



جامعة قاصدي مرباح ورقلة  
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير  
تخصص: مالية الأسواق  
تحت عنوان:

تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة  
في بورصة الجزائر  
دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009

إشراف:

د. عبد الوهاب دادن

من إعداد الطالب:

• حفصي رشيد

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة الآتية أسماؤهم:

- د/ محمد الجموعي قريشي.....رئيسا
- د/ عبد الوهاب دادن.....مشرفا ومقررا
- د/ الهواري سويسي..... مناقشا
- د/ عبد الغني دادن..... مناقشا

السنة الجامعية: 2011/2010

بسم الله الرحمن الرحيم

"وما أوتيتم من العلم إلا قليلا"

صدق الله العظيم

الإسراء (الآية 85)

## الإهداء

إلى وطني الحبيب... الجزائر  
إلى عائلتي الكبيرة:  
أبي... حفظه الله  
والدتي... أطال الله في عمرها.  
إخواني و أخواتي كل باسمه  
إلى كافة أصدقاء و طلبة الماجستير تخصص مالية الأسواق

إلى كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد... ولو بكلمة طيبة مشجعة في إنجاز هذا البحث  
أهدي هذا العمل المتواضع.

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين و الصلاة والسلام على أشرف المرسلين وبعد...

إنه لمن دواعي الاعتزاز و الشرف أن أتقدم بالشكر و العرفان إلى كل من ساهم في إخراج

هذا العمل المتواضع و اخص بالذكر:

الأستاذ الفاضل الدكتور عبد الوهاب دادن الذي كثيرا ما تحمل عناء الإشراف بالتوجيه

والنصيحة.

وأشكر الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة لقبولهم إجازة هذا العمل لهذه المرحلة،

وخصص كل أستاذ وقتا لقراءة و تقييم هذا البحث.

إلى كافة الزملاء و الأصدقاء الذين سهروا معي ليالي كثيرة من أجل إخراج هذه

الرسالة...

## مستخلص:

حاولنا في هذا البحث تقييم الأداء المالي للشركات المسعرة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999 و 2009، حيث تعالج إشكالية هذا البحث مدى وجود أثر لتسعير الشركة في البورصة على سلوكها وأداءها الماليين. بهدف الكشف عن هذا الأثر وعن مدى وجود تجانس بين هذه الشركات المسعرة، قمنا بإجراء تحليل إحصائي متعدد الأبعاد خلال الفترة سابقة الذكر وذلك باستعمال أسلوب التحليل العاملي المميز أسلوب التحليل إلى مركبات أساسية.

الكلمات الأساسية: الأداء المالي؛ أثر الانضمام إلى البورصة؛ السلوك المالي؛ التجانس.

## Résumé :

Nous avons tenté dans ce travail d'évaluer la performance financière des sociétés cotées en bourse d'Alger afin de vérifier l'existence d'un effet de l'introduction en bourse. Ainsi, notre problématique traite les comportements financiers de ces sociétés avant et après l'introduction en bourse, en utilisant une analyse statistique multidimensionnelle pendant la période: 1999-2009, basée sur des données comptables et financière calculées à partir des états financiers. Pour tester l'existence de cet effet et l'homogénéité de ces sociétés cotées, on effectue une analyse factorielle discriminante et une analyse en composante principale.

Les mots clés: Performance financière; comportements financiers; effet de l'introduction en bourse; homogénéité.

# المحتويات

الصفحات	
I	إهداء
II	شكر
III	ملخص
V	المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
02	المقدمة عامة
10	الفصل الأول: الإطار النظري للأداء المالي
10	تمهيد
11	المبحث الأول: مفهوم الأداء و أنواعه
11	المطلب الأول: مفهوم الأداء
17	المطلب الثاني: أنواع الأداء
23	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء
26	المبحث الثاني: تقييم أداء المؤسسة الإقتصادية
26	المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء
28	المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء
30	المطلب الثالث: خطوات عملية تقييم الأداء
34	المبحث الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الإقتصادية
34	المطلب الأول: مفهوم و مقاربات الأداء المالي
36	المطلب الثاني: أهداف و مصادر المعلومات
39	المطلب الثالث: معايير و مؤشرات الأداء المالي
49	خلاصة
51	الفصل الثاني: أساليب تمويل المؤسسات الإقتصادية
51	تمهيد
52	المبحث الأول: الوظيفة المالية و التمويل
52	المطلب الأول: مفهوم التمويل و أهميته مع الوظيفة المالية
56	المطلب الثاني: محددات إختيار التمويل المناسب
57	المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسات الإقتصادية
	المبحث الثاني: البورصة كمصدر حديث للتمويل
65	
65	المطلب الأول: مفهوم البورصة
65	المطلب الثاني: مصدر التمويل البورصوي

86	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل البورصوي
74	المبحث الثالث: الطرح النظري للهيكل المالي
82	المطلب الأول: النظريات المفسرة لوجود هيكله مالية في ظل كمال الأسواق
82	المطلب الثاني: النظريات المفسرة لوجود هيكله مالية في ظل وجود تكلفة الإفلاس، الضرائب، والوكالة
87	المطلب الثالث: نظرية الإشارة و الإنلقاط التدريجي للتمويل
90	خلاصة
93	الفصل الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر
95	تمهيد
95	المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر
96	المطلب الأول: مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر
96	المطلب الثاني: تنظيم بورصة القيم المنقولة في الجزائر
99	المطلب الثالث: تجربة شركات المصدرة للأوراق المالية في الجزائر
106	المبحث الثاني: تحليل الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العاملي المميز (AFD) .
110	المطلب الأول: إختبار تميز الأداء المالي باستخدام طريقة التحليل التمييزي
112	المطلب الثاني: إستخراج العوامل المفسرة للأداء المالي للمؤسسات الجزائرية
120	المبحث الثالث: إختبار تميز المؤسسات من حيث الأداء المالي
133	المبحث الرابع: نتائج التحليل الإحصائي
135	خلاصة
136	الخاتمة
141	المراجع
169	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	الجدول	الصفحة
01	الجدول رقم 1 مقارنة بين الكفاءة والفعالية	15
02	الجدول رقم 2 نوع الورقة المالية ورمزها في بورصة الجزائر	104
03	الجدول رقم 3 السندات والمبالغ المالية	105
04	الجدول رقم 4 تسمية النسب المعتمدة في التحليل	111
05	الجدول رقم 5 إختبار تساوي مصفوفات التباين	111
06	الجدول رقم 6 إحصائيات أسلوب خطوة بخطوة	112
07	الجدول رقم 7 المتغيرات المدرجة في التحليل	113
08	الجدول رقم 8 القيم الذاتية لدوال التمييز	114
09	الجدول رقم 9 إختبار دوال التمييز	114
10	الجدول رقم 10 معاملات دوال التمييز القانونية المعيارية	115
11	الجدول رقم 11 معاملات دوال التمييز القانونية	115
12	الجدول رقم 12 إحدائيات مركز ثقل المجموعات	116
13	الجدول رقم 13 مصفوفة الهيكلية	117
14	الجدول رقم 14 معاملات دوال التمييز الخطية لفيشر	117
15	الجدول رقم 15 تشخيص المشاهدات	118
16	الجدول رقم 16 نتائج التصنيف	119
17	الجدول رقم 17 القيم الذاتية و نسب التشتت	120
18	الجدول رقم 18 مصفوفة العوامل بعد التدوير	122
19	الجدول رقم 19 إختبار تساوي مصفوفات التغاير	126
20	الجدول رقم 20 إختبار Step wise	127
21	الجدول رقم 21 القيم الذاتية لدوال التمييز القانونية	128
22	الجدول رقم 22 إختبار دوال التمييز	129
23	الجدول رقم 23 نتائج التصنيف	131



قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	الشكل البياني	الرقم
13	الشكل رقم 1 الأداء من منظور الكفاءة والفعالية	01
19	الشكل رقم 2 الأداء حسب المعيار الوظيفي	02
22	الشكل رقم 3 الأداء الداخلي والخارجي في المؤسسة	03
55	الشكل رقم 4 الوظيفة المالية في المؤسسة	04
81	الشكل رقم 5 التمويل بالإستدانة البنكية و المالية في العالم	05
83	الشكل رقم 6 تكلفة رأسمال حسب نظرية الربح الصافي	06
84	الشكل رقم 7 تكلفة رأسمال حسب النظرية التقليدية	07
85	الشكل رقم 8 تكلفة رأسمال حسب نظرية الربح الإستغلال	08
86	الشكل رقم 9 تكلفة رأسمال حسب مودغلياني وميلر	09
89	الشكل رقم 10 تأثير تكلفة الإفلاس و الضرائب على تكلفة التمويل	10
90	الشكل رقم 11 تأثير تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة و الضرائب على تكلفة التمويل	11
92	الشكل رقم 12 هيكل التنظيمي للجنة مراقبة عمليات البورصة	12
106	الشكل رقم 13 هيكل تنظيمي لجنة مراقبة عمليات البورصة	13
121	الشكل رقم 14 القيم الذاتية حسب طريقة Cattell	14
130	الشكل رقم 15 تمركز الدوال القانونية عند مركز ثقل المجموعة	15

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق
140	الملحق رقم 1 المتغيرات المدرجة في التحليل حسب أسلوب خطوة بخطوة
140	الملحق رقم 2 المتغيرات غير المدرجة في التحليل حسب أسلوب خطوة بخطوة
142	الملحق رقم 3 جدول المصفوفة الهيكلية
143	الملحق رقم 4 جدول مصفوفة التباين للدالة القانونية
143	الملحق رقم 5 جودة تمثيل المتغيرات
144	الملحق رقم 6 تشخيص المشاهدات
147	الملحق رقم 7 المصفوفة بعد التحويل
148	الملحق رقم 8 مصفوفة التباين
149	الملحق رقم 9 مصفوفة معاملات الارتباط ل Pearson
152	الملحق رقم 10 تمثيل المتغيرات
153	الملحق رقم 11 تمرکز الدالة القانونية الأولى
154	الملحق رقم 12 تمرکز الدالة القانونية الثانية
155	الملحق رقم 13 تمرکز الدالة القانونية الثالثة
156	الملحق رقم 14 تمرکز الدالة القانونية الرابعة
157	الملحق رقم 15 تمرکز الدالة القانونية الخامسة
158	الملحق رقم 16 تمرکز الدالة القانونية السادسة
159	الملحق رقم 17 تمرکز الدالة القانونية السابعة
160	الملحق رقم 18 تمرکز الدالة القانونية الثامنة
161	الملحق رقم 19 تمرکز الدالة القانونية التاسعة
162	الملحق رقم 20 تمرکز الدالة القانونية العاشرة
163	الملحق رقم 21 تمرکز الدالة القانونية الحادية عشر
164	الملحق رقم 22 يبين معاملات الدوال التمييز القانونية المعيارية
164	الملحق رقم 23 معاملات دوال التمييز
165	الملحق رقم 24 إحدائيات مركز ثقل المجموعات
165	الملحق رقم 25 المصفوفة الهيكلية
167	الملحق رقم 26 معاملات دوال التمييزية الخطية لفيشر

## 1- أهمية البحث:

لقد حظيت دراسة المؤسسة الاقتصادية في العشرينيات الأخيرة باهتمام كبير ومتزايد من قبل الباحثين والممارسين، وخاصة الوظائف والأنشطة التي تمارسها. ويرجع سبب تعاضم أهمية دراسة المؤسسة إلى الأدوار الأساسية التي تؤديها في الإقتصاد الوطني من جهة، فهي أولا بمثابة خلية للإنتاج، أي مكان مزج عناصر الإنتاج وتحويلها إلى منتجات جاهزة، وثانيا وحدة لتوزيع الدخل الناجم عن عملية الإنتاج. فالدخل الذي تحققه المؤسسة يتوزع جزء منه للمستخدمين، وجزء للدولة، وجزء للمقرضين والجزء المتبقي لأصحاب المؤسسة، وثالثا خلية إجتماعية، ورابعا مركزا للقرارات الاقتصادية. ومن جهة أخرى تتأثر بالمحيط الذي يتميز بكثرة التقلب والذي لا يرضى بالمؤسسات التي لا تستطيع التكيف معه في الوقت المناسب. ويمكن النظر إلى هذا المحيط في شكل أربعة جوانب تشكل كلا متكاملًا وهي: المحيط التكنولوجي، المحيط الإجتماعي والثقافي، المحيط السياسي، وأخيرا المحيط الإقتصادي.

وفي ظل هذا المحيط المتسم بشدة التقلب، تقوم المؤسسة بممارسة نشاطها الدوري والمتمثل في إستغلال مختلف عوامل الإنتاج المتوفرة لديها، من أجل الحصول على المنتجات لتلبية حاجات الإنسان المادية والمعنوية، محاولة بذلك التأقلم مع تغيرات المحيط وكسب رضاه لتضمن حينئذ هدفها الأسمى وهو الإستمرارية .

تسعى الجزائر، كغيرها من الدول، لإنعاش الإقتصاد الوطني، من خلال إجراء العديد من الإصلاحات الهامة، و بغرض معالجة وتدارك الوضعية الحالية، فسارعت إلى القيام بمجموعة من الإصلاحات لتحرير الإقتصاد الوطني وتهيئة المحيط من خلال توفير آلية ذات فعالية بالنسبة لنظام إقتصاد السوق ألا وهي البورصة، وهذا ما حدث فعلا من خلال إنشاء بورصة الجزائر، التي تعتبر من البورصات الناشئة، حيث تعتبر هذه الأخيرة من سمات تقدم المجتمعات ومؤشر هام للتنمية الإقتصاد، و آلية لتمويل التنمية في المجتمعات الحديثة، حيث تمكن من توجيه الإدخار من وحدات الفائض إلى وحدات العجز مباشرة دون وجود أي وسيط، و تمكنت العديد الدول من الإنتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية بفضل هذه الآلية.

نسعى في دراستنا هذه إلى إلقاء الضوء على الدور الذي يمكن أن تؤديه البورصة في الإقتصاد الجزائري خاصة على المؤسسات المدرجة فيها، و معرفة مدى الإنسجام الموجود بين هذه الأخيرة من حيث الأداء المالي، بالإضافة إلى التعرف على طبيعة و نوعية المؤشرات المستخدمة لقياس هذا الأداء.

## 2- إشكالية البحث :

إنطلاقاً من المعلومات السابقة يمكن صياغة إشكالية هذا البحث في السؤال الرئيسي التالي:

ما هو أثر بورصة الجزائر على الأداء المالي للشركات المسعرة فيها؟ ومن ثم تتدرج تحت هذه الإشكالية العامة الإشكاليات الجزئية التالية:

- هل يختلف الأداء المالي للمؤسسات قبل دخولها البورصة عن أدائها المالي بعد دخولها البورصة؟
- ما هي المؤشرات المالية التي تبين أثر إنضمام المؤسسة إلى البورصة؟
- هل المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر منسجمة من حيث السلوك المالي؟

## 3- فرضيات البحث:

- 1- الأداء المالي للشركة بعد دخولها إلى البورصة يكون أفضل من أدائها المالي قبل دخولها البورصة؛
- 2- المؤشرات المالية، المحاسبية، الاقتصادية هي التي تبين أثر إنضمام المؤسسة إلى البورصة؛
- 3- يوجد إنسجام بين المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث سلوكها المالي.

## 4- أهداف البحث:

نهدف من خلال هذا البحث إلى تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل وبعد دخولها البورصة، وكذا محاولة إبراز دور و تأثير البورصة في الأداء المالي للمؤسسات من خلال معرفة المؤشرات التي تميز الأداء، و معرفة سلوك المؤشرات المالية، المحاسبية، الاقتصادية، ووزن و تأثير كل مؤشر مالي على مقاييس الأداء، بالإضافة إلى:

- إنقضاء المؤشرات ذات الدلالة و تفسيرها كمقاييس باستعمال طريقة AFD و ACP؛
- إستخراج العوامل المفسرة للأداء المالي في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر؛

- تحديد مجالات تغير كل مؤشر مالي وفق طريقة التحليل العامل المميز و التحليل إلى مركبات الأساسية؛
- تمكن من التنبؤ بالأداء المالي لمجموعة من المؤسسات اعتمادا على المعرفة المسبقة بالمؤشرات ومعرفة مدى استقرارية المؤشرات من حيث تأثيرها؛
- تحديد التعريف المختلفة للأداء المالي؛
- صياغة الظواهر المالية و الاقتصادية في شكل رياضي يمكن من إرساء قواعد النمذجة المالية.

#### 5- مبررات اختيار الموضوع:

هناك أهمية متزايدة بالمؤسسة الاقتصادية و البورصة على حد سواء، فللبورصة دور كبير في التنمية الاقتصادية للبلدان، و بما أن المؤسسات هي نواة الإقتصاد الوطني فأداء هذه المؤسسات من شأنه أن يؤدي إلى زيادة أداء الإقتصاد الوطني من خلال إظهار الفرق بين فترتين مختلفتين للمؤسسات المدرجة في البورصة إضافة إلى:

1- إبراز دور النسب المالية في تحليل الأداء المالي للمؤسسة قبل و بعد دخولها للبورصة الشيء الذي سيحفزها لدخول لبورصة، ومن تم استهداف مجموعة من المؤشرات التي تستخدم كمقاييس للأداء؛

2- إبراز دور البورصة في التمويل باعتبارها آلية جديّة لتمويل المؤسسات في الجزائر الشيء الذي ينعكس إيجابا على هذه الأخيرة؛

3- أسلوب وطريقة التحليل: نظرا لصعوبة تحديد تأثير المؤشرات الأداء المالي على المؤسسات المسعرة في البورصة.

يضاف إلى ما سبق، تم التعرض إلى مختلف مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية، من خلال محاولة إبراز دور البورصة في تمويل المؤسسات الجزائرية، و ذلك إنطلاقا من قاعدة بيانات التي تم إستخراجها من القوائم المالية الممثلة في جدول حسابات النتائج، الميزانيات و دليل المعلومات لهذه المؤسسات للفترة الممتدة من 1999-2009.

## 6- مجال وحدود الدراسة:

ركز هذا البحث في دراسته على الجانب المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، خاصة موضوع الأداء المالي و ذلك باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية، الإقتصادية، و المحاسبية ذات دلالة، و قياس مدى تأثيرها على الأداء المالي للمؤسسة و هيكل تمويلها، بناء على قاعدة معطيات مستمدة من الكشوف المالية الممتلئة في (الميزانية، جدول حسابات النتائج) وفق طريقة التحليل العاملي المميز للفترة من 1999-2009.

## 7- الأدوات المستعملة:

إعتمدنا في تحليلنا على دراسة و تحليل البيانات المستخرجة من الميزانيات و جدول حسابات النتائج، للحصول على مجموعة من المؤشرات المالية المستخدمة في تحليل و قياس الأداء المالي للمؤسسات، و باستخدام طريقة التحليل العاملي المميز وطريقة التحليل إلى المركبات الأساسية من أجل إستخراج النتائج الإحصائية و بالإستعانة بالبرمجية spss نسخة 16 من أجل تحليل البيانات و إختبار المعنوية الإحصائية ذات الدلالة للمتغيرات، و تجدر الإشارة إلا أنه تم الإبقاء على اللغة الأصلية لمخرجات هذا البرنامج دون تعريبها تقاديا لترجمة الخاطنة وسلامة التحليل.

## 8- بعض الدراسات السابقة في الموضوع:

وجدت العديد من الدراسات السابقة حول موضوع تقييم الأداء المالي، حيث توزعت هذه الدراسات بين رسائل الماجستير و أطروحات الدكتوراه، و من أهم هذه الدراسات نجد مايلي:

- 1- قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية - نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية حالتي بورصتي الجزائر و باريس. من إعداد الباحث: عبد الغني دادان، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 2006-2007، حاول الباحث من خلال هذه الأطروحة الإجابة على الأسئلة التالية:

هل يمكن للمؤسسة معرفة وتقدير قيمتها السوقية، معدل نموها الداخلي وسلوك هيكلها المالي بناء على المؤشرات المالية والإقتصادية؟ هل للأداء مفهوم مغاير في المؤسسة بعد دخولها للبورصة؟ ماهو الدور الذي يمكن أن تلعبه المحاكاة المالية و النمذجة المالية في هذا المضمار؟

تكون البحث من سبعة فصول؛ فصل تمهيدي تناول فيه الباحث ماهية الأداء المالي، وفي الثاني دور المؤشرات المالية في تصميم نماذج الإنذار المبكر (الإفلاس، الإعسار و الخطر المالي)، أما الفصل الثالث فقد تطرق إلى محددات الهيكل المالي، أما الرابع فقد خصص للقيمة و معدل النمو تحت تأثير المتغيرات الكلية، في حين الخامس تطرق إلى البورصة كوسيلة تقييم و منظار لرصد سلوك الأداء المالي، و سادسا للمحاكاة و النمذجة المالية، أما الفصل السابع فقد خصص لدراسة الحالة في كل من بورصتي فرنسا والجزائر، لتنتهي الأطروحة بخاتمة تضمنت النتائج المتوصل إليها و أفاق البحث.

أغفل الباحث في دراسته تحديد فترة الدراسة والتي تعتبر من الأمور الهامة في البحث العلمي، إضافة إلى عدم تقديمه لنتائج مقارنة الأداء المالي للمؤسسات الفرنسية والجزائرية.

2- بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر. من إعداد الباحث محمد براق أطروحة دكتوراه دولة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 1998، حاول الباحث من خلال هذه الأطروحة إبراز دور البورصة في التنمية، وتكون البحث من جزئين، حيث قُسم الجزء الأول منه و الذي عنوانه بورصة القيم المتداولة و تمويل التنمية إلى باب أول الذي تناول فيه تقديم عام حول بورصات القيم المتداولة إلى فصلين هما؛ التخلف و معالم التنمية، تمويل عملية التنمية و دور سوق رؤوس الأموال، أما الباب الثاني فجاء في ثلاثة فصول، تناول الفصل الأول ماهية ووظائف البورصة وكذا شروط قيامها، الفصل الثاني بعنوان تنظيم وسير بورصات القيم المتداولة، أما الفصل الثالث فُخصص لمفهوم كفاءة سوق رؤوس الأموال و مستوياتها. أما الجزء الثاني فكان بعنوان واقع التنمية و بورصة القيم المتداولة في العالم مع دراسة حالة الجزائر والذي تكون من بابين هما الباب الثالث بعنوان واقع التنمية و تجربة بورصات القيم المتداولة في فصلين خصص الفصل الأول لواقع التنمية و البورصات في الدول أكثر تقدما، وفي الثاني واقع التنمية و البورصات في العالم العربي، أما الباب الرابع فتناول واقع التنمية في الجزائر في فصلين هما؛ إستراتيجية التنمية

بالجزائر، بورصة القيم المتداولة في الجزائر، وإنتهى البحث بخاتمة تضمنت النتائج المتوصل إليها.

لم يقم الباحث في هذا البحث بالتطرق إلى الدور الذي يمكن أن يؤديه دخول المؤسسات الجزائرية للبورصة، من خلال معرفة مزايا الدخول و تأثيرها على الوضعية المالية لهذه المؤسسات و تقييمها.

3- الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية: قياس و تقييم دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة. من إعداد الباحث عادل عشي رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2002، حاول الباحث من خلال هذه الأطروحة الإجابة على الأسئلة التالية:  
ما هو دور المعايير والمؤشرات في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية؟ هل أن تحديد معايير ومؤشرات تقييم الأداء المالي يكون بأسلوب علمي؟

تكون البحث من ثلاثة فصول، حيث تطرق الفصل الأول إلى مختلف المفاهيم الأساسية حول أداء المؤسسات الإقتصادية، أنواع الأداء، شروط التقييم الجيد للأداء، أما الفصل الثاني فتعرض إلى معايير و مؤشرات تقييم الأداء من خلال تحليل و دراسة مؤشرات التوازن المالي، سيولة و اليسر المالي، المرودية و إنشاء القيمة، في حين كان الفصل الثالث يدور حول دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل ببسكرة للفترة الممتدة من سنة 2000-2002، و ذلك من خلال حساب مؤشرات المالية لهذه الشركة خاصة مؤشرات التوازن المالي، سيولة و اليسر المالي، المرودية و إنشاء القيمة، وذلك إعتقادا على القوائم المالية لهذه الشركات، لتُختَمَ المذكرة بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها و أفاق البحث.

أقتصر الباحث في دراسته للأداء المالي على مؤسسة غير مدرجة في البورصة، من خلال إعتماده على تحليل وحساب مؤشرات التوازن المالي، السيولة، و اليسر المالي، المرودية، إعتقادا على البيانات المحاسبية و المالية فقط، فضلا عن إهماله للتقييم السوقي للمؤسسة.

## 9- المنهج المتبع:

أعتمدنا في هذا البحث على المنهج الوصفي في بعض ثنايا البحث، و على السرد التاريخي لبعض النظريات، و يضاف إلى ذلك كله دراسة الحالة التي أعتد فيها على طريقتي التحليل التمييزي و التحليل إلى المركبات الأساسية.



## 10- هيكل البحث:

إستنادا إلى الإشكالية المطروحة و الفرضيات المتبناة في بحثنا هذا، تم تقسيم هذا الأخير إلى ثلاثة فصول مستهلة بمقدمة عامة و منتهية بخاتمة عامة متنوعة بمجموعة من النتائج النظرية و التطبيقية و صولا إلى التوصيات المهمة حيث تمثلت الفصول الثلاثة في:

**الفصل الأول:** و الذي عنوانه الإطار النظري للأداء المالي و الذي قُسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول مفهوم الأداء و أنواعه و مختلف التعاريف المقدمة للأداء ومنها الأداء المالي، أما المبحث الثاني فقد حُصص لموضوع تقييم الأداء حيث تم التطرق إلى مفهومه، أهميته، و خطوات عملية تقييم الأداء، أما المبحث الثالث فقد تناولنا فيه الأداء المالي على وجه الخصوص مبرزين فيه الأهداف و مؤشرات الأداء المالي.

**الفصل الثاني:** و الذي جاء عنوانه أساليب تمويل المؤسسات الإقتصادية، و في هذا الفصل تطرقنا إلى مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الإقتصادية، و قد قسم بدوره إلى ثلاثة مباحث، حيث تناولنا في المبحث الأول الوظيفة المالية و التمويل من خلال إبراز دور هذه الوظيفة في المؤسسة، أما المبحث الثاني فجاء ليبرز دور البورصة كمصدر حديث للتمويل، أما المبحث الثالث فقد حُصص لإبراز مختلف النظريات المُفسرة للهيكال المالي ابتداءً من نظرية Miller و Modigliani وصولاً إلى نظرية الإنقاط التدريجي للتمويل.

**الفصل الثالث:** حُصص لدراسة الحالة، وذلك لمجموعة من المؤسسات الجزائرية المدرجة في بورصة الجزائر و عددها 11 مؤسسة، بهدف تقدير دوال التمييز لأداء هذه المؤسسات بهدف إستخدامها للتنبؤ بأداء المؤسسات الجديدة و تصنيفها في مجموعات متجانسة، و معرفة التباين الموجود بين المؤسسات من حيث الأداء المالي باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي، كما تستخدم طريقة التحليل إلى المركبات الأساسية لإستخراج العوامل المؤثرة في الأداء المالي للمؤسسات، و تسميتها بغض النظر عن إسم المؤسسة أو طبيعة نشاطها و إنما على أساس الأداء فقط.

## الفصل الأول: الإطار النظري للأداء المالي

تعتبر المؤسسة الإقتصادية عصب الحياة والخلية الأساسية المكونة لإقتصاد أي بلد، فهي مصدر للثروة الإجمالية للمجتمع، و كذلك مصدر مداخيل مختلف المتعاملين الإقتصاديين سواء كانوا أفراد، مؤسسات أو دولة و تمثل منتجاتها المادية والمعنوية، المكون الرئيس التي تقوم عليه الأسواق، لذا تسعى مختلف المؤسسات إلى تحقيق أداء جيد يُمكنها من تحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، و لا يكون ذلك إلا من خلال قيام المؤسسة بتقييم أدائها من أجل تحسين نشاطها أو المحافظة عليه في حالة كون هذا الأداء جيد.

يعتبر موضوع الأداء أحد المواضيع التي تشغل بال المسيرين و الباحثين على حد سواء، نظرا لأهميته إما على المستوى الكلي أو الجزئي باعتباره يعكس النتيجة المنتظرة من وراء كل نشاط، و هذا ما يمثل دافع أساسي لوجود المؤسسة من عدمه، وهو يعتبر واحدا من المصطلحات التي لم تلق اتفاقا عاما بين الباحثين حول تقديم مفهوم محدد للأداء نتيجة إختلاف المعايير و المقاييس المعتمدة في دراسته وقياسه و كذا المؤشرات المستعملة لقياسه.

سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على مختلف زوايا النظر حول مصطلح الأداء، و ذلك من خلال تقديم مختلف التعاريف المقدمة للأداء في المبحث الأول، والذي سيتم فيه تناول مفهوم الأداء ومختلف العوامل المؤثرة فيه، أما المبحث الثاني فقد خُصص لتقييم أداء المؤسسات الإقتصادية، و الذي يتضمن مفهوم تقييم الأداء و خطوات عملية تقييم الأداء في حين يناقش المبحث الثالث الأداء المالي للمؤسسة الإقتصادية من خلال التطرق إلى مختلف المقاربات النظرية للأداء المالي ثم الأهداف المالية للمؤسسة الإقتصادية و أخيرا مؤشرات ومعايير تقييم الأداء المالي في المؤسسات الإقتصادية.

## المبحث الأول: مفهوم الأداء و أنواعه

تحتاج المؤسسات إلى أداة تستطيع من خلالها الحكم على فعالية الأنشطة و العمليات اللازمة لتحقيق الأهداف المنشودة، و التوصل إلى ما قد يكون هناك من تباين بين النتائج، والأداة تتلخص فقط في أدائها. والتطرق إلى أداء المؤسسة الاقتصادية يعد مطلباً ضرورياً، غير أن هذا المصطلح يستخدم على نطاق واسع في ميدان الأعمال مما يجعل من الصعب تقديم تعريف محدد ودقيق له، لأنه ينتمي إلى عائلة مصطلحات متعددة المعاني، و للتعرف على جميع الجوانب المتعلقة بهذا المصطلح تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب حيث نتعرض في المطلب الأول إلى مفهوم الأداء و مختلف التعاريف المقدمة له، أما المطلب الثاني سيتم التعرض إلى مختلف أنواع الأداء، أما المطلب الثالث فنتناول فيه مختلف العوامل المؤثرة في الأداء.

### المطلب الأول: مفهوم الأداء

يعد تقديم تعريف دقيق للمصطلحات والإتفاق عليها، من الأهداف التي يصعب تحقيقها في عالم تسوده ثورة المعلومات و سرعة الإتصال و المعلومة الوجيهة و الدقيقة، ومن بين المصطلحات التي لم تلق إجماع الباحثين و الممارسين مصطلح الأداء .

ينحدر أصل كلمة الأداء من اللغة اللاتينية 'Performer' التي تعني المنح والإعطاء، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح Performance و التي أعطتها معناها الخاص بها والذي تعني به إنجاز، تأدية أو إتمام شيء ما: عمل، نشاط، تنفيذ مهمة... الخ. وقد يستخدم للتعبير عن مدى بلوغ الأهداف أو عن مدى الإقتصاد في إستخدام الموارد، كما نجده في أحيان كثيرة يُعبر عن إنجاز مهام .

كما عُرف الأداء في القاموس Larousse بأنه: " نتيجة كمية محصلة من طرف فرد أو مجموعة أفراد بعد بذل جهد معين للحكم عليه بمستوى أمثل، جيد، ضعيف... الخ".<sup>2</sup>

كما يُقصد بالأداء: " قدرة المؤسسة على تحقيق الأهداف المرجوة مع تخفيض الموارد المستخدمة لتحقيق تلك الأهداف".<sup>3</sup>

أما عبد الرحيم محمد فيرى أن الأداء: " هو الحكم على فعالية الأنشطة والعمليات اللازمة لتحقيق الأهداف المنشودة والتوصل إلى ما قد يكون هناك من تباين بين النتائج المستهدفة وبين النتائج المحققة فعلاً".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Abdelatif Khemakhen ,La dynamique du contrôle de gestion ,Dunod,2ed, Paris ,1976,P311.

<sup>2</sup> Dictionnaire Larousse Bordas, 1997, p32.

<sup>3</sup> A,Burland, J, Eglan, Dictionnaire de gestion , Edition Foucher , Paris ,1995 ,p32.

<sup>4</sup> عبد الرحيم محمد، قياس الأداء: النشأة والتطور التاريخي، ورقة عمل مقدمة في ندوة قياس الأداء في المنظمات الحكومية، القاهرة، فبراير 2007، ص192.

ما يستخلص من التعاريف السابقة أنها حاولت الربط بين الموارد، النتائج والأهداف المحققة، غير أنه أهملت في طياتها نسبة الإنجاز، والتي تعتبر من الأمور الهامة في مثل هذه الحالات.

أما تعريف الذي قُدم من طرف Carla Mendoza و Pierre Beescos فيلخص مفهوم الأداء في البعدين التاليين هما<sup>5</sup>:

- 1- الأداء في المنظمة هو كل فقط ما يساهم في تحسين الثنائية: قيمة - تكلفة، فليس من الضرورة حسب رأيهما أن نسمي الأداء ما يساهم في تخفيض التكلفة أو زيادة القيمة لوحدها؛
- 2- الأداء في المنظمة كل فقط ما يساهم في تحقيق وبلوغ الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة و التي نعني بها الأهداف ذات المدى المتوسط و الطويل.

و ما يستشف من التعريف أعلاه، أن الأداء يستند إلى مفهوم القيمة و التكلفة و الإستراتيجية في المؤسسة، حيث تتمثل القيمة في الحكم يتبناه السوق، أما التكلفة نحصل عليها من الموارد المستهلكة، الأهداف الإستراتيجية تتمثل في الرهانات التي إختارتها المؤسسة للعمل على بلوغها.

أما مدرسة النظم فتتنظر إلى الأداء على أنه: " قدرة المؤسسة على التكيف مع البيئة والإستقرار، وتحقيق الروح المعنوية للعمل وحسن إستغلال الموارد المتاحة."<sup>6</sup> و بالتالي هذا التعريف عرج على عنصر العمل الذي يعتبر من عناصر الإنتاج، ومن ثم يُعتبر لدى بعض الباحثين مؤشر يُمكن من قياس أداء وظيفة الإنتاجية، و إعتبروا أن الأداء وفق هذا المنطلق يُعبر عن " قيام الفرد بالأنشطة و المهام المختلفة التي يتكون منها عمله"، كما عرّفوه باحثون آخرون بأنه: " الكيفية التي يؤدي بها العاملون مهامهم أثناء العمليات الإنتاجية والعمليات المرافقة لها، باستخدام وسائل الإنتاج المتاحة لتوفير مستلزمات الإنتاج، وتسويقها طبقا للبرنامج المسطر خلال فترة زمنية مدروسة."

و يُعرف الأداء حسب D.Kaisergruber et J. Handrieu بأنه: " إصدار حكم على الشرعية الإجتماعية لنشاط معين."<sup>7</sup> و ما يلاحظ على هذا التعريف أنه أضفى صفة الإجتماعية على مصطلح الأداء.

أما الأداء من وجهة نظر P.Druker فيعني " قدرة المؤسسة على الإستمرارية و البقاء من خلال تحقيق التوازن بين رضا المساهمين و العمال."

كما قدم كلا من Miller et Bromily تعريفا للأداء يتوافق مع أهداف المنظمات و مؤسسات الأعمال، حيث عرفا الأداء على أنه: "إنعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية و البشرية، و إستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها."<sup>8</sup> و ما يُلاحظ على هذا التعريف أنه حصر الأداء في كلمتين هما الفعالية والكفاءة. فكثير من الباحثين من أضفى الطابع الإستراتيجي على مفهوم الأداء ببعديه الكفاءة والفعالية، مما أعطى للأداء مفهوم الشامل.

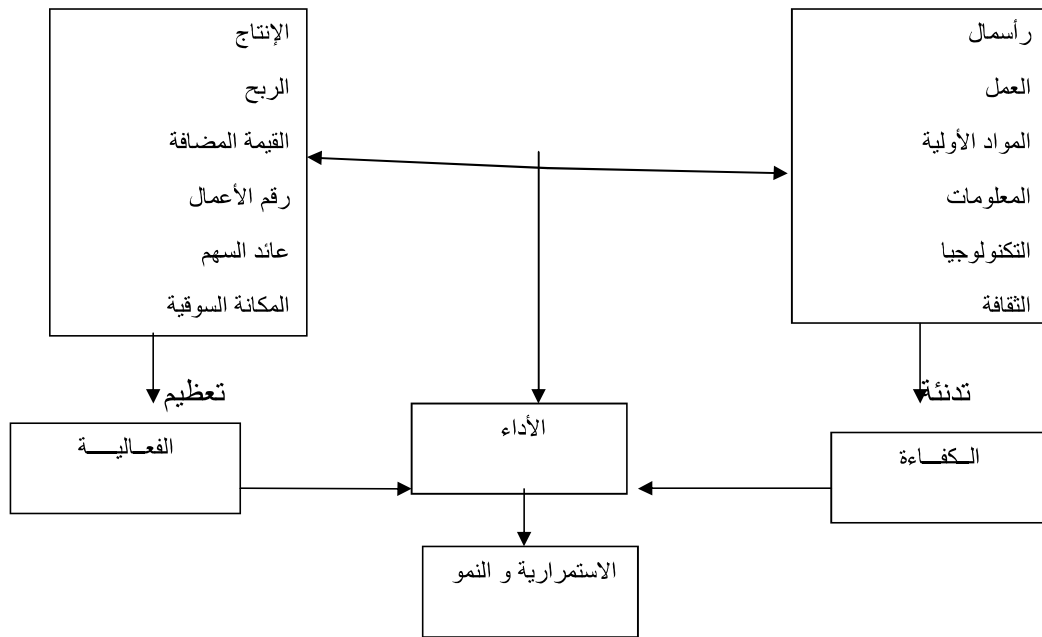
<sup>5</sup> P.Beescos, C Mendoza, Le management de performance, éd Comptables Malesherbes, Paris, 1994, p219.

<sup>6</sup> على محمد عبد الوهاب، العنصر إنساني في إدارة الإنتاج، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1984، ص 290.

<sup>7</sup> الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مقالة مقدمة في مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، عدد 07 / 2009، ص 218 .

<sup>8</sup> الشيخ الداوي، مرجع سابق، ص 218.

الشكل رقم 1: الأداء من منظور الكفاءة و الفعالية



المصدر : عبد الملوك مزهودة، الأداء بين الكفاءة و الفعالية، مقال منشور في مجلة العلوم الإنسانية جامعة بسكرة، 2001، ص 88.

حسب الشكل أعلاه، نلاحظ أن المؤسسة تسعى إلى تدنية التكاليف و تعظيم النتائج لتحقيق الأداء المرغوب و المسطر، غير أنه لا يمكن الحكم على أداء المؤسسة بأنها حققت مستويات جيدة من الأداء، إذا كان ذلك قد يكلفها الكثير من الموارد أو تمكنت من التوظيف الكامل للموارد المتاحة ولم يحقق النتائج المرجوة، و منه الأداء يتمثل في العلاقة بين النتيجة و الجهد المبذول عند مستوى معين من الموارد أو التكلفة الضرورية لذلك.

غالبا ما يرتبط مفهوم الأداء بمصطلحين هما الفعالية و الكفاءة و في بعض الأحيان الإنتاجية، وكثيرا ما يحدث خلط بين المصطلحات الثلاثة السابقة و من أجل إعطاء الفرق بين المصطلحات السابقة ارتأينا تقديم الفروق الموجودة بين المصطلحات السابقة.

### 1- الفعالية: L'efficacité

يقصد بالفعالية: " القدرة على بلوغ الأهداف المسطرة و ذلك مهما كانت الإمكانيات المتاحة والمستخدمة."<sup>9</sup>

أما Vincent Plauchet فينظر للفعالية على أنها: " القدرة على تحقيق النشاط المرتقب والوصول إلى النتائج المرغوبة."<sup>10</sup>

ما يستشف من التعاريف السابقة أن الفعالية ماهي إلا مسألة تحقيق النتائج بصرف النظر عن الجهود المبذولة لتحقيقها، فالمهم في الفعالية هي النتائج و ليس النشاط أو الجهد المبذول.

<sup>9</sup> أحمد صقر عاشور، إدارة القوة العاملة، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت ط2، 1997، ص 50.

<sup>10</sup> الداوي الشيخ، مرجع سابق، ص 220.

كما عُرِفَت الفعالية كذلك من الناحية الكمية بأنها النسبة بين النتائج المحققة و الأهداف الموضوعة من قبل المؤسسة مسبقا، ولهذا كلما كانت النتائج قريبة من الأهداف المستهدفة كانت المنظمة فعالة.

وإنطلاقا من هذا التعريف يمكن التعبير عن الفعالية بالعلاقة التالية:<sup>11</sup>

$$(1-1) \quad \frac{\text{النتائج المحققة}}{\text{الأهداف المسطرة}} = \text{الفعالية} = \frac{\text{المخرجات المحققة}}{\text{المخرجات المسطرة}}$$

إلا أن هذا التعريف يُعتبر في مدرسة النظم أنه كلاسيكي و على رأسهم W.Bennis، حيث أعتبر أنه يمكن تعريف الفعالية و فهمها من خلال عدة أبعاد منها الإشارة إلى: قدرة المنظمة على البقاء و التكيف مع المتغيرات البيئية، بالإضافة إلى تحقيق نمو في المردودية و تحقيقها أيضا للأهداف طويلة الأجل (إستراتيجية)، متوسطة الأجل (التكتيكية)، وقصيرة الأجل (العملية).

و تظهر أهمية الفعالية في أنها تتجاوز فكرة الربح كمؤشر وحيد للأداء في المنظمات التي تسعى إلى الربح، وإستنادها إلى فكرة تحقيق الأهداف تجعلها هامة حتى بالنسبة للمنظمات غير الربحية.

## 2- الكفاءة: L'efficience

تعرف الكفاءة على أنها " إنجاز الأعمال بطريقة صحيحة ".<sup>12</sup>

أو تعني أيضا حسب Vincent Plauchet " القدرة على قيام بالعمل المطلوب بقليل من الإمكانيات والنشاط الكفاء هو النشاط الأقل تكلفة ".<sup>13</sup>

و بالتالي فان الكفاءة تشير إلى الطريقة الإقتصادية التي يتم بها إنجاز الأعمال من خلال استخدام الموارد المتاحة.

كما يقصد بها أيضا الحصول على أكبر كمية من المخرجات (النتائج) مقابل إستخدام أقل كمية أو أقل تكلفة من الموارد و الوسائل.

و إنطلاقا من هذا التعريف نلاحظ أن الكفاءة تهتم بكمية الموارد المستخدمة لبلوغ الأهداف المسطرة، ويمكن التعبير عن الكفاءة بنسبة بين الأهداف المسطرة و الوسائل المستخدمة لبلوغ تلك الأهداف وفق العلاقة التالية:<sup>14</sup>

$$(2-1) \quad \frac{\text{النتائج المحققة}}{\text{الموارد المستخدمة}} = \text{الكفاءة} = \frac{\text{المخرجات}}{\text{المدخلات}}$$

<sup>11</sup> الصالح جيلح، أثر القيادة الإدارية على أداء العاملين: دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص 129.

<sup>12</sup> ناصر دادي عدون، إقتصاد مؤسسة، دار المحمدية، 1998، ص 341.

<sup>13</sup> علي عبد الله، أثر البيئة على أداء المؤسسات العمومية الاقتصادية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999، ص 9.

<sup>14</sup> الصالح جيلح، مرجع سابق، ص 129.

### 3- الإنتاجية: Productivité

يُعتبر مفهوم الإنتاجية واحدا من المفاهيم التي لم تلق الاتفاق من قبل الباحثين و الممارسين، فقد يستعملونه و يربطونه فقط بالإنتاج، غير أنه يمكن أن يستخدم في كافة المؤسسات الساعية إلى الربح سواء كانت تلك المؤسسات إنتاجية أو خدمية. ويمكن أن يضم مصطلح الإنتاجية ما يلي:

1- الإنتاجية: كفاءة استخدام الموارد.

2- الكفاءة والفعالية معا.

كما يعرفها Heinz Wehrliche بأنها: "نسبة المخرجات إلى المدخلات خلال فترة زمنية محددة مع ضرورة الإهتمام بالجودة."<sup>15</sup>

كما تعني الإنتاجية في مضمونها الاستخدام الأمثل لعناصر الإنتاج الممثلة في العمل ورأس المال حيث يُعرفها Richman et farmer: "الإستغلال الكفاء للموارد من قوى بشرية و معدات، مواد خام، رأس المال، وهي تتضمن الحصول على أفضل و أعظم المخرجات من هذه المدخلات."<sup>16</sup>

إذن فالإنتاجية هي مقياس يُترجم النسبة بين النتائج المحصلة والموارد المستخدمة وفق العلاقة التالية:<sup>17</sup>

$$\text{الإنتاجية} = \frac{\text{النتائج المحصلة}}{\text{الموارد المستخدمة}} \quad (3-1)$$

مما يجعل الإنتاجية قريبة جدا من مفهوم الكفاءة أو مؤشرا من مؤشراتها، و هذا يعتبر المفهوم الضيق و المحدود لها. والجدول التالي يعطي مقارنة أكثر تفصيلا بين الكفاءة والفعالية:

جدول رقم 01: يوضح مقارنة بين الكفاءة والفعالية

معايير القياس	تحلل	تعالج	تهتم	
المدخلات مثل: العمل، المعلومات، المواد، المعدات... الخ.	كيفية الوصول	الموارد	بالوسيلة	الكفاءة
المخرجات مثل: الأرباح، العائد، رقم الأعمال، نتيجة الاقتصادية... الخ.	نقطة الوصول	النتائج	بالهدف	الفعالية

المصدر: نور الدين شنوفي، تفعيل نظام تقييم أداء العامل في المؤسسة العمومية الاقتصادية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 170.

نستخلص من الجدول أعلاه، أن الكفاءة لا تعادل الفعالية و لكنها تعتبر أحد مكوناتها، وكما أن الكفاءة ليست شرطا كافيا للفعالية و لكنها متطلبا ضروريا لها، حيث أن تحديد مستوى الكفاءة يعتمد على المدخلات، أما مستوى الفعالية فيعتمد على النتائج أو المخرجات كمعايير لقياسها.

