبذلك يكون الميزان التجاري قد عجز ارتفعت نسبه الى 16.4%¹.

3 - سعر الصرف : لقد شهد سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي استقرار تام في الربع الأول من سنة 2010 ، أي انه لم يشهد أي تغير ، كما قد سجل سعر الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي في الربع الثاني من سنة 2010 انخفاضا بلغ قيمته 0.0282 دينار لكل واحد دولار، مسجلا بعد ذلك معدل نمو يصل إلى أعلى قيمة له بمقدار 0.0706 مقارنة بالربع الأول وهو ما يبرزه الشكل التالي:

الشكل رقم (03-05): تطور سعر الصرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال السداسي

الأول 2010



المصدر: صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية: العدد 61-

2010

¹ نفس المرجع السابق

المبحث الثاني : لمحة عن المؤشر العام لبورصة عمان

نحاول تحت هذا العنوان إعطاء لمحة سطحية حول مؤشر بورصة عمان ، الذي يقوم باحتساب مؤشر

الأسعار ويدعى هذا المؤشر بالرقم القياسي .

المطلب الأول: التعريف بمؤشر بورصة عمان

تعد الأرقام القياسية من المؤشرات الهامة في الأسواق المالية التي تدل على مستويات أسعار الأسهم وتحديد

الاتجاه العام للأسعار .

1- مفهوم الرقم القياسي :

- هو أداة تساعد المستثمر على تحديد الاتجاه العام لأسعار الأسهم وقياس التغيرات التي تطرأ عليها خلال فترة معينة مقارنة مع فترة أخرى.
- كما يعرف أيضا على انه أداة إحصائية لقياس التغير في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق ويساعد في التعرف على اتجاهات السوق وتطور أسعار الأسهم .

2/ أشكال الرقم القياسي :

تقوم بورصة عمان باحتساب رقمين قياسيين لأسعار الأسهم ، إحداهما مرجح بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة والآخر بسيط (غير مرجح) . ويتم اختيار عينة الشركات الداخلة في الرقم القياسي بناء على معايير القيمة السوقية وعدد أيام التداول وعدد العقود المنفذة وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة ومعدل دوران السهم .

2-1- الرقم القياسي غير المرجح :

بدأ احتساب الرقم القياسي غير المرجح لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي في سنة 1980 ، حيث تم اختيار عينة مكونة من 38 شركة من كافة القطاعات وذلك لاحتساب الرقم القياسي العام وأصبح حاليا 70 شركة ، وقد تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من جانفي 1980 كفترة أساس بحيث تكون قيمة الرقم القياسي 100 نقطة . وقد تم تغيير سنة الأساس لتصبح في نهاية ديسمبر 1991 ، كما قد تم أيضا تغيير قيمة الأساس إلى 1000 نقطة اعتبارا من مطلع سنة 2004 .

2 - 2 - الرقم القياسي المرجح :

2 - 2 / 1 الرقم القياسي المرجح بالقيمة السوقية

وبعد دراسات إحصائية مكثفة ، بدأ سوق عمان المالي منذ مطلع عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح كفترة أساس (الرقم القياسي = 100 نقطة) ، تم تغيير في سنة 1991 بالقيمة السوقية وتم تحديد 31 ديسمبر 1000 نقطة اعتباراً من بداية سنة 2004 . ويقوم هذا الرقم على أساس اختيار عينة مكونة سبعين شركة ممثلة للسوق في سنة 2001 وتم زيادتها إلى 100 شركة في سنة 2007 ، ولاختيار هذه العينة فقد تم اعتباراً على خمس المعايير السابق ذكرها التي تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها ، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة .

2 - 2 / 2 الرقم القياسي المرجح بالأسهم الحرة

إن نتيجة التطورات العالمية¹ في مجالات احتساب الأرقام القياسية وبهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق ، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي مبني على الأسهم في السوق ويخفف حدة تأثير الشركات ذات القيمة السوقية العالمية .

إن احتساب هذا الرقم يستند على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول Free Float في الشركات وليس بعد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة ويعتمد هذا الأسلوب عدد كبير من المؤسسات الدولية التي تقوم باحتساب أرقام قياسية لمعظم دول العالم ، وتعتبر من أكبر الشركات العالمية في خدمات التزويد بالأرقام القياسية مثل مؤسسة ستاندرد آند بورز S&P's والـ FTSR Group وشركتي داوجونز وستوكس Dowjones Indexes and Ttoxx .

يتم احتساب الأرقام القياسية في بورصة عمان بناء على آخر أسعار الإغلاق ، متوفرة للشركات التي هي ضمن العينة ويتم نشر هذه الأرقام بشكل يومي ، ولتمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة ، ويتم مراجعة بشكل دوري كل 3 أشهر من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في بورصة بحيث تضاف الشركات النشطة إلى العينة ويتم سحب الشركات غير النشطة ، ويمكن إجراء بعض التعديلات الطارئة وذلك في حالة إيقاف شركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات .

المطلب الثاني : طريقة احتساب الأرقام القياسية

يقوم سوق عمان المالي بحساب مؤشر الأسعار وذلك من خلال احتساب الرقم القياسي الذي يساعد على تحديد الاتجاه العام لأسعار الأسهم ويمكن توضيح ذلك أكثر فيما يلي.

1/ - الرقم القياسي لأسعار الأسهم غير المرجح : يعطي الرقم القياسي غير مرجح أوزانا متساوية لكافة الشركات العينة بعض النظر عن قيمتها السوقية أو سعر سهمها ، وتعطى الأهمية في هذا الرقم للتغير النسبي في أسعار الأسهم .

ويمكن القول بأن هذا الرقم يستخدم في تقييم المحافظ الاستثمارية التي توزع استثماراتها من حيث القيمة بالشاوي بين كافة الشركات. ويتم احتساب الرقم القياسي العام غير المرجح و الأرقام القياسية القطاعية باعتماد على أسلوب المعدلات الهندسية (الوسط الهندسي) حسب الصيغة التالية¹ :

$$\text{Index (t) = Exp (Ln(10)*S) *1000 \dots\dots\dots (01-03)}$$

حيث :

$$s = \sum_{i=1}^n (\log(P_{ti}/P_{oi})/n)$$

Exponential : إقتران أسي للأساس e (العدد النيري) ؛

Ln : لوغاريتم للأساس e ؛

Log : لوغاريتم للأساس (10) ؛

Index(t) : الرقم القياسي في الزمن t ؛

P_{ti} : سعر إغلاق السهم في الزمن t ؛

P_{oi} : سعر السهم في فترة الأساس t ؛

N : حجم العينة ؛

t : الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي .

إن خصائص المعادلة المستخدمة في احتساب هذا الرقم أنها تأخذ اللوغاريتم للأساس (10) لنسب أسعار المقارنة إلى أسعار الأساس لشركات عينة الرقم القياسي ، إضافة إلى قدرتها على تهذيب القيم الشاذة في نسب

[http:// www.ase.com.jo/ar/node/820](http://www.ase.com.jo/ar/node/820)(consulte 10/05/2011)

تغير الأسعار التي يتأثر بها الوسط الحسابي المستخدم في هذه الصيغة ، ومن ثم جمع لوغاريتمات نسب الأسعار و القسمة على عدد شركات العينة واستخراج معكوس اللوغاريتم للأساس 10 وضرب الناتج في (1000).

2 - الرقم القياسي لأسعار الأسهم المرجح بالقيمة السوقية

من مميزات هذا الرقم القياسي اعتماده على أسلوب الترجيح بالقيمة السوقية لشركات العينة ، حيث تعطى لكل شركة وزنا بقدر ما تشكل قيمتها السوقية من القيمة السوقية للعينة ككل ، وتم تحديد 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس وقد شكلت القيمة السوقية لشركات العينة ما نسبته (90%) من القيمة السوقية ككل وكما هو الحال في الرقم القياسي غير المرجح يتم احتساب أرقام قياسية قطاعية مرجحة . ولاحتماب الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية و الأرقام القياسية القطاعية تستخدم الصيغة العامة التالية :

$$\text{Index (t)} = (\text{Mt}/\text{Bt}) * 1000 \dots\dots\dots(02-03)$$

$$\text{Bt} = \text{Bt} - 1 * (\text{Mt}/\text{Mad})$$

$$\text{Mad} = \text{Mt} - \text{It} - \text{Nt} + \text{Qt} - 1$$

حيث :

(t-1) : عند فترة الأساس ؛ Index = 1000

القيمة السوقية للعينة = القيمة الأساسية (B₁=M₁)

t: الزمن الذي يتم فيه احتساب الرقم القياسي ،

Index(t): الرقم القياسي عند الزمن t؛

M_t: القيمة السوقية لشركات العينة عند الزمن t وتساوي مجموع حاصل ضرب أسعار إغلاقات في عدد

الأسهم المكتتب بها في الفترة t؛

B_t: القيمة الأساسية وهي القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها المكونة للعينة في فترة الأساس

Mad: القيمة السوقية المعدلة عند الزمن ، وعن طرق احتسابها يتم إجراء كافة التعديلات على الرقم القياسي من

حيث زيادة رؤوس الأموال أو إضافة أو سحب بعض الشركات من العينة ؛

I_t: القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من أسهم الشركات المكونة لعينة الرقم القياسي عند t .

N_t: القيمة السوقية لأي شركة أضيفت إلى العينة خلال الزمن ؛

Q_{t-1} : القيمة السوقية لأي شركة كانت في عينة الرقم القياسي خلال الفترة السابقة وتم سحبها () خلال الزمن ؛ وهي عبارة عن قيمة معدلة لتساوي القيمة السوقية في فترة الأساس .