<sup>15</sup> إبراهيم عبد الحكيم، الكفاءة الإنتاجية في الصناعة العربية، مجلة التنمية الصناعية العربية، عدد9، 1993، ص29.

<sup>16</sup> شيقارة هجيرة، الإستراتيجية التنافسية ودورها في أداء المؤسسات، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص107.

<sup>17</sup> الصالح جيلح، مرجع سابق، ص 129.

و في الواقع الكفاءة والفعالية هما وجهان متلازمان عندما يتعلق الأمر بقياس الإنجازات، ويعكس ذلك التوجه الذي يُعرف إنطلاقاً من البعدين معاً، إذ يمكن التعبير عن الأداء بالعلاقة التالية:

$$\text{الأداء} = \text{الفعالية} * \text{الكفاءة}$$

ووفق هذه الصيغة يمكن إقتراح التعريف التالي للأداء:

الأداء هو: "إستخدام الأموال بفعالية و بأعلى كفاءة في المؤسسة حتى يتسنى لها تحقيق الأهداف المنشودة، بواسطة معلومات ملائمة عن طريق إتباع طريقة تحليل علمية وعملية في بناء المؤشرات."

ولقد تطور مفهوم الأداء منذ القدم، فقد كان لتاييلور الفضل في الدراسة الدقيقة للحركات التي كان يؤديها العامل وتوقيت كل منها، بقصد الوصول إلى الوقت اللازم لإدارة الآلة وإيقافها. ولقد كان جوهر الدراسة هو إهتمام فقط بالزمن المستغرق لأداء نتيجة معينة من قبل الأفراد والمعدات لتحديد معدلات الأداء، وبمرور الزمن تغيرت هذه الفكرة نظراً لتطورات التي مست محيط المؤسسات، و أصبح الآن الوصول إلى أفضل مستويات الأداء الهدف المنشود لكل المؤسسات نتيجة المنافسة العالمية الشديدة مما أدى إلى ظهور فكرة المستوى العالمي للأداء<sup>18</sup>، لتطوير وتحسين الأداء من خلال تسيير الجيد لهذا الأداء المحصل عليه والمحافظة عليه.

يتوقف الأداء أساساً على المؤشرات المالية، ما أدى إلى إنتقادها خاصة مع نهاية السبعينات من القرن الماضي، لأهمالها لمصالح الأطراف الأخرى من (المساهمين، موردين، عمال، المجتمع بصفة عامة،... الخ). وهو ما يعرف بـ Stakeholder value، ونتيجة لذلك ظهرت العديد من الطرق الحديثة التي تهدف إلى قياس الأداء نجد من ضمنها بطاقة الأهداف الموزونة و التي تعتبر مقياس شامل لأداء المؤسسة من خلال قدرتها على قياس أداء كل من (علاقات الزبائن، الأعمال الداخلية،... الخ)، و تم إستعمالها لأول مرة في سنة 1990 من خلال مؤسسة Nolan Norton، إضافة إلى بطاقة الأهداف الموزونة نجد لوحة القيادة التي تركز على العوامل التي حالت عن عدم إنجاز الأهداف المسطرة عن طريق الجمع بين المؤشرات المالية و غير المالية، وهذا كله بغية الوصول إلى الأداء المرضي في المؤسسة.

<sup>18</sup> علي السلمي، تطوير أداء و تجديده بالمؤسسات، دار قباء للطباعة والنشر و التوزيع، مصر 1998، ص 11.



## المطلب الثاني: أنواع الأداء

تقوم كل مؤسسة بتحديد أهدافها على ضوء رسالتها، و تعيين الوظائف و المستويات الإدارية المختلفة، للوصول إلى الأداء الذي يُمكن المؤسسة من الإستمرارية والنمو، و بما أن الأداء من حيث المفهوم يرتبط إلى حد بعيد بالأهداف، فإنه يمكن على أساسها نقل المعايير المعتمدة في تصنيف هذه الأخيرة، وإستعمالها في تصنيف الأداء، نتيجة لإختلاف المعايير المستخدمة في تصنيف هذه الأخيرة، بسبب تباين التعاريف المقدمة للأداء بين الممارسين والباحثين، ويمكن تقسيم الأداء في أربعة أنواع حسب المعايير التالية: معيار الشمولية - المعيار الوظيفي - معيار الطبيعة - معيار المصدر، وسنتناول كل معيار على حدا كما يلي:

### 1. حسب معيار الشمولية:

وفقا لهذا المعيار، يمكن تقسيم الأداء تبعاً لتقسيم الأهداف إلى كلية أو الجزئية، و يندرج تحت هذا المعيار

الأنواع التالية: <sup>19</sup>

#### أ - الأداء الكلي:

يقصد بالأداء الكلي للمؤسسة، مختلف النتائج التي حققتها من خلال جميع العناصر الموجودة في المؤسسة على مستوى الوظائف والأنظمة الفرعية لها، دون إفراد جزء أو عنصر لوحده في تحقيقها، فالحديث عن الأداء الكلي يؤدي بنا للحديث عن كيفية وصول المؤسسة لأهدافها الرئيسية و الشاملة بأقل التكاليف الممكنة، ومثال للأهداف الرئيسية في المؤسسة التي تسعى دوماً لتحقيقها نجد: الربحية، الإستمرارية، النمو... الخ، وهذه الأهداف لا يمكن لقسم أو وظيفة تحقيق ذلك لوحده.

#### ب - الأداء الجزئي:

يتمثل الأداء الجزئي في الأداء الذي يتحقق على مستوى الأنظمة الفرعية في المؤسسة، من خلال قدرة كل فرع في المؤسسة على تحقيق أهدافه بأدنى التكاليف الممكنة، و بالتالي تحقيق الأداء الكلي للمنظمة، ويشترط في هذا الأداء أن تكون أهداف كل قسم فرعي متناسقة، متكاملة و متسلسلة مع أهداف أقسام الفرعية الأخرى في المؤسسة لتشكّل فيما بينها شبكة قوية تساهم في الأداء الكلي للمؤسسة.

### 2. حسب المعيار الوظيفي:

يقسم الأداء حسب هذا المعيار تبعاً لتنظيم المعتمد في المؤسسة (الهيكل التنظيمي) الوظيفي، وهذا الأخير كما هو معلوم هو الذي يحدد الوظائف و النشاطات المختلفة التي يجب أن تمارس في المؤسسة، حيث أكد أحد الباحثين أن دراسة الأداء الشامل للمؤسسة يفرض أيضاً عليها دراسة الأداء على مستوى مختلف

<sup>19</sup> عيد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 89.

وظائفها، 20 ومن تم حصر الوظائف الرئيسية للمؤسسة فيما يلي: وظيفة التموين، وظيفة الإنتاج، الوظيفة المالية، وظيفة الموارد البشرية، وظيفة التسويق، وظيفة البحث والتطوير، وتبعا لهذا التقسيم تم تصنيف الأداء إلى ما يلي:

#### أ- أداء وظيفة التموين:

يتمثل الأداء حسب هذه الوظيفة في قدرة المؤسسة على الحصول على المواد بجودة عالية في الأجل المحددة، وبأقل التكاليف من خلال قيام المؤسسة بالتفاوض على أجل تسديد الموردين تفوق أجل الممنوحة للعملاء و إستغلال الكفاء والجيد لأماكن التخزين.<sup>21</sup>

#### ب- أداء وظيفة الإنتاج:

يقصد بأداء هذه الوظيفة، تمكن المؤسسة من تحقيق معدلات مرتفعة من الإنتاجية مقارنة بنظيراتها من المؤسسات المنتمية لنفس القطاع، أو المنطقة الجغرافية، من خلال إنتاج منتجات ذات جودة عالية بتكاليف منخفضة وتفاذي تأخر في الطلبات من خلال إستغلال الكفاء لتجهيزات الإنتاجية و صيانتها .

#### ج- أداء الوظيفة المالية:

يتمثل أداء الوظيفة المالية في قدرة المؤسسة على توليد إيرادات مالية سواء كان من أنشطتها الجارية، الرأسمالية أو الإستثنائية، و تحقيق الفوائض المالية من خلال إبتعاد عن العسر المالي و ظاهرة الإفلاس بواسطة توفير السيولة و تحقيق معدل المردودية الجيد بتكاليف المنخفضة، و البحث عن المصادر المالية اللازمة لتغطية إحتياجاتها المالية بأقل التكاليف و إستخدام الكفاء لهذه الموارد المالية المتاحة.<sup>22</sup>

#### د- أداء وظيفة الموارد البشرية:

يتجلى أداء وظيفة الموارد البشرية أو وظيفة الأفراد (العاملين) في قدرة الفرد على القيام بالأنشطة والمهام المختلفة التي يتكون منها عمله تبعا لما يناسب قدراته و طبيعته عمله، فضمن إستخدام موارد المؤسسة بكفاءة وفعالية لا يتم إلا من خلال الأفراد، وهو ما يعطي أهمية كبيرة لدور الذي يلعبه المورد البشري في المؤسسة، ومن ثم يجب على هذه الأخيرة أن تقوم بجلب وإستخدام الموارد البشرية ذات الكفاءة و المهارة العالية وأن تقوم بتسييرهم تسييرا فعالا .

#### ه- أداء وظيفة التسويق:

يتجسد هذا الأداء في قدرة المؤسسة على الإستحواذ على حصص سوقية كبيرة من خلال إرضاء العملاء بالمنتجات ذات الجودة، و تسليمها لهم في الأوقات المنفق عليها، و كذا السمعة الجيدة التي تكتسبها المؤسسة في السوق من خلال مردودية كل منتج وجودته والحرص على تطويره ودخول أسواق جديدة .

<sup>20</sup> A.Establier :Et si nous parlions de la performance dans votre entreprise ? éd ,Eyrolles,Paris ,1988 ,p35.

<sup>21</sup> Marcel Laflan,Le management :Approche systémique ,Edition Gaétan Morin , 3 éd. Canada.1981, p 356.

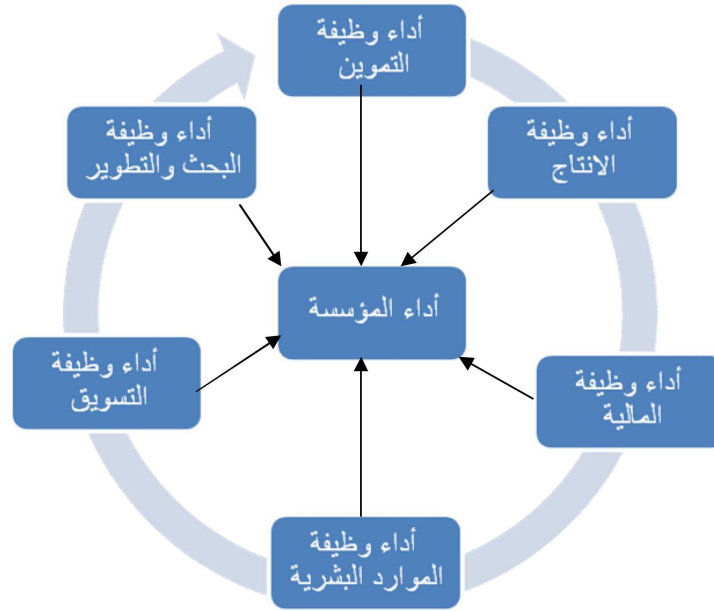
<sup>22</sup> Marcel Laflan, Ibid,p357.

## و- أداء وظيفة البحث و التطوير :

يقصد بأداء وظيفة البحث و التطوير قدرة المؤسسة على إنتاج منتجات جديدة، ومدى مواكبتها للتطورات التكنولوجية الحديثة مع إستخدامها في الإنتاج و التسويق، وكذا توفير جو ملائم للإختراع، الإبتكار و الإبداع من خلال تحفيز العاملين على التجديد و خلق جو المنافسة بينهم في هذا المجال.

يرتبط هذا المعيار بالتنظيم المعتمد في المؤسسة، فهو يحدد النشاطات و المهام التي يجب أن تمارس في المؤسسة، و يمكن تمثيل أداء هذه الوظيفة في الشكل أدناه:

الشكل رقم 2: يوضح أداء المؤسسة حسب المعيار الوظيفي



المصدر: من إعداد و تصور الباحث .

من الشكل يتضح أن أداء المؤسسة يتلخص بصفة أساسية في مجموع أداءات المقدمة في كل وظيفة، ومن ثم تحقيق الأداء الكلي للمؤسسة.

### 3. حسب معيار الطبيعة:

يكون تصنيف الأداء حسب هذا المعيار تبعا لأهداف المؤسسة و المتمثلة في الأهداف الإقتصادية، الأهداف الإجتماعية، الأهداف التكنولوجية، الأهداف السياسية...الخ، ومن ثم يمكن تصنيف أداء المؤسسة تبعا لذلك إلى أداء إقتصادي، أداء إجتماعي، أداء تقني، أداء سياسي...الخ، حيث قال J.P.Charles<sup>23</sup> أنه:

<sup>23</sup> باحث فرنسي نشر بحثه حول ما مدى انعكاس الأداء الاجتماعي الداخلي على المؤسسة، في مقال منشور له في سنة 1982 في مجلة Revue Française de gestion N : 38 Novembre 1982 p38.

" لا يمكن للمؤسسة أن تحسن من صورتها Image de marque بالإعتماد على الأداء الاقتصادي و التكنولوجي فحسب، بل أن الأداء الإجتماعي له وزنه الثقيل على صورة المؤسسة في الخارج<sup>24</sup>. وإنطلاقاً من ذلك يقسم الأداء حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

#### أ- الأداء الإقتصادي:

يقصد بالأداء الإقتصادي، قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإقتصادية، التي تعتبر عملية تحقيقها المهمة الأساسية للمؤسسة والتي تتجسد في الفوائض التي تحققها هذه الأخيرة من وراء تعظيم نواتجها (نتيجة صافية، القيمة المضافة... الخ)، وتدنته مستوى إستخدام مواردها بأقل التكاليف (رأسمال، العمل... الخ).

#### ب- الأداء الإجتماعي:

يرتبط الأداء الإجتماعي في المؤسسة بالأهداف الإجتماعية، التي تفرضها متطلبات المجتمع والبيئة المحيطة بالمؤسسة كونها تتأثر بها و تؤثر فيها، وهي تعتبر قيود مفروضة من قبل الأفراد العاملين بالمؤسسة أولاً، وثانياً المجتمع المحيط بها، وبغض النظر عن كونها أهداف أم قيود، فإن تحقيقها يجب أن يكون بالتزامن مع الأهداف الإقتصادية، لأن الأداء الإجتماعي مشروط بالأداء الإقتصادي، وهذا ما أشار إليه A.C.Martient في العلاقة التي تربط الأداء الإقتصادي بالأداء الإجتماعي<sup>25</sup>، ومن ثم يتلزم الأداء الإقتصادي للمؤسسة مع الأداء الإجتماعي بتناسق وتكامل الشيء يؤدي إلى تحقيق أداء كلي ناجح بنسبة للمؤسسة.

#### ج- الأداء التكنولوجي:

يتمثل الأداء التكنولوجي في تحكم المؤسسة في العامل التكنولوجي، والذي يعتبر عامل مهم في بقاء و إستمرارية المؤسسات في ظل وجود المنافسة والعولمة، ويتحقق ذلك من خلال قيام المؤسسة بتحديد الأهداف المسطرة، كأن ترغب في السيطرة على مجال تكنولوجي معين و تتمكن من ذلك، أو تقوم بإنتاج منتجات ذات تكنولوجيا عالية بحيث توفر لها التخفيض في مدة الإنتاج و منتجات ذات جودة عالية مقارنة بمؤسسات مماثلة، و يعتبر العامل التكنولوجي من الأهداف الإستراتيجية التي يجب على المؤسسات أن تتحكم فيه نظراً لأهميته.

#### د- الأداء السياسي:

يتجسد الأداء السياسي في بلوغ المؤسسات لأهدافها السياسية، والمتمثلة في الحصول على مزايا من نظام السياسي الموجود في الدولة، لتحقيق أهدافها المختلفة، ومن أمثلتها محاولة التأثير على النظام السياسي

<sup>24</sup> عبد الملوك مزهودة، مرجع سابق، ص 89.

<sup>25</sup> A.C.Martient, L'entreprise dans un monde en change, éd Du seuil-ouvriers, Paris, 1992, p 106.

القائم لإستصدار امتيازات لصالحها من خلال تمويل الحملات الإنتخابية من أجل إيصال أشخاص معينين إلى الحكم، ومن ثم إستغلال نفوذهم بعد ذلك لصالح المؤسسة خاصة في الدول النامية .

#### 4. حسب معيار الجهة التي أنجزت الأداء:

يتم تقسيم الأداء حسب هذا المعيار تبعا لمصدر الأداء؛ إلى أداء ذاتي أو أداء داخلي و أداء خارجي وهي كلها تساهم في الأداء بدرجات متفاوتة وهي تقسم كما يلي:

#### أ- الأداء الخارجي ( الظاهري ) : Performance extrinséque

يتمثل الأداء الظاهري في الفرص التي تُوفرها البيئة الخارجية للمنظمة، حيث استفادة المؤسسة من هذه الفرص وتجنب المخاطر التي يمكن أن تعترضها من خلال التكيف مع هذه المتغيرات، ومن هذه الفرص نذكر منها: إنفتاح المؤسسة على أسواق جديدة وواعدة، براءات إختراع التي يتم إستثمارها، مشاكل تعاني منها مؤسسات مماثلة أخرى، ظهور قوانين حكومية مدعمة لسياسة المؤسسة...الخ، كل هذه الفرص يجب على المؤسسة إستغلالها بكفاءة عالية، لأن هذه المتغيرات يمكن أن تؤثر على المؤسسة سلبا أو إيجابا.

#### ب- الأداء الذاتي ( الداخلي ) : Performance Interinséque

يتمثل الأداء الذاتي في الأداء الذي تقوم به المؤسسة من تلقاء نفسها دون أن يكون للعوامل الخارجية دور فيها، أي بفضل المجهودات التي يبذلها القادة الإداريين والمرؤوسين في العمل وكذا مختلف الموارد المستغلة بكفاءة داخل المؤسسة، وهو ينتج من مجموع الأداءات التالية:

##### 1. الأداء البشري:

يقصد بالأداء البشري أداء الأفراد داخل المؤسسة من خلال صنع القيمة وتحقيق أفضلية التنافسية من خلال تسيير مهامهم و مهارتهم.

##### 2. الأداء المالي:

يصف الأداء المالي مدى فعالية و كفاءة المؤسسة في تعبئة الموارد المالية و توظيفها، و تعتبر نسب التحليل المالي، ومؤشرات التوازن المالي من أبرز مؤشرات الأداء المالي .

##### 3. الأداء التجاري:

يصف الأداء التجاري فعالية و كفاءة الوظيفة التجارية أو التسويقية في تحقيق أهداف المبيعات و رضا الزبائن و يعتبر: رقم الأعمال، المردودية، عدد الزبائن، معدل شراء المنتجات من أبرز مؤشرات الأداء التجاري.

#### 4. الأداء التقني:

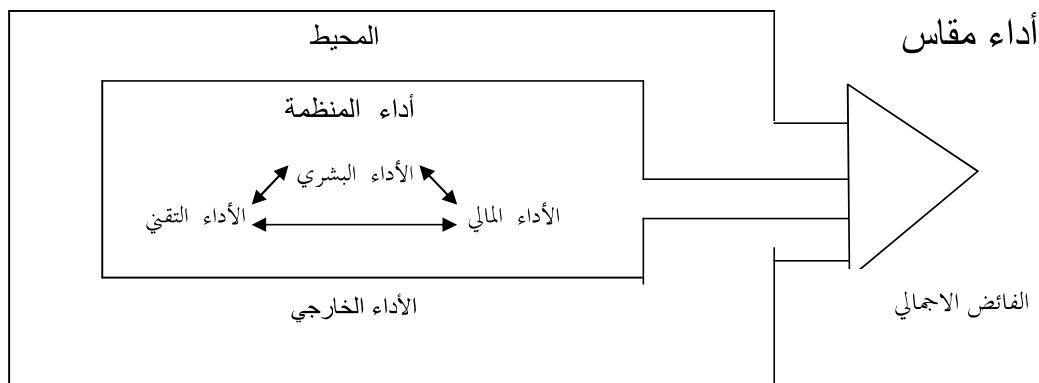
يتمثل الأداء التقني في قدرة المنظمة على استخدام وإستغلال تجهيزات الإنتاج ( الإستثمارات ) في العملية الإنتاجية مع ضمان صيانتها، وتعتبر كمية الإنتاج، نسبة إستخدام الطاقة الإنتاجية، من أبرز مؤشرات الأداء التقني للمنظمة.

#### 5. الأداء التموييني :

يقصد به، أداء المؤسسة في وظائف الشراء، النقل، التخزين لتزويد المنظمة بالمواد الأولية، المعدات و التجهيزات الإنتاجية بالتنوع والكمية المناسبة و في الوقت المناسب، ويعتبر معدل تألف المخزون، زمن وصول الطلبية من أبرز مؤشرات الأداء التموييني.

و الشكل التالي يوضح الأداء الداخلي والخارجي في المؤسسة الاقتصادية:

الشكل رقم: 03 يبين الأداء الداخلي والخارجي في المؤسسة



المصدر : عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2002، ص06.

يتضح من الشكل أعلاه، أن أداء المؤسسة ككل ما هو إلا نتاج من تفاعل بين الموارد البشرية، التقنية، والمالية يضاف إليها التفاعل الموجود بين المنظمة وبيئتها الخارجية، وكلما أحسنت المؤسسة التعامل مع بيئتها الخارجية من خلال التعامل الجيد مع الفرص و التهديدات أدى إلى زيادة كلية في أداء المؤسسة سواء كان هذا الأداء داخلي أو خارجي .

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في أداء المؤسسات

يرتبط مفهوم الأداء بكل العناصر والمتغيرات التي تساهم في تحقيق الأهداف الإستراتيجية، غير أن هذا الأداء يتأثر بمجموعة من العوامل المترابطة فيما بينها لتشكل دوال يصعب حلها، و لما كان تحسين الأداء مطلب المتعاملين الإقتصاديين سواء على مستوى الأنظمة الفرعية أو على مستوى المؤسسة ككل، يسعى معظم الباحثين إلى تحديد العوامل ممكن تأثيرها على الأداء أو على أقل حصرها في مجموعة معينة، غير أن تصنيفها أو حصرها لم يلق إجماع الباحثين شأنها في ذلك شأن التعاريف العديدة المقدمة لمفهوم الأداء في حد ذاته، لذا تمخضت عنها عدد تصنيفات للعوامل المؤثرة في الأداء، فهناك من الباحثين من صنف العوامل المؤثرة في الأداء ومنهم الدكتور علي سلمي إلى مجموعتين هما: مجموعة العوامل التقنية أو التكنولوجية و مجموعة عوامل البشرية، أما البروفيسور Kwcoleca فقد صنفها إلى مجموعة عوامل الموضوعية و التي تشمل العوامل الإجتماعية والعوامل الفنية، أما المجموعة الثانية فهي مجموعة العوامل الذاتية والمتمثلة في العوامل التنظيمية.<sup>26</sup>

من الباحثين من قسم هاته العوامل تبعا لمصدر العوامل نفسها، فقسموها إلى عوامل خارجية و أخرى داخلية، ثم قسموا العوامل الخارجية إلى عوامل إقتصادية، عوامل إجتماعية، عوامل ثقافية... الخ، أما العوامل الداخلية فقسموها إلى عوامل بشرية، عوامل تقنية، عوامل تنظيمية. وبرغم من أن هذا التقسيم يحظى بقبول الكثير من الباحثين، إلا أنه يطرح إشكالية الحدود الفاصلة بين ما هو داخلي و ما هو خارجي، ومع كون المؤسسة عبارة عن إمتداد لمحيطها الخارجي، فإننا نقاديا لمشكل الحدود الفاصلة بين ما هو داخلي و خارجي عن المؤسسة، سننتهج في تقسيمنا للعوامل على إمكانية تحكم المؤسسة في تلك العوامل و نعني بذلك العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة و عوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة، حيث تقابل الأولى إلى حد كبير العوامل الداخلية في حين تقابل الثانية العوامل الخارجية لذا يأتي تصنيف العوامل كمايلي:<sup>27</sup>

#### (1) عوامل غير خاضعة لتحكم المؤسسة:

إستنادا لهذا المعيار، فان العوامل المؤثرة في أداء المؤسسات، تتمثل في مجموعة المتغيرات و القيود التي لا تستطيع المؤسسة السيطرة عليها أو التحكم فيها، و بالتالي فهي بمنأى على رقابة المؤسسة، و تتمثل في محيط المؤسسة بمختلف أبعاده و التي عبر عنها H.Mintezberg في كتابه حركية المنظمات بأنه " محيط المؤسسة يمثل كل ما هو خارج المنظمة".<sup>28</sup> و بالتالي فان هذا المحيط يمكن أن يشكل للمؤسسة فرصا متاحة أو تهديدا لها، حيث أن الفرص تؤدي إلى تحسين أدائها، أما التهديد فيمثل خطرا عليها مما يؤثر سلبا على المؤسسة ومن ثم على أدائها، فاختلفا درجة كفاءة أو نجاح المؤسسات في تحقيق أهدافها و رفع مستويات أدائها، يرجع بالدرجة الأولى إلى قدرتها على تكيف أو التكيف مع متغيرات عوامل

<sup>26</sup> جمال خنشورة، تقييم أداء الاقتصادي في وحدة ديدوش مراد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الاقتصاد، جامعة باتنة، نوفمبر 1987، ص 16.

<sup>27</sup> عبد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 91.

<sup>28</sup> H.Mintezberg , Structure et dynamique des organisation , éd : Les édition d'organisation , Paris ,1992,p 245.

محيطها فرصا كانت أو مخاطر، ومع كونها غير خاضعة لتحكم المؤسسة يمكن أن تقسم هذه العوامل إلى مايلي:

### 1. العوامل الاقتصادية:

تعتبر من أهم العوامل المؤثرة في أداء المؤسسة، و كون الأمر يتعلق بالمؤسسة الاقتصادية، فإن هذه العوامل الأكثر إنعكاسا على الأداء تبعا لنشاط المؤسسة، وكون أن المحيط الاقتصادي للمؤسسة يمثل مصدر مختلف مواردها من جهة و مستقبل منتجاتها من جهة أخرى، فقد تم تقسيم هذه العوامل بدورها إلى عوامل إقتصادية عامة و التي تضم: النظام الإقتصادي في الدولة، معدلات النمو الإقتصادي ، سياسة التجارة الخارجية، معدلات التضخم، أسعار الفائدة... الخ، أما عوامل إقتصادية جزئية أو القطاعية فتضم كل من المواد الأولية، الطاقة، درجة المنافسة، السوق، يد العاملة المؤهلة... الخ. وما يميز هذه العوامل الأخيرة عن العوامل العامة بتأثيرها المباشر على أداء المؤسسة في الأجل القصير .

### 2. العوامل الإجتماعية والثقافية:

تتمثل هذه العوامل في البعد الإجتماعي المحيط بالمؤسسة نظرا لأهمية هذا الأخير و مساهمة عوامله في كثير من الأحيان في تغيير عوامل الأخرى (إقتصادية - سياسية) على وجه الخصوص، و على الرغم من صعوبة تحديد هذه العوامل إلا أن هناك من الباحثين من حاول حصرها في: النمو الديمغرافي، فئات العمر، عادات الأفراد، الفئات، المواقف والرغبات... الخ. أما العوامل الثقافية فيرى G.Bressy بأنها تتضمن مايلي: نماذج الحياة، القيم الأخلاقية، التيارات الفكرية في المجتمع، الأمية... الخ.<sup>29</sup>

### 3. العوامل السياسية والقانونية:

يرى Koontz et O'Donnell<sup>30</sup> أن العوامل السياسية و القانونية، تعتبر أيضا عنصر هام و مؤثر على أداء المؤسسة من خلال تغيراتها السريعة والمفاجئة، ومن هذه العوامل نذكر منها: عوامل الإستقرار السياسي و الأمني للدولة، السياسة الخارجية، المنظومة القانونية... الخ، و نتيجة للتغيرات الكبيرة التي تحدثها هذه العوامل على أداء المؤسسات أصبحت في كثير من دول العالم حتى المتقدمة منها أن المؤسسات تتدخل لتكييف تغيرات هذه العوامل وفق ما يخدم مصالحها.

### 4. العامل التكنولوجي:

يتمثل هذا العامل في المعارف العلمية والبحثية و كذا الإبداعات التكنولوجية، براءات الإختراع و التي تعتبر من عوامل المهمة وبالغة الأهمية، حيث تمكن المؤسسات من تخفيض أو تضخيم تكاليفها و تحديد حجم و نوعية المنتجات، و بالتالي تحديد كيفية معالجة المعلومات مما يؤدي إلى تحسين الأداء ومن ثم على المؤسسة متابعة التطورات التكنولوجية و التنبؤ بها لإستغلالها فيما يخدم مصالحها .

<sup>29</sup> G.Bressy , Economie d'entreprise, éd Sirey , Paris ,1990,p17.

<sup>30</sup> H.Koontz et O'donnell ,Management :principes et méthode de gestion , éd MC Crawhill ,Québec ,1980,p41.



## (2) العوامل خاضعة لتحكم المؤسسة:

تتميز هذه العوامل عن سابقتها بقدرة المؤسسة على تفاعل مع مختلف العوامل، فهي تخضع إلى حد ما لتحكم المؤسسة أو بالأحرى لتحكم مُسِيرها، و هي تشمل مختلف المتغيرات التي تؤثر سلبا أو إيجابا على أداء المنظمة، و التي يمكن للمسير أن يحدث فيها تغيرات تسمح له بإلغاء أثارها السلبية أو على الأقل تخفيفها من جهة، ومن جهة أخرى تعظيم الآثار الإيجابية إلى أبعد الحدود و نتيجة لنداخل العوامل المؤثرة في أدائها فإنه يصعب الحصر الدقيق لها، وعلى الرغم من ذلك يمكن أن تصنف هذه العوامل تبعا للمصدر المُسبب لتغيير سواء كان مصدر التغيير بشري أو تقني و تقسم العوامل والمتغيرات تبعا لذلك إلى ما يلي:

### أ. العوامل التقنية:

وهي مختلف العوامل التي ترتبط بالجانب التقني في المؤسسة و التي يمكن حصرها فيما يلي:

- شكل المنتج ونوعيته؛
- نسبة الآلات إلى عدد العمال؛
- نوعية المواد المستخدمة في الإنتاج؛
- الموقع الجغرافي للمؤسسة؛
- مدى توافق منتجات المؤسسة مع رغبات الأفراد؛
- التناسب بين طاقتي الإنتاج و التخزين؛
- أنواع التكنولوجيا المستخدمة.

كل هذه العوامل يمكن أن تؤثر على المؤسسة سلبا أو إيجابا، و بالتالي يجب على المؤسسة أن تتعامل بحذر شديد مع هذه المتغيرات .

### ب. العوامل البشرية:

نعني بها العوامل التي يكون العنصر البشري مصدرها الرئيسي، و تتمثل أساسا في القوى المؤثرة على أداء العنصر البشري بدرجة الأولى ثم على أداء المؤسسة ككل ومنها على سبيل المثال:

- تركيبة البشرية من حيث السن و الجنس؛
- نوعية المعلومات المقدمة؛
- مستوى تأهيل الأفراد؛
- الجو السائد بين المشرفين و المنفذين.

أما Donaldson<sup>31</sup> فاقترح بدوره مجموعة من العوامل التي يرى في نظره بأنها يمكن أن تؤثر في المؤسسة و هي كما يلي:

- الهيكلية؛
- القيادة؛
- العملية الإنتاجية في حد ذاتها؛
- الثقافة؛
- الإستراتيجية؛
- الخيارات التقنية؛
- المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة (Le contexte)؛
- أسلوب الإدارة في التسيير .

<sup>31</sup> J.Chaabani : Les concepts de performance dans des théorie du management , in la performance op.cit , p24.

و غير بعيد عن هذه العوامل، قام Krüger بتقديم مجموعة من العوامل التي يراها في نظره أنها تؤثر في أداء المؤسسة و هي ما سماها بالأجزاء الستة للأداء و الممثلة في: سياسة المؤسسة، الفلسفة والثقافة، الأنظمة، طاقات الإنجاز الكامنة، العملية الإنتاجية، نظام المكافآت. و يرى Krüger أن أداء المؤسسة يتبع هذه الأجزاء من حيث ترتيبها و تجانسها فيما بينها.<sup>32</sup>

بصفة عامة، يمكن أن نقول برغم من تقديمنا وتصنيفنا لمختلف العوامل التي يمكن أن تؤثر في أداء المؤسسة إلا أنه يصعب حصرها و تحديدها في مجموعة معينة لأن بعض العوامل يصعب إدراجها ضمن هذه المجموعة أو تلك و التي من بينها حجم المؤسسة الذي يؤثر بدوره في أداء المؤسسة، و كذا ثقافة المؤسسة التي تعتبر من العوامل التي يصعب التحكم فيها و التي يرى بعض الباحثين أن تأثيرها كبير على أداء المؤسسة.

### المبحث الثاني: تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية

يعد تقييم الأداء عنصرا أساسيا للعملية الإدارية، فهو يساهم في تقديم المعلومات و البيانات التي تستخدم في قياس مدى تحقق أهداف المؤسسة و من تم التعرف على اتجاهات الأداء، الشيء الذي يمكنها من إتخاذ القرارات اللازمة لتحديد مسيرة المؤسسة و أهدافها وكذا برامجها.

و قد تطور مفهوم تقييم الأداء و اتسعت مجالات إستخدامه حتى أصبح أحد أهم العمليات الإدارية والإستراتيجية التي تحظى باهتمام معظم المؤسسات و الهيئات، لذا سنحاول في هذا المبحث تقديم مختلف التعاريف المقدمة لتقييم الأداء و مختلف المراحل خاصة بعملية التقييم، و التعرف على صعوبات و المشاكل التي تقف حجرة عثرة عند القيام بعملية تقييم الأداء لنُخرج في الأخير على الأهمية تقييم الأداء في المؤسسات الاقتصادية.

### المطلب الأول: مفهوم تقييم الأداء

يرتبط تقييم الأداء إرتباطا وثيقا بالمؤسسة موضوع التقييم، مما يستدعي دائما أن تكون عملية إختيار المؤشرات و المعايير متفقة مع تنظيم المؤسسة و إمكاناتها المتاحة، بما يتناسب مع طبيعة النشاط الذي تزاوله و حسب النظام الذي تعمل فيه و الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، الشيء الذي نتج عنه تعدد في التعاريف المقدمة لتقييم الأداء، و في هذا الإطار يُنظر لعملية تقييم الأداء على أنها: " تُعبر عن تقييم نشاط وحدة إقتصادية في ضوء ما توصلت إليه من نتائج في نهاية فترة مالية معينة، و هي تهتم أولا بتحقيق من بلوغ

<sup>32</sup> عبد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 90.

الأهداف المسطرة و المحددة، وثانيا بقياس كفاءة الوحدة في استخدام الموارد المتاحة سواء كانت هذه موارد بشرية أو رأسمالية.<sup>33</sup>

أما الباحثة ماري تريزاني (Marie Tresanini) فترى تقييم الأداء على أنه: " محصلة النتائج التي تم التوصل إليها و مقارنتها مع الأهداف التي تم تسطيرها مسبقا أو الأهداف الموضوعية".<sup>34</sup>

أما أحمد مرسي محمد فينظر لتقييم الأداء على أنه: " قياس الأداء الفعلي للمؤسسة ومقارنته بالنتائج المحققة أو الممكن الوصول إليها، حتى تعطينا صورة حية لما حدث و يحدث فعلا، ومدى نجاح في تحقيق الأهداف و تنفيذ الخطط الموضوعية بما يكفل للمنظمة الوقوف على الإجراءات الملائمة لتحسين الأداء".<sup>35</sup>

وما يتم إستخلاصه من التعريفين السابقين، أن أداء المؤسسة يُمكن الحكم عليه من خلال قياس النتائج وكفاءة استخدام الموارد، بالإضافة إلى تحديد المشكلة التي قد تعترض أداء المؤسسة، و في هذا السياق هناك من الباحثين من يرى أن عملية تقييم الأداء تعتبر مرحلة من مراحل عملية الرقابة وعلى هذا الأساس عُرف تقييم الأداء على أنه: " يمثل خطوة رئيسية في العملية الرقابية، و يكمن جوهر عملية التقييم في مقارنة الأداء الفعلي بالمؤشرات محددة سلفا و الوقوف على الانحرافات، و تبريرها و تحديد المسؤولية الإدارية و البشرية عنها ثم يلي بعد ذلك تصحيح كل ما أمكن تصحيحه". و ما يعاب على هذا التعريف أن عملية التصحيح تعتبر من اختصاص عملية الرقابة و لا يمكن إعتباره من عملية تقييم الأداء التي تعتبر جزء من عملية الرقابة.

أما تعريف فيشر ورفاقه فينظر لعملية تقييم الأداء على أنها: " العملية التي يتم بواسطتها تحديد المساهمات التي يعطيها الفرد للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة".<sup>36</sup>

و لقد لوحظ في التعاريف المقدمة أعلاه، إستخدام مصطلحين تم ذكرهما في بعض التعاريف وهما كلمتي القياس و التقييم، فقد تم توظيفهما بغرض دلالة على مفهوم واحد لتقييم أو قياس الأداء غير أن مفهوم القياس و التقييم يختلفان من حيث المعني، فنعني بالقياس " تحديد كمية أو طاقة عنصر معين، أو تحديد مقدار النتائج المؤسسة"<sup>37</sup>، أما التقييم فنعني به: " قياس الأعمال و الفعاليات المتحققة ومقارنتها بالخطط المعدة سابقا لإكتشاف و تحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة".

من التعاريف المقدمة أعلاه، يمكن القول أنه لا يوجد إتفاق بين معظم الباحثين حول تحديد مفهوم شامل لتقييم الأداء، فكلٌ ينظر للأداء حسب ما يخدم مصالحه الخاصة، ومن جملة هذه التعاريف يمكن أن نقدم التعريف التالي الذي يمكن أن نقترحه أن تقييم الأداء هو: " عملية إتخاذ القرار بناء على معلومات أكيدة لإعادة توجيه مسارات الأنشطة بالمؤسسة، بما يحقق أهداف المؤسسة المحددة سلفا خلال فترة زمنية معينة،

<sup>33</sup> جمال مرقص يوسف، أثر تغيرات الثقافة على مفهوم الأداء و تقييمه، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1992، ص 290.

<sup>34</sup> Marie Tresanini, Evaluer les compétences, Edition EMS Management & société colombelles, paris, 2004, p18.

<sup>35</sup> أحمد مرسي محمد، تقييم الأداء الاقتصادي في قطاع الأعمال و الخدمات، دار النهضة العربية، بيروت، 1969، ص 635.

<sup>36</sup> نور الدين شنوفي، تفعيل أداء العامل في المؤسسة العمومية الاقتصادية، حالة مؤسسة الجزائرية للكهرباء و الغاز، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، ص 18.

<sup>37</sup> شيفارة هجيرة، مرجع سابق، ص 115.

من خلال مؤشرات كمية تمكنها من الوقوف و إصدار أحكام تقييمية بشأن أداء المؤسسة أو إحدى وظائفها الفرعية.

تطور مفهوم تقييم الأداء بتطور حاجات المؤسسات، فإذا كان عصر الستينات هو عصر التسويق و عصر الثمانينيات هو عصر المبادرات الخاصة بالجودة، وعصر التسعينات هو عصر خدمة العميل، فإن العقد الأول من القرن الجديد هو عصر قياس الأداء. و لقد بدأت نماذج تقييم الأداء في الظهور منذ سنة 1915 بالتركيز على الجوانب المالية لتتطور بعد ذلك لتشمل مجالات أخرى، ومع ظهور التسيير الاستراتيجي أخذ تقييم الأداء منحى آخر، حيث أصبح هذا المدخل يستخدم المؤشرات أخرى لقياس و تقييم أداء المؤسسات من جوانب أخرى غير إنجازاتها، كمراقبة عوامل المحيط، تحليل الصناعة، تحليل البيئة التنافسية... الخ، إضافة إلى تقييم الإمكانيات (Evaluation du potentiel) سواء متعلقة بالمؤسسة أو محيطها.<sup>38</sup>

و عرف تقييم الأداء إستخدام أساليب عديدة، و لعل أشهرها وأولها مع أسلوب التحليل المالي الذي يعتبر إلى يومنا هذا الطريقة المثلى لقياس أداء المؤسسات في نظر بعض الباحثين حيث يرى G.P. Angelier: " أن القياس يُعبر عن نجاح المؤسسة في بلوغ أهدافها الإستراتيجية و الذي تترجمه دوما حساباتها و هو ما تظهره النسب المالية للمؤسسة."

ويرى العديد من الباحثين أن هناك نوعين من التقييم للأداء هما:

1. مقارنة النتائج الفعلية بالمعدلات الموضوعية (معيارية) و ذلك بهدف تحديد الانحرافات.
2. مقارنة النتائج الفعلية بعضها ببعض من خلال المقارنة الزمنية والمكانية من أجل إكتشاف الإنحرافات وتحليلها.

### المطلب الثاني: أهمية تقييم الأداء

تبرز أهمية تقييم الأداء في كل المجتمعات والنظم الإقتصادية الحديثة من خلال ما تتميز به الموارد الإقتصادية من الندرة بالنسبة لاحتياجات المتزايدة و المتنافس عليها، و يمكن إيجاز أهمية تقويم الأداء في الجوانب الآتية<sup>39</sup>:

1. يعد تقييم الأداء مقياسا لمدى نجاح المؤسسة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، و بالتالي النجاح مقياس مُركب يجمع بين كل من الفعالية والكفاءة، ومن ثم فهو أشمل من أي منهما و في كلتا الحالتين تستطيع المؤسسة أن تواصل البقاء، الإستمرارية، النمو، الأرباح... الخ.
2. تساهم عملية تقييم الأداء في عملية التنمية الإقتصادية و الإجتماعية من خلال تحقيق أكبر قدر ممكن من الإنتاج بأقل التكاليف مما يؤدي إلى خفض أسعار المنتجات، ومن ثم تنشيط القدرة الشرائية و زيادة الدخل القومي مما يعود بالفائدة على المجتمع بكافة أطيافه.

<sup>38</sup> عبد المليك مزهودة، مرجع سابق، ص 96.

<sup>39</sup> شيقارة هجيرة، مرجع سابق، ص 116.

3. يسمح نظام تقييم الأداء لمختلف المستويات الإدارية في المؤسسة القيام بعملية الرقابة، التخطيط و اتخاذ القرارات استنادا إلى الحقائق علمية و موضوعية، بالإضافة إلى أهمية هذه المعلومات للجهات الخارجية عن المؤسسة كالمساهمين، المقرضين، العملاء...الخ.
4. تظهر عملية تقييم الأداء التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ و ذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنيا و مكانيا.
5. يساعد على إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام داخل المؤسسة ذاتها و هذه الأخيرة مع المؤسسات المماثلة مما يدفع بالمؤسسة إلى تحسين أدائها.
6. تُوضح عملية تقييم الأداء المركز الإستراتيجي للمؤسسة ضمن البيئة القطاعية التي تعمل فيها، ومن تم تحديد الآليات و مجالات التغيير المطلوبة لتحسين المركز الإستراتيجي لها.
7. تؤدي عملية تقييم الأداء إلى الكشف عن العناصر الخفية ووضعتها في مواقع أكثر إنتاجية بنسبة للعناصر الإنتاجية، و تحديد العناصر التي تحتاج إلى دعم و تطوير ومن تم الوصول إلى الأداء الجيد عن طريق الإستغناء على العناصر غير كفئة.
8. تساعد عملية تقييم الأداء في عملية تكوين الأفراد حيث أن برنامج التكوين يتطلب إجراء تحليل دقيق لمجموع مراحل عملية تقييم الأداء، و كذلك تُمكن الإدارة من معرفة خصائص ومهارات الموظفين لديها كمعلومات تساعد في تخطيط الأفراد.

بالرغم من أهمية تقييم الأداء في المؤسسة الإقتصادية و دورها في الحكم على كفاءة وفعالية إدارة المؤسسة، إلا أنها تطرح إشكاليات معقدة على المستوى التطبيقي، ذلك أن إنجازات المؤسسة هي نتاج تفاعل العديد من العوامل و الظواهر غير المتجانسة فيما بينها من جهة، وصعوبة تكيم الكثير منها من جهة أخرى، ما نتج عنه مجموعة من الصعوبات و المشاكل التي تواجه عملية تقييم الأداء و لعل أهمها العنصر البشري القائم بعملية التقييم، كون أن هذا الأخير يقتصر على المورد البشري ومن تم تعميمه على باقي عوامل الإنتاج، على اعتبار أن مصطلح الأداء يشمل كامل المؤسسة أم يخص مواردها البشرية فقط، بالإضافة إلى مشكلة المفاضلة بين التقييم النقدي و العيني، حيث أن إعتقاد على الأول لوحده لا يسمح بالتعبير حقيقة عن تغيرات الأداء، خاصة في الظواهر التي تتسم بالنوعية (غير قابلة لتقييم النقدي)، أما الإعتقاد على التقييم العيني فيطرح إشكالية عدم تجانس المدخلات و المخرجات فيما بينها، و أمام هذه الإشكاليات التي تعترض عملية تقييم الأداء، حاولنا قدر المستطاع حصر الصعوبات التي يمكن أن تواجه عملية تقييم الأداء فيما يلي:<sup>40</sup>

- 1- ضعف نظام الرقابة الداخلية، خصوصا ما يتعلق بعمليات الشراء، التخزين، الإنتاج، البيع، التحصيل...الخ.
- 2- قصور نظام التكاليف المطبقة في المؤسسة وعدم تكاملها مع بعضها البعض.
- 3- مشكلة حياد القائم بالتقييم في إصدار الأحكام.

<sup>40</sup> علي السلمي، التخطيط و المتابعة، دار غريب للطباعة والنشر و التوزيع، القاهرة، 1978، ص 328.

- 4- تقييم جزء من أداء المؤسسة و تعميمه على كل نشاط المؤسسة.
- 5- صعوبة قياس وتحديد بعض معايير الأداء في بعض الأنشطة الاقتصادية.
- 6- صعوبة توحيد بعض المفاهيم في بعض الأنشطة.
- 7- صعوبة التعبير الكمي عن بعض أهداف المنظمة.
- 8- عدم استخدام طرق لتحسين أهداف المؤسسة في غياب مداخل المشهورة والمجربة في هذا المجال.
- 9- ثبات الأوزان بالنسبة لعناصر التقييم على مستوى جميع الوظائف، فإعطاء عناصر القياس أوزاناً واحدة تطبق على كل المستويات الوظيفية يؤدي إلى عدم القدرة على التعبير على مستوى كفاءة الأداء، و بالتالي الحد من عدالة وموضوعية عملية التقييم ذاتها.

### المطلب الثالث: خطوات عملية تقييم الأداء

تعتبر عملية تقييم الأداء، عملية أساسية لقياس أداء المؤسسات الاقتصادية، و قد تم حصرها من قبل بعض الباحثين في أربع مراحل أساسية متسلسلة و مُكملة لبعضها البعض و هي بالترتيب كما يلي:

#### 1. تشخيص المؤسسة:

يتم في هذه المرحلة جمع كل المعلومات الضرورية حول المؤسسة، إما عن طريق الملاحظة الشخصية للمسؤولين أو عن طريق التقارير الكتابية التي تصلهم من مختلف المستويات و توصيلها للشخص المسؤول حيث يتم جمع هذه المعلومات كما يلي:

#### 1. الملاحظة الشخصية:

يقوم المسؤولون أو الملاحظون في هذه المرحلة، بالنزول إلى الميدان و ملاحظة ما يجري على أرض الواقع داخل المؤسسة، من خلال النزول إلى المصانع و الورشات الصناعية، و كذا قيام بجولة في مختلف المستويات الإدارية في المؤسسة، و التحدث المباشر مع القائمين بالأعمال من خلال مراقبة التقدم في العمل والتعرف على مختلف المشاكل التي يمكن أن تعترضهم في القيام بالأعمال المنوطة لهم و التحقق من الأعمال المنجزة ومدى مطابقتها لما هو مسطر.

#### 2. التقارير الكتابية:

تجمع التقارير الكتابية مختلف المعلومات المتعلقة بم تم إنجازها داخل المؤسسة وما لم ينجز، فهي تعطي معلومات كافية ودقيقة، و عادة ما تكون في شكل إحصاءات مفصلة تفيد في عملية إجراء المقارنة و مختلف الدراسات، و يوجد أنواع كثيرة للتقارير الكتابية منها ماهو وصفي و بعض الآخر إحصائي و منها تقارير الجزئية و التقارير الكلية.

و هناك من الباحثين من يضيف التقارير الشفوية إلى التقارير الكتابية،<sup>41</sup> باعتبار أن التقارير الشفوية هي سلسلة من المحادثات و اللقاءات التي تتم بين الرئيس و مرؤوسيه، ويتم توثيقه في سجل خاص للرجوع إليه في وقت الحاجة، حيث تفيد هذه الأخيرة في معرفة الإنجازات و المشاكل التي تعترض العمال في قيام بعملهم، ومن تم يجب على المستثمرين الإستثمار في الأوقات المناسبة للحصول على المعلومة الصحيحة والدقيقة لأن على أساسها تتوقف عملية تقييم الأداء في المؤسسة ومن تم مصير المؤسسة.

## 2. قياس الأداء الفعلي:

تتم في هذه المرحلة إجراء مقارنة بين نتائج التنفيذ الفعلي و الأهداف المسطرة أو نتائج التنفيذ المستهدفة، وعلى ضوء هذه المقارنة يتم تحديد مدى تحقيق الأهداف، ومدى تقدم أو تخلف عن التنفيذ الفعلي في الخطة، و تتكون نظم قياس و تقييم الأداء من مجموعة من المؤشرات و المعايير و مقاييس الأداء تعمل على التخطيط، الملاحظة و الرقابة على الموارد بهدف تحقيق حاجات العميل و إنجاز أهداف المنظمة حيث تتمكن المؤسسة من قياس كفاءتها و فعاليتها، و المشكلة التي يمكن أن تعترض المؤسسة هي في إختيار المعايير و المؤشرات التي تُعبر عن نشاط الكلي للمؤسسة والتي يجب أن تكون موافقة لطبيعة الأداء المراد قياسه.

ينضح أن عملية تقييم الأداء لا تتم إلا بقيم رقمية، و بتوفر مجموعة من المعايير التي يتم تفسيرها من خلال مجموعة من المعايير، و يمكن أن نشير في هذا الصدد على وجود فرق بين المعيار و المؤشر حيث أن هذا الأخير يشير إلى الأداة التي يمكن أن تُفسر المعيار، أما المعيار فهو الركيزة التي تستند إليها عملية تقييم الأداء.

يمكن تعريف المؤشر على أنه: " معلومة تكون عادة في شكل رقمي، فهي تسمح للمسؤولين بمتابعة التوقعات التي تنتج عن تسيير المؤسسة"<sup>42</sup>، أما مؤشر الأداء فيعرف على أنه: " بيان كمي يقيس فعالية أداة، وكفاءة كل أو جزء من عملية أو نظام و ذلك بالنسبة للمعيار في شكل خطة أو هدف يتم تحديده و قبوله في إطار الإستراتيجية الكلية للمؤسسة"<sup>43</sup>، و بالتالي يتصف هذا المؤشر بأنه يكون في شكل رقمي حتى يُمكن المسؤولين والقائمين بعملية التقييم من المقارنة، و حتى تكون عملية قياس الأداء فعالة و جيدة، يجب أن تتوفر في المؤشر مجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

- الشمولية: و يقصد بها أن المؤشر يُغطي جميع أنشطة المؤسسة.
- الوضوح: نقصد به سهولة فهم المؤشر و إمكانية قراءته و معرفته من أي شخص كان، مَهْمَا كان مستواه العلمي.
- معنوية المؤشر: نعني به أن المعلومة تعكس الظاهرة المراد قياسها بشكل دقيق.
- المرونة: و نعني بها مدى مواكبة المؤشر للتغيرات السريعة في الإستراتيجيات و العمليات و للبيئة التنافسية.

<sup>41</sup> عمر حامد، تقييم الأداء المؤسسي في الوحدات الحكومية، ورقة عمل مقدمة في ملتقى تقييم الأداء المؤسسي في الوحدات الحكومية، شرم الشيخ

مصر 2007، ص 118.

<sup>42</sup> عمر حامد، مرجع سابق، ص 120.

<sup>43</sup> Fernandez .A, Les nouveau tableau de bord des décideur ,2ème éd , éd Organisation ,Paris,2000,p41.

و هناك أنواع عديدة من المؤشرات تختلف باختلاف زاوية النظر أو المعيار المعتمد وتقسم إلى:<sup>44</sup>

- المؤشرات الشخصية و المؤشرات الموضوعية؛
- المؤشرات النوعية و المؤشرات الكمية؛
- مؤشرات أداء اليد العاملة - الأمن - أداء الآلات؛
- مؤشرات الشاملة ومؤشرات الجزئية.

و لتطوير هذه المؤشرات و المعايير هناك أربعة قواعد عامة تساعد في تحديد معايير القياس للمنظمة وهي:

- النظر إلى المستويات السابقة لمخرجات المنظمة؛
- تقييم درجة دقة المعايير المستخدمة في عملية القياس؛
- تحديد مقياس أداء الوظيفة و استخدامه في تحديد الأهداف؛
- تقييم العوامل المستخدمة في تصميم الوظيفة و التي تؤثر على معايير الأداء.

و في هذا الصدد يتم في هذه المرحلة تحديد المعايير التي يتم استخدامها، و قد أشارت الأدبيات في مجال القياس أن هناك ثلاثة ملامح رئيسية في تحديد معايير الأداء و هي:<sup>45</sup>

- أن تكون نابعة من إستراتيجية المؤسسة؛
- أن تعمل على تطوير الأنشطة و العمليات؛
- إعطاء كل معيار وزنا بقدر أهميته لتحقيق الهدف المحدد من خلال فريق عمل مختص.

و على الرغم من أن المسيرين يحاولون استخدام عدد كبير من المعايير لتغطية معظم مناطق الأداء الممكنة، إلا أن كثير من هذه المقاييس عادة ما يخلق نوعا من الإرتباك لدى متخذي القرار .

### 3. مقارنة الأداء الفعلي بالمسطر والمرغوب:

في هذه المرحلة يُشرع في مقارنة الأداء المحقق و الفعلي مع الأداء المرغوب، فالأداء الفعلي يُقصد به مجموعة الأنشطة و الفعاليات المحققة خلال فترة زمنية محددة، و هناك مستويات للأداء و المُمثلة في الأداء الكلي الذي يشير إلى إنجاز المحقق على مستوى الإستراتيجية أو المنظمة ككل، أما الأداء القطاعي فيشير إلى الأداء المحقق على مستوى القطاعات، الإدارات أو المشروعات، و ترتبط المستويات الثلاثة للأداء ببعضها البعض، و تتمثل أهم الوسائل المستخدمة في متابعة وقياس الأداء الفعلي في ما يلي:

- المتابعة الميدانية لمواقع العمل؛
- الإتصال بالعملاء و المستفيدين من خدمات المؤسسة؛
- السجلات و الخرائط الإيضاحية؛

<sup>44</sup> Kerviler Isabel , Le contrôle de gestion à la portée de tous , 3<sup>ème</sup> Édition, Edition Economica, Paris,2001,p86.

<sup>45</sup> عبد الرحيم محمد، خطوات تصميم مدخل قياس بين الأداء المتوازن و مشكلات التطبيق، ورقة عمل مقدمة في ندوة قياس أداء المنظمات الحكومية، مصر، 2007، ص 242.



- اللقاءات و الاجتماعات الدورية؛
- التقارير التفصيلية والتدقيق المالي و الإداري.

ويتم الإستناد في عملية المقارنة إلى مجموعة من العناصر التي تعتبر كمعايير أو مراجع لمقارنة الأداء منها:

■ الزمن: حيث تتم مقارنة قيم المؤشرات المتحصل عليها بقيم نفس المؤشرات في فترات سابقة وتدعى بالمقارنة الأفقية.

■ القطاع: في هذه الحالة تتم المقارنة تبعاً إلى القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، من خلال مقارنة قيم مؤشراتنا بنظيرتها في المؤسسات الأخرى التي تنتمي إلى نفس القطاع، مما يُمكن المؤسسة من معرفة مكانتها السوقية و التنافسية.

■ الأهداف: تتم عملية المقارنة من خلال مقارنة الأداء الفعلي للمؤسسة مع الأهداف المسطرة مسبقاً لتحديد على أساسها نسبة الإنجاز.

■ المعايير: وهي المؤشرات التي تستخدمها المؤسسة كمرجع للمقارنة، و التي تعتبر صعبة في حالة استخدام كافة المعايير التي تعتبر أصدق تعبير عن مستوى الأداء بالنسبة لكل مركز في المؤسسة.

بعد القيام بعملية مقارنة الأداء الفعلي بالمسطر، تكون عادة النتائج المحتملة لهذه المقارنة، إما تطابق النتائج المحققة مع الأهداف المحددة، مما يعني أداء جيد للمؤسسة أو وجود تباين وإنحراف في النتائج المحققة عن المستويات و المعايير المستهدفة.

#### 4. تحليل الانحراف و تباين النتائج:

تعتبر هذه المرحلة المُحصلة النهائية لعملية قياس الأداء، و هي التوصل إلى مجموعة من النتائج التي يتم مقارنتها بالمعايير، و نحصل على أساسها على النتائج يُمكن أن تتطابق مع الأهداف الموضوعية و هنا يكون الإنحراف موجب أو النتائج المحققة دون الأهداف المحددة، و هنا يكون الإنحراف سلبياً. و نتيجة لتلك الانحرافات خاصة منها السلبية التي يجب أن تُحل و تُعرف أسبابها، ويتم إتخاذ القرارات اللازمة بشأنها، و تقدير ما إذا كانت الإنحرافات ضمن الحدود المسموح بها، أم أنها تحتاج للتدخل بغرض التصحيح، حيث أن عدم خروج الأداء عن الحدود المسموح بها لا يعني بالضرورة أن التدخل يتم مباشرة وإنما غالباً ما يتم بالتدريج، أما إذا خرج الأداء عن المعيار مع بقاءه في الحدود المسموح بها معناه أن هناك نقطة ضعف في الأداء و بمرور الزمن لابد من التدخل لتصحيحه.

وحتى تتجح عملية التقييم و تكون جيدة يجب أن تتوفر مجموعة من الشروط والخصائص التي يتم إيجازها فيما يلي:

- ثبات ووفاء وسيلة القياس: ونعني بها أن المؤشرات المستخدمة تعطي نفس النتائج عندما يتم إستخدامها لعدة فترات، لقياس نفس الشيء و هذا ما نجده عادة في المؤشرات الكمية منها على سبيل المثال: إعطاء مجموعة من الأسئلة كوسيلة لقياس نفس الشيء تعطي فعلياً نفس الأجوبة.

- الشمولية: أن تكون عملية التقييم تشمل جميع جوانب الأداء في المؤسسة منها: الأداء الاجتماعي، المالي، الإقتصادي... الخ.
- الصدق و السلامة: ونعني بها أن وسيلة القياس المستعملة في قياس الأداء تُمكن من إعطاء نتائج حقيقية و موضوعية.
- توفير نظم للمعلومات تتمكن من خلالها مراكز اتخاذ القرار المعنية باتخاذ الإجراءات التصحيحية في وقتها وتوفير المعلومات الصحيحة والدقيقة.
- أن تكون عملية التقييم مستمرة ولا تقتصر على فترة زمنية معينة.
- تحديد معدلات الأداء المستهدفة حتى تُمكن المؤسسة من مقارنتها مع الأداء الفعلي.

### المبحث الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر الأداء المالي من مجموع الأداءات الهامة في المؤسسة الاقتصادية، كون هذا الأخير يساهم مع مختلف الأداءات المتنوعة في إستمرارية المؤسسة، فبعد تعرضنا في المبحث الأول إلى مفهوم الأداء ومختلف العوامل المؤثرة فيه، و في المبحث الثاني إلى عملية تقييم الأداء والخطوات عملية تقييم الأداء، سنقوم في هذا المبحث إلى التعرض إلى مختلف المفاهيم المقدمة للأداء المالي وكذا المؤشرات و المعايير المستخدمة لتقييمه في المؤسسة الاقتصادية.

#### المطلب الأول: مفهوم و مقاربات الأداء المالي

تعددت المفاهيم المقدمة للأداء المالي، كون أن كل باحث ينظر إلى مفهوم الأداء المالي حسب زاوية التي ينظر إليها، ونتيجة لذلك قُدمت العديد من التعاريف منها أن الأداء المالي هو " تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية و المادية و المالية متحدة، و مدى قدرة إدارة المؤسسة على إشباع منافع و رغبات أطرافها المختلفة".<sup>46</sup>

ويُعرف كذلك على أنه: " الفرق بين القيمة المقدمة للسوق و مجموع القيم المستهلكة و المتمثلة في تكاليف مختلف الأنشطة".<sup>47</sup>

و هناك من الباحثين من يرى أن الأداء المالي هو: " مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في إستخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية".<sup>48</sup>

<sup>46</sup> عبد الغني دادن، قياس و تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية. نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007، ص38.

<sup>47</sup> E.Scosp, Dialogue autour de la performance en entreprise ,Edition HARMATTAN , Paris,1999,p18.

<sup>48</sup> السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000، ص38.

و أيضا يمكن أن يُعرف الأداء المالي من خلال العوامل التالية:<sup>49</sup>

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسير على مردودية الأموال الخاصة؛
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية من خلال تحقيق الفوائض المالية.

أما ميلتون فريدمان فيرى أن: "الأداء المالي يتوقف على الإستغلال الأمثل لموارد المؤسسة و تحقيق أقصى عائد ممكن".<sup>50</sup>

و نتيجة لذلك، فإن معظم الباحثين يرون أن الأداء المالي لا يكون فعالا إلا من خلال تشخيص الصحة المالية للمؤسسة، وذلك من خلال الوقوف على نقاط القوة والضعف في المؤسسة، ومدى قدرتها على إنشاء القيمة من خلال الإعتماد على الميزانيات، جدول حسابات النتائج، النتائج، الجداول الملحقة،... الخ، مع الأخذ بعين الإعتبار الظروف الاقتصادية و المالية المحيطة بالمؤسسة.

و ما يمكن ملاحظته من التعاريف السابقة، أنه لا يوجد إجماع بين الباحثين حول مفهوم الأداء المالي فكل طرف يعرفه بما يخدم مصالحه، فالمساهم يسعى لتعظيم ثرائه، بينما إدارة المؤسسة تسعى نحو الإستمرارية والبقاء، و اليد العاملة تسعى إلى رفع الأجور والحوافز المغرية، بالإضافة إلى عطل مدفوعة الأجر، بينما الدولة و المُمثلة في الجهاز الضريبي تسعى إلى إنماء حصيلتها الضريبية.

ويعود سبب تباين مقاربات تحديد مفهوم الأداء عموما و خصوصا الأداء المالي لعدة أسباب من بينها:<sup>51</sup>

- ✓ إختلاف رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم دقيق للوظيفة المالية.
- ✓ تطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرية المالية المعاصرة نتيجة لتطور المتغيرات الإقليمية و الإتجاهات الإقتصادية الحديثة.
- ✓ تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية وإقتصادية.

يتوقف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية على قدرتها على إنشاء القيمة تبعا لأهداف النظرية المالية الحديثة، وهناك مجموعة من الدراسات التي أجريت بغرض تقييم الأداء المالي نلخصها فيما يلي:

### 1. دراسة STERN STEUARD حول القيمة والأداء المالي:

أجريت الدراسة بغرض قياس العلاقة الموجودة بين EVA و تطور القيمة البورصية للمؤسسة في سنة 1990، من عينة مشكلة من 698 مؤسسة أميركية، و خلصت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين EVA والقيمة البورصية باستثناء المؤسسات ذات EVA و MVA سالب و التي تعتبر في حالة تصفية أو عسر مالي أو في حالة إعادة للرسملة، ونعني ب: EVA القيمة الاقتصادية المضافة ؛ الفرق بين العائد المحقق

<sup>49</sup> Lorrino Philippe, Comptes et récits de la performance , Edition d'organisation , Paris ,1996, p 48.

<sup>50</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 26-27.

<sup>51</sup> عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 35.

خلال الدورة و العائد المنتظر مضافا إليه الخطر المصاحب له، أما MVA فتتمثل في السلسلة التاريخية لمجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة.

## 2. دراسة LENH+MAKHIIJA لقياس الأداء المالي باستخدام EVA و MVA:

حيث قام الباحثان بإستعمال EVA و MVA من خلال إستخراجها من عينة مشكلة من 241 مؤسسة للفترة الممتدة من 1987-1993، و توصلا إلا أن هناك إرتباط موجب بين EVA و MVA مع القيمة البورصية.

و هناك العديد من الدراسات التي أجريت في هذا المجال منها دراسة STEWART&Co ، دراسة CHEN & DODD... الخ.<sup>52</sup>

و هناك العديد من النماذج العالمية المستعملة في قياس أداء المالي للمؤسسات الاقتصادية منها:

- **النموذج الياباني 1982:** حيث قام الباحث Co بدراسة التقييم الأداء المالي ل 82 مؤسسة منها 41 تعاني من عسر المالي للفترة الممتدة من 1960-1980، في شكل دالة مشكلة من مجموعة من النسب المالية، وتوصل هذا النموذج إلى إمكانية قياس والتمييز بين المؤسسات الجيدة والرديئة بنسبة 90,8%.

- **النموذج الفرنسي 1989:** قام ببناء هذا النموذج كل من Margaine, Altamen, Schollosser , Vernimmen من خلال دراسة لمجموعة من الشركات العاملة في قطاع النسيج، ثم بعد ذلك ثلاثها دراسة Bardos التي قام بها لصالح بنك فرنسا والمطبقة على عينة من الشركات العاملة في قطاع البناء والهندسة المدنية وتوصلوا من خلال دراستهم إلى إمكانية التعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال مجموعة من المؤشرات المالية.

### المطلب الثاني: الأهداف المالية و مصادر معلومات المؤسسات الاقتصادية

لا يمكن الحديث عن التقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دون الحديث عن الأهداف المالية التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، و بصفة عامة يُمكن حصر تلك الأهداف فيما يلي: إنشاء القيمة - المردودية - السيولة واليسر المالي - التوازن المالي، بالإضافة إلى التعرض إلى مختلف مصادر المستعملة في المؤسسة لجلب المعلومات التي تعتبر ضرورية للقيام بعملية التقييم المالي في المؤسسة الاقتصادية.

<sup>52</sup> للإطلاع أكثر على هذه الدراسات يرجى زيارة الموقع التالي: [WWW.EVANOMICS.COM](http://WWW.EVANOMICS.COM)

## 1. الأهداف المالية للمؤسسة الاقتصادية :

### 1. إنشاء القيمة:

نعني بإنشاء القيمة؛ قدرة المؤسسة على إنشاء قيمة للمساهمين من خلال تمكنها من تحقيق مردودية لأموال المستثمرة تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل، حيث يجب أن تكون هذه المردودية كافية ولا تقل عن المردودية التي يمكن للمساهمين الحصول عليها من خلال استثمار أموالهم في مشروعات أخرى ذات مستوى خطر مماثل.

### 2. السيولة واليسر المالي:

نعني باليسر المالي أو السيولة؛ قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية الجارية عند تاريخ إستحقاقها بما تمتلكه من أموال جاهزة و أصول أخرى، يمكن تحويلها إلى نقدية خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً.

### 3. التوازن المالي:

يُقصد به تحقيق الفائض في الخزينة، حيث تُمول الأصول الثابتة بالأموال الدائمة، إذ يستوجب إبقاء الموارد المستخدمة في تمويل الأصول لمدة لا تقل عن مدة بقاء الإستثمارات، مما يضمن عدم اللجوء إلى تحويل جزء من السيولة لمواجهة مختلف التزامات، و تحقيق تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، و هذا ما يستوجب التعادل بين المقبوضات و المدفوعات، و بالتالي فإن التوازن المالي مُهم جداً للمؤسسة فهو يساهم في توفير السيولة و اليسر المالي.

### 4. المردودية:

تعتبر من الأهداف الرئيسية للمؤسسة الاقتصادية، حيث أنها تمثل أحد العناصر المحددة لمستوى أدائها، حيث يرى Peter Drucker بأنها هدف من الأهداف أو مجالات الثمانية التي يجب على المؤسسة أن تحدد فيها أهدافها وهي على التوالي كما يلي: الإنتاجية - المردودية - الموارد المالية - حصة السوقية - أداء المسيرين - المسؤولية الاجتماعية للأفراد - الموارد الفيزيائية. فالمردودية كمفهوم تُعرف على أنها: "ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مستوى مساهمة رأسمال المستثمر في تحقيق النتائج المالية".<sup>53</sup>

أو قدرة الوسائل على تحقيق النتائج من إستعمال الرأسمال الإقتصادي و المالي معاً؛ أي من خلال المردودية المالية و الإقتصادية معاً.

و التي تعطى بالعلاقة التالية:<sup>54</sup>

المردودية الأموال الخاصة = المردودية الإقتصادية + (المردودية الإقتصادية - تكلفة الإستدانة) \* الإستدانة الصافية/الأموال الخاصة.

<sup>53</sup> يوسف فريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص 267.

<sup>54</sup> يوسف فريشي، مرجع سابق، ص 268.

## 2 . مصدر معلومات المؤسسة الاقتصادية:

تقوم المؤسسات الاقتصادية بنشر تقاريرها المالية عادة لإبراز ما قامت به الوحدة الاقتصادية من نشاط خلال مدة زمنية معينة خاصة المدرجة منها في البورصة، فهي تستعمل هذه المعلومات في عملية تقييم الأداء المالي، حيث يمكن أن يكون مصدر المعلومات خارجي و المتمثل في معلومات العامة، حيث تكون هذه المعلومات متعلقة بالطرف الاقتصادي تبين فيه الوضعية العامة للإقتصاد، أو معلومات القطاعية تقوم بها بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات القطاعية من خلال نشرها، لتستفيد منها مؤسسات أخرى في إجراء دراسات المالية والاقتصادية من خلال تجميعها في حسابات مُجمعة و إستخلاص منها نسب و معلومات قطاعية و هذا ما يتم إعداده غالبا في معظم الدول النامية.

أما المصدر الثاني للمعلومات فهي المصادر الداخلية، و التي يُعتمد عليها كثيرا في إجراء عملية التقييم المالي للمؤسسات، و تتمثل عموما في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة و الممثلة في الميزانية العمومية، جدول حسابات النتائج، الملاحق و تقارير للنشر .

تقوم الميزانية بتقديم معلومات متعلقة بمصادر الأموال وأوجه استخدامها، و ذلك في زمن معين عادة ما يكون في نهاية السنة وتُعرف على أنها: " جدول مرتب ومقوم لعناصر الموجودات ومطالب المؤسسة في تاريخ معين".<sup>55</sup> و تنقسم إلى جانبين هما: الأصول والخصوم، فالأصول تجمع بنود المتعلقة بحقوق المؤسسة وما تمتلكه من أموال في شكل أصول ثابتة أو متداولة و نقدية الجاهزة، بالإضافة إلى حسابات التسوية في حالة ما إذا كانت نتيجة الدورة خسارة، وترتب هذه العناصر تبعا لمدة الاستعمال، أما الخصوم فهي تجمع بنود المتعلقة بالالتزامات التي هي على عاتق المؤسسة و التي تتمثل في الأموال الخاصة، يضاف إليها مختلف القروض المحصل عليها لتمويل العمليات الإستثمارية و مختلف المؤونات الموجهة للمخاطر والتكاليف و حسابات التسوية في حالة كانت نتيجة الدورة ربح وترتب بنودها تبعا لتاريخ إستحقاقها.

أما جدول حسابات النتائج فيقوم بتقديم ملخص عن نشاط المؤسسة دوريا، في شكل تكاليف و إيرادات التي ساهمت في تحقيق نتيجة نشاط المؤسسة وكيفية تشكلها خلال دورة معينة، وقد حدد المخطط الوطني المحاسبي من خلال هذا الجدول مستويات عدة للنتائج، بغية الوصول إلى نتيجة الدورة والممثلة في: مستوى الهامش الإجمالي، مستوى القيمة المضافة، مستوى نتيجة الإستغلال (الاقتصادية)، مستوى نتيجة خارج الإستغلال، مستوى نتيجة الدورة و التي تُعبر عن نشاط الحقيقي للمؤسسة في تاريخ معين.

أما الملاحق فهي تجمع كل المعلومات الإضافية التي تشرح و تفصل تلك الأرقام والمعطيات الموجودة في الوثائق المحاسبية، و يتكون الملحق عادة من وثائق أخرى (الحسابات السنوية، جداول التمويل، جدول تخصيص النتيجة، جرد القيم المتداولة، المبادئ المحاسبية...الخ).

<sup>55</sup> سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 10.

يضاف إلى كل ما سبق تقارير التسيير و التي تعتبر بدورها مُكملاً للوثائق المحاسبية الشاملة، فهي تبيّن و تعطي تفسيرات حول البيانات المعروضة، و تعرض كذلك آفاق تطور المؤسسة و المخاطر وبعض التوصيات، كما يعطي معلومات عن المساهمين و محددات الرقابة، بالإضافة إلى معلومات متعلقة بتسيير الموارد البشرية و طريقة التسيير في المؤسسة.

### المطلب الثالث: معايير و مؤشرات الأداء المالي

تعتبر دراسة معايير و مؤشرات الأداء المالي جانب بالغ الأهمية تملّيه متطلبات التخطيط المالي السليم، باعتباره يُمكن الإدارة من الحكم على الأداء السابق للمؤسسة و التنبؤ بالمستقبل بشكل دقيق، و لا يتم ذلك إلا من خلال وضع خطط مالية كفيلة بتحقيق أهداف المنظمة، بالإضافة إلى الرقابة المالية التي تهتم بتقييم كفاءة العمليات المالية عن طريق مجموعة من المعلومات المتوافرة في الميزانية و جدول حسابات النتائج لسنة مالية محددة، و مقارنتها بنتائج التحليل لسنة مالية سابقة أو مقارنتها بنفس المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو بالمؤشرات المعيارية.

و يعد التحليل المالي تقنية وله عدة أساليب تُمكننا من قياس أداء المؤسسات، و التحليل النسب المالية من أكثر الأساليب التحليل المالي إستعمالاً في تقويم أداء المشاريع الإقتصادية، فهو يقدم للمحلل المالي مؤشرات لقياس كافة جوانب الأداء، عن طريق تحليل تلك المؤشرات التي تُمكن المحلل من التوصل إلى استنتاجات قيمة عن مدى فعالية و كفاءة السياسات التشغيلية و التمويلية في المؤسسة، و مدى سلامة المركز المالي، و الوقوف على نقاط القوة و الضعف في الأداء.

و تعرف النسب المالية على أنها: " علاقة بين رقمين، و ناتج هذه المقارنة يتم إستخدامه لتقييم موقف معين."<sup>56</sup>

أو تعرف كذلك على أنها " تعبير رياضي عن علاقة منطقية بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية المُعدة عن فترة معينة و تأخذ شكل كسر عادي أو عشري أو نسبة مئوية."<sup>57</sup> و النسب المالية أيضا عبارة عن معدل أو مؤشر يكشف عن نقاط القوة و الضعف في الشركة.

و لا تكون هذه النسب ذات مدلولية في التحليل إلا إذا تم مقارنتها بنسب ذاتها على مدار عدة سنوات سابقة، و للتعرف على التطور في هذه النسب و إتجاهات هذا التطور، أو مقارنة هذه النسب بالنسب المرجعية (المعيارية) لتحديد درجة الإنحراف أو المقارنة بالنسبة لنفس المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، و عموماً تقسم النسب المالية حسب مصدر معلوماتها إلى ثلاثة مجاميع رئيسية هي:<sup>58</sup>

<sup>56</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي و دراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75.

<sup>57</sup> حسن الشيخ محمد، دور النسب المالية في تقويم أداء مشروع اقتصادي، مقال مقدم في مجلة جامعة تشرين، الأردن، 2007، ص 4.

<sup>58</sup> وليد ناجي الجبالي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2007، ص 120.

- 1- النسب المالية الخاصة بتحليل حسابات النتائج؛
- 2- النسب المالية الخاصة بتحليل المركز المالي؛
- 3- النسب المالية المشتركة.

و تشمل كل مجموعة من النسب في طبيعتها نسب أخرى لكل منها غرض محدد، و نتيجة لوجود كم هائل من النسب المالية فإننا رأينا أن نُقسم هذه النسب تبعاً للمظاهر التي تتخذ في نشاط المؤسسة أي النسب التي تُعبر عن بُعد محدد من أبعاد المؤسسة ( الربحية - السيولة - التمويل... الخ )، وبالتالي تم تقسيم هذه النسب تبعاً لذلك إلى ( نسب السيولة - نسب النشاط - نسب التشغيل - نسب المديونية - نسب الربحية - نسب السوق ) وسيتم التطرق إلى كل نسبة بشيء من التفصيل كما يلي:

### 1.1 نسب السيولة:

يُقصد بنسب السيولة مجموعة النسب المالية التي تتمكن من خلالها المؤسسة قياس قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية الجارية، عند إستحقاقها بما تمتلكه من أموال جاهزة و أصول أخرى يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية دون أن يؤدي تحويل تلك الأصول إلى خسائر تؤثر سلباً على المركز المالي للشركة، ويقصد كذلك بها قدرة الأصول المتداولة على التحول إلى نقدية سائلة تكفي للوفاء بالإلتزامات المتداولة ( ديون قصيرة الأجل) في مواعيد إستحقاقها ودون تأخير. و تهدف هذه النسب إلى تقييم قدرة المالية للمؤسسة في الأجل القصير و هي تختلف باختلاف الأطراف المستفيدة منها و يقع ضمن هذه النسب ما يلي:<sup>59</sup>

#### 1.1.1 نسبة السيولة العامة أو نسبة التداول:

تعتبر هذه النسبة من أقدم نسب و أوسعها إنتشاراً لأنها تلفت نظر المحللين، بإعطائها صورة عامة عن السيولة الموجودة في الشركة، و هي عبارة عن العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة و يعبر عنها بالشكل التالي:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \quad (4-1)$$

و كلما زادت هذه النسبة عن الواحد صحيح دل ذلك على وجود هامش أمان للمؤسسة، يُمكنها من سداد إلتزاماتها المالية قصيرة الأجل، لكن إرتفاع هذه النسبة قد لا يترجم دائماً بوضع سيولة جيدة، فقد يكون ناتج عن تضخم بنود الأصول المتداولة بسبب عدم التسيير الجيد للإدارة أو عدم قدرتها على تصريف المخزون، أو عدم قدرتها على توظيف المتاحات المالية و النقدية المتوافرة لديها، مما ينجم عنه ضعف في الأداء المالي والعكس صحيح، غير أنه في بعض المؤسسات الخاصة بقطاع الخدمات العامة كالكهرباء و الهاتف فغالباً ما تكون نسبة التداول فيها أقل من الواحد و سبب يرجع إلى طبيعة النشاط بحد ذاته يضاف إليها ضخامة إستثماراتها من الأصول الثابتة، لكن ما يعوض هذا الإنخفاض هو انتظام التدفقات النقدية لتلك المؤسسات.

<sup>59</sup> حسين الشيخ محمد، مرجع السابق، ص 6.



لذلك أخذ على نسبة التداول أنها يجب أن تهتم بمدى تغطية الأصول المتداولة بغض النظر عن نوعية تلك الأصول وقابليتها للتحويل للنقد، و هذا ما أدى بالباحثين إلى إعتبار أن نسبة المثالية لسيولة العامة هي 1/2، و هي تتحدد تبعا لنوع الصناعة و طبيعة الموجودات المتداولة ومدى إنتظام التدفقات.

### 2.1. نسبة السيولة السريعة: (نسبة السيولة المختصرة)

تُعبّر هذه النسبة على قدرة المؤسسة على سداد خصومها المتداولة من أصولها المتداولة بعد إستبعاد عنصر المخزون و المصروفات المدفوعة سلفا، وهي مقياس أكثر واقعية للسيولة كون أن استبعاد المخزون يعود لكونه أكثر عناصر الأصول المتداولة إحتياجا للوقت كي يتحول إلى نقدية، وأكثرها تعرضا للانخفاض في قيمته، أما المصروفات فتم إستبعادها لأن المؤسسة لا تستطيع إسترجاعها إلا في شكل خدمات مما يعني أن سيولتها هي الأخرى معدومة أو بطيئة و تعطى هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون السلي} + \text{المصاريف المدفوعة سلفا})}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

(5-1)

تكون هذه النسبة مقبولة إذا وصل مقدرها 1/1 كهدف مقبول، حيث أن ارتفاعها عن تلك النسبة يدل على وجود سيولة فائضة ومن ثم أداء سيئ، وفي حالة نقصان يعني الحاجة إلى تسهيل جزء من مخزونات المؤسسة لتتمكن من تغطية التزاماتها قصيرة الأجل.

### 3.1. نسبة السيولة الفورية:

يطلق عليها أيضا نسبة السيولة المطلقة أو نسبة الجاهزة للنقدية وهي أكثر مقاييس تحفضا من قبل المحللين في قياس السيولة، كونها تعتمد على أصول المؤسسة الأشد سيولة، و المكونة من الأموال الجاهزة للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل و يطلق عليها بنسبة النقد و تعطى بالعلاقة الآتية:

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{(\text{النقدية} + \text{أرصدة النقدية شبه الجاهزة})}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

(6-1)

و يفضل أن تكون هذه النسبة 1/1 حيث أن ارتفاعها عن هذه النسبة يعني أن المؤسسة لديها سيولة كافية لتغطية خصومها المتداولة، أما في حالة إنخفاضها عن النسبة السابقة يعني أن المؤسسة غير قادرة على دفع التزاماتها قصيرة الأجل، لذلك سوف تلجأ إلى تسهيل بعض الأصول المتداولة الأخرى.

### 2. نسب النشاط أو التشغيل:

يطلق عليها أحيانا نسب إدارة الموجودات، و تقيس هذه النسبة مدى كفاءة إدارة المؤسسة في توزيع مواردها المالية توزيعا مناسباً على الأصول المختلفة، و تأتي أهمية هذه النسبة من خلال سرعة تشغيل

أصول المؤسسة (دورانها)، حيث أنها تؤثر في الدورة الإنتاجية للمؤسسة من خلال تحويل النقد إلى الصناعة ثم إلى النقد مرة أخرى، وهذا ما يؤثر على ربحية المؤسسة وسيولتها ومن أبرز نسب النشاط مايلي:

## 1.2. معدل دوران مجموع الأصول:

يقيس هذا المؤشر درجة إستغلال أصول المشروع على إختلاف أنواعها (أصول ثابتة و متداولة) في توليد الأرباح من المبيعات و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الأصول الصافية}} \quad (7-1)$$

نلاحظ من خلال المعادلة أعلاه أنه هناك نوع من التوازن بين المبيعات و حجم استثماراته في الأصول بنوعيتها، وكلما إنخفض هذا المعدل دل ذلك على أن المؤسسة لا تحقق مستوى المطلوب من المبيعات قياسا بحجم استثماراتها و عدم إستغلال الأصول بكفاءة و زيادة إستثمار في هذه الأصول لا معنى لها و قد تختلف هذه النسبة من صناعة لأخرى و تنقسم إلى:

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول الثابتة} = \text{مرة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \quad (8-1)$$

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول المتداولة}} \quad (9-1)$$

فكلا المؤشران يقيس قدرة المؤسسة على توليد المبيعات من الأصول المتداولة في المعادلة 2 و من الأصول الثابتة في المعادلة 1.

## 2.2. معدل دوران المخزون و متوسط فترة التخزين:

يقيس هذا المعدل مدى سلامة السياسات المحاسبية المتبعة من قبل المؤسسة في إدارتها للمخزون من خلال ربط تكلفة التخزين مع تكلفة المبيعات خلال دورة مالية معينة أي عدد مرات التي يمكن أن يتحول فيها المخزون إلى مبيعات و درجة سيولة المخزون و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول المتداولة} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط رصيد مخزون}} \quad (10-1)$$

و يختلف هذا المعدل تبعا لطبيعة نشاط المؤسسة، وكلما ارتفع عدد مرات دوران المخزون زاد معدل تحقيق الربح، حيث أن الإرتفاع في هذا المعدل يدل على سرعة تصريف المخزون عن طريق البيع. غير أنه أحيانا ما يكون هذا الإرتفاع نتيجة لإنخفاض حجم المخزون وبتالي عدم وجود كفاءة في تصريفه بسبب عدم كفاية رأس المال العامل بسبب نقص المخزون السلعي عما يجب أن يكون عليه، مما يؤدي إلى ضياع فرص في البيع و الربح بسبب احتمال نفاذ المخزون ومن ثم توقف عمليات الإنتاج والبيع.

أما فيما يتعلق بمتوسط فترة التخزين الذي تشتق من معدل دوران المخزون فيقياس بالأيام حيث يوضح هذا المؤشر عدد الأيام التي يبقى فيها المخزون في المؤسسة قبل تصريفه وبيعه و يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التخزين (يوم)} = \frac{360 \text{ يوم}}{\text{معدل دوران مخزون}} \quad (11-1)$$

2.3. معدل دوران العملاء:

يعكس هذا المعدل عدد المرات التي تتحول فيها الحسابات المدينة في المؤسسة إلى نقدية في الدورة المالية و يعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط رصيد المدين}} \quad (12-1)$$

يعبر هذا المعدل عن سرعة حركة الاستثمار في الحسابات المدينة، أي عدد مرات البيع بالائتمان ثم التحصيل حيث أن ارتفاع هذا المعدل يعكس كفاءة المؤسسة في تقديم الائتمان و تحصيله، أما فيما يتعلق بمتوسط الفترة فهي تعكس المدة التي تبقى فيها المبيعات الآجلة ديونا بذمة الآخرين و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{فترة التحصيل الحسابات المدينة بالأيام} = \frac{360 \text{ يوم}}{\text{معدل دوران الحسابات المدينة}} \quad (13-1)$$

حيث أن معدل دوران حسابات المدينة و فترة تحصيلها يتعلقان بسياسة البيع بالأجل و هذه السياسة تختلف من مؤسسة لأخرى.

4.3 معدل دوران الموردين:

تعتبر هذه النسبة عن قدرة المؤسسة على إدارة الموردين من خلال سداد إلتزاماتها المتداولة حيث تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران الموردين} = \frac{\text{معدل الرصيد الحسابات دائنة}}{\text{مشتريات الصافية}} \quad (14-1)$$

3. نسب المديونية:

تتعلق هذه المجموعة بإدارة المديونية في المؤسسة فهي تختص بتقييم الأداء الخاص بهيكل رأس المال في المؤسسة من خلال تحديد مدى إعتماذ المؤسسة على أموال الآخرين في تمويل إحتياجاتها و بالتالي فهي تعكس التناسق بين مصادر التمويل الذاتية والمقترضة و أهم هذه النسب مايلي:

1.3 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول:

تعد هذه النسبة مقياسا لعملية تمويل إستثمارات المشروع من خلال الإقتراض و يتم حسابها كما يلي:

$$\text{نسبة} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \quad (15-1)$$

و كلما انخفضت هذه النسبة دل ذلك على إنخفاض عبئ الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة، ومن ثم القدرة على السداد، و هذا ما يفضله المقترضون على عكس الملاك الذين يفضلون زيادته لما تعنيه لهم من زيادة في عوائدهم، وعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها يعرضها إلى مخاطر مالية مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل.

### 2.3. نسبة ديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية:

تعتبر هذه النسبة مهمة جدا بنسبة للمؤسسات، فهي توضح لها مدى التوازن الموجود في هيكل المالي للمؤسسة بين مصادر التمويل الذاتي ومصادر التمويل الخارجية و تعطى بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة} = \frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}} \quad (16-1)$$

كلما انخفضت هذه النسبة، كلما كان ذلك مطمئنا للمقرضين، و يدل ذلك أيضا على أنه يمكن للمشروع أن يقترض مستقبلا، أما ارتفاع هذه النسبة يدل على زيادة عائد استثمارات بالنسبة للملاك غير أنه يمكن أن يؤدي ذلك إلى إفلاس المؤسسة.

### 3.3. نسبة صافي الأصول الثابتة إلى حقوق الملكية:

تبين هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل إستثماراتها من الأصول الثابتة عن طريق الأموال الذاتية حيث تعطى النسبة بالعلاقة التالية :

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{صافي الأصول الثابتة}}{\text{حقوق الملكية}} \quad (17-1)$$

كلما كانت هذه النسبة أقل من 100% دل على ذلك على قدرة المؤسسة على تمويل أصولها الثابتة بواسطة التمويل الذاتي، و الفائض يوجه لتمويل الأصول المتداولة، أما إذا ارتفعت عن 100% يعني أن التمويل الذاتي لم يكف لسد حاجات المؤسسة و بالتالي اللجوء إلى مصادر خارجية للتمويل، وتعد هذه النسبة مهمة كونها تعتبر كمؤشر على نوع التمويل الذي تحتاجه المؤسسة في المستقبل.

### 4.3. نسبة صافي الأصول الثابتة إلى ديون طويلة الأجل:

تُعبّر هذه النسبة عن هامش الأمان الممنوح للمقرضين حتى يقبلوا تمويل المؤسسة إستنادا لهذا الضمان و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{صافي الأصول الثابتة}}{\text{ديون طويلة الأجل}} \quad (18-1)$$

فكلما انخفضت هذه النسبة دل على وجود جزء من الأصول الثابتة غير مرهونة كضمان لديون طويلة الأجل كون أنها ممولة بتمويل ذاتي و هذا شيء يعتبر جيد للمؤسسة.

#### 4. نسب الربحية:

تُعتبر هذه المجموعة من النسب المحصلة النهائية لأداء المؤسسة، كون أن النسب السابقة تختص في تقييم جوانب معينة من الأداء بينما هذه النسبة تبين قدرة المؤسسة على تحقيق الربح من خلال الأنشطة التي تقوم بها و بالتالي الحكم على الأداء الكلي للمؤسسة و تنقسم هذه النسب إلى مايلي:<sup>60</sup>

#### 1.4 نسبة مجمل ربح العمليات:

تُظهر هذه النسبة قدرة المؤسسة على تحقيق الربح من خلال تحديد الهامش الذي يوفر من المبيعات بعد تغطية التكاليف تلك المبيعات و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{مجمّل ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}} \quad (19-1)$$

تختلف هذه النسبة تبعاً لظروف الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة، طبيعة السلعة... الخ، فانخفاض هذه النسبة قد يُفسر بارتفاع في تكاليف المبيعات أو انخفاض في سعر بيع الوحدة أو هما معا و العكس صحيح.

#### 2.4 نسبة صافي ربح العمليات:

تختلف هذه النسبة عن سابقتها كونها توسع اهتمامها ليشمل عناصر المصروفات أخرى عوض الاكتفاء فقط بتكلفة المبيعات و يُعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{صافي ربح العمليات قبل الفائدة و الأعباء الأخرى و الإيرادات و الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \quad (20-1)$$

وتبين هذه النسبة، المدى الذي يمكن أن تنخفض إليه إيرادات المشروع، فإذا ارتفعت يكون المشروع مربحاً و العكس صحيح في حال إنخفاضه.

#### 3.4 نسبة الربح الصافي:<sup>61</sup>

تعتبر هذه النسبة مقياساً أشمل للربح من سابقتها، كون أنها تأخذ بعين الاعتبار جميع الإيرادات و النفقات سواء المتعلقة بالمشروع أم لا و تعطى هذه النسبة بالعلاقة التالية:

<sup>60</sup> وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص 161.

<sup>61</sup> وليد ناجي الحياي، مرجع سابق، ص 161.

$$\text{نسب} = 100 * \frac{\text{صافي ربح العمليات بعد الفائدة والأعباء الأخرى والإيرادات والضريبة}}{\text{صافي المبيعات}}$$

(21-1)

فهذه النسبة أخذت كل الأرباح حتى المحققة خارج النشاط الأساسي للمؤسسة، بالإضافة إلى المصروفات خارج عن نشاط المؤسسة والضرائب المدفوعة، وهذا كله للوصول لحكم أدق على أداء المؤسسة من حيث ربحيتها.

#### 4.4. معدل العائد على حقوق الملكية:

يقيس هذا المعدل ربحية المشروع من أمواله الذاتية فقط و المتمثلة في رأس المال و الإحتياجات و الأرباح المحتجزة، ومن ثم الحكم على كفاءة في استخدام مصادر التمويل الداخلية على نحو مربح أو لا، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي ربح النشاط}}{\text{حقوق الملكية}}$$

(22-1)

و بالتالي تعكس هذه النسبة السياسة المتبعة من قبل المؤسسة فيما يتعلق باستخدام الرفع المالي، و يتم مقارنتها بمعدل العائد على الأصول، حيث عندما يكون هذا الأخير أكبر من تكلفة الأموال المقترضة فانه يمكن للمشروع أن يقوم بالرفع المالي بدرجة كبيرة لزيادة حقوق ملكيته، لكن بدون المبالغة في ذلك، حيث إذا كانت مديونيته كبيرة فانه لا يمكن الوفاء بالالتزامات المستحقة ومن ثم إفلاس المؤسسة.