ويتم إجراء التعديلات على الرقم القياسي عن طريق احتساب القيمة السوقية المعدلة لاستبعاد أي تغيرات في القيمة السوقية التي تكون ناجمة عن عوامل أخرى غير التغير في حركة الأسعار الأسهم مثل الإصدارات الجديدة وإدخال أو إخراج شركة إلى/ من العينة مما يساهم في تمكين الرقم القياسي من عكس الصورة الحقيقية لتغيرات الأسهم . حيث إن قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية أو بتجزئة القيمة الاسمية للسهم أو بتخفيض رأسمالها لا يؤثر على القيم السوقية للشركة وبالتالي لا يستدعي إجراء أية تعديلات على الرقم القياسي .

3- الرقم القياسي العام المربح بالأسهم الحرة

من مميزات هذا الرقم القياسي هو إعطاء تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق ، لا يتحيز بشكل أكبر فرصة للشركات الصغيرة والمتوسطة للتأثير على تحركاته كما تم اختيار الرقم (1000) نقطة كقيمة أساس للرقم القياسي في نهاية سنة 1999 . ويستند احتساب هذا الرقم على الترحيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة .

ويتم استخدام الصيغة التالية لاحتساب الرقم القياسي العام $Index_t$:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{ti} \times S_{ti} \times F_{ti})}{D_t} \dots\dots\dots(03-03)$$

حيث :

P_{ti} : سعر إغلاق سهم الشركة في الزمن (اليوم) t ؛

S_{ti} : عدد الأسهم المدرجة في للشركة i في الزمن (اليوم) t ؛

F_{ti} : معامل الشركة i في الزمن (اليومي) t ؛

D_t : مقام Divisor الرقم القياسي في الزمن (اليوم) t .

إن بورصة عمان تقوم باحتساب رقم قياسي مرجح بالأسهم الحرة ، بحيث يتم احتساب القيمة السوقية لكل شركة عن طريق العدد الكلي للأسهم المدرجة مضروباً بأخر سعر إغلاق سهم الشركة مضروباً في رقم يسمى بالمعامل . وهذا المعامل هو عبارة عن رقم أكبر من الصفر وأقل من الواحد ويتم احتسابه بناءً على

نسبة الأسهم الحرة في الشركة والتي تمثل الأسهم الكلية للشركة مطروحا منها الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة و المساهمون الذين يملكون (05%) فأكثر وملكيات الحكومة .

المبحث الثالث: دراسة تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية

بعد مناقشة وعرض مختلف المقاربات النظرية المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في الفصول السابقة، نخصص هذا القسم للجانب التطبيقي المتعلق بإشكالية تأثير السياسة التمويلية على قيمة الورقة المالية، وذلك بدراسة عينة عشوائية من الشركات المدرجة بسوق عمان المالي خلال الفترة الممتدة ما بين 2006.2008.

المطلب الأول: الإطار العام لدراسة الحالة

أولا: عينة الدراسة تمثل عينة الدراسة في 30 شركة مدرجة بسوق عمان المالي، موزعة بين كل من القطاع الصناعي، المالي، والخدمي. حيث إن هذه العينة مختارة عشوائيا دون أخذ أي اعتبارات .

ويمكن عرض توزيع العينة على القطاعات من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (03-06): توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات.

المجموع	الصناعي	الخدمي	المالي	القطاع
30	08	10	12	عدد الشركات في العينة
%100	%26.7	%33.3	%40	النسبة المئوية %

المصدر : من إعداد الطالب

ثانيا: حدود الدراسة : تمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2007/01/01-2009/12/31 والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة اثر السياسة التمويلية على قيمة الورقة المالية . أما الحدود المكانية فتتمثل في سوق عمان المالي؛ الذي يعتبر من بين ابرز الأسواق المالية العربية من حيث الرسملة ، وحجم التداول ، وعدد الشركات وغيرها من المعايير الأخرى .

ثالثا: تصميم دراسة الحالة

1-متغيرات الدراسة :

1-1 المتغير التابع : يتمثل في متغير واحد وهو سعر الإقفال الذي يعبر عن مؤشر السوق .

1-2 المتغير المستقل : يضم أربع متغيرات تتمثل فيما يلي :

-الديون قصيرة الأجل DATCP :تتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل على الأموال الخاصة ؛

- الديون طويلة الأجل DLTCP :تتمثل في نسبة الديون طويلة الأجل على الأموال الخاصة ؛

- إجمالي الديون DTCP : تتمثل في نسبة إجمالي الديون على الأموال الخاصة ؛

- قدرة التمويل الذاتي CAF : التي تتمثل في النتيجة الصافية و مخصصات الاهتلاكات و المؤونات على الأموال الخاصة .

ولا بد من استبعاد احد المتغيرات الهيكل المالي ، و المتمثل في إجمالي الديون كونه يمثل المجموع الجبري للديون الطويلة الأجل و القصيرة أي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها .

2-الأسلوب الإحصائي المعتمد : تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة ، ودراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة ، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 03 .

3-فرضيات الدراسة التطبيقية :

H_1 : تأثير كل من الاستدانة و الأموال الخاصة على القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) .

H_2 : هناك تأثير بنسبة كبير الموارد الذاتية (قدرة التمويل الذاتي) على قيمة السوقية للورقة المالية .

H_3 : هناك علاقة إحصائية بين نسبة الديون و القيمة السوقية للورقة المالية لشركات المدرجة في بورصة عمان .

المطلب الثاني : دراسة تأثير سياسة اختيار الهيكل المالي على قيمة الورقة المالية

قبل البدء في بناء النماذج و اختبار الفرضيات ، لابد من وضع شكل لمعادلة نبني منه النموذج الكلي

هذه الحالة التي تأخذ الصورة التالية :

نقترح معادلة النموذج كالتالي :

$$VB = F(DATCP, DLTCP, CAFCP) \dots\dots\dots(04-03)$$

حيث أن :

VB : القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) ؛

DATCP : نسبة الديون قصيرة الأجل على الأموال الخاصة ؛

DLTCP : نسبة الديون الطويلة الأجل على الأموال الخاصة ؛

CAFCP : نسبة قدرة التمويل الذاتي على الأموال الخاصة .

أولاً : اختبار وتقدير النموذج الكلي:

اختبار وتقدير النموذج الكلي المتمثل في المتغير التابع (القيمة السوقية للورقة المالية) و المتغير المستقل المتمثل في نسبة الديون بنوعيهما القصيرة و الطويلة ، و قدرة التمويل الذاتي كلها قسمة الأموال الخاصة وعليه يتم وضع المعادلة التالية :

$$VB = C + \beta_1 DATCP + \beta_2 DLTCP + \beta_3 CAFCP + \epsilon_t \dots\dots\dots (05-03)$$

حيث أن :

$C, \beta_1, \beta_2, \beta_3$: معلمات النموذج الكلي ؛

ϵ_t : البواقي .

ومن خلال هذه المعادلة ونتائج المتحصل عليها من معطيات المأخوذة من بورصة عمان ، و باستخدام البرامج الإحصائية Eviews 03 يمكن الحصول على ملاحظة ونتائج هذا الاختبار من خلال الشكل التالي :

الشكل رقم (03-07) : تقدير النموذج الكلي لاختبار التابع (VB) و المتغيرات المستقلة

(DATCP,DLTCP,CAFCP)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.19E+09	3.64E+08	3.260248	0.0031
DATCP	-0.013587	0.150641	-0.090192	0.9288
DLTCP	-0.139681	0.275394	-0.507206	0.6163
CAFCP	8.622262	2.220406	3.883191	0.0006
R-squared	0.392569	Mean dependent var		1.66E+09
Adjusted R-squared	0.322481	S.D. dependent var		1.89E+09
S.E. of regression	1.55E+09	Akaike info criterion		45.28939
Sum squared resid	6.28E+19	Schwarz criterion		45.47622
Log likelihood	-675.3408	F-statistic		5.601067
Durbin-Watson stat	2.139679	Prob(F-statistic)		0.004230

المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews 03

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمالية إحصائية فيشر و المتغيرات التابعة في علاقة ذات دلالة مع القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) .

كما نلاحظ أيضا أن معامل التحديد الذي يعبر عن نسبة تأثير كل من المتغير المستقلة على المتغير التابع VB ، بمعنى القدرة التفسيرية للنموذج والتي تقدر قيمته بـ 0.3925691 مما يدل على أن المتغيرات تفسر القيمة السوقية للورقة المالية بنسبة تقارب 40% .