#### 5.4. نسبة العائد على الإستثمار (الأصول):

تعبير هذه النسبة عن قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من أصولها الإقتصادية بغض النظر عن طريقة تمويلها و تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي ربح النشاط}}{\text{مجموع الأصول الصافية}}$$

(23-1)

و تعد هذه النسبة من أفضل النسب المستخدمة في قياس ربحية المشروع و كلما كانت هذه النسبة مرتفعة دل ذلك على القوة الإيرادية للأصول ومن ثم المؤسسة في وضعية أفضل.

#### 5. نسب السوق:

هذه المجموعة من النسب تهتم بتقييم السوق لأداء المؤسسة و عادة ما يكون التقييم قريبا من التقييم المالي ومن أهم هذه النسب مايلي:<sup>62</sup>

<sup>62</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 109.

### 1.5. نسبة العائد على السهم: Earning Per Share

و تسمى كذلك بالربح عن كل سهم؛ و تعتبر من النسب المهمة للمؤسسة بحيث أنها تهتم بالربح قابل للتوزيع على المساهمين، حيث يعطي مقدار الربح الذي يجنيه المساهم عن مجموع الأسهم التي يمتلكها، و كذا كفاءة الإدارة في تسيير الأصول و التحكم في النفقات حيث تعطى العلاقة كما يلي:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{الربح بعد الضريبة و حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدرة}} \quad (24-1)$$

### 2.5. نسبة سعر السهم على عائد السهم: Price Earning Ratio

يُعطى هذا المعدل عدد مرات التي تضرب في الربح عن كل سهم بحيث تبين هذه النسبة العلاقة بين السعر و الربح السهم و تعطى العلاقة كما يلي:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{السعر السوقي للسهم}}{\text{الربح على كل السهم}} \quad (25-1)$$

### 3.5. نسبة عائد التوزيع: Dividend yield

تدل هذه النسبة على العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر أو المؤسسة في شكل توزيعات نقدية، و تقوم المؤسسة بمقارنتها مع العائد الإستثمارات المماثلة للحكم على إمكانية الإستثمار مستقبلا بالشركة و يعطى وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة} = 100 * \frac{\text{حصصة السهم من الأرباح الموزعة}}{\text{سعر السهم السوقي}} \quad (26-1)$$

## 6. مؤشرات أخرى :

هناك مجموعة أخرى من المؤشرات التي يمكن للمؤسسة أن تستعملها في عملية تقييم الأداء المالي و من هذه المؤشرات نجد مايلي:<sup>63</sup>

### 1. القيمة الاقتصادية المضافة : Economique Value Added

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الحديثة المستعملة في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية خاصة المدرجة منها في البورصة، و تستعمل لقياس الأداء الداخلي في المؤسسة، و تعتمد هذه الطريقة على مفهوم تكلفة رأس المال عوض تكلفة الداخلية الممتلئة في مختلف المصاريف المالية الداخلية للمؤسسة المتولدة من إستغلال أصولها، وهي تقيس المردودية الاقتصادية للأصول من خلال ربط النتائج بالأموال المستثمرة،

<sup>63</sup> عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 54.

و تعرف كذلك على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة و العائد المنتظر أخذاً في الحسبان الخطر المصاحب له، و هي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة و تعطى بالعلاقة التالية:<sup>64</sup>

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر - معدل تكلفة رأس المال) \* رأس المال المستثمر

أو القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة من عمليات التشغيل بعد الضريبة - ( تكلفة رأس المال \* رأس المال المستثمر)

و يحسب هذا المؤشر لكل سنة.

## 2. القيمة السوقية المضافة: Market value added

تتمثل هذه القيمة في الفرق بين القيمة الاقتصادية للمؤسسة و القيمة الإجمالية للأموال المستثمرة، من خلال ربط الوحدات توافق بين القيمة المؤسسة في البورصة و القيمة المحاسبية لها، حيث تحسب لمجموعة من السنوات، و هي تمثل السلسلة التاريخية لمجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة و تعطى بالعلاقة التالية:<sup>65</sup>

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + K)^t}$$

حيث أن : MVA : القيمة السوقية المضافة .

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة للفترة t .

K : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t .

## 3. عائد التدفقات النقدية من الاستثمار:

يعتبر هذا النموذج، واحداً من بين النماذج المقترحة من قبل جماعة إستشارة بوسطن BCG الأميركية المتخصصة في مجال الإستشارة في التسيير، و يتمثل في المعدل الذي يساوي بين قيمة الأصل و قيمة التدفقات النقدية المنتظرة منه، أو ما يسمى بمعدل العائد الداخلي، حيث كلما كانت هذا الأخيرة أكبر من تكلفة رأس المال كلما كانت المؤسسة قادرة على إنشاء القيمة و من ثم زيادة ثروة المساهمين .

## 4. الربح المتبقي:

ظهر هذا المؤشر نتيجة لإنتقادات الموجهة لعائد على الاستثمار، و الممثلة في معدل الفائدة الداخلي (تكلفة رأس المال) من خلال إعطائه لرقم مطلق وليس لنسبة مئوية، و يقيس الربح المتبقي نتيجة المؤسسة ما من خلال الفرق بين المبيعات و تكاليفها متضمنة للمصاريف المالية الداخلية المرتبطة بأصولها .

<sup>64</sup> عبد الغني دادن، مرجع سابق، ص 52.

<sup>65</sup> دادن عبد الغني، مرجع سابق، ص 52.



## خلاصة الفصل الأول:

إن تحسين الأداء و تطوير و تجديد المؤسسات لم يعد أمرا إختياريا، ولكنه أصبح شرطا جوهريا يُمكن المؤسسات من البقاء و الإستمرارية، و بالتالي فتقديم مفهوم واحد وحيد للأداء يكون صعب، و ذلك نظرا لاختلاف و جهات نظر المحللين والباحثين، حيث يصنف الأداء بكونه مفهوما واسعا و متطورا نظرا لتغير و تطور المواقف و ظروف المؤسسات، و كذا ظهور تحديات جديدة أصبحت توجهها المؤسسات مع تطور بعض الوظائف منها تطور التسويق كعلم و فن و ظهور الفكر الإستراتيجي في الإدارة، فالمؤسسة ذات الأداء الجيد هي التي بإمكانها بلوغ أهدافها طويلة الأجل و الممثلة في البقاء والنمو، و لا يتم ذلك إلا من خلال الكفاءة والفعالية، و هذا ما تم التطرق إليه في المبحث الأول من خلال تقديم مختلف التعاريف المقدمة للأداء ووجهات النظر المختلفة ثم تطرقنا بعد ذلك إلى أهم أنواع الأداء و التعرف على أهم العوامل المؤثرة في الأداء و التي تم تقسيمها إلى عوامل يمكن التحكم فيها و عوامل لا يمكن التحكم فيها.

تقوم المؤسسة بعملية تقييم الأداء والتي تكتسي أهمية بالغة عند مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المخطط، لمعرفة مستوى أدائها بين الأداء الإستثنائي، الأداء البارز، الممتاز، الجيد، المعتدل، الضعيف، الممتاز... الخ، لتتمكن الإدارة من اتخاذ الإجراءات التصحيحية، و ذلك باستخدام مجموعة من المؤشرات و المعايير التي تمكنها من التعرف على خصائص وشروط التقييم الجيد للأداء، و كذا التطرق إلى أهمية التقييم في المؤسسة و أهم معوقات التي تحول دون القيام بعملية تقييم الأداء.

يعتبر الأداء المالي واحد من الأصناف التي تنطوي ضمن أداء المؤسسة، فتلجأ هذه الأخيرة إلى قياس الأداء الوظيفية المالية لما لها من تأثير على باقي الوظائف الأخرى و سير المؤسسة، وتتم عملية تقييم الأداء المالي عادة باستخدام مجموعة من المؤشرات والمعايير المالية التي تساعد المؤسسة في الوقوف على الصحة المالية للمؤسسة من خلال معلومات يتم اقتنائها من مختلف الوثائق المحاسبية للشركة.

## الفصل الثاني: أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية

يعتبر تحقيق النمو الاقتصادي و ضمان إستمراريته من الأهداف الرئيسية للسياسات الاقتصادية في كل الدول، ويرتبط هذا الأخير إلى حد كبير بأداء و مردودية المؤسسات الاقتصادية، التي تعتبر نواة الاقتصاد الوطني، غير أن هذه الأخيرة تعتبر في حركية دائمة تملبها الظروف الاقتصادية و المالية الدولية المتميزة بكثرة التقلب و التغيير، و حتى تحافظ على مكانتها السوقية و قدرتها الإنتاجية و جب عليها اللجوء إلى تجديد إستثماراتها أو إنشاء إستثمارات جديدة، و هذا ما يتطلب منها البحث دوما على مصادر التمويل المناسبة لإحتياجاتها المالية المتعددة و المتزايدة الشيء الذي نتج عنه مشكل تمويل المؤسسات الاقتصادية .

و رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية سواء بلجوتها إلى الاقتراض من البنوك أو الأسواق المالية، إلا أنه لا يزال يطرح إشكالية المفاضلة أو إختيار هيكل تمويلي المناسب للمؤسسة، و إن وُجد فهل يعتبر هيكل مالي أمثل يحقق للمؤسسة التمويل المناسب والمرغوب، و تنوع مصادر التمويلية للمؤسسة من شأنه أن يؤثر على عنصرين أساسيين في المؤسسة هما: العائد والمخاطرة، وهذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية و تصميم هيكلها التمويلي أحد المواضيع الأساسية والهامة في النظرية المالية الحديثة.

لذا سنحاول في هذا الفصل إستعراض في المبحث الأول مفهوم التمويل، أنواعه، أهميته و دور الوظيفة المالية في المؤسسة، ثم في المبحث الثاني التعرض إلى أهم مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية، لنختم في المبحث الأخير إلى الحديث عن أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي.

## المبحث الأول: الوظيفة المالية والتمويل

لاشك أن الحديث عن أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، يقودنا إلى تسليط الضوء عن التمويل ودور الوظيفة المالية في تمويل المؤسسات، حيث يمثل النشاط المالي في المؤسسة الاقتصادية أحد الأنشطة الرئيسية الفاعلة فيها مهما اختلفت طبيعة نشاطها سواء كانت تجارية، صناعية، زراعية أو خدمية، و هو المسؤول بشكل مباشر عن الترجمة الكمية للخطط الموضوعة في كافة الإدارات و الهياكل التنظيمية المختلفة فيها، لذا سنقوم في هذا المبحث للتعرض إلى مفهوم التمويل، والوظيفة المالية والجوانب المختلفة المرتبطة بالتمويل.

### المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته والوظيفة المالية.

#### 1- التمويل:

يقصد بالتمويل "عملية تجميع مبالغ مالية و جعلها في حوزة المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة."<sup>1</sup>

أوهي "العملية التي يتم بموجبها توفير المبالغ النقدية لدفع و تطوير مشروع خاص أو عام."<sup>2</sup>

كما يعرفه بعض الباحثين على أنه: " إمداد المشروع بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها."

و نعني كذلك بالتمويل البحث عن إمكانيات الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، ومن هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين هما:

1- أولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد.

2- الثانية تتعلق بكيفية تسيير الإستثمارات بطريقة تمكن من تعظيم العائد عند مستوى معين من المخاطر و ذلك من خلال مزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة رأسمال إلى الحد الأدنى، و تقوم كذلك وظيفة التمويل بمهام التخطيط و الرقابة المالية.

و نستنتج من التعاريف أعلاه ما يلي:

1- التمويل يكون فقط بالمبالغ المالية و ليس بالسلع و الخدمات؛

2- يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة و المحددة؛

3- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع القائمة أو إنشاء مشاريع جديدة؛

4- يقدم التمويل في أوقات الحاجة إليه.

يتضح أن للتمويل دور كبير في التنمية كل بلد تبعا لسياسة الاقتصادية التي يتبعها، و من ثم فالمؤسسات تختلف في طبيعة هيكل تمويلها باختلاف الأهداف المسطرة وفق ما يخدم مصالحها بالدرجة الأولى، و ثانيا

<sup>1</sup> Eli Cohen, Gestion financier de l'entreprise et de développement financier, Edition EDICEF, canada,1990,p190.

<sup>2</sup>حمر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في علوم تسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص 85.

من خلال المساهمة في النهوض بالإقتصاد الوطني، فهو يساهم في تحريك عملية الإنتاج سواء للمنتجات أو الخدمات حيث يسمح بشراء مستلزمات الإنتاج من الأصول الثابتة والمتداولة، كما يساعد وظائف التسويق والبيع في تمويل المبيعات الآجلة عن طريق الائتمان الذي يقدم للعملاء، و هناك من أعتبرها وحدة لتكوين و توزيع المداخل، و كذا مركزا لإتخاذ القرارات الإقتصادية و المالية حتى تحقق الأهداف التشغيلية و الإستراتيجية، ومن ثم نكمن أهمية التمويل في المؤسسة فيما يلي:

- 1- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء المشاريع؛
- 2- تساهم في تحقيق الأهداف المسطرة من قبل إدارة الشركة؛
- 3- تحقيق الرفاهية الاقتصادية للدولة من خلال توفير التمويل اللازم لتنفيذ المشاريع مما ينعكس على المؤسسة في تحقيق الأرباح؛
- 4- يساهم في الكشف عن وجود سياسة للإستثمار أم لا.

و نظرا لأهمية التمويل في المؤسسات الاقتصادية و الدور الكبير الذي يقوم به، إلا أنه يمكن أن تواجه بعض المؤسسات عند تمويل مشاريعها عدة مخاطر تكون سببا في تعطيلها أو سبب في زيادة تكاليف الإنجاز.

وباعتبار أن عملية التمويل ترتبط بدرجة كبيرة بالوظيفة المالية في المؤسسة، الشيء الذي يقودنا إلى تسليط الضوء على الوظيفة المالية و دورها في المؤسسة.

## 2- الوظيفة المالية :

يتمثل هدف العام للمؤسسة في التكيف مع المحيط الذي يؤثر فيها و تتأثر به، والهدف الفرعي المالي يعتبر أحد الأهداف الرئيسية التي تسعى المؤسسة من خلاله للتكيف مع المحيط المالي من خلال الوظيفة المالية.

فتعرف الوظيفة المالية من وجهة نظر الإستراتيجية على: " أنها تلك الوظيفة التي تقوم بتهيئة و إعداد القرارات الفعالة لتحقيق الأهداف المنشودة من خلال إستخدام الكفاء للوسائل المتاحة".<sup>3</sup>

أما من الناحية التشغيلية فتعرف على " أنها تلك الوظيفة التي تسند لها مواجهة و تجاوز المصاعب المالية، من خلال تحسين مؤشرات التوازن المالي، ضمان الحد الأدنى من الربحية و الحفاظ على مستوى المعقول من السيولة واليسر المالي".<sup>4</sup>

أما من وجهة نظر النقدية فإنها تعرف على أنها: " تلك الوظيفة التي تقوم بكل عمليات في شكل نقدي".<sup>5</sup>

<sup>3</sup> محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 2005، ص 20.

<sup>4</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 38.

<sup>5</sup> عادل عشي، مرجع سابق، ص 15.

و هناك من الباحثين من يرى أن الوظيفة المالية هي: " مجموعة من المهام والأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح و الأقسام، والتي تهدف إلى إدارة التدفقات المالية و البحث عن الموارد المالية الضرورية و الإستخدام الأمثل لها."<sup>6</sup>

ومن خلال التعاريف أعلاه نرى إختلاف و تباين رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم دقيق للوظيفة المالية، فبعض تلك التعاريف أسند للوظيفة المالية كل القرارات المالية المتخذة، الإستراتيجيات، الخطط، الأهداف، السياسات المالية، مواجهة المصاعب و العقبات المالية... الخ، ونظرا لتعدد المفاهيم لا نستطيع تحديد والكشف عن طبيعة الوظيفة المالية الأمر الذي يجعلها غامضة، ويرجع هذا الغموض في الأساس إلى تباين وجهات نظر المهتمين من حيث الشمولية والتوحيد، فهناك الجماعة النقدية التي تنسب للوظيفة المالية كل عملية تأخذ الشكل النقدي سواء كانت هذه العملية تدفق نقدي داخل أو خارج، عاجل أم أجل، بينما وجهة النظر الإستراتيجية فإنها تنتظر للوظيفة المالية على أنها تلك الوظيفة التي تستطيع تهيئة و إعداد القرارات المؤمنة لفعالية الأهداف المنشودة و لكفاءة الوسائل المتاحة.

و لقد اقتصر معظم التعاريف المقدمة أعلاه على الصفة المالية للوظيفة المالية، وهذا مفهوم ضيق للوظيفة المالية، وفي هذا الشأن يرى Jonson<sup>7</sup> أن للإدارة المالية معنى أوسع من صفة المالية مثل التخطيط المالي، إدارة الموجودات، مجابهة المشاكل... الخ، بالإضافة إلى توفير المعلومات الضرورية للتشخيص الاستراتيجي، حيث تتحكم القيود المالية عادة في الخيار الإستراتيجي، وهذا ما يعكس الأهمية المتزايدة للوظيفة المالية في المؤسسة.

و لقد تطور مفهوم الوظيفة المالية مع تطور النظرية المالية حيث كانت الوظيفة المالية في عهد النظرية المالية الكلاسيكية يتمثل دورها في البحث عن الموارد المالية و مضاعفة الربح في ظل مستقبل مؤكد الحدوث خلال فترة العشرينيات والثلاثينيات من القرن الماضي، غير أن هذا المفهوم إنهار بسبب الظروف التي أتسمت بالتعقيد وعدم التأكد والتضليل المعلوماتي... الخ، بالإضافة إلى التحديات التي كانت تواجه المؤسسات آنذاك كتدخل الحكومي، التقدم التكنولوجي، حدة المنافسة. ونتيجة لظهور متغيرات الإقليمية و العالمية و الإتجاهات الإقتصادية الحديثة و شروط السوق المال والمؤسسات المصرفية و ظروف العولمة و توجه الدول نحو الخصوصية، بالإضافة إلى إرساء آليات السوق الحر، ظهر مفهوم جديد للوظيفة المالية و الذي أنعكس بدوره على الوظائف الأخرى في المؤسسة نتيجة لإنفصال الملكية عن الإدارة، أدى إلى بروز هدف مالي جديد وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة في سوق المال، ومن ثم تحديد القوة المالية للمؤسسة من خلال تعظيم التدفق النقدي المنتظر للإستثمار بالبحث عن أقل تكلفة تمويل، لتطور بعدها الوظيفة المالية في ظل النظرية السلوكية للمؤسسة إلى تحديد العلاقة بين الأهداف و التوقعات على النحو الذي يضمن اجتناب عدم التأكد.

<sup>6</sup> Jean Pierre Helfer et AL , Management stratégie et organisation , libraire Vuibert , paris ,1996 ,p 94.

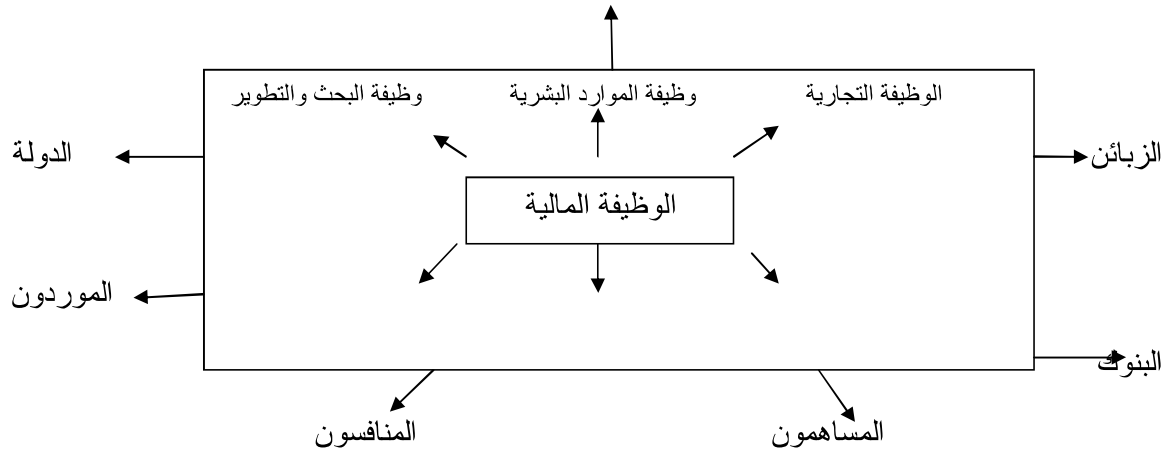
<sup>7</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع أعلاه، ص 39.

و يتمثل دور الوظيفة المالية في المؤسسة فيما يلي:

- 1- خدمة السياسة العامة للمؤسسة عن طريق مد الوظائف الأخرى بكل الإمكانيات المالية لبلوغ أهدافها الخاصة، ومن ثم الوصول إلى أهداف لمؤسسة.
- 2- توقع ودراسة الأثر المالي للقرارات المتخذة من خلال وضع مخططات التمويل، الموازنات، مخطط الخزينة... الخ.
- 3- ضمان التجانس في المؤسسة و العمل تحت قيد المر دودية.
- 4- تنظيم الرقابة من خلال مراجعة و فحص الأهداف الأولية، ومدى بلوغها عن طريق التشخيص و قياس الإنحرافات.
- 5- مراقبة التدفقات النقدية و تسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي.
- 6- دفع النفقات و المصاريف و تلقي المستحقات و حقوق جميع الأنشطة.
- 7- تسيير المخاطر المالية الخارجية والداخلية.
- 8- البحث عن الموارد المالية الضرورية لازمة لتمويل المشاريع.

وتأخذ الوظيفة المالية مكانة هامة في الهيكل التنظيمي للمؤسسة و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم: 04 يبين الوظيفة المالية في المؤسسات الكبيرة  
الأجراء



المصدر: سليمان بلعور، أثر الإستراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص 58.

يبين الشكل أعلاه، أن الوظيفة المالية تعتبر الركيزة الأساسية في الهيكل التنظيمي لأي مؤسسة، كانت صغيرة أو كبيرة فهي تمد الوظائف الأخرى بالأموال اللازمة لسير نشاطها داخل المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى أن الأطراف الخارجية تنظر للمؤسسة من خلال أداء الوظيفة المالية، فيتحدد على أساسها مستقبل المؤسسة.

### المطلب الثاني: محددات اختيار التمويل المناسب

يمكن أن يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، و بالتالي الوسطاء الماليين المعنيين بالعملية التمويلية، بالإضافة إلى هيكل المحيط المالي و الذي يعطي تغيره المستمر تنوعا في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وفي هذا الصدد تعتبر البورصة البيئية الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، و هذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد. ففي الاقتصاد الذي يتميز بسيطرة البنوك على المصادر التمويلية لا يكون أمام المؤسسة سوى الرضوخ إلى شروط التي تضعها هذه البنوك من أجل تغطية إحتياجاتها المالية.

يفترض أنه كلما تعددت مصادر التمويل كلما تيسرت شروط الحصول عليها، غير أن هناك مجموعة من المتعاملين الإقتصاديين الذين يؤثرون بقراراتهم وسلوكهم على قرار التمويل في المؤسسة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ونجد من بين هؤلاء الدولة التي تتدخل على مستوى طريقة التمويل من خلال مختلف الحقوق، الرسوم، الضرائب،...ألخ، والتي لها تأثير كبير على هيكل حافظة الأصول و بطبيعة الحال على الهيكل المالي في المؤسسة، و يمكن كذلك للدولة التدخل في عملية الوساطة من خلال التأثير في عرض النقود بمجموعة من إجراءات من بينها تنظيم، مراقبة و تقنين النشاط البنكي، بالإضافة إلى المقرضين الذين يمكن أن يؤثروا على قرار التمويل في المؤسسة من خلال التغيير الحاصل في تكاليف الحصول على هذه القروض.

تقوم المؤسسة بتحديد الأموال اللازمة من خلال إستعراض الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع التمويل، فقد تكون هذه الإحتياجات موسمية، مؤقتة أو إحتياجات كبيرة ولمدة طويلة، فتقوم أولا بتحديد إحتياجاتها المالية و كذا الفترة الزمنية التي ستحتاج إلى هذه الأموال و كذا فترة سدادها بالكامل و التكاليف المترتبة عنها؛ أي بتعبير آخر ملائمة الأصول لمصادر تمويلها، فلجوء المؤسسة إلى القروض من شأنه أن تنتج عليه تكلفة الإستدانة التي تختلف تبعا لسياسة المالية المتبعة في المؤسسة، حيث إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة فإنها ستلجأ للمزيد من الإستدانة للإستفادة القصوى من الرفع المالي.

يضاف إلى تكلفة رأس المال مجموعة من القيود التي يُمكن أن تؤثر بصفة مباشرة أو غير مباشرة في تحديد مصدر التمويل و التي لها آثار سلبية على تحقيق أهداف الأخرى و من بينها نجد:

- **قاعدة التوازن المالي الأدنى:** تنفيذ هذه القاعدة أن تقوم المؤسسة بتمويل الإستخدامات المستقرة بواسطة الموارد الدائمة، كما يجب أن تمول إستخدامات الإستغلال بواسطة موارد الإستغلال حيث أن الإخلال بهذه القاعدة يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى عجز دائم في الخزينة و إنخفاض حاد في رأسمال العامل عند تمويل الأصول الثابتة بقروض قصيرة الأجل.
- **قاعدة الإستقلالية المالية:** تنص هذه القاعدة على ألا تتجاوز الديون المالية الأموال الخاصة، و النسبة المثالية يجب ألا تتجاوز 1/2 قبل إتخاذ القرار أو بعده، و بتالي تبعا لهذه القاعدة فإذا كان

أموال الدائنين أكبر في الهيكل المالي فإن ذلك سيؤثر بدرجة كبيرة على قرارات المتخذة من قبل المؤسسة و هذا ما يتنافى مع هذه القاعدة و تعطى علاقة الاستقلالية المالية بالعلاقة التالية<sup>8</sup> :

$$\text{الإستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الموارد الدائمة}}$$

- قاعدة القدرة على السداد: و تقوم هذه القاعدة على ألا تفوق الديون المالية ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي المتوسطة السنوية و تعطى بالعلاقة التالية:<sup>9</sup>

$$\text{القدرة على السداد} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{القدرة على التمويل الذاتي}}$$

حيث أن عدم التزام بهذه القاعدة يمكن أن يؤدي إلى عدم دفع الديون في أجل إستحقاقها و بالتالي إرتفاع إحتمال إفلاس المؤسسة بسبب الاستمرار في الاستدانة.

- المردودية المالية: نعني بها الارتباط الموجود بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تتحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية و تعطى بالعلاقة التالية<sup>10</sup> :

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

حيث أن المردودية المالية تحوي عناصر متحركة في مصادر التمويل و الذي يتم استخدامه كألية لاتخاذ القرار التمويل حيث يجب أن تحقق المؤسسة نتيجة موجبة بأقل حجم ممكن من الأموال الخاصة و من ثم يتعاطم الربح و زيادة في القدرة على التمويل الذاتي.

### المطلب الثالث: مصادر التمويل المؤسسات الاقتصادية

تلجأ المؤسسات عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة، حيث يتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو المتوسطة أو قصيرة الأجل و هو ما يسمى اصطلاحاً بالهيكل المالي، وقد اختلفت النظريات المحددة لهيكل المالي في المؤسسة و كذا في مكوناته، لذا ظهرت العديد من نظريات منها نظرية الربح الصافي ل Miller و Modigliani سنة 1958، لتليها في سنة 1963 نظرية Miller و Modigliani في وجود الضرائب، ثم نظرية إلتقاط التدريجي للتمويل لوليامسون 1988 و مايرز 1990... الخ.

تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة، تختلف من باحث لآخر حسب الهدف المنتظر منها، فهناك من يعتمد على معيار الملكية و بذلك يُفرق بين الأموال الخاصة و الديون، أما منير إبراهيم هندي فقد قسمها إلى

<sup>8</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 302.

<sup>9</sup> Stéphane Griffiths, Jean Degos, Gestion Financière, édition d'organisation, paris, 2001 , p79.

<sup>10</sup> Stéphane Griffiths, Jean Degos, opcit, p80.



مصادر التقليدية و الحديثة و ذلك تبعا لظهور الاتجاهات الحديثة في الأوراق المالية، كما صنفها Stéphane Griffiths<sup>11</sup> حسب المنشأ إلى مصادر داخلية و أخرى خارجية و سيتم تفصيل فيها كما يلي:

### حسب معيار الملكية<sup>12</sup>:

يتم تصنيف مصادر التمويل حسب هذا المعيار إلى:

#### 1. الأموال الخاصة:

تتمثل الأموال الخاصة في وسائل التمويل طويلة الأجل ( داخلية والخارجية ) و يدخل ضمنها كل من: التمويل الذاتي و الزيادة في رأس المال عن طريق طرح أسهم للإكتتاب أو المساعدات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات إقتصادية معينة، بالإضافة إلى التنازل عن الإستثمارات، والذي يعتبره العديد من الباحثين على أنه مصدر استثنائي للتمويل بنسبة للمؤسسات، حيث يمكن أن ينتج عن التجديد العادي للإستثمارات في كل مرة تسمح فيها الظروف المؤسسة ببيع الإستثمارات حتى يتم تجديدها بأخرى جديدة أو التنازل عن المصانع، و حتى الفروع بأكملها عندما تصبح هامشية مقارنة بالنشاطات المنتجة الأخرى و عادة ما تكون هذه المبالغ معتبرة.

#### 2. الديون:

تعتبر الديون أحد الوسائل التمويلية في المؤسسة، و هي نتيجة لعدم كفاية الأموال الخاصة في المؤسسة، ولتغطية الإحتياجات التمويلية لها، و حتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى الإستثمارات عند الحدود المقبولة، و لتجاوز السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى مصادر أجنبية للحصول على الأموال، و بما أن التمويل بواسطة الأموال الخاصة ليست الإستراتيجية المالية المثلى، بحيث يتوقف ذلك على ضمان مردودية إقتصادية جيدة و مستمرة، وهذا لا يعني الإفراط في الإستدانة نظرا لتكلفة التي تتحملها المؤسسة والمخاطر التي قد تتعرض لها، وهنا نميز بين الديون قصيرة الأجل والممثلة في الإئتمان التجاري و التمويل بالإيجار والقروض السندية.

#### 2. حسب معيار المنشأ:

يصنف التمويل حسب هذا المعيار إلى مصادر داخلية أو خارجية:

#### 1 مصادر الداخلية:

يقصد بالتمويل الداخلي، الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية، ويتمثل أساسا في التمويل الذاتي الذي يعرف على أنه: " مجموع الوسائل

<sup>11</sup> Stéphane Griffiths, Jean Degos, op.cit., p170-171.

<sup>12</sup> J.P.Jobard .P. Navette, Finance d'entreprise, finance de marché , diagnostic financier , Dalloz ,Paris ,1994,p115.

التي أنشأتها المؤسسة بفعل النشاط العادي أو الإستغلالي و التي تبقى تحت تصرفها بصفة دائمة أو لمدة طويلة نوعا ما. <sup>13</sup>

أو هي تمويل المؤسسة بالإعتماد على مواردها الذاتية المتاحة و المتمثلة في الإحتياجات و الأرباح المتراكمة و كذا الإهتلاكات.

و يقصد به قدرة المؤسسة في تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، و هذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة مضافا إليها الإهتلاكات و المؤونات.

و يعرف كذلك على أنه مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية أي التي تكون مصدرها دورة الإستغلال.

و يتشكل التمويل الذاتي عادة من المتاحات التي تحتفظ بها المؤسسة بعد توزيع النتيجة على جميع أطرافها وهي تتشكل من الأرباح المحتجزة و الذي تشمل كل من الإحتياجات مكونة لحظة توزيع الأرباح و كذلك المخصصات التي لها طبيعة الإحتياجات بالإضافة إلى الإهتلاكات و المؤونات غير المبررة، غير أن التمويل الذاتي يمكن أن يكون ناتج من موارد استثنائية متأتية من عمليات على رأسمال تقوم بها المؤسسة مثل: التنازل عن العقارات، التخلي عن مساهمات خاصة بالفروع التي لم تعد تدخل في الإستراتيجية المحددة من طرف مسيري المؤسسة.

و للتمويل الذاتي مزايا و عيوب حيث تتلخص مزايا و عيوبه فيما يلي:

#### أ- مزايا التمويل الذاتي: <sup>14</sup>

- يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل التكاليف ممكنة؛
- يسمح للمؤسسات التي لا تستطيع الدخول في السوق المالي الحصول على الموارد الضرورية؛
- يعطي إستقلالية أكبر للمؤسسات في إختيار الإستثمار دون التقيد بشروط الائتمان؛
- يُمكن المؤسسة و الإدارة من زيادة الأرباح المحتجزة عن طريق الإحتياجات غير معلنة عن طريق عدم تحمل أعباء تعاقدية؛
- يعطي قوة تفاوضية للمؤسسة عند طلبها للقروض .

#### ب - عيوب التمويل الذاتي:

- يؤدي الإعتماد عليه إلى التوسع البطيء بسبب عدم الاستفادة من الفرص الإستثمارية نتيجة القصور عن توفير الإحتياجات التمويلية؛
- مجانية أموال التمويل الذاتي يجعل المؤسسة غير صارمة في إختيار الاستثمارات؛

<sup>13</sup> M.Diamartimo, Guide financier de la pme , les édition Dalloz, Paris ,1981, p120.

<sup>14</sup> بن لكل نوال، الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في علوم التسيير فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2001، ص 14.

- التمويل الداخلي يكون مكلفا مقارنة باللجوء إلى مصادر خارجية؛
- تهتم الإدارة بدراسة مجالات استخدام الأموال المدخرة بواسطة الشركة كنتلك المتحصل عليها من الغير؛
- حجم التمويل الذاتي عادة لا يكفي لتغطية كل حاجات التمويل.

## 2. مصادر الخارجية:

يقصد بالتمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من خارج المؤسسة؛ أي من النشاط غير الإستغلالي للمؤسسة في ظل إفتراض إستقلالية الشركة، فإن الإدارة تحصل على هذه الأموال بشروط وإجراءات لابد من معرفتها، و يتوقف حجم التمويل الخارجي عادة على حجم التمويل الداخلي أي احتياجات المالية للشركة و بتالي فهو مكمل لتمويل الداخلي و عادة ما تكون مصادر التمويل الخارجي ممثلة في مايلي :

### 1.2 مصادر تمويل قصيرة الأجل:

يقصد بها الأموال التي تقوم المؤسسة بجلبها و تكون عادة قصيرة الأجل، قصد تمويل فرص إستثمارية المتاحة كونها تمثل التزاما قصير الأجل على المؤسسة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية معينة، لا تزيد عن السنة، و يتم إختيار مصدر التمويل قصير الأجل بالنسبة للمؤسسة لعدة إعتبرات تؤخذ بعين إعتبار، و هي تعتبر كمحددات رئيسية تتعلق بمصدر التمويل وهي:<sup>15</sup>

- المرونة: و نعني بها مدى ملائمة هذا المصدر عن غيره في تسديد جزء أو كل ديون المؤسسة؛
  - الوثوق و الإعتماد على مصدر التمويل في توفير والتمويل المناسب لسد احتياجات المالية للمؤسسة من خلال المفاصلة بين البدائل المتاحة؛
  - التكلفة: حيث أن المؤسسة تسعى للحصول على أكبر قدر ممكن من التمويل و بأقل التكاليف مقارنة بالبدائل الأخرى؛
  - نسبة أو حجم القروض المفروضة إما في جلب هذا المصدر أو في إستخدامه من قبل المقرضين.
- و تتضمن مصادر تمويل قصيرة الأجل مايلي:

<sup>15</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، التسهيلات المصرفية للمؤسسات و الأفراد، ط1، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، 1998، ص 44.

## 1. الإئتمان التجاري:

يقصد به قيمة البضاعة المشتراة على الحساب بغرض بيعها، و تتمثل عادة في أوراق الدفع والحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة لشراء البضائع دون دفع ثمنها نقداً، على أن يتم سداد قيمتها بعد فترة محددة و تتوقف عادة تكلفة الإئتمان التجاري على الشروط التي يجب أن يضعها الموردين، حيث يعتبر تمويل مجانيًا إذا استطاعت المؤسسة إستثماره أو إستخدامه بشكل كفي و ملائم، أما إذا فقدت السيطرة في استخدامه بشكل مناسب يصبح مكلفاً للمؤسسة و ذا تكلفة عالية و يتخذ الإئتمان التجاري أحد الشكلين التاليين:

- إما أن تتم عملية شراء البضاعة بناءً على أمر توريد شفوي أو كتابي يصدر عن المؤسسة المشتريّة إلى المورد، و بمجرد أن تتم عملية التوريد يقيد على حساب المشتري قيمة البضائع، و تتم عملية إئتمان التجاري من خلال الحسابات المفتوحة لكل من المورد و العميل و بدون ضمانات.

- أما الطريقة الثانية فتكون من خلال قيام الشركة المشتراة بتقديم كمبيالة للمورد الذي يرسلها للبائع مع فاتورة الشحن إلى البنك الذي يتعامل معه، و الذي يقوم بدوره بالحصول على توقيع المشتري على الكمبيالة في مقابل تسليمه سندات الشحن و التي يحصل بموجبها على البضائع أو يتم الشراء و البيع عن طريق سند لأمر و تتلخص مزايا إستخدام الإئتمان التجاري فيما يلي:<sup>16</sup>

- توافر هذا النوع من الإئتمان يسبب وجود منافسة شرسة بين الموردين لمنح هذا النوع من الإئتمان و هو متوافر بصفة تلقائية و يعتبر ذو أهمية كبيرة للمؤسسات الإقتصادية؛
- سهولة إجراءات الحصول عليه مقارنة بالإجراءات المطلوبة للحصول على أنواع أخرى كإعتماد المصرفي؛
- تعتبر تكلفته منخفضة مقارنة بالأنواع الأخرى من الإئتمان حيث تتلخص تكلفته في الفرق بين السعر الذي يتقاضاه المورد عند البيع على الحساب و السعر الذي يتقاضاه عند بيع بضاعته نقداً.

## 2. الإئتمان المصرفي:

يمكن تعريفه بأنه " الثقة التي يوليها المصرف التجاري لشخص ما حين يضع تحت تصرفه مبلغاً من النقود أو يكلفه فيه لفترة محددة يتفق عليها بين الطرفين، و يقوم المقترض في نهايتها بالوفاء بالتزاماتها و ذلك لقاء عائد معين يحصل عليه المصرف من المقترض يتمثل في الفوائد و العمولات و المصاريف.<sup>17</sup>

و منه فالإئتمان المصرفي قصير الأجل لا يتعدى سنة واحدة، و يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة (إحتياجات دورة الإنتاج و المخزون).

و للإئتمان المصرفي عدة أنواع تختلف حسب الجهة التي ينظر إليها، فحسب النشاط الإقتصادي نميز بين الإئتمان الإستثماري و الذي يكون موجهاً مباشرة للعملية الإستثمارية كشراء الأراضي و إنشاء البنايات

<sup>16</sup> عبد الحميد مطاوع سعد، الإدارة المالية، مدخل الحديث، القاهرة، 2007، ص 332.

<sup>17</sup> حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004، ص 941.

والعمرات، أما الإئتمان التجاري فقد تم التطرق إليه أعلاه، بالإضافة إلى الإئتمان الإستهلاكي و الذي يكون عادة موجه للإئفاق الإستهلاكي ومن ثم فلا يدر أي عائد للمؤسسة.

أما حسب الفترة الزمنية فيقسم إلى إئتمان قصير الأجل، متوسط و طويل الأجل.

أما من حيث نوع الضمان فيقسم إلى:

### 1- القروض غير مكفولة بضمان:

تتمثل القروض غير مكفولة بضمان؛ في تلك التي يقوم البنك من خلالها بالموافقة لمدة معينة من الزمن على إقراض مشروع معين أو مؤسسة مالا معيناً بشرط ألا يزيد هذا المبلغ على كمية معينة، بمعنى أن الموجودات المشتركة و الأرباح المتحققة عنها ستولد نقدية كافية لتسديد هذا الإئتمان، و هو يعتبر الحد الأقصى، وعادة ما تعمل البنوك في هذا النوع من القروض بوجود شرطين هما:

- وجوب إحتفاظ المقرض في حسابه الجاري لدى البنك على نسبة مئوية معينة تتراوح بين 10% و 20% من قيمة الإعتاد.

- ضرورة قيام المقرض بسداد كافة دينه مرة واحدة على أقل كل سنة، و عند تعامل المؤسسة مع البنك في مثل هذا النوع من الإئتمان كثيراً ما يتخذ أحد الأشكال التالية:

#### 1. الإعتاد المفتوح:<sup>18</sup>

يكون هناك إئفاق غير رسمي بين البنك و العميل، حيث يتفق الطرفان على الحد الأقصى من الأموال التي يقرضها البنك للعميل و لمدة زمنية معينة، و عادة ما تكون سنة واحدة قابلة للتجديد دون أن يتعدى الحد الأقصى المتفق عليه بينهما.

#### 2. الإعتاد المتجدد:

في هذا النوع من الإعتاد يلزم العميل البنك بإقراض المبالغ التي يطلبها في الحدود القصوى المتفق عليها بينهما، على عكس الإعتاد المفتوح الذي لا يكون فيه البنك مطالباً بإقراض العميل، غير أن هذا الأخير ملزم بدفع رسم الإرتباط للبنك.

#### 3. سلعة المدة الواحدة:

و نعني به عندما يرغب العميل في الحصول على التمويل لغرض معين، فإنه يتقدم للبنك بطلب الحصول على الإئتمان لتغطية تلك الإحتياجات المالية.

<sup>18</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 952.

## 2- القروض المكفولة بضمان:

في هذا النوع من القروض يتطلب وجود ضمان يقدمه المقرض للبنك قبل حصوله على القرض، إما في شخص آخر يتعهد بسداد القرض في حالة توقيفه عن الدفع، أو في أصل من أصول المؤسسة، وهناك أنواع أخرى من القروض وهي الإئتمان العام والخاص، الإئتمان الشخصي والعيني.

### 2.2. مصادر تمويل متوسطة الأجل:

يقصد بالتمويل متوسط الأجل؛ بأنه النوع من القروض الذي يتم سداده خلال فترة تزيد عن السنة و تقل عن 10 سنوات، و برغم من الطول النسبي لأجل مثل هذه القروض، إلا أنها لا تعتبر من مصادر تمويل طويلة الأجل، وعادة ما يستعمل هذا النوع من القروض متوسطة الأجل في تمويل الأصول الثابتة و يتم تسديده في شكل أقساط سنوية، أو نصف سنوية و تشمل عملية تمويل قروض متوسطة الأجل تمويل جزء من رأس المال العامل، سداد قروض طويلة الأجل.

و تتميز القروض متوسطة الأجل عن غيرها بمجموعة من المميزات:

- تعتبر الوضعية المالية للمؤسسة هي محدد رئيسي في حصولها على هذا النوع من القرض نظرا للطول النسبي للقرض، فالبنك يقوم بإجراء تقييم شامل و دقيق للمؤسسة؛
- يتم سداد القرض على أقساط سنوية أو نصف سنوية مما يؤدي إلى تخفيض درجة مخاطر عدم السداد أو إفلاس العميل بنسبة للمقرض؛
- إمكانية التفاوض بين المؤسسة والبنك حول مدة القرض، كيفية السداد، نوعية و طبيعة الضمان وكل الإقتراحات التي يتم تداولها بين الطرفين.

و تنقسم مصادر تمويل متوسطة الأجل إلى:

#### 1. قروض مباشرة و متوسطة الأجل:

يُستعمل هذا النوع من القروض في تمويل الأصول الثابتة التي لا يتجاوز عمرها الإقتصادي 10 سنوات، وتمثل البنوك و المؤسسات المالية المختصة المصدر الرئيسي لها، و غالبا ما يتم التسديد في فترات محددة مع وجوب تقديم ضمان للحصول عليه، يتراوح عادة ما بين 30-60 % من قيمة القرض و سعر فائدته أعلى من سعر فائدة القرض قصير الأجل.

#### 2. التمويل بالإيجار:

إن إستخدام العقارات و المعدات من طرف المؤسسة كان ممكنا فقط إلا عن طريق تملكها لهذا الأصل، لكن في السنوات الأخيرة ظهر إتجاه حديث نحو إيجار هذه الخدمات و العقارات و التجهيزات بدلا من شرائها حيث إنتشر الإيجار في معظم الدول منذ أوائل الستينيات و إستمر إنتشارها منذ ذلك الوقت.

و يعرف الإيجار على أنه إتفاق الذي يتم بين طرفين أحدهما مؤجر و آخر مستأجر يقوم بمقتضاه الطرف الأول بالسماح للطرف الثاني بالحصول على الخدمات التي يؤديها أصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل حصول الطرف الأول على مبلغ محدد، و هي القيمة الإيجارية خلال نفس الفترة الزمنية. و هناك نوعين للتمويل بالإيجار وهما:<sup>19</sup>

### 1- الإيجار التشغيلي:

يقوم المستأجر في هذا النوع من الإيجار باستخدام الأصل المؤجر لفترة زمنية محددة، عادة ما تكون سنة قابلة للتجديد، و يقوم من خلالها المؤجر بخدمات الصيانة للأصل، و يحق للمستأجر إلغاء إتفاقية الإيجار وإعادة الأصل المؤجر خلال فترة التعاقد غير أن المدة التي يغطيها إتفاق التأجير تكون أقل من العمر الإنتاجي للأصل.

### 2- الإيجار التمويلي:

يقوم بمقتضاه المستأجر باستخدام الأصل المؤجر لفترة زمنية طويلة الأجل، عكس النوع الأول، و غالبا ما تكون أكبر من العمر الإنتاجي للأصل مقابل تسديد قيمة الإيجار على دفعات خلال نفس الفترة، حيث يقوم المستأجر بخدمات صيانة الأصل المؤجر و يكون العقد غير قابل للإلغاء.