وبعد تقديرنا للنموذج وبناء العلاقة السابقة يمكن كتابة معادلة جديدة مقدره بالصياغة التالية :

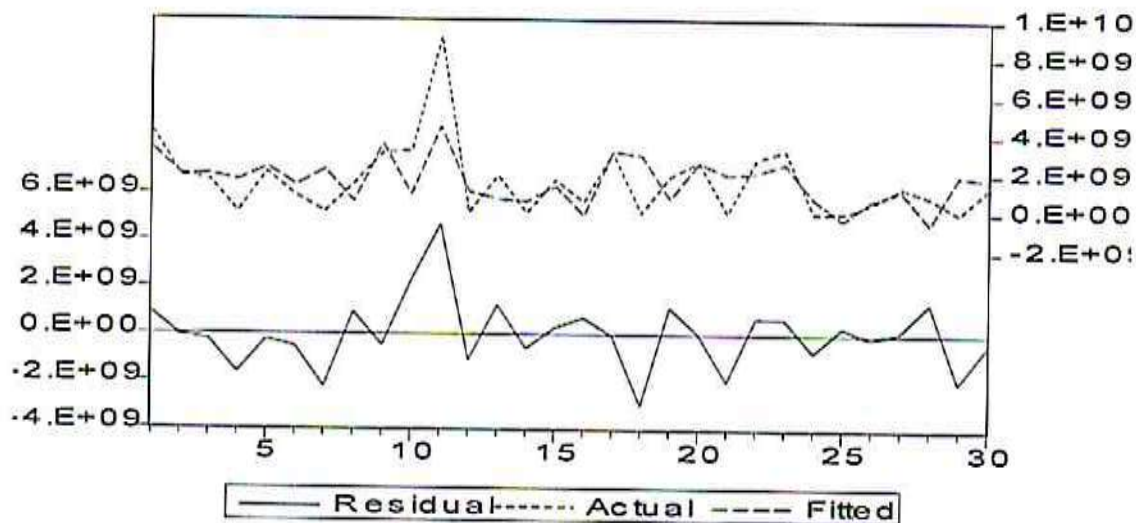
$$\overline{VB} = 1.19 - 0.013 \text{ DATCP} - 0.139 \text{ DLTCP} + 8.622 \text{ CAFCP} \dots\dots(06-03)$$

وبالتالي وجود هناك علاقة خطية ذات دلالة بين المتغير VB و المتغيرات المستقلة (DACP, DLCP,)

(CAFCP

1- شكل النموذج الكلي الأصلي المقدر :

الشكل رقم (03-08) : مقارنة بين السلسلة الأصلية لنموذج و السلسلة المقدره



المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews 03 .

من خلال الشكل أعلاه يمكننا ملاحظة بعض التطابق بين منحنى السلسلة الأصلية و منحنى السلسلة المقدره . و هذا من شأنه أن يعطي لنا فكرة حول مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للقيمة السوقية للورقة المالية (السهم) و المتغيرات المستقلة (DATCP,DLTCP,CAFCP) ، و بالتالي فإن معظم نقاط السلسلة الأصلية نقاط شاذة غير أنها صغيرة ، بينما في تقديرنا للسلسلة الثاني نلاحظ أن معظم النقاط تقع داخل مجال [-2 ، 2] في حين أن بواقي الأخطاء كلها بالتقريب داخل مجال الثقة مع بروز القيم الشاذة و الشكل أعلاه يوضح ذلك أكثر .

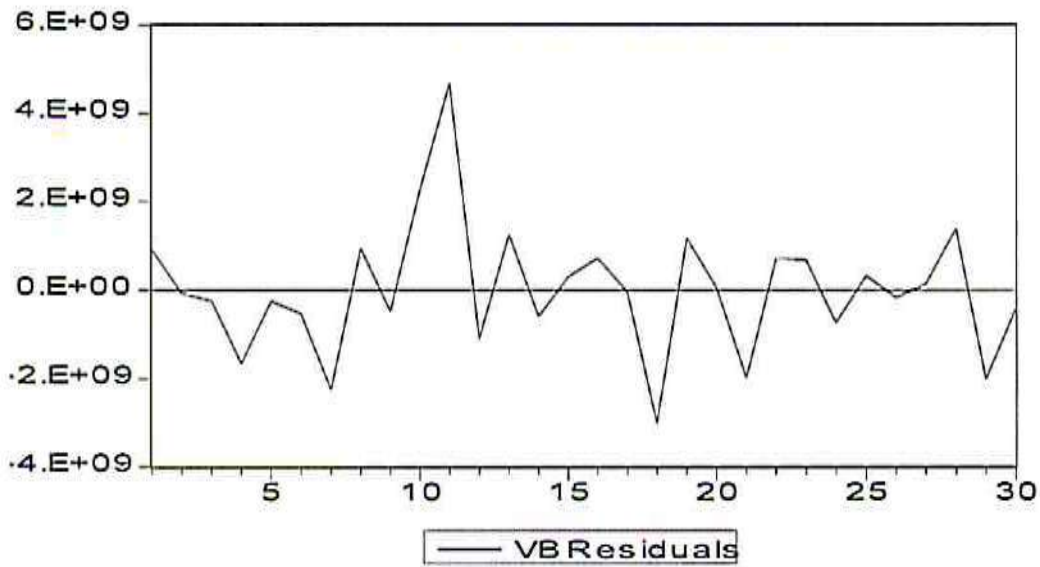
ثالثا : تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي

1- حساب بواقي تقدير النموذج الكلي المقدر ϵ_t :

$$VB - \widehat{VB} = \epsilon_t \dots \dots \dots (07 - 03)$$

من خلال هذه العلاقة يمكننا أن نحصل على سلسلة البواقي المكونة من 30 مشاهدة ، وهي الفرق بين السلسلة الأصلية و السلسلة المقدرة و المتمثلة في الشكل التالي :

الشكل رقم (03-09) : منحني بياني لسلسلة البواقي



المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews 03 .

من خلال الشكل نلاحظ أن معظم البواقي داخل مجال الثقة ، و في بعض الأحيان يورد هناك بعض البروزات من القيم الشاذة وتكون خارج مجال الثقة ، ونلاحظ أن أكبر قيمة شاذة تكون محصورة بين (10 - 15) و تليها قيم أخرى شاذة أقل منها بروز ، و هذا دليل على وجود ارتباط ذاتي لنموذج .

1 - تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي :

الشكل (10-03) : دالة الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

Date: 09/16/11 Time: 11:49 Sample: 1 30 Included observations: 30						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.004	-0.004	0.0007	0.979
		2	0.104	0.104	0.3726	0.830
		3	-0.146	-0.147	1.1286	0.770
		4	-0.094	-0.108	1.4571	0.834
		5	-0.181	-0.157	2.7186	0.743
		6	0.079	0.081	2.9687	0.813
		7	-0.221	-0.230	5.0019	0.660
		8	0.084	0.015	5.3104	0.724
		9	0.106	0.146	5.8246	0.757
		10	0.118	0.045	6.4932	0.772
		11	0.055	0.023	6.6443	0.827
		12	0.175	0.155	8.2748	0.763
		13	-0.127	-0.040	9.1908	0.758
		14	-0.046	-0.080	9.3152	0.810
		15	-0.133	-0.051	10.445	0.791
		16	-0.070	0.002	10.783	0.823

المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج 03 Eviews .

- اختبار Ijung - box - Pierce :

لاختبار البواقي نلاحظ من خلال الشكل أعلاه و خاصة العمود الرابع لإحصائية كيدوا و العمود

الخامس وذلك بالاستعانة باختبار X^2_{α} . ومن خلال ما سبق يمكن كتابة المعادلة المقدرة بالشكل التالي :

$$\widehat{VB} = 1.19 + 0.013 DATCP + 0.139 DLTCP + 6.622 CAFCP \dots (08 - 03)$$

و من خلال المعادلة يتم مقارنة هذه القيمة المحسوبة $X^2_c = 10.783$ المحصل عليها من الشكل أعلاه مع

القيمة الجدولة $X^2_{\alpha} = 25.33$. فإن كل المعلمات النموذج دالة الارتباط الذاتي تختلف معنويًا عن الصفر.

- اختبار دربن واتسون DW :

لاختبار الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدرة ، نستعمل احد أهم الاختبارات الشائعة

في ذلك ، وهو اختبار دربن واتسون DW . الذي يهدف إلى اختبار معنوية النموذج .

$$\epsilon_t = P\epsilon_{t-1} + \theta_t \dots \dots \dots (09 - 03) , \theta_t \rightarrow N(0, \sigma^2)$$

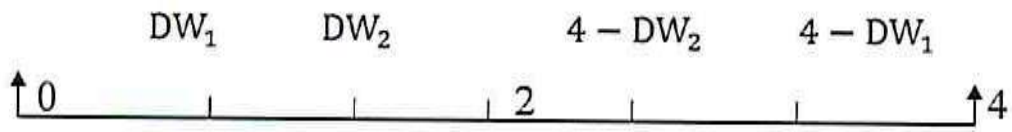
لدينا :

$$\begin{cases} H_0 : P = 0 \\ H_1 : P \neq 0 \end{cases}$$

الإحصائية دربن واتسون مقدرة بـ $\widehat{DW} = 2.139$ ، و $K=3$ ، وعدد المشاهدات $N=30$ كما سوف نستعين بالجدول لإخراج القيمتين المرجتين DW_1, DW_2 ، وبعد استخراج القيمتين من الجدولتين يتم مقارنتهما مع القيمة المحسوبة DW_C ومن ثم نحاول معرفة موقعها من خلال خط DW . وكما هو موضح في الشكل التالي :

الشكل رقم (03-11) : خط الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW

(يوجد ارتباط سالب) (يوجد ارتباط موجب)



من الجدول نجد أن : $DW_1 = 1.14$ ، $DW_2 = 1.65$

نقوم بحساب الفرق الأول بين $(4 - DW_1)$ و $(4 - 1.14) = 2.86$

نقوم بحساب الفرق الثاني بين $(4 - DW_2)$ و $(4 - 1.65) = 2.35$

نلاحظ أن قيمة دربن واتسون تقع بين $4 - DW_2 > \widehat{DW} > 4 - DW_1$ أي أن الإحصائية تقع في منطقة الشك و لا يمكن اتخاذ القرارات في هذه الحالة .