و تعتبر عملية تمويل بالإيجار إحدى الطرق التي تمكن المؤسسة من تمويل إحتياجاتها المالية و تنفيذ مشاريعها إلا أن لهذه الطريقة مميزات و عيوب حيث تمثل مزاياها في:

- توفير النقدية؛
- الوفر الضريبي للمؤسسة لمخاطر تقادم المعدات و الأصول؛
- المرونة في اتخاذ القرارات المالية.

بالإضافة إلى المزايا التي تنتجها هذه الطريقة إلا أن هناك عيوب منها:

- التأجير لمدة طويلة للأصل يؤدي إلى زيادة تكلفته عن تكلفة شرائه؛
- حرمان المؤسسة من الحصول على قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي.
- صعوبة القيام بإجراء تحسينات على الأصول المستأجرة دون الرجوع إلى المؤجر .

### 3.2. مصادر تمويل طويلة الأجل:

يعتبر التمويل طويل الأجل أحد مصادر الرئيسية بالنسبة للمؤسسة من أجل تمويل رأسمال الثابت و جزء من الأصول المتداولة، حيث تتمثل أساسا في القروض طويلة الأجل أو قيام المؤسسة بإصدار أسهم و سندات في السوق المالي، و تلعب هذه الأخيرة دورا مهما في تمكين المؤسسة من الحصول على

<sup>19</sup> رشدي مصطفى شبيحة، الإقتصاد النقدي و المصرفي، دار المعارف، جامعة إسكندرية، 1995، ص 173.

الإحتياجات التمويلية المختلفة، لذا سنقتصر في هذه المصادر على القروض طويلة الأجل، أما إصدار الأسهم و السندات سيتم التطرق لها لاحقا في فقرات قادمة.

### • القروض طويلة الأجل:

تتمثل في القروض التي تتراوح مدتها بين 7-25 سنة، تمنح في الغالب لمؤسسات متخصصة لقاء ضمانات تكافلية أو رهن عقاري، وتقدم للمؤسسات الصناعية و التجارية التي تقوم ببناء محلات تجارية، صناعية أو إدارية، أو حتى التي تقوم بمشروع كبير لتطوير المعدات، غير أنه عند الحصول على القرض يتم الإتفاق على معدل الفائدة، تاريخ الإستحقاق، أسلوب السداد، ويتم تقديم هذا النوع من القروض عادة من المؤسسات المالية كالبنوك، شركات التأمين... الخ.<sup>20</sup>

### المبحث الثاني: البورصة كمصدر حديث للتمويل للمؤسسات الاقتصادية

أكدت العديد من الدراسات الميدانية و الحديثة أن الأسواق المالية تؤثر على النمو الإقتصادي في الدولة، ومن ثم على المؤسسات الاقتصادية، من خلال توفير السيولة النقدية للعديد من الإستثمارات التي تحتاج إلى رأس المال طويل الأجل، حيث يتيح للمؤسسات التنوع في مصادر التمويل عوض الإكتفاء بالتمويل البنكي فقط، لذا سنتعرض في هذا المبحث إلى مفهوم البورصة و معظم الأدوات الموجودة في البورصة إضافة إلى تكلفة مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية.

### المطلب الأول: مفهوم البورصة

يعود أصل كلمة البورصة إلى إسم عائلة فان دربورسن Vander Bursen البلجيكية، التي كانت تعمل في مجال البنكي وكان فندقها بمدينة بروج Bruges مكانا للإلتقاء التجار المحليين في القرن 15 م، و أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال و بورصة للسلع.

أما البورصة في العصر الحديث لا تختلف كثيرا عن سابقتها، فتُعرف البورصة أو سوق الأوراق المالية على أنها: " ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توافر قنوات إتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه." <sup>21</sup>

و تعرف كذلك على أنها " السوق المالية التي تتولى تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار في المشروعات القائمة، فهي تساعد على إنتقال رأس المال من المُدخر إلى المستثمر." <sup>22</sup>

<sup>20</sup> محمد صالح حناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 253.

<sup>21</sup> محمد مطر و فايز تميم بإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 2005، ص 20.

<sup>22</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، الأسواق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، 2006، ص 48.



هناك تعريف عديدة وردت للبورصة تتفق كلها على أن البورصة هي: " السوق التي يتم فيها عمليات التبادل والتفاوض حول القيم المنقولة بعد إصدارها في سوق الأولي ( سوق الإصدار)، من خلال تسهيل الإلتقاء بين عارضي الأموال وطالبيها إما بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة، وتجرى هذه العمليات في مكان محدد و معروف تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح تنظيمية و قوانين تسمى بسوق الثانوي."

و بالرجوع إلى المفاهيم المقدمة أعلاه، نجد أنه ليس بالضرورة أن يكون جميع المتعاملين في السوق المالية مالكين للأوراق المالية أو ممن يسعون إلى تملكها، بل يمكن أن يكون من بين هؤلاء فئة تقتصر دورها على إدارة و تنظيم عملية التبادل كما ذكرنا سابقا، وكذا توفير المعلومات اللازمة للبائعين و المشترين على حد سواء، و يطلق على هذه الفئة مصطلح الوسطاء Intermédiaires وهم إما أن يكونوا بصفة سماسرة Brokers أو وكلاء Dealers.

ومع أن سوق الأوراق المالية هي بالقياس إلى الأسواق الأخرى حديثة العهد نسبيا، إلا أنها سبقت غيرها من الأسواق سواء من حيث تنظيمها، أو من حيث الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للمتعاملين فيها نتيجة لضخامة الإستثمارات المالية التي يتم تبادلها في هذه الأسواق.

و تم أنشأ أول بورصة في فرنسا عام 1724 م بموجب أمر ملكي، لتليها بعد ذلك إنجلترا و الولايات المتحدة الأمريكية التي أنشئت أول بورصة لها في عام 1821م في شارع وول ستريت لتحمل منها إسمها و تسمى بورصة وول ستريت.

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، وبرغم من تناول العديد من الباحثين لوظائف الأساسية للبورصة إلا أنها وظائفها تبقى متنوعة و متعددة يمكن تلخيصها فيما يلي:

#### 1- تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية:

تؤدي تنمية الإدخار إلى توجيه المدخرات لخدمة الإقتصاد القومي من خلال جذب المدخرين الصغار الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، فيلجأون إلى الوسطاء الماليين الذين يتمثل دورهم في قيام بعملية البيع والشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير، و بتالي فهم يهيئون للمستثمر سوقا مستمرا، وكلما كبرت هذه القاعدة كلما ساعد ذلك على أغراض التنمية و الحد من التضخم و ذلك وفقا لإتجاهات الأسعار.<sup>23</sup>

#### 2- توفير فرص إستثمارية متنوعة و متفاوتة من حيث المخاطر:

و ذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جهة، و توفير البيانات و المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل فيها من جهة أخرى، فالبورصة تقوم بإصدار نشرة خاصة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم من خلال مدرجة التعامل التي تبين حركة الأسعار، وهذا ما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى نجاح إحدى الشركات من خلال زيادة الإقبال على أنواع المختلفة من الأوراق التي تطرحها هذه الشركة.

<sup>23</sup> عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 54.

### 3- مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

حيث أن المؤسسات بحكم طبيعتها الإستثمارية، فإنها كثيرا ما تلجأ إلى التمويل لزيادة نشاطها الإستثماري فإنها تقوم عادة باللجوء إلى البنوك لإقراضها كأحد الأساليب التي تعتبر مكلفة بنسبة للمؤسسة بسبب إرتفاع المصاريف المالية، أو تقوم باللجوء إلى المستثمرين بالبورصة عن طريق الإكتتاب في الأسهم والسندات من خلال عملية طرح الأوراق المالية، و الذي يمكن أن يكون طرح مفتوحا أو مغلقا و ذلك تبعا لسياسة المنتهجة من قبل المؤسسة، وكلما كانت المؤسسة مقيدة في البورصة كلما دل ذلك على قدرة وكفاءة المؤسسة، بما يخلق درجة معينة من الإطمئنان والثقة لدى المستثمرين ويسهل من عملية توجيه مدخراتهم نحو الأوراق المالية لهذه الشركة.

### 4- تُعبر البورصة عن الحالة الاقتصادية للدولة:

تساعد البورصة في تحديد الإحتياجات العامة لعملية التنبؤ، فهي تعتبر مركز الذي يتم فيه تجميع مختلف التذبذبات الحاصلة في إقتصاد الدولة، حيث أن حجم المعاملات يدل على أهمية الأموال السائلة المتداولة، وتتنبئ كذلك الأسعار عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة و ذلك من خلال جداول الأسعار التي تتم عن ارتفاع أو هبوط الميل لدى المنتجين نحو الإنتاج، ومما لاشك فيه أن هذه المعلومات تساعد على توجيه المستثمر في الأوراق المالية.

### 5- المساهمة في دعم الإئتمان الداخلي و الخارجي:

تعد عمليات البيع والشراء التي تتم على مستوى البورصة مظهرا من مظاهر الإئتمان الداخلي من خلال المساهمة في تمويل خطط التنمية، و ذلك بطرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، و هذا ما ينتج عنه إزدياد إلتجاء الحكومات إلى إقتراض العام من أفراد الشعب لسد نفقاتها المتزايدة و تمويل مشروعات التنمية.

6- تعتبر البورصة هيئة رقابة خارجية ذات موضوعية، حيث تساهم في مراقبة أداء المؤسسات من خلال إعتقاد على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية يعتبر مؤشر جيد للأداء.

7- تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات أكثر ربحية في الإقتصاد، وهو ما يصاحبه نمو و إزدهار إقتصادي، و هذا لا يتم إلا بتوافر مجموعة من الشروط أهمها: كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، الأمان.

## المطلب الثاني: مصادر التمويل البورصوي

تؤدي البورصة دوراً هاماً في النمو والتقدم الاقتصادي القومي لأي دولة، فضلاً عن دورها الهام في جذب المدخرات و توجيهها نحو الإستثمارات المنتجة، و كون المؤسسة جزء من هذا النظام فإنها عادة ما تحتاج لتمويل إحتياجاتها المالية نتيجة لعدم كفاية مواردها الداخلية أو لضخامة إستثماراتها، فتلجأ إلى الموارد الخارجية و أهم هذه الموارد البورصة التي تعتبر أحد موارد الحديثة لتمويل الشركات، و ذلك من خلال تداول مجموعة من الأدوات المالية التي يتم التعامل فيها في هذه السوق، لذا سنتناول في هذا المطلب أهم الأدوات المالية و خصائصها.

### 1- الأسهم: Stocks

يعرف السهم على: "أنه جزء من رأس المال الذي بموجبه يصبح حامله شريكاً في رأس المال الشركة، و له الحق في إسترجاع قيمة السهم في نهاية محددة مع الإستفادة من توزيع الأرباح و كذا تحمل الخسائر."<sup>24</sup>

ويعرف السهم كذلك على أنه: " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة إسمية ثابتة، تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها، و تطرح على الجمهور عن طريق الإكتتاب العام في الأسواق الأولية، و يتم تداولها في الأسواق الثانوية بقيم سوقية التي تتعرض لتغيرات مستمرة."<sup>25</sup>

و تعتبر الأسهم أداة تمويل الأساسية في شركات المساهمة و تطرح للإكتتاب العام في فترة محددة، ويتشكل رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين مساهمتهم المالية حيث تحدد ملكيتهم تبعاً لنسبة المساهمة، و تختلف نوع المساهمة والملكية تبعاً لنوع السهم حيث تصنف الأسهم إلى:

#### 1.1. السهم العادي: Common Stocks

يعتبر السهم العادي؛ الأداة الأولى التي تصدرها شركات المساهمة عند فتح رأسمالها للمساهمة، و يعرف السهم العادي على أنه: " تلك القيمة المنقولة و الممثلة بسند ملكية، يمتلكها شخص و يقوم بتبادلها مع آخرين حيث تسمح له بأن يكون مساهماً وشريكاً في المؤسسة، ولا يمتلك أي تفضيلات أو أسبقيات، غير أن له الحق في الأرباح والتسيير ومراقبة عمل الإدارة، وفي حصة معينة عند التصفية."<sup>26</sup>

و تتم عملية التعامل في الأسهم العادية في مرحلتين:

- ففي المرحلة الأولى تجرى عملية الإكتتاب في الأسواق المالية عن طريق أحد الأساليب التالية:
- العرض العمومي للشراء، عرض العمومي للبيع، أو عن طريق عرض العمومي للتبادل،
- و في المرحلة الثانية يتم تداولها في الأسواق الثانوية بأسعار تخضع لقانون العرض و الطلب، حيث تعتبر المرحلة الأولى إضافة حقيقية في رأسمال الشركة أما المرحلة الثانية فإنها تعتبر مجرد عملية تبادل بين البائعين والمشتريين.

<sup>24</sup> محمد مطر وفايز تميم، مرجع سابق، ص 75.

<sup>25</sup> هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة والنشر و التوزيع، عمان، 2003، ص 92.

<sup>26</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 93.

ومن خلال التعاريف المقدمة أعلاه، نلاحظ أن السهم العادي يتميز بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن باقي الأدوات المالية الأخرى وهي:

- حق الملكية من خلال إعتبار المساهم مالكا جزئيا لموجودات الشركة بقدر نسبة المساهمة في الأسهم المعروضة؛
- إمتلاك حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجرى الإكتتاب العام عليها؛
- إمكانية بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكها المساهم في السوق الثانوي و لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها؛
- يمكن لحاملي الأسهم العادية المشاركة في إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة و إجرائتها الإدارية المختلفة ومراقبة العمليات الجارية؛
- تصدر أسهم العادية بصيغ مختلفة منها على سبيل المثال: أسهم حرة الملكية، أسهم تصدر لأمر أي شخص، أسهم تسجل عليها أسماء مالكيها... الخ.

و توجد أنواع عديدة للأسهم العادية منها:<sup>27</sup>

- الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة: وهي الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية نسبيا و تقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم و بنالي المستثمرين عادة ما يلجأون إلى هذا النوع من الأسهم، و بالمقابل يتعدون عن أسهم الشركات التي تؤكد تواريخها السابقة بأنها تعاني من إنخفاض الأرباح الصافية و بنالي عدم انتظام حصص المساهمين من هذه الأرباح.
- الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة: فالأسهم المتنامية هي تلك الأسهم التي تكون مقيمة بأقل من قيمتها و بالتالي من المتوقع أن تحقق عوائد متنامية و متزايدة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة و يطلق على هذا السهم الورقة الراححة Blue chip والذي أطلقته جريدة وول ستريت على كل الأسهم الخاصة بالشركات الكبيرة و الأكثر ربحية، ثم صار يذكر لتمييز أي سهم يتسم بالنمو التراكمي و بمعدلات متزايدة، و العكس صحيح بالنسبة للأسهم المتباطئة.
- الأسهم ذات التقلبات الدورية: و هي الأسهم التي تتماشى مع التقلبات الدورية للإقتصاد، و من أمثلة ذلك إنخفاض ربحية الشركات بسبب إنخفاض الأسعار السوقية للمؤسسات في الأزمنة السائدة في أعوام 2001-2002-2003 الذي دفع كافة المساهمين إلى التحول إلى السوق الذهب بدلا من سوق الأسهم.
- الأسهم المحايدة: فيما يتعلق بالأسهم المحايدة فهي تلك الأسهم التي لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق المالية و ذلك بسبب أن شركة المصدرة لها قد قامت بعملية تحوط من المخاطر و إعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية أو إلزامها بإستراتيجية الدفاع و تجنب حالات الإندفاع غير المدروس وراء العوائد المتزايدة.

<sup>27</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 97.

- أسهم المضاربة: وهي تلك الأسهم التي تخضع من حيث السعر و الطلب لتقلبات شديدة و ذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثاً عن الأرباح السريعة و في فترات قصيرة، وكلما أشد دور المضاربين في السوق المالية و إتسع نطاق السيولة و إزدادت الصفقات السريعة تحولت الأسهم أكثر فأكثر نحو أسهم المضاربة.

## 2.1 الأسهم الممتازة: Preferred Stocks

تلجأ المؤسسة إلى إصدار هذا النوع من الأسهم، عندما تحاول تحفيز المستثمرين للإكتتاب في أسهمها خاصة عندما تواجه هذه الشركة بعض الصعوبات المالية.

حيث يعرف السهم الممتاز على أنه: "حصة في ملكية المؤسسة و التي بمقتضاها يستطيع من خلالها مالك السهم الحصول على عائد ثابت و دوري عند تحقيق المؤسسة للأرباح".<sup>28</sup>

فهي تشبه إلى حد كبير الأسهم العادية في ملكية الشركة غير أن مالكيها يتلقون حصص من العوائد دورياً، وكذا في إقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسهيل أصولها من جهة أخرى، لكن بعد قرار من الجمعية العامة، مما يوفر لهم أماناً إضافياً على رأس المال الشركة.

ويتميز حامل السهم الممتاز بما يلي:

- حق الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حاملي الأسهم العادية؛
- يتحصل حاملي الأسهم الممتازة على مقدار معين من الفائدة لا يتعدى حد الأقصى المحدد من قبل المؤسسة؛
- لا يكون هناك حق دائم في التصويت؛
- الحق في نصيب من ممتلكات المؤسسة في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

و هناك عدة مزايا لتمويل بالأسهم الممتازة:

- المنشأة ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح؛
- التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت و من تم التدخل في الإدارة؛
- إصدار الأسهم الممتازة يخفض من نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مما يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراض المستقبلية للمؤسسة.

أما عيوب التمويل بالأسهم الممتازة فتتلخص فيما يلي:

- ارتفاع تكاليفها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم تفوق التمويل بالإقتراض، لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس فوائد لا تخصم من وعاء الضريبي وبالتالي لا يتحقق الوفر الضريبي.

<sup>28</sup> سعيد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 331.

- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائدا أعلى.

ظهرت هناك أنواع جديدة من أسهم الممتازة منها: الأسهم ذات توزيعات المتغيرة التي ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1982، و هذا النوع الجديد من الأسهم الممتازة ترتبط فيه التوزيعات بمعدل عائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزانة على أن يتم تعديل نصيب السهم من الأرباح كل 03 أشهر.

هناك مجموعة من الأسباب التي أدت بالمؤسسات إلى إصدار هذا النوع من الأسهم من بينها:<sup>29</sup>

- زيادة موارد المتاحة للمؤسسة حيث أن مؤسسات التأمين تفضل عادة الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية، مما يمكن المؤسسة من أن تزيد مواردها المالية و تنويعها بغية الوصول إلى فئات أخرى من المستثمرين؛
- إستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة؛
- تستطيع المؤسسة عند إصدار الأسهم الممتازة أن تحقق أرباحا إضافية لحملة الأسهم العادية، إذا قامت المؤسسة باستثمار الكفاء لحصيلة الأسهم الممتازة، ومن ثم الحصول على معدل ربح يفوق معدل الربح الموزع على هذه الأسهم؛
- المرونة: والتي نقصد بها إمكانية أن تؤخر المؤسسة سداد الفوائد إلى السنة الموالية في حالة عدم كفاية الأرباح بسداد الفوائد المتجمعة للسنوات السابقة إضافة إلى عائد سنة الجارية عند تحقق الأرباح دون التعرض للعقوبات.

## 2. السندات: Bonds

يعتبر السند الأداة الثالثة التي تلجأ لها المؤسسة عند تمويل إحتياجاتها المالية، وهي تتمثل في القروض طويلة الأجل تصدرها مؤسسات بغرض الحصول على أموال لتمويل نفقاتها، و يعرف السند على أنه: " ورقة مالية ذات دخل ثابت تتمتع بقابلية للتداول تلتزم بموجبها المؤسسة بدفع و تسديد دفعات دورية من الفوائد."<sup>30</sup>

يعرف كذلك أنه عبارة عن "عقد أو إتفاق بين المقترض (المؤسسة) و المقرض (المستثمر) يقتضي إقراض الطرف الثاني مبلغا معيناً من المال إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تاريخ محدد، تصدره الشركة المساهمة عامة و تطرحه على الجمهور للحصول على القرض"<sup>31</sup>، و يعتبر السند حصة في مديونية المؤسسة، حيث يصدر بقيمة إسمية و يسترد بقيمته الإسمية إضافة إلى الفوائد.

<sup>29</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص 411-412.

<sup>30</sup> عدنان النعيمي، ياسين كاتب خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007، ص 172.

<sup>31</sup> منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 109.

ويتم إصدار السندات بواحد من الأسلوبين التاليين:

- أن يتولى بنك إستثمار أو مجموعة من البنوك عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب فيها بواسطة الإصدار العام؛
  - أو أن يقتصر دور بنك الإستثمار بالوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة من الإكتتاب، و يتم ذلك من خلال إتفاقية بين الشركة المصدرة و مجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات بناء على الشروط المتفاوض حولها و يسمى بالإصدار الخاص.
- أما مزايا السندات و خصائصها فيمكن تلخيصها فيما يلي:

- 1- تقوم السندات على إلتزامات مالية بين المصدر و المستثمر تحدد فيها العوائد الدورية حتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة و ذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية و ربحية الجهة المصدرة؛
- 2- تواجه السندات مخاطر إئتمانية عديدة أهمها، ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة من جهة وقابلية إستدائها من قبل جهات المصدرة لها؛
- 3- للسندات نوعين من القيم هي: قيمة أدنى عند بيعها بخصم، وقيمة أعلى عند بيعها مع علاوة؛
- 4- تتحرك عوائد السندات في إتجاه معاكس لأسعارها و ذلك لأن مستثمري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد؛
- 5- كلما كانت فترات التسديد أطول و أسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر؛
- 6- إرتفاع سعر السند عند إنخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور؛
- 7- قابلية الإستدعاء وفق الشروط المتفق عليها حيث سيحرم المحتفظ بالسند من أي تغير إيجابي قد يحدث في قيمته خاصة عند الإنخفاض سعر الفائدة؛
- 8- قابلية التحويل إلى الأسهم العادية و التي تسمح لحاملي السندات بالإستفادة من الفروق في العوائد و كذا قابلية التسديد الجزئي من خلال تعهد الجهات المصدرة للسندات بتسديد جزء من القيم السندات المعنية سنويا؛
- 9- كلما ارتفع السعر السوقي للفائدة فإن فترة تداول السند تكون أقصر.

و هناك أنواع عديدة من السندات و التي يمكن تصنيفها حسب جهة الإصدار إلى أنواع متعددة منها: سندات الحكومة، السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات المادية و المعروفة باسم الرهون Mortgage، سندات الشركات المساهمة، سندات المؤسسات العالمية(كالبنك العالمي)...الخ.

أما حسب شكل الإصدار فتقسم إلى: سند لحامله، سندات إسمية أو المسجلة.

أما على أساس الأجل فتقسم إلى: سندات قصيرة الأجل و سندات طويلة الأجل.

و هناك أنواع أخرى منها سندات قابلة للتحويل، سندات غير قابلة للتحويل، سندات مضمونة و غير مضمونة.

سندات ذات معدل الفائدة المتحرك، سندات الرديئة، سندات المشاركة...الخ.

وتعتبر الأدوات السابقة من أكثر الأدوات إستعمالاً من قبل المؤسسات في تمويل إحتياجاتها المالية عن طريق البورصة، إلا أن العولمة المالية و تطور الأسواق المالية أدى إلى ظهور أنواع جديدة نلخصها فيمايلي:

### 3. الضمانات: Warrant

يعرف الضمان على أنه صك تصدره شركة مساهمة في السوق الأولي مرفقة بإصدارتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة و السندات، و ذلك لتوفير مزايا إضافية تشجع على شرائها، و يعطي هذا النوع من الأدوات المالية للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة المصدرة بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ خلال مهلة محددة من تاريخ الإصدار، و يسقط حق المستثمر في إستخدامها بعد إنقضاء مهلتها المحددة.

### 4. الخيارات: Options

هي عبارة عن إتفاقية تجرى بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية ( الأسهم - السندات - عملات أجنبية...الخ)، وذلك لتنفيذها في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفين يُعرف بسعر الخيار، وتشبه إلى حد كبير الضمانات في كثير من الأوجه، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي، فالضمانات تصدرها شركات المصدرة للأوراق المالية، بينما الخيارات تصدر عن متعهد إصدار و التي يكون في الغالب مؤسسات الوساطة المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية كبنوك الإستثمار، وتكون عادة مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة الضمان، و توجد كذلك من جهة أخرى حد أعلى لعدد الضمانات التي يحق لشركة إصدارها، بينما لا يوجد مثل هذه القيود في حالة وجود عدة خيارات.

و تصنف الخيارات التي يتم التعامل فيها في السوق المالي إلى نوعين هما:

- الخيارات الأميركية: والتي تتميز بأن التعامل فيها يتم في سائر فترة التعاقد.

- خيارات الأوروبية والتي يتم التعامل فيها فقط في نهاية فترة التعاقد.

بالإضافة إلى خيار البيع و خيار الشراء، فخيار الشراء ( call option ) يمنح لمالك السهم الحق في إقتناء في وقت مستقبلي من مكنتب الخيارات، حيث يتوقع صاحب السهم أو هذا المالك أن سعر سلعته أو أدواته سوف يرتفع خلال فترة التعاقد، ومن ثم إرتفاع سعر الأصل يؤدي إلى رفع قيمة الخيار، و بالتالي تحقيق مكاسب إضافية عند بيعه بربح قبل إنتهاء حق الخيار.

أما خيار البيع ( put option ) فإنها تقابل خيارات الشراء و يأمل محررها هبوط سعر الأصل مما يؤدي إلا أن الخيارات الموجودة مريحة له، وذلك عندما يكون سعر الأصل في السوق أدنى من سعر التعاقد.



وهناك أنواع أخرى من الخيارات ظهرت خلال السنوات الأخيرة ومن أهم هذه العقود الجديدة هي:<sup>32</sup>

- عقود خيارات الانتشار (Spread Option):

وهي تضم خيارات الشراء و خيارات البيع غير أن السعر في خيارات الشراء يحدد بسعر الأصل زائد علاوة بمبلغ من النقود و أن السعر في خيارات البيع يحدد بسعر الأصل ناقصا العلاوة المذكورة.

- عقود خيارات الانحياز للسوق (Straddle):

وهي تشبه عقود الانتشار غير أن سعر التعاقد سواء كان في عقود الشراء أو في عقود البيع يحدد عند سعر السوق للأصل المعتمد للخيار وقت التعاقد، وبالتالي فإن هذا التداول يقوم على شراء آني لخيارات الشراء و البيع حيث لهما نفس السعر و كذلك على نفس الأصل و نفس الفترة.

- عقود خيارات الشد (Strap Option):

وهي نفس عقود خيارات الإنحياز للسوق، و لكن بالنسبة لخيارات الشراء يضاف خيار ثان للشراء.

- عقود خيارات السحب (Strip):

و هي تقابل خيارات الشد إلا أنها تتعلق بخيارات البيع حيث يضاف خيار ثان للبيع.

و توجه عقود الخيار لتحقيق هدفين هما:

أ- تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة.

ب- التحوط من تقلبات السوق و بالتالي تستخدم الخيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق.

### المطلب الثالث : تكلفة مصادر التمويل المؤسسات الاقتصادية

بعد أن تم التعرض لمختلف مصادر التمويل المؤسسات الاقتصادية سواء منها قصيرة، متوسطة و طويلة الأجل في فقرات سابقة، و جب علينا التعرف على تكلفة كل مصدر، لماله من تأثير سلبي أو إيجابي على حياة المؤسسة، و التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية لها، و من ثم تعظيم ثروة أصحاب المؤسسة، وهذا كله مرتبط بالقيود المفروضة على المؤسسة و الحدود المسموح بها للإستدانة من جهة، و من جهة أخرى إرتباطها بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الإستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الرئيسيين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المثلى لأموالها الخاصة، فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للإستفادة القصوى من الرفع المالي، و بين ذلك و ذلك تبقى المؤسسة حائرة في تمويل احتياجاتها المالية و يبقى الفاصل الوحيد هو تكلفة مصادر التمويل. و تعتبر تكلفة رأسمال ذات أهمية لتسيير المؤسسات لأن على أساسها تتخذ

<sup>32</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 160.

القرارات المالية، لذا سنتعرض في هذا المطلب إلى تحديد تكلفة رأس المال و معرفة مكوناتها و طريقة حسابها.

## 1- تعريف تكلفة رأس المال:

هناك عدة تعاريف قدمت لتكلفة رأس المال، فقد تعرف على أنها: " ثمن إستعمال الأموال في تمويل المشاريع الإستثمارية."<sup>33</sup>

أو الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الإستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من أموال المقترضة أو هما معا، بحيث تؤدي عوائد هذه الإستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو زيادته.<sup>34</sup>

كما يعرفها البعض الأخر على أنها عبارة عن: " معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق الأموال الخاصة والديون."<sup>35</sup>

أما عبد الغفار حنفي فيعرفها على أنها: " الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها، أو التكلفة الوسطية المرجحة بين تكلفة الديون و تكلفة الأموال الخاصة."<sup>36</sup>

و إنطلاقا من التعاريف السابقة، نلاحظ أن هناك تعريف نظري و تعريف رياضي، فالتعريف النظري المتمثل في معدل العائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون و يحقق للمؤسسة مشاريعها الإستثمارية، أما التعريف الرياضي فيتمثل في المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر تمويل الممكنة.

و تكتسي عملية تقدير تكلفة رأس المال درجة كبيرة من الأهمية بنسبة للمؤسسة، لأن على أساسها يتحدد العائد المتوقع و من ثم قبول الإستثمار أو رفضه، و تكون عملية تقدير تكلفة رأس المال لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال كل على حدا لتمكنا من حساب التكلفة الإجمالية لمصادر التمويل.

## 2- تكلفة عناصر رأس المال:

يقْتَضِي حساب تكلفة رأس المال الوقوف على تكلفة كل عنصر من عناصر المكونة لهيكل رأس المال في المؤسسة، حيث تتحدد تكلفة كل مصدر بمقدار العوائد والمخاطر التي تعود على أصحابها، ثم تقوم بترجيح التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي بوزنه في هيكل رأس المال و هو ما يتوجب أن يتم التعرف على تكلفة كل عنصر على حدى.

<sup>33</sup> م.فضل و.ع. يوسف، استخدام تكلفة رأسمال في تقدير الحد الأعلى لتمويل القرارات الاستثمارية بحقوق الملكية، مجلة البحوث الاقتصادية، مجلد 7، ليبيا، 1996، ص22 الموجود في الموقع: www.aradoportal.org. تاريخ الإطلاع عليه: 2010/10/28.

<sup>34</sup> م.أ. الطراونة، قياس تكلفة الأموال في مؤسسات الأعمال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، جامعة قسنطينة، جوان 2002، ص 9.

<sup>35</sup> Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 1998,p487.

<sup>36</sup> عبد الغفار حنفي- زكي رسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 157.

## 1.2 - تكلفة الأموال الخاصة:

تمثل تكلفة الأموال الخاصة في معدل المرودية المطلوب من قبل المساهمين مقابل التضحية بأموالهم في مشاريع بديلة لها نفس درجة العائد، و تختلف هذه التكلفة باختلاف طبيعة السهم من العادي إلى السهم الممتاز.

فتكلفة السهم العادي و التي يعبر عنها بمعدل العائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون و تعتبر كتكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العاديون يسعون للحصول على عائد يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من خلال إستثمار أموالهم في مجالات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة، و يحسب إما بنماذج التحيين أو نموذج توازن الأصول المالية MEDAF.<sup>37</sup>

### 1.1.2 - نموذج التحيين:

يرتبط هذا النموذج بتقييم الأسهم إنطلاقاً من الأرباح التي يمكن تحقيقها من السهم لفترات مستقبلية، حيث أن القيمة السوقية تساوي القيمة الحالية لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية و تختلف هذه القيمة تبعاً لنماذج التالية:

#### أ- نموذج تقييم الأسهم لفترة محددة:

تكون القيمة الحالية لمجموع الأرباح المنتظرة للسهم وفق الصيغة الرياضية التالية:<sup>38</sup>

$$(1-2) \quad P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+Ks)^t} + Pn/(1+Ks)^n$$

حيث: Dt : توزيعات للسهم العادي في الفترة T.

Pn: سعر السهم العادي في الفترة n .

Ks: معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر .

T: فترة الاحتفاظ بالسهم .

#### ب- نموذج تقييم الأسهم للفترة لانهاية

تكون القيمة الحالية لمجموع الأرباح وفق الصيغة الرياضية التالية:<sup>39</sup>

$$(2-2) \quad P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1+Ks)^t}$$

<sup>37</sup> سعيد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 483.

<sup>38</sup> مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، الكويت، مارس 2003، ص 6.

<sup>39</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 6.

يصلح هذا النموذج العام لتقييم الأسهم باستخدام التوزيعات و يطبق على كافة الأسهم أيا كان نمط التوزيعات، فالتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى تبعا لذلك يمكن أن نعرض النماذج التالية:

### 1- نموذج عدم النمو في التوزيعات:<sup>40</sup>

في هذه الحالة، يتوقع المستثمر أن تبقى قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، و بالتالي لا يوجد نمو في التوزيعات، تبعا لذلك يجب على المستثمر أن يفرق بين الإستثمار في السهم للفترة المحددة أو لفترة غير محددة اعتمادا على خاصية أن السهم ليس له تاريخ إستحقاق، ففي حالة الإستثمار في الفترة الزمنية المحدودة فإن قيمة السهم تتحدد وفق الصيغة الآتية:<sup>41</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + K_s)^t} \quad (3-2)$$

أما في حالة أن الأسهم ليس لها تاريخ إستحقاق فإن قيمة السهم تتحدد عن طريق المعادلة التالية:<sup>42</sup>

$$P_0 = D/K_s \quad (4-2)$$

### 2- نموذج ذو نمو ثابت في التوزيعات:

يتوقع المستثمرون عادة أن تنمو توزيعات معظم الشركات في الحياة العملية، في حين أن هذه المعدلات تختلف من شركة لأخرى ومن قطاع لأخر، إلا أن المستثمرون يتوقعون أن تنمو بمعدل ثابت يقترب من معدل نمو إجمالي الناتج القومي، وعليه يتحدد قيمة السهم وفق هذا الإفتراض كما يلي:<sup>43</sup>

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1 + K_s)^t} \quad (5-2)$$

حيث أن:  $g$  معدل النمو الثابت في التوزيعات.

و بافتراض أن النموذج السابق ينمو بمعدل ثابت و أن معدل العائد المتوقع على الإستثمار في السهم أكبر من معدل النمو نحصل على المعادلة التالية:<sup>44</sup>

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g} \quad (6-2)$$

وهي ما تسمى بصيغة جوردن Gordon، حيث أن:

$D_1 = D_0(1+g)$  و  $K_s$ : معدل العائد المطلوب على السهم .

<sup>40</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 60.

<sup>41</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 6.

<sup>42</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 6.

<sup>43</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 7.

<sup>44</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 7.

G : معدل النمو الثابت في التوزيعات .

### 3- نموذج ذو نمو غير عادي في التوزيعات:

عادة ما تمر دورة حياة مشروعات الأعمال بعدة مراحل للنمو، حيث تنمو هذه الأخيرة في بداية حياتها الإنتاجية بمعدل نمو يتوافق مع معدل نمو الإقتصاد، ثم ما يلبث أن تبدأ معدلات نمو المشاريع في التناقص، ومن ثم يتضح أن معدل النمو لا يتصف بالثبات مما ينعكس على نمو التوزيعات التي تتغير بدورها من فترة لأخرى، مما يجعل من تحديد القيمة المحورية للسهم صعوبة التقدير في مثل هذه الظروف، و يمكن حينها استخدام المعادلة التالية لتحديد قيمة السهم:<sup>45</sup>

$$(7-2) \quad P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(D_0 + g_s)t}{(1+K_s)^t} + \{D_{m+1}/K_s - g_n\} \{1/(1+K_s)^m\}$$

حيث أن :  $g_s$  : معدل النمو العادي في التوزيعات .  
 $g_n$  : معدل النمو العادي في التوزيعات.  
 $m$  : فترة النمو غير العادي .  
 $D_{m+1}$  : التوزيعات للسهم العادي في الفترة  $m+1$  .

4- تقييم الأسهم الممتازة تمثل الملكية في الشركة و يحصل حاملها على توزيعات نقدية ثابتة و بصفة دورية ومن ثم يتم تقييم الأسهم الممتازة و فق المعادلة التالية:<sup>46</sup>

$$(8-2) \quad P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_p}{(1 + K_p)^t}$$

$$(9-2) \quad P_0 = D_p / K_p \quad \text{أو}$$

حيث أن :  $D_p$  : توزيعات للسهم الممتاز للفترة لا نهائية .  
 $K_p$  : معدل العائد المطلوب على السهم الممتاز من طرف المستثمر .

### 2.1.2 - نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF:

يتم استخدام هذا النموذج في تقدير تكلفة أموال الملكية باستخدام سعر الخصم عند استخدام أسلوب القيمة الحالية في تقييم السعر العادل للسهم للمشتريين، فهو يعكس العلاقة الموجودة بين العائد والمخاطرة، فيتحدد معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين من خلال الموازنة بين هذا العائد و مخاطرته، و بالتالي تصبح المخاطرة الشيء الوحيد المرتبط بالتغيرات في السوق المالي بشكل عام، و يمكن إعطاء معادلة نموذج التسعير كما يلي:<sup>47</sup>

$$(10-2) \quad E(R_j) = R_f + \{E(R_m) - R_f\} * B$$

<sup>45</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 7.

<sup>46</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 7.

<sup>47</sup> ألباس بن ساسي، مرجع سابق، ص 212.

حيث أن :  $E(R_j)$  : معدل العائد المطلوب للأصل  $Z$  و هو يمثل تكلفة السهم العادي .

$R_f$  : معدل العائد بدون مخاطرة.

$B$  : معامل بيتا للسهم .

$\{ E(R_m) - R_f \} * B$  : علاوة مخاطرة السوق = معدل العائد المطلوب مضافا إليها معدل العائد خالي من المخاطرة.

$E(R_m) - R_f$  : علاوة مخاطرة السوق.

## 2.2 - تكلفة الإئستدانة:

تعتبر الإئستدانة من الموارد المالية الضرورية للمؤسسة، و يتوقف حجمها على نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإئقتراض و أهداف الإئستقلالية المالية، و تقوم المؤسسة بالإئستدانة من خلال الدعوى العامة للإئدخار أو الإئقتراض من البنوك و الوسطاء الماليين.

فالدعوى العامة للإئدخار؛ نعني بها لجوء المؤسسة إلى الجمهور من أجل الإئكتتاب و الحصول على الأموال اللازمة من المستثمرين، و تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل في حالة تدني النتائج و تدهور الإئقتصاد، حيث يتم تجزئة هذا القرض إلى عدة أجزاء في شكل سندات و أوراق مالية و يتم بواسطة:

- إصدار سندات قصيرة الأجل أو إصدار سندات طويلة الأجل، بحيث يقوم المقترض بدفع قيمة السند و أقساط الفوائد، و يتمثل ذلك تكلفة على المقترض، و من ثم تأخذ تكلفة السندات الممثلة في معدل العائد المطلوب على السند الصيغة التالية: <sup>48</sup>  $TR = IT + (P_0 - P_b) / P_b$  (11-2)

حيث أن  $IT$ : الفائدة المدفوعة خلال فترة الإئحتفاظ بالسند.

$P_0$ : القيمة السوقية للسند.

$P_b$ : سعر شراء السند.

و تختلف قيمة تكلفة السند تبعا لنوعية العائد كما أنه يمكن للمؤسسة أن تجد الحالات التالية:

$$KD = I / P_0 \quad (12-2)$$

أما في حالة الإئحتفاظ بالسند إلى غاية تاريخ الإئستحقاق تكون المعادلة التالية: <sup>49</sup>

$$K_d = I + (M - P_0) / n \quad (M + P_0 / 2) \quad (13-2)$$

حيث أن:  $I$ : الفائدة المدفوعة سنويا .

$M$ : القيمة الاسمية للسند .

$N$ : الفترة المتبقية حتى استحقاق السند .

- أما لما تلجأ المؤسسة إلى اقتراض من البنوك و الوسطاء الماليين، فإن تكلفة الدين الإئجمالية تكون

$$K_d = r(r * t) \quad (14-2)$$

<sup>48</sup> سعيد عبد الحميد مطاوع، مرجع سابق، ص 485.

<sup>49</sup> مجلة جسر التنمية، مرجع سابق، ص 15.

حيث أن :  $r$ : معدل الفائدة على الدين .  
 $T$ : معدل الضريبة على الأرباح.  
 $r*t$ : الوفر الضريبي.

و للحصول على تكلفة كل مصادر تمويل المؤسسات الإقتصادية، ينبغي الإشارة إلا أنه يتم تحديد قدرة الإستدانة في المؤسسة بنسب هيكلية، وبعد تقدير التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي، نقوم بعملية ترجيح التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي بحسب وزنه في هيكل رأس المال بهدف الحصول على متوسط تكلفة التمويل المرجحة و التي تساوي:

$$(15-2) \quad K_0 = K_d (V_d/V_d + V_{CP}) + K_{cp}(V_{cp}/V_d + V_{cp})$$

حيث أن :  $K_0$ : معدل المرودية المطلوب من قبل مجموع ممولي المؤسسة حتى يقبلوا بتمويلها.

$K_d$ : معدل المرودية المطلوب من قبل المقرضين

$V_d$ : القيمة السوقية للديون

$V_{CP}$ : القيمة السوقية للأموال الخاصة .

$K_{cp}$ : معدل المرودية المطلوب من قبل المساهمين.

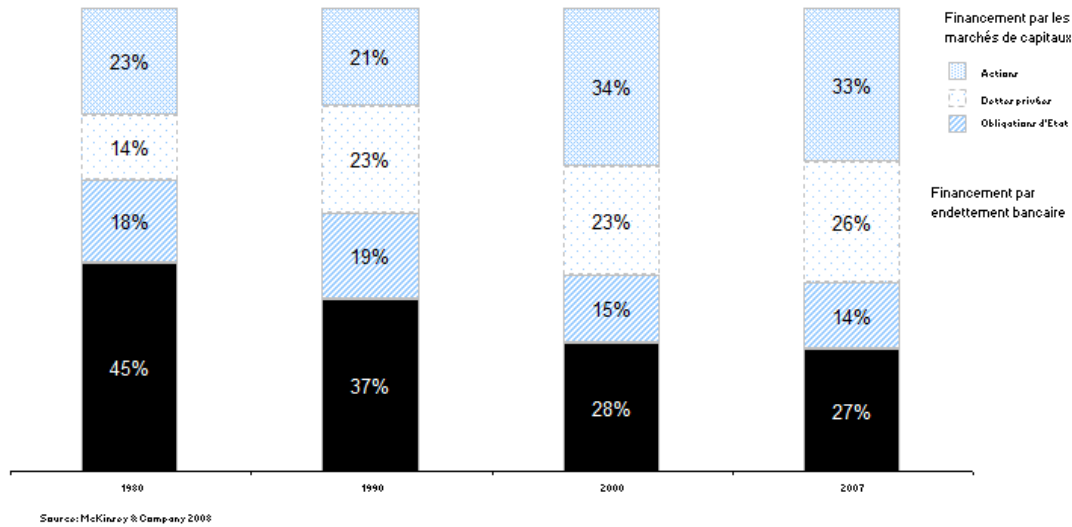
ويمكن الإشارة إلى أن هناك مداخل شتى في إستخدام أوزان الترجيح من بينها:

- الترجيح على أساس الأوزان التاريخية: وذلك بالاعتماد على أوزان مصادر التمويل حسب ما هي مقيدة محاسبيا في الميزانية.
- الترجيح على أساس القيمة السوقية: أي على أساس قيمة كل عنصر في السوق المالي و هي الأكثر استخداما من قبل الباحثين و الممارسين.
- الترجيح على أساس الأوزان المستهدفة: فتعني به أن بعض المؤسسات تضع هيكل تمويلي مستهدف لتحقيقه.
- الترجيح على أساس الأوزان الحديثة: نعني به الترجيح على أساس مختلف مصادر التمويل الإضافية المستخدمة من طرف المؤسسة.

و يبين الشكل أدناه أنماط التمويل المعتمدة أساسا في تمويل المؤسسات من خلال التمويل بالإستدانة البنكية و التمويل من السوق المال في كافة أنحاء العالم للفترة الممتدة من 1999-2007.

الشكل رقم 05: يوضح التمويل بالإستدانة البنكية و المالية في العالم

Financement par marchés de capitaux et par endettement bancaire dans le monde



المصدر : موقع [www.vernimmen.net](http://www.vernimmen.net): تاريخ التصفح 2010/10/10.

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن معدل الإستدانة عن طريق الأسواق المالية كان في سنة 1980 يبلغ 55%، ليرتفع ليصل نسبة 73% في سنة 2007، الشيء الذي يدل على إنخفاض تكلفة التمويل عن طريق الأسواق المالية باختلاف طرق تمويلها (الأسهم، الأوراق المهجنة، سندات الحكومية... الخ)، أما فيما يتعلق بالتمويل عن طريق الإستدانة البنكية فشهدت إنخفاضا كبيرا في نسب التمويل، حيث بلغ معدل الإستدانة البنكية سنة 1980 نسبة 45% لتتراجع هذه الأخيرة لتصل في سنة 2007 إلى نسبة 27%، و هذا عائد على زيادة إعتداد المؤسسات على التمويل من الأسواق المالية نتيجة لإنخفاض تكاليفه مقارنة بتكاليف الإستدانة البنكية بالإضافة إلى زيادة المعتبرة في نشاط البورصات العالمية.



### المبحث الثالث: الطرح النظري للهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية

يوجد أمام المؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن العديد من التحديات، وأبرزها تعدد مصادر التمويل المختلفة و تباينها، من حيث الخصائص، التكاليف وشروط الحصول عليها. لذا أصبح من الضروري على هذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها، وإختيار المزيح التمويلي الأمثل بدلالة مجموعة من المعايير الكمية و الكيفية التي تستجيب لأهداف المؤسسة الاقتصادية.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية واختلاف أشكالها، إلا أن الإهتمام لا يزال منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي في المؤسسة بين الأموال الخاصة و الديون، لما لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة، ما جعل مسألة تمويل المؤسسة و تصميم هيكلها أحد الموضوعات الجدلية التي أدت إلى ظهور العديد من الدراسات والنظريات المتعددة و المتنوعة، حيث إختلفت وجهات النظر بين مؤيد و معارض لوجود هيكل مالي أمثل وسنقوم في هذا المبحث بالتعرض لأهم هذه النظريات.