2 - اختبار معامل التحديد R^2 :

من خلال الشكل رقم (14) أعلاه وبعد النتائج المتحصل عليها في تقدير النموذج الكلي المقدر فان معامل التحديد تكون قيمته $R^2 = 40\%$. و بالتالي في هذه الحالة يمكن القول بأن 40% من تغيرات القيمة السوقية للورقة المالية (لسعر السهم) تحددها المتغيرات المستقلة و المتمثلة في نسبة الديون بنوعيتها و نسبة قدرة التمويل الذاتي كلها قسمة الأموال الخاصة ، إما القيمة الباقية فتحدها متغيرات أخرى ليس لنا علاقة بدراستها .

المطلب الثالث : النموذج الجزئي للمتغيرات

فمن اجل معرفة كل المتغيرات على حدى ، و مدى تأثيرها على القيمة السوقية للورقة المالية سوف ندرس كل متغير لحاله .

1- النموذج الأول للمتغير المتمثل في التمويل الذاتي (CAF/CP) :

إن هذا النموذج يتمثل في دراسة مدى تأثير نسبة قدرة التمويل الذاتي على القيمة السوقية للورقة المالية ويمكن كتابة معادلة النموذج على الشكل الآتي :

$$VB = C + \beta_1 CAF/CP \dots \dots \dots (10 - 03)$$

ومن خلال المعطيات السابقة لهذه المعادلة يمكن استخلاص النتائج الخاصة بالنموذج الأول و المعبر عنها في الشكل التالي :

الشكل رقم (03-12) : تقدير النموذج الجزئي (CAF/CP) وقيمة السوقية للورقة المالية (السهم)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.11E+09	3.05E+08	3.644344	0.0011
CAF/CP	8.775044	2.092728	4.193112	0.0002
R-squared	0.385725		Mean dependent var	1.66E+09
Adjusted R-squared	0.363787		S.D. dependent var	1.89E+09
S.E. of regression	1.51E+09		Akaike info criterion	45.16726
Sum squared resid	6.35E+19		Schwarz criterion	45.26067
Log likelihood	-675.5089		F-statistic	17.58219
Durbin-Watson stat	2.126970		Prob(F-statistic)	0.000250

المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews 03 .

تشير نتائج الانحدار إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر ، و توجد علاقة خطية ذات دلالة بين قيمة السوقية للورقة المالية (سعر السهم) و متغير قدرة التمويل الذاتي ، كما أن للنموذج قدرة تفسيرية ضعيفة حيث تقدر نسبتها بـ $R^2 = 0.39$.

ويمكن كتابة المعادلة هذا على الشكل التالي :

$$VB = 1.11 + 8.77 CAFC \dots\dots\dots(11-03)$$

2- النموذج الثاني للمتغير الديون (DATCP,DLTCP) :

هذا النموذج يمثل في دراسة تأثير نسبة الديون (الديون طويلة الأجل والقصيرة) وعلاقته بالقيمة السوقية للورقة المالية (السهم) ويمكن كتابة معادلة هذا النموذج على الشكل التالي :

$$VB = C + \beta_1 DATCP + \beta_2 DLTCP \dots\dots\dots(12 - 03)$$

فمن خلال الشكل الموالي يمكن استخلاص النتائج الممثلة لهذا النموذج .

الشكل رقم (13-03) : تقدير النموذج الجزئي لديون (القصيرة و الطويلة الأجل) و قيمة الورقة المالية (السهم)

Dependent Variable: VB
Method: Least Squares
Date: 09/15/11 Time: 18:29
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.68E+09	4.21E+08	3.987272	0.0005
DATCP	0.086253	0.183085	0.471110	0.6413
DLTCP	-0.339710	0.333695	-1.018025	0.3177
R-squared	0.040278	Mean dependent var	1.66E+09	
Adjusted R-squared	-0.030813	S.D. dependent var	1.89E+09	
S.E. of regression	1.92E+09	Akaike info criterion	45.68013	
Sum squared resid	9.92E+19	Schwarz criterion	45.82025	
Log likelihood	-682.2019	F-statistic	0.566573	
Durbin-Watson stat	2.003893	Prob(F-statistic)	0.574069	

المصدر : من إعداد الطالب بالاستعانة ببرنامج Eviews 03 .

دلت نتائج الانحدار على عدم وجود علاقة خطية ذات دلالة بين قيمة السوقية للورقة المالية وذلك كون أن النموذج غير مقبول إحصائيا عند مختلف درجة الثقة 99% حسب احتمالية فيشر ، حيث أن المقدرات تختلف معنويا عن الصفر . وبعد تقديرنا للنموذج الجزئي الثاني وبناءا على العلاقة السابقة يمكن كتابة المعادلة الجديدة المقدرة بالصياغة التالية :

$$\widehat{VB} = 1.68 + 0.086DATCP - 0.339DLTCP \dots\dots\dots(13 - 03)$$

خلاصة الفصل

يعتبر سوق عمان المالي من بين أهم السواق المالية العربية الأكثر بروزا وذلك من حيث التنظيم و الأداء في المعاملات المالية داخل البورصة، مما يعكس هذا الأداء المحقق على درجة النمو الاقتصادي لديها حيث كان هناك نمو موجب عموما على مستوى الناتج المحلي و الميزان التجاري ، وسعر الصرف إلا إن هذا النمو يكون دائما عرضة لتقلبات بسبب المخاطر التي قد يتعرض لها الاقتصاد .

بعد التعريف بسوق عمان المالي و تشخيص محيطه الداخلي ، تم اختبار تأثير سياسة التمويل على لقيمة السوقية للورقة المالية (أسعار الأسهم) للمؤسسة ، حيث تم التوصل إلى أن هناك تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة السوقية للأسهم بحيث كلما كانت هناك زيادة في نسبة الديون اثر ذلك سلبا على قيمة السوقية للسهم ومن ثم يؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة المؤسسة ، وبالتالي نستدل على عدم وجود علاقة خطية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون و قيمة السوقية للسهم و ذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد و البسيط.

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة و ذلك من خلال تعظيم ربحيتها و تخفيض تكلفة رأس المال ، مما يجعلها مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة مدى تأثيره على هذه القيمة .

حاولنا في هذه الدراسة قياس مدى تأثير السلوك التمويلي (السياسة التمويلية) على القيمة السوقية للورقة المالية التي تخصصناها على مستوى الأسهم فقط وكانت عينة الدراسة تتكون من 30 شركة مدرجة في بورصة عمان ، وخلصت النتائج إلى جملة من نتائج فرضيات الدراسة :

الفرضية الأولى : تنص الفرضية الأولى على أنه يوجد هناك تأثير السلوك التمويلي على قيمة السوقية للورقة المالية (الأسهم) و هذا التأثير ذو معنوية إحصائية ، حيث أسفرت نتائج النموذج الكلي على إن السياسة التمويلية تفسر القيمة السوقية للورقة المالية بحوالي 40% ، حيث أن كل زيادة في الرفع المالي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية . ومنه تقبل هذه الفرضية .

الفرضية الثانية : تنص الفرضية الثانية على إن قدرة التمويل الذاتية للمؤسسة لها تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية ، إلا انه وخلصت نتائج دراسة هذا النموذج على انه توجد معنوية إحصائية وذلك حسب الاحتمال إحصائية فيشر وان لهذا النموذج فدرة تفسيرية بنسبة تقارب 39% على قيمة الورقة المالية أي أن المؤسسة لا يجب أن تعتمد في تمويل احتياجاتها على موارها الذاتية وإنما تلجأ للاستدانة حتى تزيد من ربحيتها ومن ثم تعظيم قيمتها السوقية ، ومنه يتم قبول هذه الفرضية .

الفرضية الثالثة : تنص هذه الفرضية على أن الديون لها تأثير على القيمة السوقية للورقة المالية ، ومن خلال النتائج المستخلصة سابقا، نستشف بأنه لا يوجد تأثير ذو معنوية إحصائية حسب احتمال إحصائية فيشر على قيمة الورقة المالية وبقدرة تفسيرية تقارب 04%، وتأثير الديون راجع للاقتصاد في الضريبة ناجم عن المصاريف المالية و بالتالي يتم رفض هذه الفرضية .

في دراستنا سلوك التمويل لشركات المدرجة في سوق عمان المالي في عملية التحليل أن معامل التحديد منخفضا حيث وصل إلى ما يقرب 40% وهذا مؤشر يدل على أن المتغيرات التفسيرية التي استخدمت في الدراسة كان لها تأثير ضعيف في تفسير السلوك التمويلي للشركات المدرجة .

آفاق وتوصيات :

بناء على النتائج السابقة فإن الدراسة ترى ضرورة ما يلي :

- أن تتجه المؤسسات التي تتميز بارتفاع معدلات ربحيتها إلى الاعتماد بدرجة اقل على الأموال المقترضة و بدرجة عالية على الأموال الذاتية نظرا للمخاطر التي تترتب على الاقتراض ، تماشيا مع الظروف الاقتصادية الغير مستقرة في الأردن .

- يجب على الشركات أن تنقيد بنسبة مثلى في الاقتراض .

- يجب مراعاة المعايير المعتمدة عند اتخاذ القرارات التمويلية .

- تشجيع الشركات لتوجه نحو الأموال الذاتية لأغراض النمو مما يعمل على تحسن الهيكل المالي و يقلل من الاعتماد على الاقتراض .

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية :

- 1- احمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، الطبعة الأولى ، دار العلوم للنشر و التوزيع ، عنايه ، 2008 .
- 2- إلياس بن ساسي ، يوسف قريشي ، التسيير المالي - دروس و تطبيقات-، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر، عمان ، 2006 .
- 3-جمال الدين المرسي ،احمد عبد الله اللحج ،الإدارة المالية [مدخل اتخاذ القرارات] ، الناشر : الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006 .
- 4-حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الثانية ، دار الوراق للنشر ، عمان ، 2008 .
- 5-دريد كامل آل شبيب، مقدمة الإدارة المالية المعاصرة ،الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2007 .
- 6-ضياء مجيد، البورصات -أسواق رأس المال و أدواتها، الناشر مؤسسة شباب الجامعة ،الإسكندرية ، 2003.
- 7-طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية ، الناشر: الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2006.
- 8-طارق عبد العال حماد ، التقييم و إعادة هيكلة الشركات ،الناشر : الدار الجامعية ، الإسكندرية ،2008
- 9-عاطف وليم اندراوس ، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، 2008 .
- 10-عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل الإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2002.
- 11-عبد الغفار حنفي ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الناشر : الدار الجامعية ،الإسكندرية ، 2004
- 12-عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قرياقص ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ،الناشر : الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2002 .

- 13-عدنان تايه النعيمي ، سعدون مهدي الساقى ، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى ، الإدارة المالية (النظرية و التطبيق) ، الطبعة الثالثة ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2009 .
- 14-عدنان تايه النعيمي ، ياسين كراب الخرشه ، أساسيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2007 .
- 15-عصام حسين ، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2008 .
- 16-علي حنفي ، مدخل إلى الإدارة المالية الحديثة ، الناشر: دار الكتاب الحديث ، القاهرة ، 2008 .
- 17-علي عباس ، الإدارة المالية ، إثراء للنشر و التوزيع ، الشارقة ، 2008 .
- 18-فايز سليم حداد ، الدارة المالية ، الطبعة الثالثة ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، 2010 .
- 19-فريد النجار ، البورصات و الهندسة المالية ، الناشر: مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ، 1999 .
- 20-فيصل محمود الشواورة ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2008 .
- 21-محمد صالح الخناوي ، الإدارة المالية و التمويل، الناشر: الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2000 .
- 22-محمد صالح الخناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الناشر: الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2005 .
- 23- محمد صالح الخناوي ، جلال إبراهيم العبد ، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات ، الناشر: الدار الجامعية الإسكندرية ، 2002 .
- 24-محمد صالح الخناوي ، مهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد ، أسواق المال و المؤسسات المالية ، الناشر: الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2004 .
- 25-محمد صالح الخناوي ، مهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد ، تقييم الأسهم و السندات "مدخل الهندسة المالية " ، المكتب الجامعي الحديث ، الإسكندرية ، 2007 .

26- محمد صالح جابر ، الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية ، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر ، عمان ، 2005 .

27- محمد طنيب ، محمد عبيدات ، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى ، دار المستقبل للنشر و التوزيع ، عمان ، 2009 .

28- محمد عوض عبد الجواد ، علي إبراهيم الشديفات ، الاستثمار في البوصة ، الطبعة الأولى ، دار حامد للنشر و التوزيع ، عمان ، 2006 .

29- محمود محمد الداغر ، الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، دار الشروق للنشر و التوزيع ، عمان ، 2005.

30- مفلح محمد عقل ، مقدمة الإدارة المالية و التحليل المالي ، الطبعة الأولى ، مكتبة المجتمع العربي ، عمان ، 2009 .

31- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية ، 2002.

32- منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، الناشر المكتب العربي الحديث، الإسكندرية ، 2003 .

33- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، 2006.

قائمة الرسائل الجامعية :

34- إلياس بن ساسي ، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية ، جامعة ورقة ، 2003 .

35- زغود تير ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2009 .

36- شماخي بوبكر ، تقييم الاوراق المالية من المنظور التحليل الاساسي لغرض الاستثمار ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2010 .

37-علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2009.

38-محمد البشير بن عمر ، دراسة اثر المتغيرات المالية و الاقتصادية على أسعار الأسهم ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير ، جامعة ورقلة ، 2009 .

قائمة المجلات و المقالات :

39-بريش سعيد ، رأس المال المخاطر ، بديل مستحدث لتمويل المؤسسات المتوسطة و الصغيرة في الجزائر ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 2007/05 .

40-دادن عبد الغني ، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب و تأثير تكلفة التمويل ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 2008/06 .

41-دادن عبد الوهاب ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي ، الإسهامات النظرية ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 2006/04 .

42-صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 2010/61 .

قائمة المراجع باللغة الأجنبية :

43- Conso. P et Hemici. F; Gestion financière de L'entreprise, 11ème édition , Paris 2005.

44-Hutin. H et autres : (la gestion financière), 2^{ème} édition , d'organisation, paris,200

45-Jean barreau, jacqueline delahaye, florence delahaye, gestion financière, 8eme édition, DUNOD ,paris ,2006 .

46-Vernimen Pierre ; Finance d'entreprise, 5^{ème} édition, DALLOZ, Paris 2002 .

المواقع الالكترونية :

47-<http://ase.com.jo/ar/%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B5%D8%A9%D8%B9%D9%85%D8%A7%D9%86%>

48- www.ase.com.jo نشرة تعريفية لبوصة عمان

49- www.exchange.jo دليل الاستثمار لبوصة عمان

50[http:// www.ase.com.jo/ar/node/820](http://www.ase.com.jo/ar/node/820)

51-www.heelwafurat.com

الملاحق

الملحق رقم (01) : معلومات حول أداء بورصة عمان خلال الربع الأول و الثاني لسنة 2010 مقارنة بالربع الاول لسنة 2009

	2010		2010		
	يونيو June	مايو May	الربع الثاني الربيع April	الربع الأول Q2 Q1	
Number of Listed Companies					عدد الشركات المدرجة
Annual Stock Exchange	275	275	273	275	بورصة عمان
Market Capitalization					القيمة السوقية
Jordanian Dinar (Million)	20,787.4	20,921.7	22,173.7	20,787.4	بالتدينار الأردني (مليون)
In US Dollar (Million)	29,360.8	29,529.6	31,296.7	29,360.8	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume					أحجام التداول
Jordanian Dinar (Million)	492.7	586.3	1,131.2	2,210.2	بالتدينار الأردني (مليون)
In US Dollar (Million)	695.9	827.5	1,596.7	3,121.8	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	489.6	633.6	1,279.1	2,402.3	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	22	21	21	64	عدد أيام التداول
Average daily trading	31.6	39.4	76.0	48.8	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	2.4	2.8	5.1	10.6	محل دوران السهم (%)
New Issues					الاستثمارات الأخرى
Number of issues	1	2	2	5	عدد الإصدارات
Value of issues (Million \$)	8.5	2.4	21.2	32.1	قيمة الإصدارات (مليون دولار)
Local Indices					المؤشرات المحلية
ASE Local index	2,348.6	2,401.6	2,575.5	2,348.6	مؤشر بورصة عمان
Change in index	-2.2	-6.8	2.3	-6.7	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	22.7	21.8	23.6	22.7	مضاعف السعر إلى العائد
P/BV ratio	1.6	1.6	1.7	1.6	مضاعف السعر إلى القيمة المتوقعة
Dividend yield (%)	2.9	2.9	2.7	2.9	الربيع (%)
AMF Index					مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	69	69	69	69	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in \$ US	20,496.8	20,571.8	22,661.0	20,496.8	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 1994=100)	385.3	386.7	425.9	385.3	مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	-0.4	-9.2	1.9	-7.8	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates					أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	0.7080	0.7085	0.7085	0.7080	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0706	0.0000	-0.0282	0.0424	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

المصدر : صندوق النقد العربي ، النشرة الفصلية لقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية ، العدد 2010/61 .

الملحق رقم (02) : قائمة أسماء الشركات محل الدراسة

الرمز الرقمي	الرمز الحرفي	اسم الشركة
111001	JOIB	البنك الإسلامي الأردني
113023	ARBK	البنك العربي
111005	AJIB	بنك الاستثمار العربي الأردني
111006	JDIB	بنك الأردن دبي الإسلامي
111033	AHLI	البنك الأهلي الأردني
131071	JLGC	الأردنية لضمان القروض
131082	AEIV	الشرق العربي للاستثمارات المالية و الاقتصادية
131088	FIFS	الصقر للاستثمار و الخدمات المالية
131090	UCFI	المتحدة للاستثمارات المالية
131096	JOCE	الأردنية المركزية
131022	JDFS	الأسواق الحرة الأردنية
131224	IBFM	العالمية للوساطة المالية
131039	JOIT	الثقة للاستثمارات المالية
141058	LIPO	إنجاز للتنمية و المشاريع المتعددة
131238	NOTI	نوبار للتجارة و الاستثمار
131230	SECO	الجنوب للإلكترونيات
131052	ZEIC	الزرقاء للتعليم و الاستثمار
131220	AIFE	الإسراء للتعليم و الاستثمار
141021	ICMI	الدولية للاستثمارات الطبية
131254	JMIL	الجميل للاستثمارات العامة
131211	JPTD	الأردن لتطوير المشاريع السياحية
131030	JOPP	الأردنية للصحافة والنشر/الدستور
141026	JOIC	الصناعات الكيماوية الأردنية
141019	JOPI	الأردنية لصناعة الأنابيب

141002	JPPC	الأردنية لتجهيز و تسويق الدواجن و منتجاتها
141015	JOCF	مصانع الخبز الأردنية
141039	WIRE	الوطنية لصناعة الكوابل و الأسلاك الكهربائية
141205	FNVO	الوطنية الأولى لصناعة و تكرير الزيوت النباتية
141017	JOPC	مصانع الورق و الكرتون الأردنية
141086	INOH	المتكاملة للمشاريع المتعددة