#### المطلب الأول: النظريات المفسرة لوجود هيكلية مالية في ظل كمال الأسواق

تعتبر هذه النظريات الركيزة الأساسية التي قامت على أساسها النظريات الأخرى، حيث إختلفت في إمكانية وجود هيكل مالي أمثل و أخرى تنفي وجود هيكل مالي أمثل في ظل ظروف تتسم بغياب الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، لذا سيتم تقسيم هذا المطلب إلى: نظريات مؤيدة لوجود هيكلية مالية مثلى، و نظريات نافية لوجود هيكل مالي أمثل.

##### 1- النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل:

نجد من بين النظريات المؤيدة لوجود هيكلية مالية مثلى في ظل غياب تكلفة الإفلاس و الوكالة والضرائب مايلي:

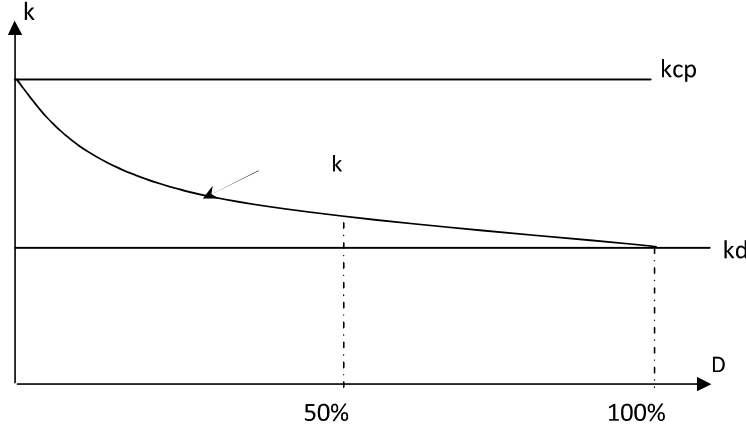
#### أ- نظرية الربح الصافي: Net Income Theory

تقوم هذه النظرية على الإختلاف الموجود في تكلفة كل مصدر التمويل، والتي تعتبر المحدد الرئيسي للهيكلية المالية في المؤسسة في ظل وجود العلاقة المتباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل و الهيكل المالي، و قامت هذه النظرية على مجموعة من الفرضيات من بينها:

- تبقى تكلفة الديون و تكلفة الأموال الخاصة ثابتة لا تتغير.
- تكلفة الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الديون.
- معدل الإستثمار ثابت.

و إنطلاقاً من هذه الفرضيات، فإن المؤسسة تلجأ إلى المصدر أقل تكلفة و هو التمويل بالديون، إذن حسب هذه الفرضية يوجد هيكل مالي أمثل عندما تكون نسبة التمويل بالديون تساوي 100% من الهيكل المالي في المؤسسة، الشيء الذي يخفض من تكلفة رأس المال عندها تصبح قيمة المؤسسة في حدها الأقصى و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 06: يبين تكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي



المصدر: عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 193.

يبين الشكل أعلاه أنه كلما زادت نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، كلما إنخفضت تكلفة الإجمالية للتمويل و تصبح مساوية لتكلفة الديون، وعند هذه النقطة يصبح الهيكل المالي مكون من القروض فقط، و تصبح التكلفة الإجمالية للتمويل منخفضة مما يؤدي إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأقصى.

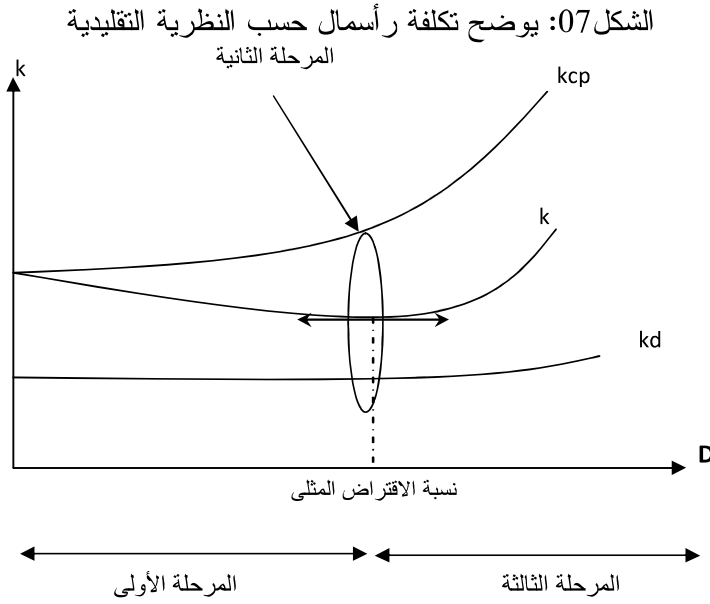
#### ب- النظرية التقليدية:

تؤكد هذه النظرية على وجود هيكل مالي أمثل و الذي يتحقق عند توليفة معينة من القروض و الأموال الخاصة، التي ينتج عنها تكلفة رأسمال في حدها الأدنى و تكون عندها أكبر قيمة سوقية للمؤسسة.

ترتكز هذه النظرية على أن زيادة المؤسسة في الإقتراض يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية المصاحبة للقروض، و التي يمكن أن يتعرض لها المساهمون، مما يؤدي بهم إلى الرفع من معدل المردودية المطلوب من قبلهم، ونتيجة لزيادة في الإستدانة الشيء الذي يؤدي إلى تساوي التكلفة الحدية للديون مع التكلفة الحدية للأموال الخاصة، و عند هذه النقطة تكون تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى و قيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأقصى.<sup>50</sup>

و عليه نجد أن النظرية التقليدية أخذت موقفاً وسطياً بين مدخلين متناقضين، مدخل صافي الدخل الذي أقر بوجود تأثير لتركيب الهيكل المالي على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة الاقتصادية وحسب هذا المدخل فإن هيكل التمويل الأمثل يتحقق عند بلوغ مستوى الإستدانة أكبر قدر ممكن، ومدخل الدخل الصافي التشغيلي الذي سيتم التحدث عنه لاحقاً و هذا ما يوضحه الشكل التالي:

<sup>50</sup> Gérard Garibaldi, L'analyse stratégique, édition d'organisation, paris, 2002, p89



المصدر: عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 197.

يتضح من الشكل أعلاه، أن التكلفة الإجمالية للتمويل تأخذ مستويات مختلفة، حيث في المرحلة الأولى تنخفض فيها تكلفة رأس المال الإجمالية بسبب ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في الديون، غير أن انخفاض في تكلفة الديون يكون أكبر من الإرتفاع في تكلفة الأموال الخاصة. أما في المرحلة الثانية فتزداد فيها تكلفة الأموال الخاصة إلى أن تصل إلى نسبة معينة تتساوى فيها مع تكلفة الديون، و هي تعتبر نسبة الإستدانة المثلى، وهنا تكون تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى و قيمة السوقية للمؤسسة في أقصى قيمة لها. أما فيما يتعلق بالمرحلة الثالثة فإن تكلفة رأس المال تزداد إرتفاعا بسبب زيادة المخاطر المالية المصاحبة لزيادة الاستدانة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإستدانة عن النسبة المثلى ومن ثم إرتفاع تكلفة رأس المال الإجمالية.

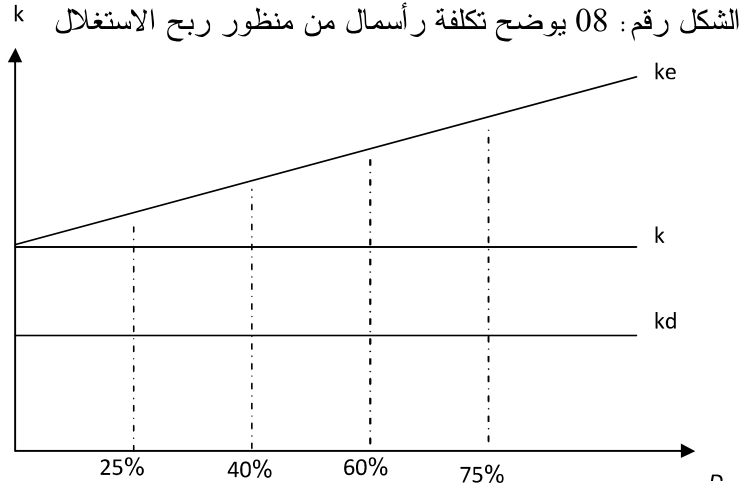
## 2- النظريات النافية لوجود هيكل مالي أمثل :

نجد من بين النظريات النافية لوجود هيكل مالي أمثل كل من نظرية ربح الإستغلال و نظرية كل من Modigliani & Miller في سنة 1958، حيث إنطلقت كل نظرية من مجموعة من الفرضيات المختلفة لكنهما توصلتا إلى نتيجة واحدة وهي إنعدام هيكل مالي أمثل .

### أ- نظرية ربح الاستغلال:

يفترض منظور ربح الإستغلال بأنه لا يوجد فارق في تمويل المؤسسة بين الديون أو رأس المال، حيث أن زيادة إعتدال المؤسسة على الديون بسبب التكلفة المنخفضة، يؤدي بالمساهمين إلى زيادة المطالبة بمعدل أعلى من المردودية بسبب زيادة المخاطر المالية المصاحبة لعملية الإستدانة، و بتالي الزيادة في تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في الأموال الخاصة الناجمة عن إرتفاع معدل الإستدانة و بالمقابل إنخفاض بنفس النسبة

في القيمة تكلفة الإستدانة بسبب تكلفة المنخفضة النسبية مما يجعل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغير معدل الإاستدانة وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



نلاحظ من الشكل أعلاه، أنه كلما زادت التكلفة المتولدة من إعتداد الشركة على رفع في رأسمال، فإن تكلفة رأس المال الإجمالية تبقى ثابتة بسبب أن الوفر الضريبي الناتج من لجوء المؤسسة إلى الديون يقابله ارتفاع مماثل في معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين، لذا تبقى تكلفة الإجمالية للتمويل ثابتة و بتالي لا وجود لهيكل مالي أمثل.

#### ب - نظرية 1958 Modigliani & Miller:

يعتبر Modigliani & Miller من رواد النظرية المالية الحديثة، حيث حاولا إيجاد تفسير للمفارقة الموجودة بين إستقلالية تكلفة رأس المال و هيكل التمويل في مقال المنشور لهما في سنة 1958 حيث أسسا تحليلهما على مجموعة من الفرضيات من بينها:<sup>51</sup>

- تميز السوق بالمنافسة التامة و توفر المعلومات؛
- يمكن للمتعاملين أن يفترضوا بنفس شروط التي تقترض بها المؤسسات؛
- رشادة و عقلانية المستثمرين؛
- تقسم المؤسسات في شكل مجموعات على أساس درجة المخاطر التي تهددها؛
- السندات التي تصدرها المؤسسات تكون من النوع الدائم؛
- ثبات سياسة توزيع الربح.

أنطلقت هذه النظرية من أن قيمة المؤسسة مستمدة من قيمة إستثماراتها، و هذه الأخيرة مستمدة من قيمة العوائد المتوقعة و المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار، و يشير Modigliani & Miller على أن قيمة السوقية للمؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلها المالي، و بالتالي لا يكون

<sup>51</sup> عبد الغني ددان، مرجع سابق، ص 84.

لمستوى الإستدانة و الهيكل المالي المختار أي أثر حقيقي على تكلفة التمويل، ومن ثم الإنخفاض المتوقع في تكلفة الإستدانة سرعان ما يتم تحييده بالارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة بنفس نسبة ارتفاع المخاطر المالية الشيء الذي ينتج عنه ثبات في تكلفة الإجمالية للتمويل.

كما أكدا على أنه إذا كانت مؤسستين متماثلتين من حيث الأصل الإقتصادي و تختلفان فقط في الهيكلة المالية، حيث تكون قيمة المؤسسة المستدنة أعلى من المؤسسة غير المستدنة بسبب الوفرة الضريبية، غير أنه سرعان ما يتم التساوي بين المؤسستين في السوق بسبب عملية الموازنة أو المراجعة حيث تتساوى فيها القيمة السوقية للمؤسسات التي تنتمي لنفس شريحة المخاطرة. و تبعا لذلك يقوم المستثمرون ببيع أصولهم في المؤسسة، ثم إقتراض مبلغ يعادل نسبة القروض في الهيكل المالي للمؤسسة الأصلية و ذلك من أجل شراء أسهم في المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة بنفس المعدل، و بتالي يتحقق للمستثمرين نفس العوائد السابقة بمخاطرة أقل مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا النوع من المؤسسات و بتالي ترتفع قيمتها السوقية إلى أن تتساوى مع القيمة السوقية للمؤسسة المستدنة و إنطلاقا من هذا التحليل قام Modigliani & Miller بوضع الصيغة الرياضية التالية<sup>52</sup>:

$$(16-2) K = K_{cp} \frac{CP}{CP+D} + KD \frac{D}{CP+D}$$

تعبر هذه الصيغة عن معدل المرودية المطلوب من قبل المساهمين، و يمكن تمثيل تكلفة رأس المال من

منظور Modigliani & Miller كما يلي:

k

الشكل رقم 09: يوضح تكلفة رأسمال من منظور Modigliani & Miller



المصدر: P.Virnemmen, Finance d'entreprise, 3éd , édition Dalloz , paris ,2002,p 492.

<sup>52</sup> Stéphane Griffiths, Jean Degos, op.cit., p96.

يبين الشكل أعلاه، أنه عندما يكون  $kd$  في حالة إرتفاع فإن  $ke$  تتزايد ببطء بالقدر الذي تظل فيه  $k$  ثابتة، ويرجع ذلك إلى أن المساهمين يتخلون بجزء من مخاطرة المؤسسة و الذي يتحول إلى المدينين بمجرد أن يصبح مبلغ الدين كبيرا، وارتفاع درجة المخاطرة يقل بالقدر الذي يجعل من قيمة السهم ثابتة، حيث أن الارتفاع في مستوى استنادة المؤسسة يزيد من مخاطر المساهمين الشيء الذي يجعلهم يطلبون معدل مردودية المطلوب أعلى، مما يجعل ثروة المساهمين ثابتة دون تغيير، ومن ثم تبقى التكلفة الإجمالية للتمويل ثابتة لأن الاستفادة التي تمت للمؤسسة من خلال الوفرة الضريبي يكون بنفس نسبة تحملها لتكاليف إضافية الناتجة عن زيادة معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين.

### المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكلة المالية في ظل وجود الضرائب، تكلفة الإفلاس والوكالة

حاول Modigliani & Miller إستدراك الإنتقادات التي وجهت لنموذجهما الأول و المقدم في سنة 1958، خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما للضريبة على أرباح الشركات و الضريبة على دخل المستثمر الشخصي، من خلال تقديم نموذج ثاني في مقال نُشر لهما سنة 1963<sup>53</sup>، وأدخلا كل من الضرائب و تكلفة الإفلاس كمتغيران يؤثران على تكلفة رأس المال ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة.

#### 1- نظرية Modigliani & Miller 1963:

حاول Modigliani & Miller تجاوز الإنتقاد الموجه لنموذجهما الأول و المتمثل في أثر الرفع المالي الناجم عن الضريبة، و أعادا صياغة نموذجهما مع الأخذ بعين الإعتبار في هذه المرة الضريبة على أرباح الشركات، أين تكون المصاريف المالية قابلة للتخفيض بسبب الوفرة الضريبي و توزيعات الأرباح غير خاضعة للضريبة، و إنطلاقا من ذلك فإذا كانت المؤسسة تستعمل الإستدانة بشكل دائم فإنها سوف تستفيد من الوفرة الضريبية التي يجب أن تلحقها بقيمة أصلها الإقتصادي و يصبح الربح بعد الضريبة مساويا إلى:  $X(1-t)$  حيث أن:

$X$  : نتيجة الإستغلال و  $T$  : معدل الضريبة

أما قيمة السوقية للمؤسسة تصبح تساوي:

$$VN = \frac{X(1-t)}{r} \quad (17-2)$$

حيث أن:  $VN$  : قيمة السوقية للمؤسسة.

$R$ : معدل التحيين متضمنا لأثر الضريبي.

<sup>53</sup> زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات، جامعة بسكرة، 2006، ص 39.

إذا في حالة وجود ضريبة على أرباح الشركات فإن القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة سوف تفوق القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدينة و الفرق يتمثل في القيمة الحالية للوفرات الضريبية المحققة، و بالتالي الهيكله المالية المثلى للمؤسسة تكون لما تبلغ نسبة الديون في الهيكل المالي % 100 .

## 2- تكلفة الإفلاس:

تتعرض المؤسسات التي يتكون هيكل تمويلها من الديون و الأموال الخاصة إلى مخاطر الإفلاس بسبب عجزها عن تسديد ديونها، و هذا ناتج عن الإفراط في الإستدانة للإستفادة من الوفرات الضريبية التي تنتجها، و هذا ما لم يأخذه Modigliani & Miller في تحليلهما و الذي ركزا فيه على الأثر الإيجابي الذي تحققه الوفرات الضريبية على قيمة المؤسسة.

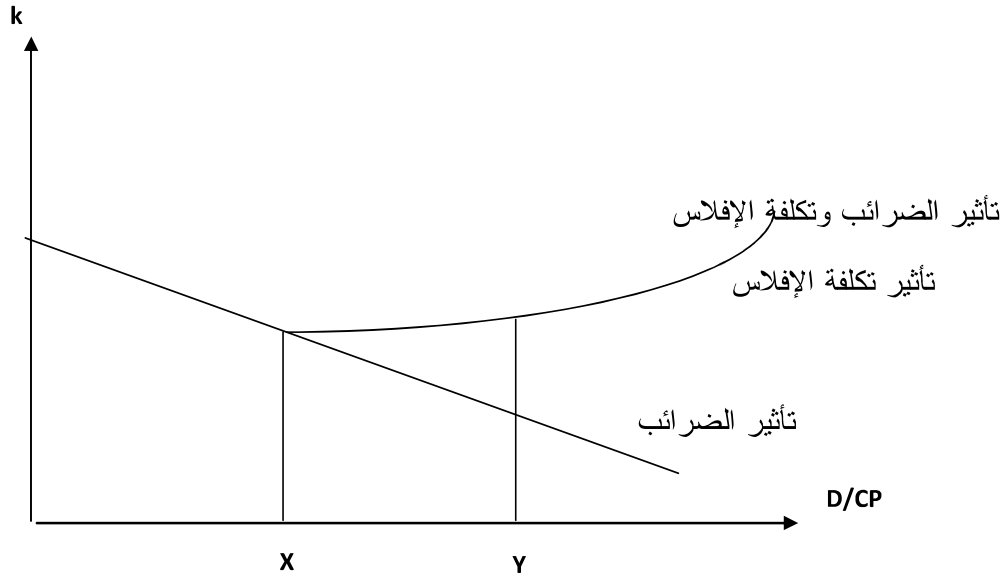
تتضمن تكلفة الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض المصاريف و إنخفاض في الأرباح، و تدهور في قيمة السوقية للأصول مقارنة بالقيمة الدفترية بسبب تدهور الكفاءة والأداء قبل إشهار إفلاسها. فحسب Malécot<sup>54</sup> فإن هذه التكاليف يصعب على المؤسسة تجاهلها و كذا على المقرضين والدائنين الذين يقومون بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين لحماية أنفسهم، و ذلك من خلال رفع معدل عائد الاستثمار في السندات أو الرفع فوائد القروض منذ البداية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال .

و يبقى المساهمين لوحدهم يتحملون مخاطر إفلاس المؤسسة، مما يجعلهم يطالبون بمعدل أعلى من المرودية. و في هذا السياق تترك زيادة نسبة الإستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة أثرين متضادين على تكلفة رأس المال، فالأثر الأول إيجابي الذي ينتج عنه تخفيض في تكلفة الإجمالية للتمويل بسبب الوفر الضريبي ناتج عن الإستدانة، أما الأثر الثاني السلبي و المتمثل في ظهور تكلفة الإفلاس بسبب الإفراط في الإستدانة مما يؤدي إلى رفع من التكلفة الإجمالية للتمويل، إذن تتوقف تكلفة الأموال الإجمالية على حجم كل من الوفرات الضريبية و تكلفة الإفلاس.

نلاحظ من الشكل أدناه، أن تكلفة الأموال تنخفض باستمرار حتى تصل إلى النقطة X و ذلك مستفيدة من الوفرات الضريبية الناجمة عن الإستدانة و غياب تكلفة الإفلاس، ثم تستمر بالإنخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل بسبب ظهور تكلفة الإفلاس و لكن بمعدل أقل من معدل الوفرات الضريبية، حتى تصل إلى النقطة Y لتبدأ بارتفاع بسبب تجاوز تكلفة الإفلاس لمعدل الوفر الضريبي، وعليه يمكن القول بأن النسبة المثالية لهيكل التمويل في ظل وجود تكلفة الإفلاس تحدد عند النقطة Y عندها تكلفة الإجمالية للتمويل في حدها الأقصى.

<sup>54</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 376.

الشكل رقم 10: يوضح تأثير تكلفة الإفلاس والضرائب على تكلفة التمويل



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 671.

### 3- تكلفة الوكالة:

ترتكز هذه النظرية على الأهداف المتناقضة الموجودة بين كل من الملاك و المقرضين و المسيرين، فكل طرف يحاول أن يخدم مصالحه الخاصة، وهذا ما يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة و يعود فضل في إكتشاف هذه النظرية إلى Jensen & Meckling<sup>55</sup> في سنة 1976، حيث تفترض نظريتهما على وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسات تدفعهم إلى سلوك مغاير فيما لو كانوا مساهمين أو مقرضين.

فالتضارب الموجود بين المساهمين و المسيرين بدرجة الأولى ينتج عنه صراع الوكالة، حيث يقوم المساهمين بدفع مصاريف من أجل مراقبة عمل المسيرين الذين يقومون بتحويل الثروة لصالحهم باعتبار أنهم لا يستفيدون من العوائد الكلية لنشاطه مع تحمله شخصيا للمسؤولية.

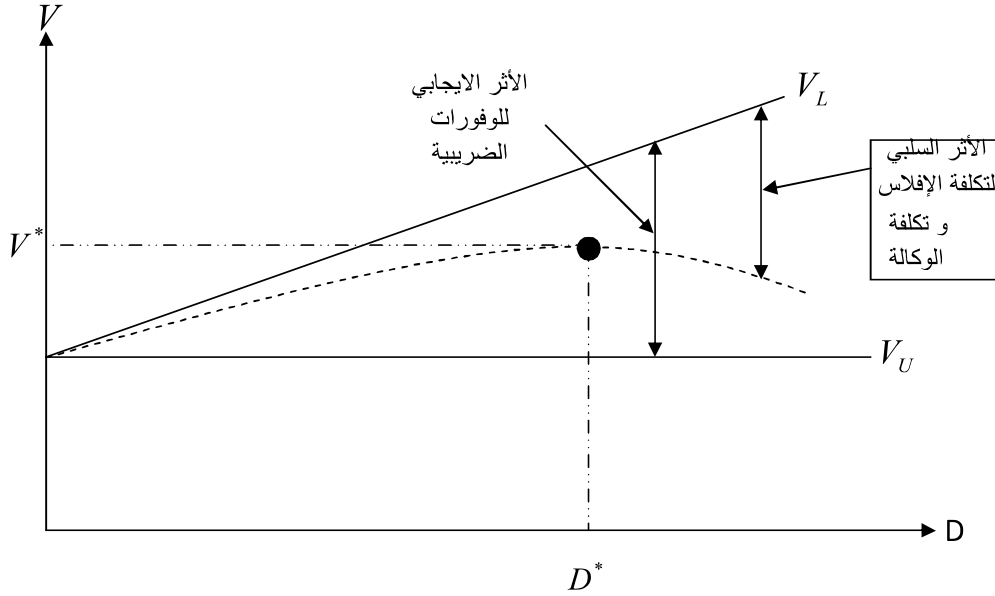
فالإستدانة يمكن إليها كأداة فعالة في فض تكاليف الوكالة بين المساهمين و المسيرين، فزيادة الإستدانة البنكية من شأنه أن يؤدي إلى تقليل التكاليف بسبب المراقبة التي يفرضها البنك على نشاط تسيير الوكيل، غير أن اللجوء إلى الإستدانة يزيد من مخاطر الإفلاس، الشيء الذي يدفع بالمسيرين إلى تحسين أدائهم.

<sup>55</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 381.



يؤدي ظهور تكلفة الوكالة والإفلاس تأثيرا كبيرا على النسبة المثالية للهيكال المالي من خلال تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكال المالي بسبب ظهور تكلفة الوكالة وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 11: يوضح تأثير تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة و الضرائب على تكلفة التمويل



المصدر: منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 673.

يتضح من الشكل أعلاه، أن أنه في وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة، وبمجرد دخول تكلفة الوكالة أدى إلى تخفيض القيمة السوقية بقيمة أقل من سابقتها والممثلة في النقطة D التي تتعادل فيها الوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع تكلفة الوكالة، وهي تعتبر النسبة المثلى للإقتراض.

### المطلب الثالث: نظرية الإشارة و نظرية الانتقال التدريجي للتمويل

تعتبر هذه النظريات مُكملة لنظريات السابقة حيث جاءت نتيجة لإنتقاد أحد أهم الفرضيات التي قام عليها تحليل Modigliani & Miller و هي فرضية توافر سوق كاملة أين تتاح معلومات لكل المتعاملين في السوق مجاناً، و سلوك هؤلاء المتعاملين يكون رشيد، و أكدت هذه النظرية على أن المعلومات تكون غير متناظرة بين المتعاملين في السوق و تكون بتكاليف مرتفعة نوعاً ما تبعا لنوع المعلومة، ومن بين هذه النظريات نجد نظرية الإشارة و نظرية الانتقال التدريجي للتمويل.

## 1- نظرية الإشارة:

ترتكز هذه النظرية في تحليلها على عدم تماثل في المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية، فمدراء المؤسسات الأحسن هم الذين يعطون إشارات لجمهور المتعاملين في السوق عن أداء المؤسسة و مستقبلها مقارنة بنظيرتها، ومن بين هذه المؤشرات نجد هيكل رأس المال، مستوى الديون، مكفآت رأس المال...ألخ.

اقترحت هذه النظرية تصنيف المؤسسات الموجودة في السوق إلى نوعين من المؤسسات هما: مؤسسات الأحسن أداء و مؤسسات الأسوأ أداء، حيث يعتمد في تحديد مستوى الأداء على مستوى الإئستدانة الدرجة  $D^*$ ، حيث أن المؤسسات ذات أحسن أداء تكون قدرة الإئستدانة لديها أعلى من مستوى الإئستدانة الدرجة  $D^*$ ، أما المؤسسات ذات الأداء السيئ فتكون مستوى الإئستدانة لديها أقل من  $D^*$ ، وفي هذا السياق فقد أشار Roos في سنة 1977 أن المديرين يقومون بإرسال إشارات نحو السوق، و يتوقع أنه زيادة الرافعة المالية عن طريق إصدار سندات جديدة من شأنه أن يعمل على رفع من قيمة المؤسسة في السوق.

## 2- نظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل:

انطلقت هذه النظرية من افتراض أن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله هو المتحكم الكبير في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فإذا كان الأصل ليس له إلا استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات و ليس له سوق ثانوي نشط، فانه من الأفضل اللجوء إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة ومحدودة ثم اللجوء إلى الإئستدانة، أما إذا كان الأصل المراد تمويله غير خاص فيكون اللجوء إلى الإئستدانة و التي تعتبر المصدر أكثر بساطة وملائمة لهذا النوع من الأصول من حيث التكلفة والوفر الضريبي، و من تم نستنتج أن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يظل العامل الوحيد المتحكم في اختيار نمط التمويل ومن ثم تركيبة الهيكل المالي و هذا ما أشار إليه كل من Williamson و Mayers من خلال النماذج المقترحة من قبلهما حيث نصت هذه النماذج على:

1- نموذج Williamson 1988: الذي أفترض في نظريته أن المتعاملين الإقتصاديين كلهم انتهازيون

و كل طرف يخدم مصالحه الخاصة فقط، واعتبر أن اللجوء إلى التمويل الذاتي أو الإئستدانة أو الرفع في رأس المال تتحكم فيه مجموعة من عوامل أهمها؛ درجة خصوصية الأصل مراد تمويله و تكلفة التمويل.<sup>56</sup>

2- نموذج Myers 1990: و الذي يرى أن اللجوء إلى الرفع في رأس المال أفضل من الإئستدانة

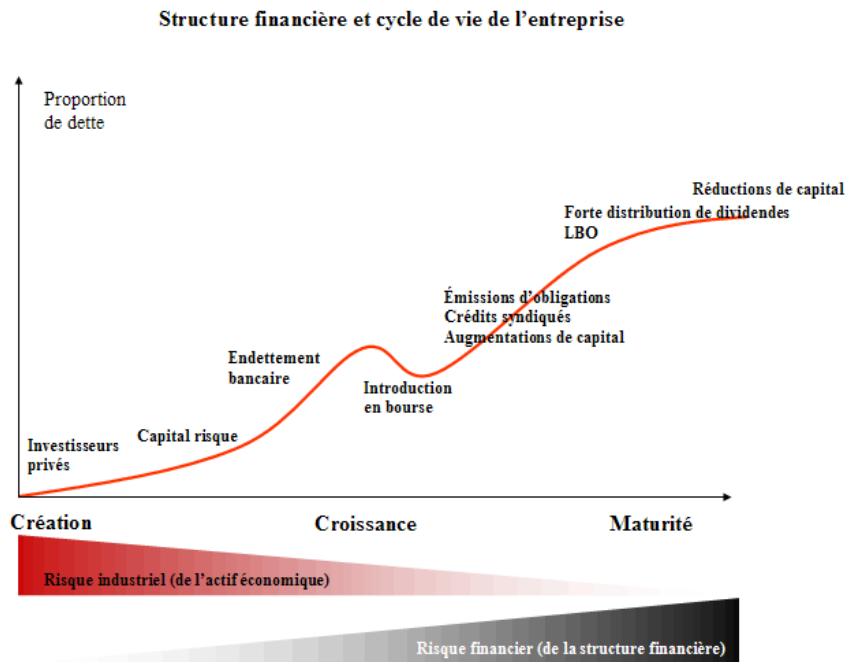
باعتبار أن المؤسسة تبحث عن زيادة الأموال الخاصة، و يفضل التمويل الذاتي على رفع في رأسمال كون أن الإحتفاظ بالأرباح يفرض ضمناً توزيع مكفآت رأسمال إضافية.

<sup>56</sup> ألياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 392.

ومن خلال الأعمال الميدانية ظهرت صعوبات جمة في إختيار النماذج النظرية و تطبيقها في أرض الواقع، ومن بين الأعمال الميدانية التي جاءت من أجل إختيار النماذج التي جاء بها كل من Willaimson و Myers، نجد الأعمال التي قام بها كل من الباحثان Balakrishman.S و Fox سنة 1993، حيث توصلا إلى تأكيد العلاقة الموجودة بين المتعاملين الإقتصاديين، و الذي يحاول كل طرف خدمة مصالحه الخاصة ومن تم اللجوء إلى التمويل الذاتي أو الإستدانة أو الرفع في الرأس المال، في حين أنهما لم يستطيعا تأكيد العلاقة الموجودة في نموذج Myers والتي تنص إلى اللجوء إلى التمويل الذاتي ثم يليه بعد ذلك الرفع في رأس المال، ويضاف إلى هذه الدراسات الأعمال التي قام بها كل من Evelune Poicelot-Bute وهما باحثان فرنسيان، حاولا في سنة 1966 تأكيد العلاقة الموجودة في النموذجين، فتوصلا إلى عدم وجود للعلاقة المذكورة في نموذج Willaimson، أما نموذج Myers فتوصلا إلى عدم وجود علاقة دالة بين مبلغ التدفقات المالية المتاحة و مبلغ الرفع في رأس المال، ما أدى بالباحثين إلى اللجوء إلى التقريبات، و تتبع المؤسسة سياسة التمويل الذاتي للأسباب التالية:

- إصدار الأسهم العادية من قبل المؤسسات الكبيرة يعطي إشارة سلبية للمستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم تلك المؤسسات.
  - انخفاض تكلفة الأموال الذاتية مقارنة بتكاليف الإستدانة.
  - إعتتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل مفرط من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس.
- و يبين الشكل أدناه، دورة حياة المؤسسة و علاقته بالهيكل المالي، ونلاحظ من خلال هذا الشكل أنه لما تدخل المؤسسة إلى السوق المالي ينخفض الخطر الاقتصادي، و يصبح مساويا للخطر المالي الناجم من الهيكل المالي للمؤسسة.

الشكل رقم:12 يوضح الهيكل المالي ودورة حياة المؤسسة



## خلاصة الفصل الثاني:

يعتبر موضوع المفاضلة بين أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، أحد أكثر المواضيع جدلاً بين الباحثين في مجال الإدارة المالية، لذا ظهرت عدة نظريات حاولت تفسير الهيكل المالي للمؤسسة، ومن بين النظريات نجد نظرية Modigliani & Miller في سنة 1958، والتي نصت على عدم وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة عوض ما نصت عليه نظرية التقليدية و نظرية الربح الصافي، فحسب هذه الأخيرة، فإن تكلفة رأسمال تتخفض كلما زادت قيمة الإئستدانة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة، و من تم فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة هو ذلك الهيكل الذي يضمن أكبر نسبة ممكنة من الإئستدانة، و هذا ما ذهبت إليه النظرية التقليدية لكنها تختلف عليها في تأثير تكلفة رأس المال على قيمة المؤسسة.

ونتيجة للإنتقادات التي وجهت لنظرية Modigliani & Miller حاولا إيجاد التفسير العلمي السليم لنظرية الهيكل المالي الأمثل بإدخال العناصر المؤثرة على قيمة المؤسسة، والممثلة أساساً في الوفرات الضريبية في مقال الذي نُشر في سنة 1963، و الذي يُعتبر تصحيحاً للمقال الأول المنشور في سنة 1958، و قد أيد هذا الطرح Masulis حيث نص في مقالهما على أن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة مؤسسة مماثلة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط، و الفرق ينحصر فقط في القيمة الحالية للوفرات الضريبية، غير أن هناك العديد من الباحثين من أمثال Givoly 1982, Kin & Sorensen 1986... ألخ، من لم يؤيد هذا الطرح باعتبار أن زيادة الإئستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة ينجم عنه مخاطر كبيرة للمؤسسة منها تكلفة الإفلاس التي توصل إليها Malécot في سنة 1984، و تضم هذه التكاليف مجموعتين: تكاليف مباشرة و الممثلة في (تكاليف إدارية، تكاليف مالية، تكاليف العقود...ألخ)، أما تكاليف غير المباشرة فتمثل في المصادقية المالية و التجارية للمؤسسة.

قام كل من Jensen & Meckling في سنة 1976 بإضافة تكاليف أخرى يُمكن أن تنجم من الإئتماد المتزايد للمؤسسة على الإئستدانة، والتي يمكن أن تنجم بالدرجة الأولى بين المساهمين والمسيرين و سماها بتكلفة الوكالة، و التي لها تأثير كبير على قيمة المؤسسة في السوق، حيث أن زيادة تكلفة الناتجة عن الوكالة يمكن أن تؤدي إلى إلغاء الأثر الإيجابي الذي تنشده المؤسسة من وراء الإفراط في الإئستدانة ألا وهو الوفر الضريبي.

أسقط Roos في سنة 1977 إفتراض تماثل المعلومات، و أدخل على النظريات المفسرة للهيكل المالي نظرية الإشارة، حيث قال أن المعلومات الموجودة لدى المسيرين تفوق المعلومات الموجودة لدى المستثمرين، و من تم يقوم المديرين بإرسال إشارات نحو السوق تُنبئ بمستقبل الشركة و عن الحالة المالية والاقتصادية التي تتواجد فيها المؤسسة وسميت بنظرية الإشارة، و في سنة 1984 توصل Mayers إلى نظرية تنص على أن التمويل الذي يجب على المؤسسة إتباعه تسلسلياً ينطلق من التمويل الداخلي ثم التمويل الخارجي (الأسهم العادية، فالإئستدانة) على الترتيب.

### الفصل الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسات بورصة الجزائر

يعرف المحيط الوطني و العالمي عدة تحولات هامة، خاصة مع تشديد مختلف التبادلات الدولية المرتكزة على الإتفاقيات الجهوية، كالشراكة الإقتصادية بين الجزائر و الإتحاد الأوروبي، وكذلك الدولية كفضية إنتماء الجزائر إلى المنظمة العالمية للتجارة، ومن بين المتطلبات نجد البورصة التي تعتبر من إفرازات العولمة الإقتصادية و المالية الدولية، و المتتبع لأوضاع المؤسسات الجزائرية، باعتبارها من الدول التي كانت ضمن النظام الإشتراكي، ودخلت نفس إصلاحات إقتصاد السوق، يلاحظ أنها قد مرت بأوضاع صعبة إبتدئا من ثمانينات القرن العشرين، حيث تفاقمت ديونها و ضعف جهازها الإنتاجي وكثر عدد عمال مؤسساتها، جراء تغليب الأولوية الإجتماعية على الأولوية الإقتصادية، و أصبحت تحقق خسائر دورية و متتالية.

ومحاولة لمعالجة هذه الحالة، بدأت تظهر معالم السياق الجديد للإقتصاد الوطني، حيث عملت الدولة إلى التخلي عن مبدأ التسيير المركزي الشامل، و شرعت في تجسيد منهج جديد يسمح لها بإعادة التوازن للإقتصاد الوطني، حيث تبنت الحكومة الجزائرية في نهاية الثمانينات من نفس القرن مجموعة من الإصلاحات منها قانون استقلالية المؤسسات.

ثم في مطلع التسعينات تلتها إصلاحات أخرى منها إنشاء بورصة للأوراق المالية بهدف تنويع مصادر تمويل المؤسسات الإقتصادية الجزائرية، و التوجه تماما نحو إقتصاد السوق، غير أن هذه البورصة لم تقوم بالدور المنوط لها بسبب مجموعة من العراقيل التنظيمية و القانونية، الشيء الذي نتج عنه ركود تام للبورصة و لدور الذي كان يجب أن تقوم به، ما أدى بالسلطات العمومية إلى إجراء العديد من الإصلاحات وإنشاء لجان جديدة في البورصة و إستحداث قيم منقولة جديدة، لذا سنحاول في هذا الفصل تسليط الضوء على مراحل إنشاء سوق الأوراق المالية في الجزائر، والتعرف على تجربة بعض الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، ثم يليه بعد ذلك دراسة الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة باستعمال طريقة التحليل العملي المميز و طريقة التحليل إلى مركبات الأساسية.

## المبحث الأول: تقديم عام لبورصة الجزائر

تعود فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر إلى سنة 1977، في إطار برنامج الإصلاح الإقتصادي بالجزائر، و أدخلت حيز التطبيق في عام 1988 و ذلك للانتقال إلى إقتصاد السوق، الذي فرضته المتغيرات الإقليمية و الدولية، حيث صدر عدة قوانين منها قانون 88-01 المتضمن لقانون توجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية، و قانون 88-03 و 88-04 المعدلين والمكملين للأمر رقم 59-75 المؤرخ في 1975/09/26 الخاص بالقانون التجاري، ليليه قانون 88-01 المتضمن استقلالية المؤسسات العمومية الإقتصادية، وفي سنة 1990 كان الإنشاء الفعلي لبورصة الجزائر في إطار المرسوم التنفيذي 10-90 الذي يعتبر انطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر، و قد مرت هذه الأخيرة بعدة مراحل لتصل إلى ما هي عليه اليوم.

### المطلب الأول : مراحل إنشاء سوق أوراق المالية في الجزائر

بصدور قانون 10/90 المتعلق بالنقد والقرض و كذا المرسوم رقم 90/101 المؤرخ بتاريخ: 27 مارس 1990، الذي ينص على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية، و الذي أتاح للعديد من المؤسسات فرصا جديدة لتمويل من السوق المالي عوض الإكتفاء بالتمويل البنكي، مما عجل بظهور أنواع جديدة من وسائل التمويل المتمثلة في الأسهم و السندات، وقد أنشئ بموجب قانون 88-03؛ 08 صناديق المساهمة أو ما يسمى حاليا بالشركات القابضة (Les holding)، وتتمثل الشركات القابضة في<sup>1</sup>:

- صندوق المواد الغذائية الفلاحية؛
- صندوق مناجم الفحم و الري؛
- صندوق التجهيز؛
- صندوق البناء؛
- صندوق الكيمياء، البتر وكيمياء، الصيدلية؛
- صندوق الاتصال الالكترونية والإعلام الآلي؛
- صندوق الصناعات المختلفة؛
- صندوق الخدمات.

<sup>1</sup> شمعون شمعون، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، 2003، ص 79-80.

هذه الصناديق الثمانية مكلفة بالحفظ و التسيير في مكان الدولة لمجموع أسهم المؤسسات، وقد مرت بورصة الجزائر بعدة مراحل وهي:

## 1- مرحلة 1990-1992:

في هذه المرحلة إتخذت الحكومة الجزائرية عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات العمومية الإقتصادية على إستقلاليتها، و بغرض تفعيل دور البورصة في التنمية، تم إنشاء مؤسسة سميت بشركة S.V.M شركة تسيير القيم المنقولة بالجزائر<sup>2</sup>، وهي مشكلة من صناديق المساهمة الثمانية برأسمال قدر بـ: 320.000<sup>3</sup> دج في 09 ديسمبر 1990، يديرها مدير عام ينتخب من أعضاء الثمانية المشكلين لمجلس الإدارة، حيث يمثل كل عضو أحد صناديق المساهمة، و يقوم المدير العام بتسيير الشركة وفق القوانين المنصوص عليها، و لقد نصت القوانين الأساسية لهذه الشركة بأن هدفها يتمثل في وضع تنظيم يسمح بإنشاء بورصة الأوراق المالية في أفضل شروط وسهر على حسن سيرها.

وقد حدد المرسوم رقم 90-102 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تصدرها الشركات العمومية الإقتصادية و الممثلة في الأسهم والسندات.

و نظرا لصعوبات التي واجهتها الشركة، و خاصة الدور غير واضح الذي يجب أن تلعبه في ظل ضعف رأسمالها قامت الحكومة في فبراير 1992 بتعديل قوانينها ورفع من رأسمالها إلى 9.320.000 دج<sup>4</sup>، مع تغيير إسمها إلى "بورصة الأوراق المالية" في سنة 1993، وبالرغم من الجهود التي بذلت إلا أن البورصة لم تقوم بالدور المنوط لها حيث إعترضتها العديد من الصعوبات منها المتعلقة بالمحيط الإقتصادي والاجتماعي.

## 2 - مرحلة 1993-1996:

في هذه المرحلة دخلت الجزائر مرحلة الخوصصة، فقد تم تعديل القانون التجاري الذي كان لا يتماشى مع شروط سير البورصة، حيث كان قانون 88-04 يمنع الشركات العمومية الإقتصادية أن تتنازل عن أسهمها إلا للمؤسسات العمومية فقط، ولهذا الغرض وبموجب المرسوم التشريعي رقم 93-08<sup>5</sup> المؤرخ في 25 أفريل 1993، تم إدخال مجموعة من التعديلات على القانون التجاري خاصة ما يتعلق بشركات الأسهم وبالقيم المنقولة، أما فيما يخص شركات الأسهم فقد نص المرسوم بصفة واضحة على إمكانية تأسيسها و الشروع في العرض العمومي للإدخار سواء عند تأسيس الشركة أو عند رفع رأسمالها، بالإضافة إلى رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين الشركة من 300.000.00 دج إلى خمسة ملايين 500.000.00 دج<sup>6</sup> في

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 81 .

<sup>3</sup> المرجع سابق، ص 85.

<sup>4</sup> المرجع سابق، ص 90.

<sup>5</sup> المرسوم التنفيذي 93-08، المعدل والمتمم للأمر رقم 75-59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27.

<sup>6</sup> المرسوم التنفيذي رقم 97-03 المؤرخ في 18/11/1997 المتضمن لتنظيم المؤسسات ذات المساهمة.

الفصل الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر  
حالة إجراء العرض العمومي للإدخار و مليون دينار 1.000.000 دج عند عدم اللجوء إلى العرض  
العمومي للإدخار.<sup>7</sup>

أما فيما يتعلق بالقيم المنقولة، فقد نص القانون على إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل  
في أسهم الشهادات الإستثمار، شهادات الحق في التصويت، السندات، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.

و في نفس المضمون، نصت المادة 715 من ذات المرسوم على تعريف القيم المنقولة على أنها:  
"سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة و المسعرة في البورصة، التي تمكن من الدخول مباشرة  
أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة في رأسمال الشركة المصدرة أو في شكل حق للمديونية"<sup>8</sup> و يكون  
مقر بورصة الجزائر في غرفة التجارة، بالإضافة إلى تشكيل هيئتين تسهران على سير البورصة هي:

- لجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصة COSOB.

- شركة تسيير القيم المنقولة SGBV.

و سيتم الرجوع بالتفصيل إلى هاتين الهيئتين في فقرات القادمة.

### 3 - مرحلة 1996 إلى وقتنا الحالي:

تعد هذه المرحلة الإنطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر، حيث هيئت كل الظروف منها القانونية، التقنية  
وكذا توفير كل الموارد البشرية و المادية و ذلك من خلال:

- وضع نصوص القانونية المتعلقة بإنشاء و تنظيم البورصة؛
- تحديد مقر بورصة الجزائر بغرفة التجارة؛
- تشكيل الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر و المتمثلة في لجنة مراقبة عمليات البورصة COSOB  
وشركة تسيير القيم المنقولة SGBV.

و تم اختيار الوسطاء الماليين في العمليات البورصية، و الذين يمثلون مختلف المؤسسات المالية مع  
بداية سنة 1997<sup>9</sup> حيث تولت لجنة مراقبة عمليات البورصة Cosob تكوين هؤلاء الوسطاء عن طريق  
الإستعانة بالخبراء الكنديين، و تنظيم ملتقيين أسبوعين في كل من تونس و فرنسا للإستفادة من الخبرات التي  
أكتسبوها في هذا المجال.

وقد قامت لجنة مراقبة عمليات البورصة بجهد كبير لتوفير الجو الملائم للشروع في عمل بورصة  
الجزائر والمحدد بنهاية 1997، وتم بالفعل إصدار أول قيمة منقولة بالجزائر وهي القرض السندي  
لسونا طراك في 02 جانفي 1998، لتصبح شركة سونا طراك أول متعامل في الجزائر يصدر أوراق مالية

<sup>7</sup> المرسوم التنفيذي رقم 03-97، مرجع سابق.