المصدر : www.ase.jo/sites/all/themes/ase/stylecss

الملحق رقم (03) : القوائم المالية لشركات محل الدراسة المدرجة في بورصة عمان

البنك العربي 113023				البنك الإسلامي الأردني 111001			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
29.34	15.16	12.15	سعر الاغلاق (دينار)	5.75	3.7	3.17	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
12,247,957,000	13,262,243,000	12,985,348,000	ودائع عملاء	1,357,606,174	1,550,555,932	1,894,521,286	ودائع عملاء
3,130,172,000	3,211,174,000	3,231,442,000	ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية	6,197,458	8,525,718	5,197,630	ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية
1,410,081,000	1,786,917,000	2,194,053,000	تأمينات نقدية	19,064,852	32,730,860	32,672,095	تأمينات نقدية
354,610,000	379,610,000	354,610,000	أموال مقترضة	3,151,937	2,137,162	1,591,003	أموال مقترضة
18,580,000	8,558,000	12,292,000	مطلوبات ضريبية مزجلة	840,265	701,762	753,825	مطلوبات ضريبية مزجلة
510,657,000	532,546,000	520,540,000	مطلوبات أخرى	77,551,124	92,158,364	70,996,843	مطلوبات أخرى
17,672,037,000	19,171,048,000	19,298,286,000	مجموع المطلوبات	1,484,211,610	1,688,809,798	2,005,632,682	مجموع المطلوبات
3,547,994,000	3,579,954,000	3,801,206,000	مجموع حقوق المساهمين	133,475,836	160,989,384	176,830,597	مجموع حقوق المساهمين
19,661,000	20,955,000	23,247,000	استهلاكات وإطفاءات	1,434,942	1,731,051	2,324,892	استهلاكات وإطفاءات
5,702,000	3,171,000	4,649,000	مخصصات متنوعة أخرى	7,547,583	10,175,051	9,982,280	مخصصات متنوعة أخرى
				0	0	310,328	مخصصات متنوعة أخرى
334,656,000	360,174,000	250,039,000	صافي الربح	23,015,413	35,199,313	27,954,167	صافي الربح

بنك الأردن دبي الإسلامي 111006				بنك الاستثمار العربي الأردني 111005			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
3.07	2.36	0	سعر الاغلاق (دينار)	2	1.8	1.29	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
248,405	96,986	0	ودائع عملاء	331,787,939	384,117,708	458,358,519	ودائع عملاء
0	0	0	ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية	130,998,739	140,264,174	168,461,618	ودائع بنوك ومؤسسات مصرفية
2,903,860	2,016,977	1,518,967	تأمينات نقدية	29,941,140	31,883,357	34,252,632	تأمينات نقدية
44,141,521	28,623,994	3,242,572	أموال مقترضة	0	0	0	أموال مقترضة
978,374	694,576	426,555	مطلوبات ضريبية مؤجلة	309,346	292,487	85,920	مطلوبات ضريبية مؤجلة
41,263,968	40,418,763	18,914,766	مطلوبات أخرى	25,995,730	16,849,994	14,261,506	مطلوبات أخرى
89,536,128	71,851,296	24,102,860	مجموع المطلوبات	519,032,894	573,407,720	675,420,195	مجموع المطلوبات
40,130,009	42,142,204	114,500,882	مجموع حقوق المساهمين	117,576,597	123,832,020	125,179,641	مجموع حقوق المساهمين
151,533	113,472	111,495	استهلاكات والإطفاءات	681,454	847,554	911,205	استهلاكات والإطفاءات
0	0	0	مخصصات متنوعة أخرى	314,792	254,000	134,319	مخصصات متنوعة أخرى
5,439,407	3,144,032	1,814,811	صافي الربح	6,977,496	11,782,226	10,696,659	صافي الربح

الاردنية لضمان القروض 131071			البنك الاهلي الاردني 111033		
معلومات التداول			معلومات التداول		
2008	2009		2007	2008	2009
1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1
0.7	0.65	سعر الاغلاق (دينار)	3.14	1.65	1.52
المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)		
2008	2009		2007	2008	2009
330,928	382,247	التمم الدائنة وأوراق الدفع	1,242,728,75	1,373,583,97	1,518,162,66
0	0	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة	3	4	5
0	0	البنوك الدائنة	291,287,177	268,902,121	287,007,918
0	0	قروض قصيرة الاجل	178,391,295	196,643,906	183,580,705
330,928	382,247	مجموع المطلوبات المتداولة	15,270,350	6,148,611	5,433,333
5,160,696	5,160,696	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	1,598,891	397,122	1,168,684
0	0	اسناد القرض	49,476,871	57,500,760	44,544,403
3,753,853	4,055,621	مطلوبات اخرى	1,778,753,33	1,903,176,49	2,039,897,70
8,245,476	9,598,563	مجموع المطلوبات	7	4	8
14,133,003	13,977,837	مجموع حقوق الملكية	195,834,145	201,458,941	214,609,806
14,133,003	13,977,837	مجموع حقوق الملكية	5,895,276	4,847,867	5,530,555
248,356	269,121	مخصصات متنوعة اخرى	0	0	0
-1,048,870	868,414	صافي الربح	10,810,145	17,396,197	18,691,993

الارضية المركزية			المتحدة للاستثمارات المالية		
131096			131090		
معلومات التداول			معلومات التداول		
2008	2009		2008	2009	
1	1	القيمة الاسمية للمساهم (دينار)	1	1	القيمة الاسمية للمساهم (دينار)
3.17	3.36	سعر الاطلاق (دينار)	3.69	2.94	سعر الاطلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)		
2008	2009		2008	2009	
6,870,994	990,246	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	4,216,598	1,953,967	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
0	0	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة	63,220	307,063	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة
1,236,859	0	البنوك الدائنة	0	0	البنوك الدائنة
0	54,488	قروض قصيرة الاجل	0	0	قروض قصيرة الاجل
8,955,842	1,199,589	مجموع المطلوبات المتداولة	6,145,362	3,014,089	مجموع المطلوبات المتداولة
264,843	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	0	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	اسناد القرض	0	0	اسناد القرض
1,478,989	154,856	مطلوبات اخرى	3,865,544	7,753,069	مطلوبات اخرى
9,850,685	1,199,589	مجموع المطلوبات	8,145,362	10,014,089	مجموع المطلوبات
7,126,340	2,644,627	مجموع حقوق الملكية	9,349,763	5,332,027	مجموع حقوق الملكية
39	66	الاستهلاكات للفترة	76,254	81,456	الاستهلاكات للفترة
32,613	0	مخصصات متنوعة اخرى	211,382	104,535	مخصصات متنوعة اخرى
1,158,996	-2,553,937	صافي الربح	3,816,676	1,443,014	صافي الربح

العالمية للوساطة والأسواق المالية 131224			الاسواق الحرة الاردنية 131022		
مطلوبات التداول			مطلوبات التداول		
2008	2009		2007	2008	2009
1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1
0.61	0.46	سعر الاغلاق (دينار)	9.6	8.29	9.55
المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)		
2008	2009		2007	2008	2009
3,875,678	790,149	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	1,408,186	1,433,867	2,202,857
0	0	ذمم دائنة لغيرنا ذات علاقة	0	0	0
11,101,978	10,809,163	البنوك الدائنة	0	0	0
0	0	قروض قصيرة الاجل	0	0	0
15,925,388	12,097,698	مجموع المطلوبات المتداولة	2,169,601	2,381,452	3,252,946
3,990,586	3,404,432	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	0	0	0
0	0	استاد القرض	0	0	0
947,732	498,386	مطلوبات اخرى	809,834	809,834	809,834
19,915,974	15,502,130	مجموع المطلوبات	2,989,395	3,191,286	4,062,779
27,943,737	22,964,934	مجموع حقوق المستفيدين	15,414,000	17,560,323	21,920,249
91,217	102,827	الاستهلاكات للفترة	734,779	780,721	824,830
497,271	1,938,185	مخصص الذمم المشكوك في تحصيلها	4,152,027	5,646,323	9,369,926
-2,546,020	-4,764,724	صافي الربح			

الجزء للتميزية والمشاريع المتعددة				الثقة للاستثمارات الاردنية	
141058				131039	
معلومات التداول				معلومات التداول	
2007	2008	2009	2008	2009	
1	1	1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
1.72	1.94	1.65	1.5	1.39	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)	
2007	2008	2009	2008	2009	
39,011	122,543	670,280	1,082,574	705,363	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
0	0	0	49,659	6,271,056	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة
0	0	0	1,825,537	418,341	البنوك الدائنة
0	0	0	0	0	قروض قصيرة الاجل
139,543	426,643	1,485,620	21,611,222	17,545,207	مجموع المطلوبات المتداولة
0	0	0	16,199,213	7,885,906	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	0	0	0	اسناد القرض
0	0	0	2,454,239	2,283,542	مطلوبات اخرى
139,543	426,643	1,485,620	21,611,222	17,545,207	مجموع المطلوبات
3,286,540	2,004,565	2,447,476	40,280,021	37,297,496	مجموع حقوق الملكية
6,969	19,695	0	0	0	الاستهلاكات للفترة
-68,113	73,011	-540,990	-5,826,825	-3,869,124	صافي الربح

الجنوب للإلكترونيات				لوير للتجارة والاستثمار			
131230				131238			
مطروحات التداول				مطروحات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للمسهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للمساهمين (دينار)
0.94	0.48	0.36	سعر الاطلاق (دينار)	3	1.22	0.9	سعر الاطلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
9,935,610	8,275,487	7,288,107	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	829	0	1,100	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
731,688	455,685	47,029	البنوك الدائنة	0	0	0	البنوك الدائنة
0	0	0	قروض قصيرة الأجل	0	0	0	قروض قصيرة الأجل
686,447	6,805,814	1,349,796	الجزء المستحق من القرض طويل الأجل	0	0	0	الجزء المستحق من القرض طويل الأجل
41,485,472	25,291,489	10,635,969	مجموع المطلوبات المتداولة	929	100	1,100	مجموع المطلوبات المتداولة
15,000,000	3,352,795	8,900,000	قروض وأوراق الدفع طويلة الأجل	0	0	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الأجل
0	0	0	اسناد القرض	0	0	0	اسناد القرض
0	0	12,662,512	مطلوبات أخرى	0	0	5,443	مطلوبات أخرى
56,485,472	28,644,284	32,098,481	مجموع المطلوبات	929	100	6,543	مجموع المطلوبات
50,458,230	38,702,103	34,233,543	مجموع حقوق المساهمين	478,373	489,340	484,161	مجموع حقوق المساهمين
913,944	797,232	212,736	الاستهلاكات للفترة	307	307	7,428	الاستهلاكات للفترة
822,171	49,083	17,098,366	صافي الربح	15,145	8,467	5,443	صافي الربح

الإسراء للتعليم والإستثمار				الزرقاء للتعليم والإستثمار			
131220				131051			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للمهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للمهم (دينار)
3	2.1	2.1	سعر الاغلاق (دينار)	3.09	3.76	2.82	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
235,932	2,941,373	3,437,649	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	910,453	376,911	482,250	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
4,938,180	2,198,044	1,990,310	البنوك الدائنة	0	0	0	البنوك الدائنة
0	0	0	قروض قصيرة الاجل	0	0	0	قروض قصيرة الاجل
2,308,403	1,309,294	1,875,000	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل	508,809	932,493	354,028	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل
11,060,897	7,746,428	9,014,089	مجموع المطلوبات المتداولة	2,955,390	2,728,262	2,590,515	مجموع المطلوبات المتداولة
5,549,049	4,556,013	2,525,000	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	1,356,253	354,007	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	0	استاد القرض	0	0	0	استاد القرض
0	0	15,175	مطلوبات اخرى	1,314,155	1,573,843	1,971,258	مطلوبات اخرى
16,609,946	12,302,441	11,554,244	مجموع المطلوبات	5,625,798	4,656,112	4,561,773	مجموع المطلوبات
18,309,648	20,415,180	22,082,151	مجموع حقوق المساهمين	12,183,632	13,572,155	16,001,928	مجموع حقوق المساهمين
941,197	888,780	875,816	الاستهلاكات للفترة	1,180,117	1,410,668	1,434,640	الاستهلاكات للفترة
3,504,221	2,856,532	3,916,971	صافي الربح	1,352,658	2,066,434	2,429,772	صافي الربح

الجميل للاستثمارات العامة				الدولية للاستثمارات العامة			
131254				141021			
<u>معلومات التداول</u>				<u>معلومات التداول</u>			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
			القيمة الاسمية للسهم (دينار)				القيمة الاسمية للسهم (دينار)
1	1	1		1	1	1	
			سعر الاطلاق (دينار)				سعر الاطلاق (دينار)
0	3.88	4.14		2.87	1.5	1.54	
<u>المطلوبات (دينار)</u>				<u>المطلوبات (دينار)</u>			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
			الذمم الدائنة وأوراق الدفع				الذمم الدائنة وأوراق الدفع
5,835	443,586	948,058		471,260	4,813	0	
			البنوك الدائنة قروض قصيرة الاجل				البنوك الدائنة
46,709	42,943	132,318		0	302,464	302,837	
			الجزء المستحق من القرض طويل الاجل				قروض قصيرة الاجل
0	0	0		0	0	0	
			مجموع المطلوبات المتداولة				الجزء المستحق من القرض طويل الاجل
115,235	611,544	1,080,976		0	0	0	
			قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل				مجموع المطلوبات المتداولة
0	0	0		0	0	0	
			استاد القرض				قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	0		0	0	0	
			مطلوبات اخرى				استاد القرض
0	0	0		0	0	0	
			مجموع المطلوبات				مطلوبات اخرى
115,235	611,544	1,080,976		0	0	0	
			مجموع حقوق المساهمين				مجموع المطلوبات
1,112,698	1,281,461	1,846,446		688,093	1,989,464	1,905,493	
			الاستهلاكات للفترة				مجموع حقوق المساهمين
8,484	8,987	4,128		4,602,493	4,306,783	3,126,304	
			صافي الربح				الاستهلاكات للفترة
85,526	433,837	124,870		289,396	292,498	0	
							صافي الربح
				-19,285	-195,710	-742,553	

الاردنية للتصاممة والنشر / الدستور 131030				الأردن لتطوير المشاريع السياحية 131211			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
4.35	2.29	1.81	سعر الاغلاق (دينار)	7	6.24	6.65	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
2,334,866	2,357,515	2,290,746	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	1,292,240	1,416,551	3,711,252	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
900,316	820,065	1,873,066	البنوك الدائنة	0	0	538,278	البنوك الدائنة
1,334,909	1,945,708	2,055,316	قروض قصيرة الاجل	3,333,300	6,723,739	3,666,667	قروض قصيرة الاجل
647,640	683,502	583,006	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل	0	0	0	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل
5,992,804	6,988,260	7,463,936	مجموع المطلوبات المتداولة	18,968,083	24,568,938	15,300,445	مجموع المطلوبات المتداولة
575,800	139,966	499,895	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	6,228,548	9,175,603	16,333,333	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	0	اسناد القرض	0	0	0	اسناد القرض
0	0	555,884	مطلوبات اخرى	160,000	150,000	150,000	مطلوبات اخرى
8,568,604	7,128,225	8,509,814	مجموع المطلوبات	25,356,631	33,894,541	31,783,778	مجموع المطلوبات
11,693,810	11,574,752	11,438,213	مجموع حقوق المساهمين	31,878,428	36,533,316	33,837,011	مجموع حقوق المساهمين
601,439	604,617	611,061	الاستهلاكات للفترة	390,677	485,138	1,202,158	الاستهلاكات للفترة
1,298,006	424,936	224,001	صافي الربح	3,493,475	3,854,889	453,696	صافي الربح

الاردنية لصناعة الانابيب 141019				الصناعات الكيماوية الاردنية 141026				
معلومات التداول			معلومات التداول			معلومات التداول		
2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
1	1	1	1	1	1	1	1	1
2.6	1.06	1.06	3.74	3.12	2.96			
المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)		
2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
117,439	2,103,411	1,647,601	618,156	721,355	718,427			
1,694,831	1,864,391	2,371,270	763,589	818,381	0			
0	0	0	0	0	787,299			
0	0	150,000	0	0	0			
2,282,823	4,405,325	4,443,349	1,666,258	1,908,028	1,857,503			
0	0	257,700	0	0	0			
0	0	0	0	0	0			
0	0	0	0	0	0			
2,282,823	4,405,325	4,701,049	1,666,258	1,908,028	1,867,503			
7,282,639	5,634,285	5,927,428	3,428,866	3,144,946	3,364,733			
264,832	245,002	0	94,120	88,660	88,271			
74,508	-1,748,364	393,143	496,796	304,638	557,881			

مصانع الخزف الأثرية 141015				الأردنية لتجهيز وتسويق النواجن ومنتجاتها 141002			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
0.68	0.38	0.51	سعر الاغلاق (دينار)	0.62	0.51	0.58	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
505,576	558,246	472,314	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	3,492,081	2,881,654	3,075,963	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
717,859	1,097,288	751,157	البنوك الدائنة	1,535,325	2,077,047	2,345,300	البنوك الدائنة
0	0	0	قروض قصيرة الاجل	0	0	0	قروض قصيرة الاجل
0	0	41,670	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل	993,000	2,223,000	1,812,000	الجزء المستحق من القرض طويل الاجل
1,816,718	2,164,617	1,933,898	مجموع المطلوبات المتداولة	6,202,725	7,398,726	7,428,181	مجموع المطلوبات المتداولة
0	0	355,741	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	4,881,903	3,259,000	2,996,000	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	0	استاد القرض	0	0	0	استاد القرض
0	0	0	مطلوبات اخرى	4,657,933	10,453,175	16,212,666	مطلوبات اخرى
1,816,718	2,164,617	2,289,639	مجموع المطلوبات	15,742,651	21,110,901	26,636,847	مجموع المطلوبات
10,306,360	9,229,699	7,930,307	مجموع حقوق المساهمين	4,837,391	2,650,903	1,771,584	مجموع حقوق المساهمين
770,839	410,052	528,961	الاستهلاكات للفترة	358,006	463,274	494,632	الاستهلاكات للفترة
-937,440	-970,811	-1,299,392	صافي الربح	-2,998,106	-3,844,834	-879,319	صافي الربح

الوطنية الأولى لصناعة وتكثيف الزيوت النباتية 141205				الوطنية لصناعة التوابل والأسلاك الكهربائية 141039			
معلومات التداول			القيمة الاسمية للمسهم (دينار) سعر الاغلاق (دينار)	معلومات التداول			القيمة الاسمية للمسهم (دينار) سعر الاغلاق (دينار)
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
1	1	1		1	1	1	
0.9	0.73	0.93		2.27	0.88	0.94	
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
3,430,282	815,557	1,715,108	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	6,989,338	12,494,806	11,014,838	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
151,766	304,374	371,977	البنوك الدائنة	0	0	0	البنوك الدائنة
0	0	0	قروض قصيرة الأجل	0	0	0	قروض قصيرة الاجل
0	840,000	840,000	الجزء المستحق من القرض طويل الأجل	0	0	0	الجزء المستحق من القرض طويل الأجل
3,742,685	2,007,084	2,979,406	مجموع المطلوبات المتداولة	7,947,127	12,990,228	11,034,370	مجموع المطلوبات المتداولة
0	1,660,000	820,000	قروض وأوراق الدفع طويلة الأجل	0	0	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الأجل
0	0	0	اسناد القرض	0	0	0	اسناد القرض
0	0	0	مطلوبات اخرى	109,820	311,186	0	مطلوبات اخرى
3,742,685	3,667,084	3,799,406	مجموع المطلوبات	8,056,947	13,301,424	11,034,370	مجموع المطلوبات
3,163,478	3,039,122	2,556,467	مجموع حقوق المساهمين	20,343,837	23,494,339	24,803,908	مجموع حقوق المساهمين
34,361	31,173	31,207	الاستهلاكات للفترة	785,814	667,728	1,033,333	الاستهلاكات للفترة
-1,209,306	-124,180	-482,655	صافي الربح	1,945,043	-3,474,102	1,309,569	صافي الربح