<sup>8</sup> المرسوم التنفيذي 08-93.

<sup>9</sup> محمد زيدان، نور الدين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل، جامعة  
بسكرة، 2006، ص 6.



في بورصة الجزائر، و لم تكن شركة سونا طراك الوحيدة التي لجأت إلى بورصة من أجل رفع رأسمالها الاجتماعي بل حدا حدودها شركات أخرى و الممثلة في شركة الرياض سطيف، مجمع صيدال و فندق الأوراسي، وكل هذه الشركات لجأت إلى البورصة بغرض تمويل إحتياجاتها المالية و تنويع مصادر التمويل و تقليل من مصادر التمويل التقليدية. و بذلك أصبحت بورصة الجزائر واقعا ملموسا من الناحية المؤسساتية إلا أنه هناك مجموعة من ضوابط و الإجراءات التي تفرض على المؤسسات الراغبة في الدخول إلى السوق المالي بالجزائر الرضوخ إليها والتي سيتم التعرض إليها لاحقا.

### المطلب الثاني: تنظيم بورصة القيم المنقولة في الجزائر

تعد بورصة الجزائر إطارا لتنظيم و سير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والشركات الأسهم، وذلك حسب ما نص عليه المرسوم التشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، و للسهر على حسن سير بورصة الجزائر ثم إستحداث لجنتين هما:

#### 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة Cosob:

أنشئت هذه اللجنة وفق المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، وهي تعتبر مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والإستقلالية الإدارية والمالية، وقد تم تصويبها في 13 فيفري 1996 .  
تتكون لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من رئيس وستة أعضاء يعينون لمدة 4 سنوات وهم على التوالي:

- قاض يقترحه وزير العدل؛
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية؛
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي والبحث العلمي؛
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
- عضو يتم اختياره من ضمن مسيري الأشخاص المعنويين مصدري القيم المنقولة؛
- عضو يتم اقتراحه من طرف المصف الوطني للخبراء المحاسبين و محافظي الحسابات و المحاسبين المعتمدين.

تتولى هذه اللجنة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، و تتمثل مهمتها الأساسية فيمايلي:

- إعتناء ومراقبة وسطاء عمليات البورصة وماسكي الحسابات؛
- تحضير وإعداد النصوص التنظيمية؛
- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- حسن سير السوق القيم المنقولة وضمان شفافيتها.

و حتى تقوم هذه اللجنة بالدور المنوط لها على أحسن وجه قام المشرع بتزويد اللجنة بسلطات تنظيمية و سلطات إعتقاد، مراقبة، تحقيق، تأديب و تحكيم من خلال:

#### 1- السلطة التنظيمية:

تقوم هذه اللجنة بإعداد التشريعات و الأنظمة التي تحكم السوق المالي من خلال سن التشريعات المتعلقة ب: <sup>10</sup>

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عملية البورصة؛
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند الإصدار؛
- تسيير حافظة القيم المنقولة؛
- قواعد عمل شركة تسيير بورصة القيم و المؤتمن المركزي على السندات؛
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات و حفظ السندات؛
- شروط التداول و المقاصة و القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية و التسليم في مجال السندات.

#### 2- سلطة الإعتقاد و التأهيل:

تقوم هذه اللجنة بإعتقاد الوسطاء في عمليات البورصة و شركات الإستثمار ذات رأسمال المتغير و صناديق التوظيف المشتركة و تأهيل ماسكي الحسابات و حافظي السندات.

#### 3- سلطة المراقبة و التفتيش و التحقيق:

تقوم هذه السلطة بدور كبير للجنة، و ذلك من خلال إعداد تقارير تسمح للجنة من التأكد من إحترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية و التنظيمية التي تحكم السوق، و إمتثال الشركات لواجبات الإعلام خصوصا الشركات التي تلجأ إلى الإذخار العلني، و معاينة المخالفات و إدراج التصويبات.

#### 4- سلطة التأديبية و التحكيمية:

تتولى هذه السلطة البت في النزاعات و مدى إخلال بالتزامات القانونية المنظمة للسوق المالي، و دراسة كل نزاع تقني الذي يمكن أن يترتب عن تفسير الخاطئ للقوانين و التنظيمات التي تحكم تسيير البورصة، و يتولى رئاسة هذه السلطة رئيس لجنة مراقبة عمليات البورصة و عضوين ينتخبان من ضمن أعضاء لجنة تنظيم عمليات البورصة و قاضيين يعينهما وزير العدل.

وقد قامت اللجنة بإعطاء أول اعتماد لشركة سونا طراك في 13/03/1993. و برغم من الصعوبات التي أعترضتها إلا أن هاته اللجنة قامت بالأعمال المنوطة لها.

<sup>10</sup> تقرير لجنة عمليات البورصة، سنة 2008، مارس 2007، ص 5.

## 2- شركة تسيير بورصة القيم SGBV:

تعتبر SGBV شركة مساهمة، أنشئت بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، بعد عقد الجمعية العامة لمجلس إدارتها في 1997/05/28 بمقر بورصة الجزائر برأسمال إجتماعي يقدر ب 24.000.000 مليون دج، ليصل في سنة 2009 إلى مايقارب 475.5 مليون دينار جزائري<sup>11</sup>، مقسم إلى 47520 سهم بقيمة إسمية 10000 دج للسهم، و يتكون مجلس إدارتها من مجموع الوسطاء الماليين المعتمدون و المتمثلين في البنوك والهيئات المالية و شركات التأمين والبالغ عددهم 12 هيئة مالية وبنك وهم على التوالي: CCR- BDL –CNEP- UNION BANK – CAAR- CAAT – CPA- CNMA- SAA.BNA- BADR - BEA-

و يتمثل دورها في:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛
- السهر على إحترام قواعد تنظيم السوق؛
- إضفاء الشفافية و الشرعية للعمليات المنجزة من قبل الوسطاء في عمليات البورصة أو الأشخاص الذين يتصرفون لحساب هذه الشركات؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛
- إصدار النشرة الرسمية لسعر البورصة؛
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدها.

تقوم هذه الشركة بالمهام المنوطة لها تحت رقابة و إشراف اللجنة مراقبة عمليات البورصة، والتي يجب إشعارها على أي إخلال أو مخالفة لقواعد السوق<sup>12</sup>.

## 3- المؤتمر المركزي على السندات:

تم تأسيس المؤتمر المركزي على السندات أو ما يسمى بالجزائرية للتسوية، طبقا للقانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للقانون رقم 10-93، برأسمال قدره 65 مليون دينار جزائري وهو مكون من البنوك العمومية الخمسة التالية: BADR- CPA- BEA- BNA- CNEP، بالإضافة إلى المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر (صيدال، الرياض سطيف، و فندق الأوراسي). و في سنة 2005 تم إضافة بنكين جديدين هما: BDL و BNP (البنك الوطني لباريس الجزائري) كما انسحبت شركة رياض سطيف في سنة 2006. و يتمثل دور المؤتمر المركزي على السندات فيما يلي:

- فتح و إدارة الحسابات الجارية للسندات لصالح ماسكي الحسابات المنخرطين فيه.
- إصدار المعلومات الخاصة بالسوق.

<sup>11</sup> لجنة عمليات البورصة، تقرير السنوي 2009، فبراير 2010، ص 25.  
<sup>12</sup> دليل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، مطبعة المركزية، الجزائر، 1997، ص 58.

- تنفيذ العمليات على السندات التي تقررها الشركات المصدرة (دفع أرباح الأسهم، رفع رأسمال...الخ)
- ترميز السندات المقبولة وفق المعايير الدولية.

و قد ساهم تأسيس هذه الهيئة في تخفيض التكلفة و أجال عمليات الدفع و التوصيل و العمليات الأخرى على السندات مثل: تحصيل الربح السهم، الفوائد...الخ.

تعتبر هاته اللجان مهمة في بورصة الجزائر لأنها تضمن سير الحسن للبورصة، وتخضع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الجزائر إلى مجموعة من الإجراءات نلخصها فيما يلي:

- تقديم طلب الترشيح لدى مؤسسة تسيير بورصة القيم المنقولة مُرفقة بمشروع مذكرة إعلامية متضمنة مختلف الوثائق المالية و المحاسبية و القانونية لشركة؛
  - تقديم الكشوف المالية المصادق عليها للسنتين السابقتين لسنة تقديم الطلب مع تحقيق على الأقل أرباح لمدة 3 سنوات الأخيرة قبل تقديم طلب الانضمام للبورصة؛
  - تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة ينجز من قبل عضو من منظمة الخبراء المحاسبين غير منتدب لحسابات الشركة؛
  - لا يصبح إعتداد الوسيط في عمليات البورصة إعتقادا فعليا إلا بعد أن يكتتب الوسيط قسطا من رأسمال شركة إدارة بورصة القيم؛
  - أن لا تقل قيمة رأسمال شركات المساهمة عن 100 مليون دينار جزائري للوفاء بها؛
  - أن توزع أوراق مالية على الجمهور على 300 مساهم على الأقل حيث يملك كل واحد منهم على الأكثر 5% من رأسمال الاجتماعي؛
  - أن توزع على الجمهور أوراق مالية تمثل 20% من رأسمالها الاجتماعي على الأقل؛
  - أما بالنسبة للسندات الديون فيجب أن يساوي سعرها على الأقل 100 مليون دج و يجب أن توزع على 100 شخص على الأقل.
- أما فيما يتعلق بالمتدخلون في بورصة الجزائر، فنميز هنا بين الوسطاء في عمليات البورصة و المتعاملين آخرين و ذلك من خلال:
- أ- الوسطاء في عمليات البورصة:**

منذ صدور المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23/05/1993، رخصت السلطات العمومية و بصفة إنتقالية لكل البنوك و الهيئات المالية و شركات التأمين للممارسة دور الوسيط في عمليات البورصة شريطة أن تقدم الضمانات التالية:

- تمتلك رأسمال أدنى مقبول من طرف لجنة مراقبة عمليات البورصة.
- تمتلك القدرات و التنظيم التقني للقيام بهذه الوظيفة.
- وجود قسم بداخلها مستقل يحدث الفصل بين النشاطات.

و نتيجة لذلك ظهرت خمسة شركات للوساطة المالية وهي على التوالي: 13

- الراشد المالي Errached El Mali؛ المكون من BEA- CNMA- CCR.
- الشركة العامة للتمويل (So.Ge.Fi) ويتكون من CNEP- CPA- CAAT.
- الشركة المالية للاستشارة و التوظيف (So.Fi.Cop) والمكونة BNA - BDL - SAA .
- شركة التوظيف في القيم المنقولة (S.P.D.M) و المكون من BADR- CAAR
- شركة UNION BANK وهي الوسيط الوحيد برأسمال خاص.

حيث يكلف الوسيط بالمهام التالية:

- تشغيل القيم المنقولة أو المنتجات المالية لحساب المرسل؛
  - التفاوض على الصفقات لحساب الزبائن؛
  - تقديم الإستشارة في مجال التوظيفات المالية؛
  - تسيير محفظة الزبائن؛
  - ضمان حسن إنجاز العمليات المالية.
- ب- المتعاملون:

سمح المشرع الجزائري للأشخاص الطبيعيين باستثمار أموالهم من خلال ما تمنحه البورصة من منتوجات مالية، وهذا ما فتح الباب أمام الإستثمارات من خلال الطرق التالية:

- تكوين محافظ مالية شخصية مسيرة من قبل صاحبها أو الوسيط.
- الصناديق الجماعية للتوظيف.
- شركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير .

وقد تم بمقتضى القرار رقم 10-98 الصادر بتاريخ 31-03-1998 إنشاء شركة استثمار ذات رأس المال المتغير و المعروفة بإختصارا باسم "سليم" من طرف الشركة المالية للإستشارة و التوظيف المالي برأس المال قدره 120 مليون دينار جزائري، ليصل في سنة 2007 إلى ما يقارب 168 مليون دينار.<sup>14</sup> و تتشكل بورصة الجزائر من قسمين هما:

أ- قسم القيم المنقولة:

يتم في هذا القسم تداول سندات رأس المال و سندات الدين حيث نجد في المقصورة الرسمية ستة شركات مسجلة في التسعيرة الرسمية و هي على التوالي:

<sup>13</sup> دليل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، مرجع سابق، ص28.

<sup>14</sup> لجنة عمليات البورصة، مرجع سابق ذكره، ص 39.

- شركتان للأسهم (مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي).
- أربعة مؤسسات مصدرة للسندات وهي: الخطوط الجوية الجزائرية، سونلغاز، اتصالات الجزائر، شركة المساهمة داخلي.

أما فيما يتعلق بعدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر فيصل عددها الى 15 شركة بعد إنسحاب رياض سطيف و انتهاء القرض السندي لسوناطراك و دخول شركتان جديدتان هما:

مجمع حداد في: 12 جويلية 2009 تأشيرة للجنة رقم 09/09 وأليانس للتأمينات في 08 أوت 2010 تأشيرة للجنة رقم 10/20.

و يتم تداول القيم المنقولة مرتين في الأسبوع و ذلك كل يوم إثنين و الأربعاء و الشكل الموالي يوضح الشركات المدرجة في التسعيرة الرسمية و رمز الشركة:

جدول رقم: 02 يبين نوع الورقة المالية و رمزها في البورصة الجزائرية

الرمز	الاسم	النوع
AT11	اتصالات الجزائر	سند الدين
AUR	ش.ت.ف. الأوراسي	سند رأس المال
SAI	صيدال	سند رأس المال
SZ11	سونلغاز 11	سند الدين
SZ14	سونلغاز 14	سند الدين
DH16	سند داخلي	سند الدين

المصدر: الجزائر للتسوية، تقرير لجنة مراقبة عمليات البورصة، 2009، ص 25.

#### ب- قسم سندات الخزينة العمومية:

يتم في هذا القسم تداول سندات الخزينة العمومية التي تم إدراجها لأول مرة في 11 فبراير 2008، وذلك بغية إعادة الإعتبار لسوق المالي في عملية تمويل الإقتصاد الوطني من جهة، و تفعيل دورها من جهة ثانية. و تنوعت سندات الخزينة المدرجة بين سندات ذات الأجل 7 سنوات، 10 سنوات، 15 سنة، يتم تداولها من قبل الوسطاء الماليين المعتمدين بمعدل خمسة حصص في الأسبوع، حيث بلغت الرصيد الإجمالي للسندات المتداولة في سنة 2009 مبلغا قدره: 226.245.000.000 دج موزعة كما يلي: <sup>15</sup>

<sup>15</sup> لجنة عمليات البورصة، مرجع سابق ذكره، ص 39.

جدول رقم: 03 يبين سندات الخزينة العمومية و مبالغها المالية لسنة 2009

السندات	المبالغ
سندات 7 سنوات	77.960.000.000 دج
سندات 10 سنوات	83.285.000.000 دج
سندات 15 سنة	65.000.000.000 دج

المصدر: شركة تسيير بورصة القيم، تقرير لجنة مراقبة عمليات البورصة، 2009، ص30.

أما عن الطريقة التي يتم بها التداول في بورصة الجزائر، فتتم عن طريق مواجهة أوامر الشراء و أوامر البيع، و فق إحدى الطريقتين التاليتين:

1- طريقة التثبيت: FIXING

تسمح هذه الطريقة بتحديد سعر يومي لمواجهة أوامر الشراء و البيع خلال فترة زمنية محددة بغية الوصول إلى السعر التوازني.

2- طريقة التسعيرة المستمرة:

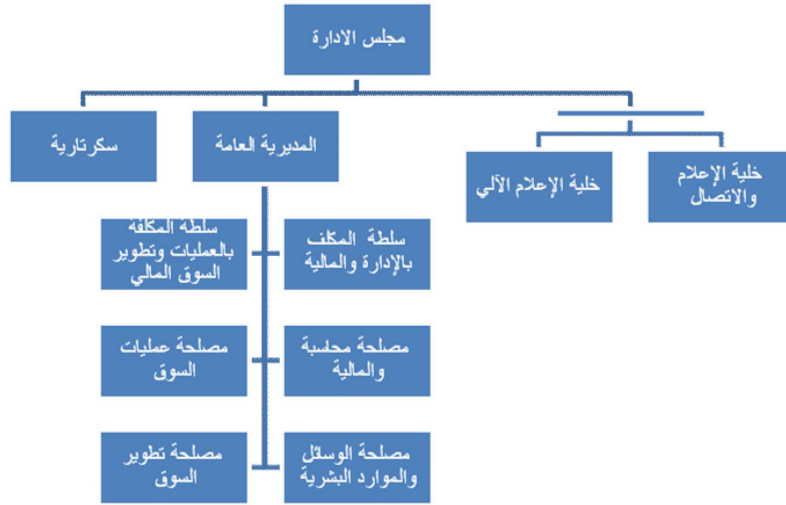
تتم في هذه الطريقة تجميع كل الأوامر المتواصلة و الذي يتشكل من خلالها العديد من الأسعار التوازنية، غير أنه بمجرد ما ينفق البائع و المشتري حول السعر، يتم التبادل من إفتتاح إلى إقفال البورصة، و الطريقة المتبعة في بورصة الجزائر هي التسعير إلكتروني.

و يجب توفر ثلاثة إجراءات أساسية للدخول في التسعيرة الرسمية للأوراق المالية المقبولة من لجنة المفاوضات المتمثلة فيما يلي :

- إجراءات العرض العمومي للبيع OPV بالسعر الأدنى؛
- إجراءات العرض العمومي للبيع OPV بالسعر الثابت؛
- الإجراء العادي والذي يستعمل في حالة أوراق المالية ذات معدل متغير، أما بنسبة للسندات المصدرة من قبل الدولة أو الجماعات المحلية أو شركات المساهمة. غير انه لا يتم إستعمال العرض العمومي للبيع على سندات رأسمال.

و يمكن تلخيص تنظيم بورصة الجزائر في الشكل أدناه:

الشكل رقم:13 يوضح هيكل تنظيمي للجنة مراقبة عمليات البورصة



المصدر : www.SGBV.dz تاريخ الإطلاع على الموقع: 2010/10/26

**المطلب الثالث: تجربة الشركات المصدرة للأوراق المالية في الجزائر**

بعد صدور مختلف القوانين المنظمة لسوق المالي في الجزائر، وجدت المؤسسات العمومية الإقتصادية في الجزائر متنافسا جديدا لتمويل إحتياجاتها المالية المتزايدة بعيدا عن التمويل البنكي و ما يفرضه على المؤسسات من قيود و شروط و سنتعرض في هذا المطلب إلى بعض الشركات السبّاقة التي دخلت بورصة الجزائر و طرق التي أعتمدتها في فتح رأسمالها.

**1- القرض السندي للسوناطراك:**

تعتبر شركة سونا طراك أول متعامل إقتصادي في الجزائر يطرح أوراق مالية يتم تداولها في بورصة الجزائر، حيث منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة Cosob التأشيرة رقم 01 بتاريخ 18/11/1997 من خلال مذكرة إعلامية قدمتها شركة سوناطراك والمتعلقة بقرض السندي بمبلغ خمسة ملايين دينار جزائري بسعر فائدة مقداره 13% لمدة 5 سنوات 16 ، ونتيجة للسيولة العالية بسبب الأمان والمردودية التي أكتسبها هذا القرض، لقي إقبالا كبيرا لدى الجمهور، الأمر الذي تطلب تعديل المذكرة الإعلامية السابقة أعلاه، من خلال رفع مبلغ القرض النهائي إلى 12 مليار دينار جزائري بعلاوة إصدار بنسبة 2.5 % من القيمة الإسمية و مدة القرض 5 سنوات تبدأ من 4 جانفي 1998، وقد تم تقسيم هذا القرض إلى ثلاث فئات من السندات بقيم اسمية مختلفة هي: 100000، 50000، 10000 دج، بغية إستقطاب عدد أكبر من المستثمرين و توفير أكبر قدر من السيولة لسندات محل الإصدار، ولقد تحقق كل ذلك لشركة وهو ما ترجم في زيادة الطلب على المعروض من المستثمرين.

<sup>16</sup> محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000، ص 399.



ومن الأسباب التي أدت إلى نجاح هذا القرض هو معدل الفائدة المستعمل والمقدر ب 13 % و الوسيلة الجبائية المرتبطة به أي الدخل غير خاضع للضريبة .

## 2- مجمع رياض سطيف:

أنشأت المؤسسة في 01 جانفي 1983 على إثر إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للصناعة الدقيق والطحن و صناعة العجائن الغذائية الكسكس S.N.Sempac وتحولت إلى شركة ذات أسهم في 02 أفريل 1990 و سميت منذ ذلك الوقت مؤسسة الصناعات الغذائية من الحبوب ومشتقاتها بسطيف ERIAD لمدة 99 سنة برأسمال قدره 100.000.00 دج مكون من 1000 سهم مقسم كمايلي :

- صندوق المساهمة للصناعات الزراعية الغذائية 350 سهم؛
- صندوق المساهمة لصناعات المختلفة يمتلك 250 سهم؛
- صندوق المساهمة لمناجم هيدروكو بورية مائة 200 سهم؛
- صندوق المساهمة للخدمات 200 سهم.

وهي تعتبر في نفس الوقت شركة تنتمي للشركة القابضة الزراعية الغذائية holding وكان نشاطها هو تحويل الحبوب ( القمح الصلب واللين) وإنتاج و تسويق المنتجات المشتقة منها: الفرينة، العجائن الغذائية...الخ.

و بتاريخ 25 أفريل 1998، قرر المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) إدخال الشركة العمومية الإقتصادية الرياض سطيف إلى سوق الأوراق المالية بالجزائر، بسبب الوضعية المالية الجيدة التي كانت تتمتع بها آنذاك، وفي 29 أفريل 1998 حددت الجمعية غير العادية لذات المؤسسة الإطار العام لزيادة رأسمال باللجوء العلني للادخار برفع رأسمالها من 4.000.000.000 دج إلى 5.000.000.000 دج و ذلك من خلال فتح رأسمالها الاجتماعي بنسبة 20% من خلال إصدار 1.000.000 سهم بقيمة إسمية 1000 دج بسعر إصدار حدد ب2300 دج، وحددت فترة الإكتتاب من 02 نوفمبر 1998 إلى 15 ديسمبر 1998. ليصل عدد المكتتبين إلى 5180 مكتتب<sup>17</sup> و قد امتلكت شركة القابضة ما يقارب 80 % من أسهمها.

## 4- مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال مجمع تابع لصندوق الكيمياء والبترو وكيمياء والصيدلة، أحد الصناديق الثمانية أو ما يسمى حاليا بالشركات القابضة، و عندما أعطى مجلس مساهمات الدولة الضوء الأخضر لمجمع صيدال ليدخل بورصة الجزائر في 18 جوان 1998 في إطار سياسة خوصصة شركات العمومية، إجتمعت على أثرها الجمعية العامة غير العادية في 22 جوان 1998 التي أقرت بخوصصة جزئية لرأس المال المجمع

<sup>17</sup> دالي لمياء، مساهمة بورصة الجزائر في تمويل المؤسسة العمومية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول سياسات التمويل، جامعة بسكرة، 2006، ص. 8.

و المقدر ب20% ما يمثل 2.000.000 سهم<sup>18</sup>، بسعر ثابت يقدر ب 500 دينار، و أنطلقت العملية في 15/02/1999 حيث قام مجمع بتقديم مذكرة إعلامية ليحصل بها على التأشيرة من Cosob رقمها 98/04 بتاريخ 24/12/1998 ، بعدما قررت إدارة المؤسسة فتح أسماؤها بنسبة 20% أي حوصصة جزئية، و ذلك من خلال إجراء عملية العرض العمومي للبيع بسعر ثابت ومعلوم، حيث حددت قيمة العرض العمومي للبيع ب 500 مليون دج للسهم الواحد موزعة على 2.000.000 سهم بقيمة إسمية تقدر ب 250 دج للسهم الواحد و أنطلق العرض في 15/01/1999 لمدة شهر و تمكنت من خلال هذه العملية أن تبيع أكثر من عدد الأسهم المطروحة حيث تحصلت على 2 مليون و 300 ألف أمر للشراء مع نهاية العملية منها مليون و 400 ألف سهم بيعت للمواطنين و 16500 لعمال المجمع و بذلك تحصل المجمع على الأموال التي كانت يحتاجها .

#### 5- فندق الأوراسي:

يعتبر مؤسسة متخصصة في مجال الخدمات و الفنادق السياحية رأسمالها 1.500.000.000 دينار جزائري مملوكة بالكامل من طرف الدولة، و بمقتضى المرسوم رقم 25-95 المتعلق بتسيير الأموال التجارية للدولة، تم تحويل ملكية الفندق إلى الشركة القابضة للخدمات، وبتاريخ 05/02/1998 قررت اللجنة الوطنية للمساهمات الدولية بخصوصية جزء من رأسمال الفندق بنسبة 20 % ، و هذا ما أقرته الجمعية العامة غير العادية للمساهمين بتاريخ 21/06/1998، ومن خلال هذا الإجراء قامت المؤسسة بطرح 1.2 مليون سهم بسعر وحدوي 400 دج، انطلاقا من 15 جوان 1999 إلى 18 جويلية 1999 و تمت هذه العملية بمساعدة الوسطاء الماليين على رأسهم شركة الراشد المالي، حيث توج هذا العرض بالنجاح حيث كان الطلب على الأسهم يفوق الحصص المعروضة بالنجاح و كان المساهم الرئيسي الشركة العمومية القابضة للخدمات التي استحوذت على 80% من الأسهم المطروحة، و تحصلت على تأشيرة Cosob رقم 01-99 بتاريخ 24 ماي 1998 ليكون أول تاريخ لدخولها البورصة في 20 جانفي 2000 و أول تسعير لها كان في 14 فيفري 1999.

تعتبر الشركات السابقة هي الشركات سباقة في دخول البورصة، و لقد أتيج لهذه الشركات التمويل و فرص إستثمارية جديدة و نتيجة لزيادة الطلب على الأوراق المالية لهاته الشركات عن المعروض، الشيء الذي حفز الشركات الأخرى للدخول و خوض التجربة و هو ما حدث فعلا من خلال دخول شركات عمومية و أخرى خاصة منها: SONELGAZ,CIVITAL,ENTP,AIR ALGERIE, ENAFOR , ALGERIE TELECOM, SRH,ALC,ETRHB HADDAD,ALIANCE ASSURANCE . EEPAD,DAHLI,

و ينبغي الإشارة إلى انسحاب سند رأسمال لشركة رياض سطيف بعدما أقر مجلس مساهمات الدولة سحب الشركة من البورصة قصد التنازل عنها للقطاع الخاص، وأبدت لجنة عمليات البورصة موافقتها

<sup>18</sup> Groupe Saidal, La notice d'information, 1999, p4-5.

خلال الجلسة المنعقدة بتاريخ 23 ماي 2006، و على إثر ذلك قامت الشركة بتقديم عرض علني لسحب سندها بتاريخ 30 يوليو 2006 خلال الفترة الممتدة من 30 يوليو إلى 31 أكتوبر 2006، حيث حدد العرض العلني للسحب بسعر 1500 دج للسهم الواحد مطبقة على 20 % من رأسمال رياض سطيف، و بلغ حجم الإجمالي للسندات المسحوبة 4.491.620 سهم.<sup>19</sup>

و الجدير بالذكر أن الشركة ظلت توزع أرباحها بصورة دورية على المساهمين و وصل مبلغ الربح الموزع للفترة 1999-2003؛ 793.5 دج للسهم الواحد .

تميز نشاط بورصة الجزائر بتذبذب، فنلاحظ أن دور البورصة في تمويل الإقتصاد يعتبر دور محتشم حيث بلغت نسبة رأس مال السوق إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي في سنة 1999 نسبة 0.59% مقارنة بسنة 2003 والتي وصل فيها النسبة إلى 0.22 %، و ذلك بناء على تقرير الصندوق النقد العربي لقاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية الصادر في سنة 2005.

و يعود أساس الضعف إلى إنخفاض في حجم المعاملات التي وصلت سنة 1999 إلى 1056 معاملة، لتتخفف في سنة 2003 إلى 393 معاملة، ثم عاودت الإرتفاع في سنة 2006 لتصل إلى 691 أمرا لتصل بذلك الرسملة البورصية مبلغ 6.710.000.000 دج مقسمة بين سندي صيدال و الأوراسي، وذلك بعد إنسحاب رياض سطيف، أما في سنة 2008 فعرفت بورصة الجزائر حركية كبيرة من خلال عدد الأوامر المقدمة في قسم الأسهم فقط و التي وصلت إلى 1.457.039 أمر بقيمة متبادلة بلغت 21.414.845 دج مقابل 130.443 في سنة 2007 أي بزيادة قدرها 41%، أما فيما يتعلق بنشاط السندات الخزينة فعرفت هي الأخرى نشاط كبير وهذا ما يترجمه الإصدار الثاني للمؤسسة سونلغاز في 28 جويلية 2008 بقيمة 30 مليار دينار لتبلغ عدد السندات المسعرة في البورصة إلى أربعة سندات و تصل بذلك القيمة البورصية للسندات إلى 1.280.511.505 دينار مقابل 960.417.115 دج في سنة 2007 أي بنسبة زيادة تصل إلى 26.87 % 20 أما فيما يتعلق بحجم السندات المطروحة للشراء والبيع زيادة كبيرة بلغت 57.12% حيث وصلت في سنة 2008 إلى ما يقارب 2.146.054 سند بكافة أنواعه مقابل 1.365.861 سند في سنة 2007.

و ما يلاحظ أن 98.24 % من مجموع القيمة المتداولة في البورصة ناتجة عن نشاط قسم السندات و هذا راجع أساسا إلى:

- وجود عدد أكبر من شركات التي طرحت سندات من شركات المصدرة للأسهم.
- القيمة الاسمية للسندات هي أكثر لأهمية من القيمة النقدية للأسهم.
- سندات دائما تكون أكثر مرونة و أقل خطر من الأسهم .
- مستوى سيولة الأسهم في بورصة الجزائر ضعيف.

<sup>19</sup> لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2006، ص 19.

<sup>20</sup> لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2008، ص 8.

## المبحث الثاني: تحليل الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العاملي المميز (AFD).

سنقوم في هذا المبحث بتقدير دوال تميز الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، بعد أن تم التعرض في الفصل الأول والثاني إلى الأسس النظرية والدراسات الميدانية والتطبيقية حول مختلف الأبعاد الإقتصادية والمالية ذات الصلة بموضوع الأداء المالي، باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD).

لتقدير هذه الدوال، سنقوم باستخدام الطريقة سابقة الذكر، معتقدين بأنها مناسبة لهذا النوع من التحليل و ذلك إنطلاقاً من كون هذه الطريقة تفرق بين المجموعات الإحصائية موضوع الدراسة، و كذا تجزئة المفردات إلى مجموعات جزئية.

لتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، تم الإستعانة بأحد البرامج الإحصائية المستخدمة في العلوم الإنسانية و الإجتماعية و هو برنامج Spss نسخة 16.

من أجل القيام بهذه الدراسة، اعتمدنا على عينة مكونة من 11 مؤسسة مسعرة في بورصة الجزائر من أصل 15 مؤسسة مدرجة فيها، حيث تم انتقاء مجموعة المؤسسات التي ستجرى عليها الدراسة والمتغيرات التي نعتقد أنها مفسرة للظاهرة موضوع التحليل بناء على أسس علمية ونظرية موضحة كمايلي:

- قوائمها المالية منشورة خلال فترة الدراسة (1999-2009)؛
- أن يكون نشاطها غير مالي (إقتصادي)؛
- لم ينقطع تداول أسهمها و لم يتم دمجها أو تصفيتها خلال فترة الدراسة.

فيما يخص عينة الدراسة، فقد تم تشكيلها من خلال سلسلة من البيانات المستخرجة من القوائم المالية للمؤسسات موضوع الدراسة، لنحصل في الأخير على 83 مشاهدة (ميزانية) ممتدة خلال فترة 1999-2009، وتجدر الإشارة إلا أنه تم التطرق إلى بعض الميزانيات قبل سنة 1999 و عددها 6 ميزانيات و يعود ذلك إلى كون هذه الميزانيات تخص شركتان تم إدراجهما قبل سنة 1999 (فترة الدراسة) و يتعلق الأمر بكل من شركة صيدال و الأوراسي أي ميزانيات قبل دخول المؤسستين للبورصة.

أما فيما يتعلق بمتغيرات الدراسة، فقد إعتدنا على 27 نسبة مالية نعتقد أنها مفسرة للأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية قبل و بعد دخولها للبورصة، و الجدول التالي يلخص النسب المعتمدة في التحليل:

الجدول رقم: 04 يوضح تسمية النسب المعتمدة في التحليل

المتغيرة	القياس	تسمية النسبة
R1	المردودية المالية	Rep
R2	القدرة على التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة	CAF/CP
R3	نسبة الهيكل المالي	D/CP
R4	رقم الأعمال إلى الأموال الخاصة	CA/CP
R5	رقم الأعمال إلى الأصل الاقتصادي	CA/AE
R6	المردودية الاقتصادية الصافية	Rexp/AE
R7	المردودية الاقتصادية الإجمالية	EBE/AE
R8	الهامش الصافي للاستغلال	Rexp/CA
R9	الهامش الإجمالي للاستغلال	EBE/CA
R10	نتيجة الصافية إلى رقم الأعمال	Rnet/CA
R11	القيمة المضافة إلى رقم الأعمال	VA/CA
R12	الأصل الاقتصادي إلى الأموال الخاصة	AE/CP
R13	النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة	Rnet/VA
R14	الفائض إجمالي للاستغلال إلى القيمة المضافة	EBE/VA
R15	رقم الأعمال إلى القيمة المضافة	CA/VA
R16	القدرة على التمويل الذاتي إلى القيمة المضافة	CAF/VA
R17	المصاريف المالية إلى الفائض الإجمالي للاستغلال	FF/EBE
R18	المصاريف المالية إلى القيمة المضافة	FF/VA
R19	الفائض الإجمالي للاستغلال إلى رقم الأعمال	EBE/CA
R20	الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة	AC/PC
R21	رقم الأعمال إلى إجمالي الأصول	CA/TA
R22	الاستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول	I/TA
R23	ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة	DL/CP
R24	إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	DT/TA
R25	صافي الأصول الثابتة إلى ديون طويلة الأجل	IF/DL
R26	نتيجة الصافية إلى مجموع الأصول الصافية	Rnet/TA
R27	ديون الاستثمارات إلى الأموال الخاصة	DI/CP

المصدر : من إعداد الباحث

و قد تم تقسيم هذه البيانات بناء على معيار دخول المؤسسات للبورصة إلى مجموعتين هما:

الجدول رقم: 05 يوضح تصنيف و تسمية المجموعتان

الرقم المعطى في التصنيف (DS)	الرمز	المجموعة
1	NB1...n	المجموعة الأولى تضم ميزانيات قبل دخول المؤسسة للبورصة
2	NA1...n	المجموعة الثانية تضم ميزانيات بعد دخول المؤسسة للبورصة

المصدر : من إعداد الباحث

حيث يرمز الحرف B إلى كلمة BEFOR أي قبل دخول المؤسسة للبورصة، أما الحرف A فيشير إلى كلمة AFTER ونعني بها بعد دخول المؤسسة للبورصة.

### المطلب الأول: إختبار التميز في الأداء المالي للمؤسسات باستخدام طريقة التحليل التمييزي

تعتمد هذه الطريقة على تصنيف المشاهدات في إحدى المجموعتين السابقتين، ولإستخراج و تقدير دوال التمييز بين المجموعات، سنقوم بإجراء إختبارات إحصائية أولية، وبالإستعانة ببرنامج SPSS نسخة 16، لنحصل في الأخير على دوال التمييز التي يمكن من خلالها تقدير الأداء المالي لعينة من المؤسسات إنطلاقاً من مجموعة من الخصائص التي تتميز بها كل مؤسسة.

#### 1- إختبار Box لتساوي مصفوفات التغاير

يستعمل هذا الإختبار، لتبيان ما إذا كانت هناك فروق إحصائية دالة في مصفوفة التباين المشتركة، و ذلك إنطلاقاً من قيمة اللوغاريتم المحدد، فكلما ارتفعت هذه القيمة كلما دل ذلك على الإختلاف الموجود في مصفوفات التغاير، ومن ثم وجود فروق إحصائية دالة بين مجموعات موضوع الدراسة، أما عمود Rang فيشير إلى عدد المتغيرات المُنبئة في الدالة.

إستناداً إلى النتائج الواردة في الجدول أدناه، و بالنظر إلى عمود Rang، نلاحظ وجود ثلاث متغيرات منبئة فقط، من بين 27 متغيرة مقترحة للدراسة، في حين أن إرتفاع قيمة اللوغاريتم يشير إلى وجود فروق إحصائية دالة بين المجموعتين، ذلك أن دالة التمييز الحاصلة سوف تحافظ على قوتها الإحصائية لأنها لا تأخذ بعين الإعتبار البيانات ضعيفة البعد، و هو ما يشير إلى إمكانية تمييز الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

#### الجدول رقم: 06 جدول إختبار تساوي مصفوفات التباين

Log Déterminants		
DS	Rang	Log Determinan t
1	3	1.447
2	3	-4.520
<b>Pooled within-groups</b>	3	0.225
Test Results		
	<b>Box's M</b>	145.655
	<b>Approx.</b>	23.299
	<b>df1</b>	6
	<b>df2</b>	4.746
	<b>Sig</b>	0.000

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن مستوى الدلالة المرفق بالإحصاءة Box's M أقل من 0.05، وهو ما يشير إلى دلالة هذه الإحصاءة، معنى ذلك أنه يمكن إيجاد قاعدة إحصائية للتمييز بين المجموعتان، حيث يشير إختلاف مصفوفات التباين إلى إمكانية إختلاف الأداء المالي للمؤسسات قبل دخولها البورصة عن أدائها المالي بعد دخولها البورصة.

### 3- إستخراج المتغيرات المميزة

بعد أن قمنا بالتعرف في الإختبار السابق على عدد المتغيرات المنبئة والبالغ عددها ثلاث متغيرات، سنحاول التعرف على طبيعة و نوعية هذه المتغيرات، ومن أجل ذلك سنقوم باستخدام أسلوب التدرج Stepwise Statistics وهو أحد الأساليب المستعملة لقياس قدرة المتغيرات على التمييز بعد إستخراجها و التعرف عليها، و ذلك إنطلاقاً من أقل قيمة لإحصاءة Wilks' Lambda ، أو أكبر قيمة لإحصاءة فيشر و الجدول التالي يبين نتائج أسلوب التدرج:

الجدول رقم: 07 إحصائيات أسلوب التدرج

المتغيرة المدرجة و المستتناة									
Step	Entered	Wilks' Lambda							
		Statistic	df1	df2	df3	Exact F			
						Statistic	df1	df2	Sig.
1	R25	0.921	1	1	81.00	6.995	1	81.00	0.010
2	R5	0.876	2	1	81.00	5.676	2	80.00	0.005
3	R22	0.826	3	1	81.00	5.566	3	79.00	0.002

. Maximum number of steps is 54.  
Maximum significance of F to enter is 0.05.  
Minimum significance of F to remove is 0.10.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

إعتماداً على النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أنه هناك 54 خطوة قام البرنامج باستخدامها لإستخراج هذه المتغيرات الثلاثة وهي مرتبة حسب قدرتها على التمييز كمايلي:

- المتغيرة R25 والممثلة لنسبة صافي الأصول إلى الديون طويلة الأجل، و التي لديها قدرة كبيرة على التمييز حيث بلغت قيمة فيشر فيها 6.995، و تعد هذه الأخيرة دالة بناءاً على مستوى الدلالة المرفق بها وهو 0.010.
- المتغيرة R5 و التي تمثل نسبة معدل دوران الأصل الإقتصادي تحتل المرتبة الثانية بقيمة فيشر وصلت إلى 5.676، و تعد هذه الأخيرة دالة بناءاً على مستوى الدلالة المرفق بها وهو 0.05.

- المتغيرة الثالثة و الممثلة في R22 أي نسبة الإستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول تأتي في المرتبة الأخيرة من حيث قدرتها على التمييز بقيمة فيشر وصلت إلى 5.566، و تعد هذه الأخيرة دالة بناء على مستوى الدلالة المرفق بها وهو 0.002.

باقي المتغيرات تم إستبعادها من النموذج لخروج مستويات دلالة إحصاءاتها F عن مجال القبول. وبلغت الدلالة الإحصائية exact F قيمة 0.002 و هي أقل من 0.05 مما يدل على القدرة العالية لهذه المتغيرات مجتمعة على التمييز.

و لإظهار ترتيب دخول المتغيرات الثلاثة في النموذج، يمكن إدراج الجدول أدناه، أما المتغيرات التي لم تدخل في النموذج فهي موجودة في الملحق رقم 1.

الجدول رقم: 08 المتغيرات المدرجة في التحليل حسب أسلوب التدرج

Variables in the Analysis				
Step		Tolerance	Sig. of F to Remove	Wilks' Lambda
1	R25	1,000	0.010	-
2	R25	0.984	0.006	0.963
	R5	0.984	0.046	0.921
3	R25	0.917	0.049	0.867
	R5	0.922	0.016	0.889
	R22	0.862	0.031	0.876

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

### 3- إستخراج دوال التمييز بين المجموعات

تبين النتائج الواردة في الجدول أدناه، عدد دوال التمييز، القيم الذاتية، نسبة التباين، ونسبة الارتباط القانوني، وبما أنه لدينا مجموعتان للتصنيف، فانه سوف تنتج لدينا دالة تمييز واحدة على إعتبار أن عدد دوال التمييز المستخرجة تكون بعدد المجموعات مطروحا منها الواحد، وللحكم على قدرة هذه الدالة على التمييز، لا بد من إختبارها إحصائيا. ومن بين الإختبارات نجد إختبار Wilks' وفق المعامل  $\lambda$ ، حيث بلغ معامل الارتباط القانوني 42 % الشيء الذي يدل على أن قدرة الدالة على التمييز متوسطة.

الجدول رقم: 09 القيم الذاتية للدوال التمييز

Eigenvalues				
Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	(a) 0.211	100.0	100.0	0.418

a. First 1 canonical discriminant functions were used in the analysis.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.



#### 4- إختبار دالة التمييز

يستعمل هذا الاختبار من أجل معرفة جودة التمييزية للدالة، و ذلك من خلال إستخدام إحصائية **lambda de wilks** لقياس مقدار التباين غير المُفسر، أما إختبار Khi-Deux فيدل على جودة التمييز للدالة وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم:10 إختبار دوال التمييز

Wilks' Lambda				
Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1	0.826	15.244	3	0.002

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

من خلال الجدول أعلاه، نلاحظ أن قيمة Khi-Deux و صلت إلى 15.244 بمستوى دلالة 0.002 مما يشير إلى دلالة الإحصاءة Chi-square، وهو ما يعني أن الدالة المستخرجة ذات قدرة على التمييز بين المجموعتين حسب خصائص كل مجموعة. وهذا ما يؤكد قيمة lambda de wilks التي بلغت 0.826.

#### 5- دالة التمييز القانونية المعيارية

إعتمادا على النتائج السابقة، يمكننا المقارنة بين تأثير المتغيرات الكمية على النموذج في صياغة دالة يمكن من خلالها تقدير الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، و هذا إنطلاقا من مجموعة من الخصائص فهي تبين الأهمية النسبية للمتغيرات المستقلة في عملية تقدير قيم المتغير التابع و الجدول التالي يوضح معاملات دالة التمييز القانونية المعيارية كمايلي:

الجدول رقم:11 معاملات دوال التمييز القانونية المعيارية

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients	
Function	1
R5	0.666
R22	0.618
R25	0.549

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

إنطلاقاً من جدول أعلاه، يمكننا كتابة الدالة التمييزية القانونية المعيارية كمايلي:

$$F1=0.666R5 + 0.618 R22 + 0.549 R25 \quad (3-1)$$

من خلال المعادلة أعلاه، نلاحظ أن نسبة معدل صافي الأصول الثابتة إلى ديون طويلة الأجل يرجع لها الأثر الكبير في التمييز، ثم يليها بعد ذلك نسبة رقم الأعمال إلى الأصل الإقتصادي، فأخيراً نسبة الإستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول.

#### 6- دالة التمييز القانونية

بعد أن قمنا باستخراج دالة التمييزية القانونية المعيارية التي تفيد في عملية التقدير، كما ذكر أنفاً، سنقوم في هذه الخطوة باستخراج معاملات دوال التمييز القانونية التي تستعمل في عملية التنبؤ و التوقع في حالة وجود حالات جديدة، حيث يمكن التنبؤ بالمجموعة و تصنيفها إنطلاقاً من هذه الدالة، و الجدول التالي يعطي معاملات دوال التمييز القانونية:

الجدول رقم:12 معاملات دوال التمييز القانونية

Canonical Discriminant Function Coefficients	
Function	1
R5	0.391
R22	3.033
R25	0.157
(Constant)	- 2.263

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

حسب هذا الجدول تكتب الدالة القانونية لدالة التمييز القانونية كمايلي:

$$F1= -2.263 + 0.391R5 + 3.033 R22 + 0.157 R25 \quad (3-2)$$

إذن من خلال هذه الدالة، يمكننا التنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات قبل و بعد دخولها للبورصة اعتماداً على تصنيفها في المجموعة الأولى أو المجموعة الثانية بناءً على الخصائص التي تحملها كل مجموعة.

## 7- إحدائيات مركز ثقل المجموعات

إعتمادا على النتائج الواردة في الجدول أدناه، نلاحظ أن كلا المجموعتان تتمركزان في نقطة معينة تدعى بمركز ثقل المجموعة، فالمجموعة الأولى يكون مركز ثقلها عند القيمة 0.460، أما المجموعة الثانية فتكون في موقع معاكس للقيمة السابقة عند -0.499 أي بالتقريب نظيرتها في الجهة العكسية، وتحدد المسافة بين كل قيمتين بمجموعهما أي عند 0.909، وهي تعتبر مركز ثقل الدالة التمييزية القانونية.

### الجدول رقم: 13 يبين مركز ثقل المجموعتين

Functions at Group Centroids	
V2	Function
	1
1	0.460
2	-0.449

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

## 8- المصفوفة الهيكلية

تبين المصفوفة الهيكلية معاملات ارتباط المتغيرات المُنبئة بدالة التمييز، إنطلاقا من هذه المصفوفة يمكننا أن نسمي دالة التمييز بناء على نسب الإرتباط القانوني.