المكتبة للمشاريع المتعددة 141086				مصانع الورق والكرتون الأردنية 141017			
معلومات التداول				معلومات التداول			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
			القيمة الاسمية للسهم (دينار)				القيمة الاسمية للسهم (دينار)
1	1	1		1	1	1	
			سعر الاطلاق (دينار)				سعر الاطلاق (دينار)
1.47	1.33	1.2		2.7	2.48	1.12	
المطلوبات (دينار)				المطلوبات (دينار)			
2007	2008	2009		2007	2008	2009	
			الذمم الدائنة وأوراق الدفع				الذمم الدائنة وأوراق الدفع
1,714,719	1,919,852	355,400		1,134,900	1,588,900	862,758	
			البنوك الدائنة				البنوك الدائنة
1,796,408	3,488,929	4,485,462		1,199,364	1,059,309	1,386,133	
			قروض تقصيرة الاجل				قروض قصيرة الاجل
2,740,013	2,044,954	2,715,614		0	0	0	
			الجزء المستحق من القرض طويل الاجل				الجزء المستحق من القرض طويل الاجل
0	416,400	416,400		2,303,719	843,694	1,112,970	
			مجموع المطلوبات المتداولة				مجموع المطلوبات المتداولة
6,862,488	8,290,576	8,252,402		5,508,418	5,086,518	5,206,662	
			قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل				قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	833,600	451,900		3,784,613	5,126,820	4,026,680	
			اسناد القرض				اسناد القرض
0	0	0		0	0	0	
			مطلوبات أخرى				مطلوبات اخرى
0	0	0		0	0	0	
			مجموع حقوق المساهمين				مجموع المطلوبات
6,005,898	5,470,786	5,672,274		9,293,031	10,213,338	9,232,242	
			الاستهلاكات للفترة				مجموع حقوق المساهمين
84,949	125,362	204,848		10,530,350	10,536,166	9,828,566	
			صافي الربح				الاستهلاكات للفترة
713,345	-110,112	201,488		959,126	1,002,718	1,500,646	
				431,926	5,816	-707,600	صافي الربح

الصرى للاستثمار والخدمات المالية 131088			الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية 131082		
معلومات التداول			معلومات التداول		
2008	2009		2008	2009	
1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)	1	1	القيمة الاسمية للسهم (دينار)
0,7	2,16	سعر الاغلاق (دينار)	1,8	0,93	سعر الاغلاق (دينار)
المطلوبات (دينار)			المطلوبات (دينار)		
2008	2009		2008	2009	
374 936	166 004	الذمم الدائنة وأوراق الدفع	8 395 622	2 083 889	الذمم الدائنة وأوراق الدفع
0	619 259	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة	0	0	ذمم دائنة لاطراف ذات علاقة
0	784 394	البنوك الدائنة	10 021 791	1 898 362	البنوك الدائنة
0	0	قروض قصيرة الاجل	0	0	قروض قصيرة الاجل
544 554	1 687 598	مجموع المطلوبات المتداولة	18 417 413	3 982 251	مجموع المطلوبات المتداولة
0	0	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل	4 998 445	12 645 000	قروض وأوراق الدفع طويلة الاجل
0	0	اسناد القرض	0	0	اسناد القرض
169 618	117 941	مطلوبات اخرى	2 793 921	14 564 251	مطلوبات اخرى
544 554	1 687 598	مجموع المطلوبات	26 209 779	31 191 502	مجموع المطلوبات
4 859 398	3 486 829	مجموع حقوق الملكية	97 655 445	95 451 966	مجموع حقوق الملكية
0	0	الاستهلاكات للفترة	0	0	الاستهلاكات للفترة
2 635	170 105	مخصص الذمم المشكوك في تحصيلها	96 481	0	مخصصات متنوعة اخرى
0	0	مخصصات متنوعة اخرى	8 402 180	-3 272 581	صافي الربح
-246 585	-232 655	صافي الربح			

المصدر : www.ase.jo/sites/all/themes/ase/stylecss

ملحق رقم 04 جدول قانون توزيع كاي تربيع X^2

p v	0,9 0,7 0,6 0,5 0,4 0,2 0,1 0,09 0,01								
	1	0,015791	0,148472	0,274996	0,454936	0,708326	1,642375	2,705544	2,87437	6,634897
2	0,210721	0,71335	1,021651	1,386294	1,832581	3,218876	4,60517	4,81589	9,21034
3	0,584374	1,423652	1,869168	2,365974	2,946166	4,641628	6,251388	6,49146	11,34487
4	1,063623	2,194698	2,752843	3,356694	4,044626	5,988617	7,77944	8,04344	13,2767
5	1,610308	2,999908	3,6555	4,35146	5,131867	7,289276	9,236357	9,52107	15,08627
6	2,204131	3,827552	4,570154	5,348121	6,210757	8,55806	10,64464	10,9479	16,81189
7	2,833107	4,671331	5,493235	6,345811	7,283208	9,80325	12,01704	12,3372	18,47531
8	3,489539	5,527422	6,422646	7,344122	8,350525	11,03009	13,36157	13,6975	20,09024
9	4,168159	6,393306	7,357035	8,342833	9,41364	12,24215	14,68366	15,0342	21,66599
10	4,865182	7,267218	8,295472	9,341818	10,47324	13,44196	15,98718	16,3516	23,20925
11	5,577785	8,147868	9,237286	10,341	11,52983	14,63142	17,27501	17,6526	24,72497
12	6,303796	9,034277	10,18197	11,34032	12,58384	15,81199	18,54935	18,9395	26,21697
13	7,041505	9,925683	11,12914	12,33976	13,63557	16,9848	19,81193	20,214	27,68825
14	7,789534	10,82148	12,07848	13,33927	14,68529	18,15077	21,06414	21,4778	29,14124
15	8,546756	11,72117	13,02975	14,33886	15,73322	19,31066	22,30713	22,7319	30,57791
16	9,312236	12,62435	13,98274	15,3385	16,77954	20,46508	23,54183	23,9774	31,99993
17	10,08519	13,53068	14,93727	16,33818	17,82439	21,61456	24,76904	25,215	33,40866
18	10,86494	14,43986	15,89321	17,3379	18,8679	22,75955	25,98942	26,4455	34,80531
19	11,65091	15,35166	16,85043	18,33765	19,9102	23,90042	27,20357	27,6694	36,19087
20	12,44261	16,26586	17,80883	19,33743	20,95137	25,03751	28,41198	28,8874	37,56623
21	13,2396	17,18227	18,76831	20,33723	21,9915	26,1711	29,61509	30,0998	38,93217
22	14,04149	18,10072	19,72879	21,33705	23,03066	27,30145	30,81328	31,3071	40,28936
23	14,84796	19,02109	20,6902	22,33688	24,06892	28,42879	32,0069	32,5096	41,6384
24	15,65868	19,94323	21,65249	23,33673	25,10635	29,55332	33,19624	33,7077	42,97982
25	16,47341	20,86703	22,61558	24,33659	26,14298	30,6752	34,38159	34,9015	44,3141
26	17,29189	21,7924	23,57943	25,33646	27,17888	31,79461	35,56317	36,0915	45,64168
27	18,1139	22,71924	24,54401	26,33634	28,21408	32,91169	36,74122	37,2777	46,96294
28	18,93924	23,64746	25,50925	27,33623	29,24862	34,02657	37,91592	38,4604	48,27824
29	19,76774	24,57699	26,47514	28,33613	30,28254	35,13936	39,08747	39,6398	49,58788
30	20,59923	25,50776	27,44162	29,33603	31,31586	36,25019	40,25602	40,8161	50,89218

ملحق رقم 05 جدول دارين واتسون DW

جدول دارين واتسون DW

n	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5	
	d1	d2	d1	d2	d1	d2	d1	d2	d1	d2
15	1,8	1,56	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,1	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,13
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,9	1,71	0,78	1,9	0,67	2,1
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,4	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,2	1,41	1,1	1,54	1	1,68	0,9	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,8	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,9	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,1	1,66	1,01	1,78	0,93	1,9
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,3	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,1	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,2	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,5	1,3	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,82
32	1,37	1,5	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,81
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,8
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,79
35	1,4	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,78
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,77
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,76
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,75
39	1,43	1,54	1,38	1,6	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,74
40	1,44	1,54	1,39	1,6	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,73
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,7
50	1,5	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,67
55	1,53	1,6	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,66
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,65
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,5	1,7	1,47	1,73	1,44	1,64
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,7	1,49	1,74	1,46	1,63
75	1,6	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,48	1,62
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,61
85	1,62	1,67	1,6	1,7	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,6
90	1,63	1,68	1,61	1,7	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,59
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,6	1,73	1,58	1,75	1,56	1,58
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,57