### الجدول رقم: 14 يبين المصفوفة الهيكلية

Structure Matrix					
	Function		Function		Function
R25	0.639	R27a	0.196	R10a	0.067-
R22	0.591	R6a	0.193	R8a	0.021
R5	0.426	R3a	0.192	R14a	0.014
R21a	0.375	R7a	0.192	R9a	0.014
R2a	0.253	R15a	0.181	R19a	0.014
R1a	0.251	R11a	0.177-	R17a	0.014-
R20a	0.246-	R26a	0.175	R13a	0.006-
R4a	0.215	R12a	0.114	R18a	0.003-
R23a	0.201	R24a	0.074-	R16a	0.002

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions  
a. This variable not used in the analysis.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

إرتبطت دالة التمييز بنسبة R5 بمعدل 63.9%، و بالنسبة R22 بمعدل 59.1%، و R25 بمعدل 42.6%، و تأسيسا على التفسيرات الإقتصادية و المالية و نتائج التحليل يمكننا أن نسمي دالة التمييز المحصل عليها ب: حجم و سياسة الإستثمار في المؤسسة.

## 9- إستخراج دوال التصنيف

بعد أن تمكننا في الإختبارات السابقة من إستخراج دوال التمييز القانونية و المعيارية، و كذا معاملات الموافقة لكل دالة، سنحاول الآن استخراج دوال التصنيف (دوال التمييزية الخطية لفشير)، حيث تفيد هذه الدوال في إعادة تصنيف أفراد العينة في إحدى المجموعتين إعتقادا على القيمة الأكبر بين المجموعتين لتصنف فيها.

الجدول رقم: 15 معاملات دوال التمييز الخطية لفشير

Classification Function Coefficients		
	V2	
	1	2
R5	0.946	0.592
R22	14.738	11.982
R25	0.117	-0.025
(Constant)	-5.530	-3.445
Fisher's linear discriminant functions		

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

فحسب الجدول أعلاه، تكون دوال التصنيف كمايلي:

الدالة الأولى: وتعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة قبل دخولها للبورصة

$$F1 = -5.530 + 0.946R5 + 14.738 R22 + 0.117 R25 \quad (3-3)$$

الدالة الثانية: وتعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة بعد دخولها للبورصة

$$F2 = -3.445 + 0.592R5 + 11.982 R22 - 0.025 R25 \quad (3-4)$$

## 10- إختبار جودة التصنيف

بعد أن تم التعرف على دوال التصنيف، سيتم الآن التأكد من مدى موافقة التصنيف الأصلي المقترح مع التصنيف الناتج عن إستخدام دوال التمييز القانونية، و قبل أن نقوم بهذا الإختبار نقوم أولا بتشخيص أفراد العينة من خلال إعادة تصنيف المشاهدات في إحدى المجموعتين بناء على الإحتمالات الشرطية وفق قاعدة Bays، أما عمود Mahalanobis فيشير إلى مربع قيم وبعد المسافة للمشاهدة عن مركز نقل المجموعة، وكلما كانت هذه المسافة كبيرة كلما دل ذلك على أن هذه المشاهدة لا تنتمي إلى هذه المجموعة، و الفرد الذي لم يتم تصنيفه توضع عليه إشارة (\*) وهذا ما يدل على عدم موافقة التصنيف الفعلي مع المقترح، والنتائج المرتبطة بهذا الإختبار موجودة في الملحق رقم 06.

## 11. نتائج التصنيف

حسب هذه الفقرة، تتم مقارنة التصنيف المقترح بالتصنيف حسب الدوال المستخرجة، فنجد أن جودة التصنيف قد بلغت %72.3، وهي نسبة عالية ومقبولة لإعتماد دالة التمييز المستخرجة كقاعدة إحصائية للتمييز بين الأداء المالي قبل دخول مؤسسات للبورصة عن الأداء المالي بعد دخولها البورصة، من خلال نتائج التصنيف الواردة في الجدول أدناه، فنجد أن ما يقارب 21 ميزانية من أصل 41 ميزانية مصنفة بشكل صحيح في المجموعة الأولى أي ما يمثل نسبة 51 % في حين أن 49 % تحمل خصائص المجموعة الثانية لذا تم توزيعها في هذه الأخيرة، أما المجموعة الثانية فإن ما يقارب 39 ميزانية من أصل 42 ميزانية مصنفة بشكل جيد؛ أي ما يمثل نسبة 93% من المفردات في حين أن 7% أعيد توجيهها لتوزع في المجموعة الأولى.

الجدول رقم: 16 يبين نتائج التصنيف

Classification Results				
	V	Predicted Group Membership		Total
		1	2	
Count	1	21	20	41
	2	3	39	42
%	1	51.2	48.8	100.00
	2	7.1	92.2	100.00
a. 72,3% of original grouped cases correctly classified.				

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

إستنادا إلى المتغيرات المعتمدة في التحليل، والتي نعتقد أنها مفسرة للأداء المالي للمؤسسات قبل و بعد دخولها للبورصة فنجد أن:

- 51 % تمثل نسبة المؤسسات المصنفة بشكل صحيح في المجموعة الأولى وهي متجانسة إلى حد كبير حيث تعكس الأداء المالي قبل دخول البورصة.

- 92 % تمثل نسبة المؤسسات المصنفة بشكل صحيح في المجموعة الثانية و هي متجانسة، أي أن الأداء المالي للمؤسسات بعد دخولها للبورصة أصبح متجانسا أكثر من ذي قبل، وهذا يؤكد على دور الذي تؤديه البورصة في الأداء المالي لتلك المؤسسات .

### المبحث الثالث: إستخراج العوامل المفسرة للأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر باستخدام التحليل إلى مركبات أساسية (ACP)

نحاول في هذه المرحلة الكشف عن العوامل الخفية المفسرة للأداء المالي للمؤسسات موضوع الدراسة، إنطلاقاً من 27 متغيرة المقترحة باستعمال طريقة التحليل إلى مركبات أساسية، حيث تسمح هذه الأخيرة بتبسيط الظاهرة المدروسة بأقل عدد ممكن من المتغيرات و التي تترجم في مجموعها ما نسميه بالعامل .

بعد إجراء الإختبارات الإحصائية الأولية وإستيفاء شروط تطبيق طريقة التحليل إلى مركبات أساسية، نقوم أولاً باستخراج القيم الذاتية والتي تترجم في الواقع العوامل الأساسية المفسرة للأداء المالي في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر .

#### 1. إستخراج القيم الذاتية

إنطلاقاً من نفس المعطيات القاعدية المستخدمة في التحليل التمييزي، نحاول أن نقوم باستخراج العوامل الأساسية المؤثرة على الأداء المالي، ومن أجل ذلك نقوم أولاً باستخراج القيم الذاتية و عدد المحاور العاملة.

الجدول رقم:17 القيم الذاتية و نسب التشتت حول المحاور العاملة

Total Variance Explained						
Component	Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	7.52	27.933	27.933	6.639	24.588	24.588
2	5.732	21.230	49.162	5.767	21.360	45.948
3	5.465	20.242	69.404	5.670	21.000	66.948
4	1.957	7.249	76.653	2.066	7.652	74.600
5	1.609	5.960	82.613	1.578	5.846	80.446
6	1.068	3.955	86.569	1.577	5.841	86.287
7	1.009	3.737	90.306	1.085	4.019	90.306

Extraction Method: Principal Component Analysis.

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أنه هناك سبعة عوامل أساسية مُفسرة للأداء المالي للمؤسسات، وحتى يتم التأكد من أن عدد العوامل سبعة سنقوم بالإعتماد على أحد الأسلوبين الشائعين في استخراج عدد المحاور العاملة، ألا وهما:

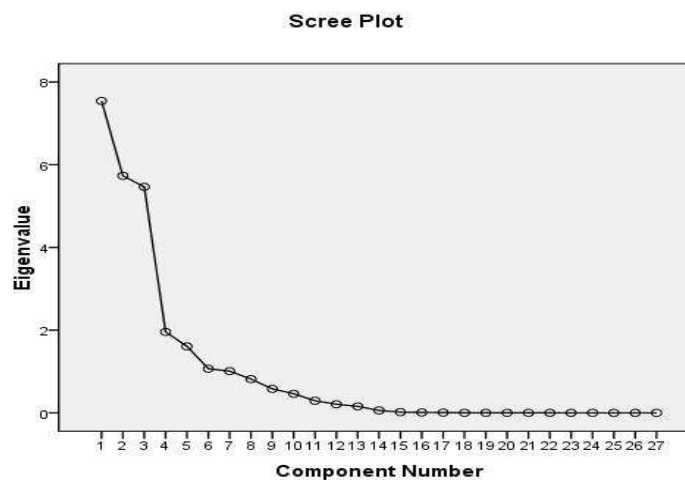
- أسلوب Kaiser Criterion الذي يرى أن عدد العوامل مرتبط بالقيم الذاتية التي تفوق قيمتها الواحد و تستبعد القيم الذاتية ذات القيمة أقل.
- أسلوب Cattell (1966)، فيؤخذ القيم التي تتسم بالإنحدار العمودي، و يستبعد القيم التي تتسم بالإنحدار الأفقي.

و يتبين من جدول القيم الذاتية بعد التدوير أن نسبة التشتت الإجمالي للعوامل السبعة المستخرجة كانت 90.306% موزعة على تلك العوامل كمايلي:

- المحور العامل الأول، يفسر حوالي 24.588% من التشتت الإجمالي، و تقابله أعلى قيمة ذاتية وهي 6.639؛
- المحور العامل الثاني، يفسر حوالي 21.360% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 5.767؛
- المحور العامل الثالث، يفسر حوالي 21.000% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 5.670؛
- المحور العامل الرابع، يفسر حوالي 7.652% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 2.066؛
- المحور العامل الخامس يفسر حوالي 5.846% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 1.578؛
- المحور العامل السادس، يفسر حوالي 5.841% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 1.577؛
- المحور العامل السابع، يفسر حوالي 4.019% من التشتت الإجمالي، و تقابله القيمة الذاتية 1.085؛

أما حسب أسلوب Cattell، يبين الشكل التالي القيم الذاتية التي يمكن أخذها وتلك التي يمكن استبعادها:

الشكل البياني رقم:14 يوضح القيم الذاتية حسب طريقة Cattell



حسب الشكل السابق، نلاحظ أن القيم الذاتية ذات الإنحدار الأفقي تبدأ من القيمة الذاتية الثامنة الشيء الذي يؤدي إلى إستبعادها من التحليل إنطلاقاً من القيم الموجودة في المجال (8-27)، في حين تقبل القيم الذاتية الواقعة في المجال (1-7) لإتسامها بالإنحدار العمودي.

## 2. تصنيف المتغيرات في العوامل الأساسية

بعد أن قمنا باستخراج عدد العوامل الأساسية المُفسرة للأداء المالي، نحاول دراسة تشتت المتغيرات حول كل محور تمهيداً لتسمية العوامل. من أجل ذلك، سنعتمد على مصفوفة العوامل بعد التدوير، حيث تؤخذ أدنى قيمة مقبولة للإرتباط في دراستنا ب 0.4، وهو إتجاه الذي تم إقتراحه من طرف Ford et Al وهناك إتجاهين آخرين وهما: إتجاه الأكثر شيوعاً و يتمثل في الإتجاه الذي يأخذ قيمة الإرتباط أكبر من 0.3، أما الإتجاه الثالث فقدم من طرف Norman et streiner ويحسب بالنسبة للعينة التي تفوق 100، وفق الصيغة الرياضية التالية:  $\text{Min loading} = 5.152/(N-2)^{1/2}$  والجدول التالي يمثل هذه المصفوفة:

الجدول رقم: 18 مصفوفة العوامل بعد تدوير المحاور

Rotated Component Matrix							
	Component						
	1	2	3	4	5	6	7
R23	0.983						
R27	0.983						
R3	0.982						
R4	0.982						
R2	0.905						
R12	0.899						
R1	0.844						
R13		0.982					
R18		0.976					
R17		0.972					
R16		0.971					
R10		0.968					
R26		0.890					
R8			0.990				
R9			0.977				



الفصل الثالث: تحليل الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر

R14			0.977				
R19			0.977				
R6			0.941				
R7			0.934				
R5				0.857			
R21				0.806			
R22					0.780		
R20					-0.751		
R25					0.589		
R11						-0.902	
R15						0.659	
R24							0.928

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن كل عامل مستخرج يرتبط بمجموعة من المتغيرات الشيء الذي يسهل تفسير المحاور العاملية من خلال الإعتماد على الوصف و السببية في تسميتها، ذلك أن متغيرات الدراسة عبارة عن نسب مالية تسمح بالوصف، كما تسمح بتحديد السبب انطلاقا من تفسير الإقتصادي والمالي لها. و اعتمادا على ذلك يمكننا تسمية العوامل كمايلي:

1. نلاحظ أن العامل الأول مفسر بكل من: ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، ديون الإستثمارات إلى الأموال الخاصة، نسبة الهيكل المالي، رقم الأعمال إلى الأموال الخاصة، القدرة على التمويل الذاتي إلى الأموال الخاصة، الأصل الإقتصادي إلى الأموال الخاصة، المردودية المالية، وانطلاقا من تحليل المردودية نجد أن هذه النسب كلها معنية بتفسير سلوك المؤسسة في تحقيق معدل معين من المردودية و عليه يمكن تسمية هذا العامل ب: مردودية المؤسسة.

2. نلاحظ أن العامل الثاني مفسر بكل من: النتيجة الصافية إلى القيمة المضافة، القدرة على التمويل الذاتي إلى القيمة المضافة، النتيجة الصافية إلى رقم الأعمال، النتيجة الصافية إلى مجموع الأصول، وتعتبر هذه المتغيرات برمتها عن نسب التمويل الذاتي، ومن ثم يمكن تسمية هذا العامل ب: سياسة التمويل الذاتي.

3. كما يظهر العامل الثالث مفسرا بكل من: الهامش الصافي للإستغلال، هامش الإجمالي للإستغلال، الفائض الإجمالي للإستغلال إلى القيمة المضافة، الفائض الإجمالي للإستغلال إلى رقم الأعمال،

المردودية الإقتصادية الإجمالية وتعتبر هذه المتغيرات برمتها عن معدلات هوامش. وتتميز نسب الهوامش بأنها عبارة عن العلاقة بين مستوى نشاط (رقم الأعمال، الإنتاج أو القيمة المضافة) ونتيجة ما. وعليه يمكن تسمية هذا العامل ب: السياسة التجارية للمؤسسة.

4. وقد ارتبط بالعامل الرابع كل من: رقم الأعمال إلى الأصل الإقتصادي، رقم الأعمال إلى إجمالي الأصول وتعتبر كل هذه المتغيرات نسب متعلقة بحجم المؤسسة وعليه، يمكننا أن نطلق على العامل الرابع إسم: حجم المؤسسة.

5. نلاحظ أن العامل الخامس ارتبطت به المتغيرات التالية: الاستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول، أصول المتداول إلى الخصوم المتداولة، الاستثمارات الصافية إلى ديون طويلة الأجل و كل هذه المتغيرات متعلقة بالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، وعليه يمكن أن نسمي هذا العامل ب: سياسة الإستثمار.

6. كما ارتبط العامل السادس بكل من: القيمة المضافة إلى رقم الأعمال، رقم الأعمال إلى القيمة المضافة وهي نسب تتعلق بالقيمة المضافة وباعتبار القيمة المضافة معيارا تنظيميا لتصنيف المؤسسات حسب درجة التكامل، فإنه يمكن تسمية العامل السادس: بدرجة تكامل المؤسسات.

7. كما يظهر العامل الأخير مفسرا فقط ب: إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وهي من نسب المعبرة عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، وإنطلاقا من ذلك يمكن أن نسمي العامل السابع و الأخير ب: درجة الملاءة.

وهكذا، يمكن القول بأن مجموعة العوامل الخفية التي تمكن من تصنيف الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة، والمستخرجة من العوامل الأولية المقترحة باستخدام طريقة التحليل العاملية، هي: المردودية، سياسة التمويل الذاتي، السياسة التجارية، حجم المؤسسة، سياسة الإستثمار، درجة التكامل و درجة الملاءة.

### المبحث الثالث: إختبار تميز المؤسسات من حيث الأداء المالي

استنادا إلى نفس المعطيات المستخدمة في التحليل التمييزي لأداء المؤسسات قبل و بعد دخولها للبورصة، سنقوم باستخدام نفس الطريقة وهي التحليل التمييزي للتمييز بين المؤسسات من حيث الأداء، بغض النظر عن كون هذا الأداء قبل أو بعد دخول المؤسسة للبورصة، و إنطلاقا من ذلك تم تشكيل عينة مكونة من 11 مؤسسة (مجموعة) و 27 متغيرة معتمدة لتفسير الأداء المالي، و تضم كل مجموعة ميزانية مؤسسة ما قبل وبعد دخولها للبورصة كمايلي:

الرقم المعطى في التصنيف (DS)	الرمز	المجموعة
1	AIRA	المجموعة الأولى تضم ميزانيات مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية
2	AURS	المجموعة الثانية تضم ميزانيات مؤسسة الأوراسي
3	CEVI	المجموعة الثالثة تضم ميزانيات مؤسسة سوفيتال
4	ENAF	المجموعة الرابعة تضم ميزانيات مؤسسة الوطنية للتقريب
5	SAID	المجموعة الخامسة تضم ميزانيات مؤسسة صيدال
6	SONELGA	المجموعة السادسة تضم ميزانيات مؤسسة سونلغاز
7	SONATRACH	المجموعة السابعة تضم ميزانيات مؤسسة سوناطراك
8	EEPAD	المجموعة الثامنة تضم ميزانيات مؤسسة التعليم المهني عن بعد و التزويد بخدمات الإنترنت
9	DAHL	المجموعة التاسعة تضم ميزانيات مؤسسة داخلي
10	ENTP	المجموعة العاشرة تضم ميزانيات مؤسسة الوطنية لأشغال البترولية
11	ETRHPH	المجموعة الحادية عشر تضم ميزانيات مؤسسة حداد

المصدر : من إعداد الباحث

نقوم في هذا التحليل بالكشف عن مدى قدرة المتغيرات المعتمدة في التحليل على التمييز بين المؤسسات من حيث الأداء المالي، وما هي المتغيرات المسؤولة عن تحديد هذا الأداء؟

ما هي الدوال التي يمكن من خلالها التنبؤ والتقدير بأداء مؤسسة ما ؟ وما هي تفسيرات الإقتصادية و المالية لهذه الدوال؟

#### 1- إختبار تساوي مصفوفة التباين

من خلال النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أن مستوى الدلالة المرفق بالإحصاءة M أقل من 0.05، وهو ما يشير إلى دلالة هذه الإحصاءة، معنى ذلك أنه يمكن إيجاد قاعدة إحصائية للتمييز بين المجموعات إحدى عشر، و يشير إختلاف مصفوفة التباين إلى إمكانية تمييز المؤسسات من حيث الأداء المالي، وأن هناك 12 متغيرة من بين 27 متغيرة لديها القدرة على التمييز بين المجموعات و هو ما يؤكد الجدول التالي:

الجدول رقم: 19 جدول اختبار تساوي مصفوفة التغيرات

Log Déterminants		
DS	Rang	Log Determinant
1	a	b
2	12	84.442-
3	c	B
4	a	B
5	12	89.622-
6	d	B
7	c	B
8	e	B
9	e	B
10	c	B
11	e	B
<b>Pooled within-groups</b>	<b>12</b>	<b>24,915-</b>
<b>Test Results</b>		
<b>F</b>	<b>Box's M</b>	<b>1,873<sup>E3</sup></b>
	<b>Approx.</b>	<b>11,093</b>
	<b>df1</b>	<b>78</b>
	<b>df2</b>	<b>1,948<sup>E3</sup></b>
	<b>Sig.</b>	<b>0,000</b>

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

و بالنظر إلى عمود Rang يتبين أن هناك 12 متغيرة فقط منبئة، وأن قيمة اللوغارتيم مرتفعة الشيء الذي يدل على الإختلاف الحاصل والموجود في مصفوفة التغيرات.

## 2- إستخراج المتغيرات المميزة:

بإعتماد على أسلوب التدرج (Stepwise)، وحسب النتائج الواردة في الجدول أدناه، يتبين أن عدد الخطوات الأقصى لإستخراج المتغيرات وصل إلى 54 خطوة، وقد حددت أدنى وأعلى قيمة على التوالي ب: 0.05، 0.10، فحسب مستوى الدلالة وأقل قيمة لإحصاءة lambda de wilks، وبلغت دلالة الإحصائية ل Exact F القيمة 0.000 وهي أقل من مستوى 0.05، الشيء الذي يفسر القدرة العالية لهذه المتغيرات مجتمعة على التمييز و يمكن إدراج هذه النتائج في الجدول التالي:

الجدول: 20 إحصائيات أسلوب التدرج

المتغيرة المدرجة و المستناة													
Step	Entered	Wilks' Lambda											
		Statistic	df1	df2	df3	Exact F				Approximate F			
						Statistic	df1	df2	Sig.	Statistic	Df1	df2	Sig.
1	R21	0.339	1	10	72.00	14.030	10	72.00	0.000				
2	R15	0.120	2	10	72.00	13.368	20	142.00	0.000				
3	R1	0.072	3	10	72.00					9.958	30	206.140	0.000
4	R22	0.047	4	10	72.00					8.131	40	263.495	0.000
5	R16	0.036	5	10	72.00					6.701	50	313.492	0.000
6	R13	0.010	6	10	72.00					8.424	60	356.089	0.000
7	R20	0.005	7	10	72.00					8.212	70	391.659	0.000
8	R18	0.003	8	10	72.00					8.045	80	420.826	0.000
9	R26	0.002	9	10	72.00					7.599	90	444.328	0.000
10	R5	0.001	10	10	72.00					7.090	100	462.920	0.000
11	R11	0.001	11	10	72.00					6.634	110	477.315	0.000
12	R10	0.001	12	10	72.00					6.600	120	488.156	0.000

. Maximum number of steps is 54.  
Maximum significance of F to enter is 0.05.  
Minimum significance of F to remove is 0.10.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

من خلال الجدول أعلاه، تم ترتيب المتغيرات على أساس قدرتها على التمييز كمايلي:

- R21: معدل دوران الأصول بإحصائية فيشر وصلت إلى 14.030 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R15: رقم الأعمال إلى القيمة المضافة بإحصائية فيشر وصلت إلى 13.368 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R1: المرودية المالية بإحصائية فيشر وصلت إلى 9.958 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R22: الإستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول بإحصائية فيشر وصلت إلى 8.131 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R16: القدرة على التمويل الذاتي إلى القيمة المضافة بإحصائية فيشر وصلت إلى 6.701 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.

- R13: معدل الهامش على القيمة المضافة بإحصائية فيشر وصلت إلى 8.424 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R20: الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة بإحصائية فيشر وصلت إلى 8.212 و بمستوى دلالة بلغ 0.000 .
- R18: المصاريف المالية إلى القيمة المضافة بإحصائية فيشر وصلت إلى 8.045 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R26: معدل الهامش على الأصول بإحصائية فيشر وصلت إلى 7.599 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R5: معدل دوران الأصل الإقتصادي بإحصائية فيشر وصلت إلى 7.090 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R11: القيمة المضافة إلى رقم الأعمال بإحصائية فيشر وصلت إلى 6.634 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.
- R10: معدل الهامش الصافي بإحصائية فيشر وصلت إلى 6.600 و بمستوى دلالة بلغ 0.000.

و لإظهار ترتيب دخول المتغيرات في التحليل يمكن الرجوع إلى الملحق رقم 02، نلاحظ من الجدول أعلاه، أن نسبة رقم الأعمال إلى إجمالي الأصول بلغت قيمة f 14.030، ثم يليها نسبة رقم الأعمال إلى القيمة المضافة التي وصلت قيمة f 13.368، ثم يتم ترتيب هذه المتغيرات، إلا أن يتم الوصول إلى المتغيرة الأخيرة، وهي نسبة نتيجة الصافية إلى رقم الأعمال لتبلغ عندها قيمة f مقدار 6.600.

### 3- إستخراج دوال التمييز

يتبين من نتائج الواردة في الجدول أدناه، أنه هناك عشرة دوال للتمييز تبين أداء المؤسسات، و ذلك إنطلاقاً من كون أن عدد هذه الدوال تنتج من عدد المجموعات مطروحا منها الواحد، و أن هذه الدوال التمييزية مرتبة على أساس قيمتها الذاتية، أما نسبة الارتباط القانوني، فتشير إلى قوة الارتباط الموجودة بين المتغيرات المستخرجة و عددها عشرة بهذه الدوال و هذا ما يؤكد الجدول التالي:

الجدول رقم: 21 القيم الذاتية لدوال التمييز

Eigenvalues				
Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	(a) 8.837	43.8	43.8	0.948
2	(a)6.390	31.6	75.4	0.930
3	(a)2.442	12.1	87.5	0.842
4	(a)0.949	4.7	92.2	0.698
5	(a)0.688	3.4	95.6	0.638
6	(a)0.489	2.4	98.0	0.573
7	(a)0.217	1.1	99.1	0.422
8	(a)0.131	0.6	99.7	0.340
9	(a)0.050	0.2	100.00	0.218
10	(a)0.004	0.0	100.00	0.061

a. First 10 canonical discriminant functions were used in the analysis.

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

من تحليل النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ أنه بلغت أكبر قيمة ذاتية الموجودة في الدالة الأولى بقيمة 8.837 و بنسبة ارتباط قانوني وصل إلى 94.8 % و بتشتت قدره 43.8 %، لتليها الدالة الثانية بقيمة ذاتية بلغت 6.390 ، و نسبة ارتباط قانوني بلغت 93 % و بتشتت قدره 31.6 % ، وهكذا يتم ترتيب هذه الدوال على أساس قدرتها على التمييز إلى غاية الوصول إلى الدالة الأخيرة، بقيمة ذاتية 0.004، وبارتباط قانوني وصل إلى 0.061 وبتشتت معدوم.

#### 4- إختبار دوال التمييز المستخرجة

بعد أن تمكننا من إستخراج عدد دوال التمييز و البالغ عددها عشرة دوال، نحاول أن نقوم باختبار قدرة هذه الدوال على التمييز بين مجموعات محل الدراسة، من خلال إستخدام إحصائية  $\lambda$  de Wilks (قيمة أقل)، أو أعلى قيمة لأحصاءة Chi-square الذي تدل على جودة التمييز للدالة كلما كانت هذه الأخيرة مرتفعة و يبين الجدول التالي هذا الإختبار.

الجدول رقم:22 إختبار دوال التمييز

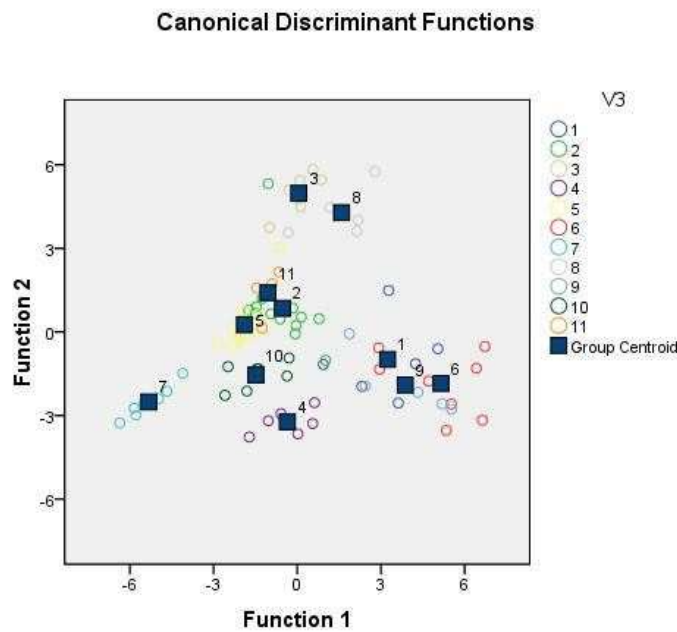
Wilks' Lambda				
Test of Function(s)	Wilks' Lambda	CHI-SQUARE	df	Sig
1Through10	0.001	527.529	120	0.000
2Through10	0.006	366.354	99	0.000
3Through10	0.041	225.347	80	0.000
4Through10	0.141	138.214	63	0.000
5Through10	0.274	91.156	48	0.000
6Through10	0.463	54.256	35	0.020
7Through10	0.690	26.204	24	0.343
8Through10	0.839	12.355	15	0.652
9Through10	0.949	3.685	8	0.884
10	0.996	0.259	3	0.968

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

إستنادا إلى النتائج الواردة في الجدول أعلاه، نجد أن هناك ستة دوال من بين عشرة؛ يمكنها التمييز بين المجموعات، وذلك إنطلاقا من أن مستوى الدلالة في الدوال الستة هو أقل من 0.05، مما يعني قدرة هذه الدوال على التمييز، أما الدوال الأربع المتبقية فنجد أن مستوى الدلالة فيها أكبر من 0.05، مما يعني ضعف قدرة هذه الدوال على التمييز، حيث أن الدالة الأولى باستطاعتها التمييز بين المجموعة الأولى إلى غاية المجموعة العاشرة (مج2،3،4،5،6،7،8،9،10) لديها القدرة على التمييز من خلال أنها تمتلك أدنى قيمة لإحصاءة Wilks' Lambda و البالغ قيمتها 0.001، وأكبر قيمة لإحصاءة Chi-square و البالغة 527.529 بمستوى دلالة مقدر ب 0.000 وهذا ما يؤكد القدرة التمييزية لمجموعة الدوال العشرة، ثم يليها

الدالة التمييزية الثانية باستطاعتها التمييز بين مج (3,4,5,6,7,8,9,10) بقيمة إحصائية Wilks' Lambda وصلت إلى 0.066 أي ارتفاع عن سابقتها و انخفاض في قيمة Chi-square التي وصلت إلى 366.354 بمستوى دلالة وصل إلى 0.000، للتتابع بعدها الدوال التمييزية الأخرى بتوالي تبعا لإرتفاع في قيمة إحصائية Wilks' Lambda إلى غاية الوصول إلى الدالة السادسة بقيمة إحصائية Wilks' Lambda وصلت إلى 0.463، و بقيمة Chi-square وصلت إلى 54.256 بمستوى الدلالة وصل إلى 0.020 لترفض باقي الدوال الأربعة المتبقية لأن مستوى الدلالة فيها يفوق 0.05. و يمكن تمثيل تموقع المجموعات الإحصائية بيانيا في الشكل الموالي:

الشكل رقم:15 يوضح تمركز الدوال القانونية عند مركز ثقل المجموعة



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أن كل مجموعة لديها مركز ثقل خاص بها، وهو يختلف عن مراكز ثقل المجموعات الأخرى، الشيء الذي يدل على الاختلاف الإحصائي بين المجموعات.



## 05. نتائج التصنيف

بعد أن قمنا باستخراج دوال التصنيف تبقى إشكالية توافق التصنيف الفعلي مع التصنيف المقترح، ومن أجل ذلك نقوم بقياس جودة تنبؤ بعضوية المتغيرة إلى المجموعة باستخدام التحليل التمييزي، و إستنادا إلى النتائج الواردة في الجدول أدناه، وبالنظر إلى معاملات القطر الرئيسي وحساب عدد المفردات التي تم تصنيفها بشكل صحيح من خلال نتائج الجدول التالي:

الجدول رقم: 23 يبين نتائج التصنيف

Classification Results <sup>a</sup>														
		Predicted Group Membership											Total	
		v	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
%	1	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
	2	0	84.6	7.7	0	0	0	0	0	0	0	7.7	0	100
	3	0	0	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
	4	0	0	0	100	0	0	0	0	0	0	0	0	100
	5	0	14.3	0	0	85.7	0	0	0	0	0	0	0	100
	6	0	0	0	0	0	75	0	0	25	0	0	0	100
	7	0	0	0	0	0	0	100	0	0	0	0	0	100
	8	0	0	40	0	0	0	0	60	0	0	0	0	100
	9	0	20	0	0	0	20	0	0	60	0	0	0	100
	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100	0	0	100
	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20	80	0	100

. Cross validation is done only for those cases in the analysis. In cross validation, each case is classified by the functions derived from all cases other than that case.

b. 86,7% of original grouped cases correctly classified.

c. 69,9% of cross-validated grouped cases correctly classified.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

من خلال نتائج الجدول أعلاه، نلاحظ أن جودة التصنيف الإجمالية بلغت 86.7%، ويتبين من عناصر القطر الرئيسي أن الحالات المصنفة تصنيفا صحيحا حيث أن:

- 100% من الميزانيات (المجموعة الأولى) و البالغ عددها 6 مصنفة بشكل جيد ويرجع سبب تجانسها إلى طبيعة نشاط و الأداء المؤسسة.
  - 84% من مفردات المجموعة الثانية مصنفة بشكل جيد و الباقي أعيد تصنيفها في المجموعتين الثالثة و العاشرة بنفس النسبة بالتساوي، ويعود السبب أن مفردات المجموعة الثانية تحمل بعض خصائص المجموعة الثالثة و العاشرة بسبب قرب نشاط هذه المؤسسات و ترابطها فيما بينها.
  - 100% من مفردات المجموعة الثالثة مصنفة بشكل جيد وهو ما يمثل 7 ميزانيات.
  - 100% من مفردات المجموعة الرابعة مصنفة بشكل جيد أي ما يمثل 6 ميزانيات .
  - 85.7% من مفردات المجموعة الخامسة مصنفة بشكل جيد وأن 14.3% أعيد تصنيفها في المجموعة الثانية لأنها تحمل خصائص هذه المجموعة بسبب الأداء المالي لشركتين من جراء التسعير في البورصة.
  - 75% من مفردات المجموعة السادسة مصنفة بشكل جيد و الباقي أعيد توزيعها في المجموعة التاسعة لأن نشاطهما خدمي.
  - 100% من مفردات المجموعة السابعة مصنفة بشكل جيد.
  - 60% من مفردات المجموعة الثامنة مصنفة بشكل جيد، و الباقي أعيد توزيعها في المجموعة الثالثة.
  - 100% من مفردات المجموعة العاشرة مصنفة بشكل جيد.
  - 80% من مفردات المجموعة الحادية عشرة مصنفة بشكل جيد، و الباقي أعيد توزيعها في المجموعة العاشرة.
- لتبلغ بذلك جودة التصنيف 86.6 %، وهي تبين نسبة المتغيرات المصنفة بشكل صحيح، و البالغ عددها 83 مفردة.

## المبحث الرابع: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من نتائج التحليل الإحصائي مايلي:

- شملت دالة التمييز المقدره لتمييز أداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر قبل وبعد دخولها لهذه الأخيرة على ثلاث متغيرات ممثلة في: نسبة صافي الأصول إلى ديون طويلة الأجل، معدل دوران الأصل الإقتصادي، نسبة الإستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول، وهذه المتغيرات الثلاثة هي المسؤولة عن تمييز بين الأداء المالي للمؤسسات قبل و بعد دخولها للبورصة وهي مرتبة حسب قدرتها على التمييز وفق القيم التالية: 6.669، 5.766، 5.566، و بلغت الدلالة الإحصائية f exact قيمة 0.002 وهي أقل من 0.05 مما يدل على القدرة العالية لهذه المتغيرات مجتمعة على التمييز، وهذا ما تؤكدته قيمة معامل الارتباط التي بلغت 42 % وهي تدل على نسبة ارتباط المتغيرات بالدالة المستخرجة.

- يختلف الأداء المالي للمؤسسات بعد دخولها بورصة عن أدائها قبل دخولها لهذه الأخيرة ، ويعود السبب حسب هذه الدراسة إلى سياسة الإستثمارية المنتهجة من قبل تلك المؤسسات كون أن قرار دخول إلى البورصة يعتبر قرار إستراتيجي يؤثر في القرار المالي المتضمن للقرار الإستثماري والقرار التمويلي، ومن ثم لما تدخل المؤسسة إلى البورصة يتوافر لها عديد البدائل التمويلية الشيء الذي يمكنها من زيادة الفرص الإستثمارية المتنوعة.

- بالنظر إلى النتائج الواردة في الجدول رقم 16، نلاحظ أن 51 % من مفردات المجموعة الأولى والممثلة لميزانيات المؤسسات قبل دخولها للبورصة مصنفة بشكل صحيح، في حين أن 93 % من مفردات المجموعة الثانية و الممثلة لميزانيات مؤسسات بعد دخولها للبورصة مصنفة بشكل صحيح الشيء الذي يدل على مدى التجانس و تحسن في الأداء المالي لتلك المؤسسات بمجرد دخولها للبورصة و هذا ما يؤكد دور الذي تلعبه البورصة في تحسين الأداء المالي للمؤسسات و هذا ما يتوافق مع أدبيات النظرية المالية الحديثة.

- تستخدم الدالة التمييزية القانونية المعيارية المستخرجة في تقدير والتنبؤ بحالة الداء المالي للمؤسسات، أما الدالة التمييزية القانونية فتستخدم للتنبؤ بحالة الأداء المالي في حالة وجود حالات جديدة بناء على الخصائص التي تحملها كل مجموعة و تعطى صيغة الدالة التمييزية كمايلي:

$$F1 = -2.263 + 0.391R5 + 3.033 R22 + 0.157 R25$$

أما دوال التصنيف فتأخذ الصيغة التالية:

الدالة الأولى: وتعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة قبل دخولها للبورصة

$$F1 = -5.530 + 0.946R5 + 14.738 R22 + 0.117 R25$$

الدالة الثانية: وتعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة بعد دخولها للبورصة

$$F2 = -3.445 + 0.592R5 + 11.982 R22 - 0.025 R25$$

- يتأثر الأداء المالي في المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بعدة عوامل منها: المردودية، سياسة التمويل الذاتي، سياسة التجارية، حجم المؤسسة، سياسة الإستثمار، درجة الملاءة، إلا أن درجة التأثير تختلف من عامل لآخر، فحسب النتائج المتوصل إليها في دراستنا هذه نجد أن كل من المردودية، سياسة التمويل الذاتي، سياسة التجارية تؤثر بنسبة 67 % في الأداء المالي لهذه المؤسسات و يرجع السبب حسب إعتقادنا إلى طبيعة الهيكل المالي و المحيط المالي الذي تنشط فيه هذه المؤسسات.
- تمكنا من استخراج 12 متغيرة يمكن من خلالها تميز الأداء المالي لكل مؤسسة بغض النظر عن أداء المؤسسات الأخرى، وهي مرتبة على أساس قدرتها على التمييز، وتمكنا من إستخراج عشرة مستويات للأداء و أن ستة مستويات من هذه الأخيرة لديها قدرة عالية على تميز في الأداء لأن مستوى الدلالة المرفق بها أقل من 0.05، في حين أن الأربعة المتبقية لديها ضعف في التميز بين الأداء المالي لهذه المؤسسات كون مستوى الدلالة المرفق بها أكبر من 0.05 ويعود السبب حسب إعتقادنا إلى طبيعة النشاط و تداخله بين هذه المؤسسات لتبلغ بذلك الجودة التمييزية للدوال 86.6 % وهي نسبة عالية ومقبولة إحصائيا.
- يمكن الإستفادة من حساب معاملات إرتباط ل Paerson في تقليص حجم المتغيرات المنبئة دون الأخذ بعين الإعتبار القيم المتطرفة وبالتالي تجاوز المشكلات الناتجة عن تعدد الخطية Multicolnéarité .
- يؤثر نوع الإدراج (الطرح) في الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بعد دخولها للبورصة حيث يختلف الأداء المالي بين مؤسسات المساهمة و المؤسسات التي تطرح السندات، غير أنه في دراستنا لم يتم الإشارة إلى وجود هذا الفرق بسبب أنه لم يتم الفصل بين السوقيين ومن تم نجد أن الأداء المالي لهذه الشركات يكون بالتقريب متجانس.
- بناء على النتائج الواردة في نموذج DUPON لقياس كفاءة الأداء والذي أعتمد فيها على خمسة نسب مالية و الممثلة في: عائد على حقوق الملكية، المردودية الإقتصادية، الرافعة المالية، عائد على الأصول، النتيجة الصافية إلى إجمالي الإيرادات، ومن خلال النتائج الواردة في دراسة الحالة نجد أن المتغيرات الثلاثة التي تعكس الأداء المالي في المؤسسة ملخصة في: نسبة صافي الأصول إلى ديون طويلة الأجل، معدل دوران الأصل الإقتصادي، نسبة الإستثمارات الصافية إلى إجمالي الأصول وتتعلق هذه النسب بمدى جودة أصول المؤسسة في توليد الأرباح، وبالتالي فإن الأداء المالي يتأثر بنسبة كبيرة بهذه الأخيرة، وهي تؤثر كذلك بدرجة كبيرة في المردودية الإقتصادية حيث أن هذه المؤسسات ليس لديها كفاءة في إدارة التكاليف وهذا ما يعكسه إستبعاد هذه النسبة من التحليل لأن هذه المؤسسات لا تستطيع التحكم في تكاليفها بسبب إرتفاع التكاليف الثابتة بسبب قدم الأصول، ونفس الأمر بالنسبة لرافعة المالية لما يكون معدل العائد على الأصول أكبر من تكلفة الأموال المقترضة يمكن أن تقوم المؤسسة بالرفع المالي الشيء الذي يؤدي إلى زيادة حقوق الملكية.

### خلاصة الفصل الثالث:

حاولنا من خلال هذا الفصل أن نقوم بإعطاء توطئة عامة حول بورصة الجزائر، وأهم الشركات المدرجة فيها مع تقديم لبعض النصوص القانونية و التنظيمية التي تحكم سير عملها، بالإضافة إلى تحليل الأداء المالي لهذه المؤسسات باستخدام طريقة التحليل العملي المميز للكشف في شقه الأول عن إمكانية وجود عوامل ذات قدرة على التمييز بين الأداء المالي للمؤسسة قبل وبعد دخولها للبورصة، وتم من خلال ذلك إستخراج دالة تمييزية واحدة يمكن من خلالها التمييز بين الأدائين بجودة تصنيف قاربت 72.3 % مع إعطاء التفسير المالي و الإقتصادي لهذه الدالة.

أما الشق الثاني لإستخدام التحليل العملي التمييزي فسعينا من خلاله الكشف عن مدى وجود عوامل ذات قدرة على التمييز بين الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في البورصة فيما بينها بغض النظر عن كونها قبل أو بعد دخولها للبورصة، حيث تمكننا من إستخراج عشرة دوال للتمييز يمكن من خلالها التمييز بين أداء هذه المؤسسات بجودة تصنيف قاربت 83.2 %.

أما طريقة المحاور العاملة الأساسية، فقد استخدمت بغرض إستخراج العوامل الخفية المتحكمة في الأداء المالي للمؤسسة من خلال تصنيف المشاهدات في مجموعات متجانسة، وقد تم الحصول على سبعة محاور أساسية و التي تعتبر العوامل التي تؤثر في الأداء المالي للمؤسسات.

حاولنا من خلال هذا البحث تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من خلال الإعتماد على مجموعة من المؤشرات المختلفة، التي يمكن من خلالها رصد أنماط الأداء قبل وبعد دخولها للبورصة، كما حاول هذا البحث رصد مختلف التعاريف المقدمة للأداء المالي ومختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية مع إبراز دور البورصة في تمويل المؤسسة باعتباره مصدر حديث للتمويل في الجزائر، وكذا الوقوف على الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، من خلال تصنيف المؤشرات في مجموعات متجانسة تبين الأداء المالي للمؤسسة قبل و بعد دخولها للبورصة، و إختبار تمييز المؤسسات من حيث الأداء المالي، بالإضافة إلى معرفة درجة تأثير هذه المتغيرات على مقاييس الأداء. و توصلنا إلى مجموعة من النتائج نوردها في الآتي:

### 1- النتائج النظرية:

#### 1-1- الأداء المالي:

- تباينت وجهات نظر المحللين والأكاديميين في تقديم تعريف موحد ودقيق للأداء المالي، و يعود ذلك إلى الإختلاف الموجود في المدارس الاقتصادية و تطور النظرية المالية، الشيء الذي نتج عنه إختلاف في المقاييس المستعملة في قياس الأداء المالي بين المؤسسات، و ذلك إعتقادا على المؤشرات المختلفة منها: المالية، الاقتصادية، و المحاسبية، وذلك بناء على الأبعاد المحاسبية، المالية و الاقتصادية، و إن كان بعض الباحثين أرجع الإختلاف في مقاييس الأداء إلى الإختلاف النسبي لا غير.

- يتوقف الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية على قدرتها على إنشاء القيمة، و تحقيق المردودية عالية بأقل التكاليف الممكنة، المحافظة على قيمتها السوقية تبعا لأهداف النظرية المالية الحديثة، ولا يتم الحكم على الأداء المالي للمؤسسة إلا بعد معرفة الظروف الاقتصادية و المالية المحيطة بها.

#### 2-1- بالنسبة للهيكل المالي:

يتضح من خلال تعرضنا لمختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي، أنها لم تلق الإجماع العام بين الباحثين، فكل طرف جاء بنظرية تخدم مصالحه الخاصة، ومن ثم على المؤسسات أن تقوم بإختيار الهيكل

المالي الأنسب لها الذي يحقق لها أداء مالي يمكنها من منافسة بقية المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع أو المؤسسات العالمية خاصة أننا في عالم تسوده العولمة و المنافسة الشرسة.

### 1-3- بالنسبة لبورصة الجزائر:

تعتبر بورصة الجزائر من أحدث البورصات الناشئة، و الملاحظ لنشاط بورصة الجزائر يجد أن مساهمتها في الاقتصاد الوطني جد ضئيلة، الشيء الذي نتج عنه ضعف في تمويل المؤسسات و اعتمادها فقط على التمويل البنكي و يعود ذلك إلى مجموعة من العراقيل منها:

- غياب مؤسسات وهيئات صناعة السوق؛
- غياب ثقافة البورصة في المجتمع؛
- ضعف الهيئات المؤسساتية في السوق؛
- عدم توفر الصيغ المالية الموافقة لقواعد السوق.

### 2- النتائج التطبيقية و إختبار الفروض:

- تمكنا من إستخراج ثلاثة متغيرات (مؤشرات) يمكن من خلالها التمييز بين مستويات الأداء المالي للمؤسسات موضوع الدراسة قبل وبعد دخولها للبورصة، بدلا عن 27 مؤشر التي أجريت عليها الدراسة، ونكون بذلك قد حققنا إحدى أهداف التحليل ألا وهو الإيجاز العلمي، وضمن سلسلة المؤشرات المدروسة نجد بأن عدد الدوال القانونية المستخرجة هي دالة واحدة، مصنفة على قدرتها على التمييز بنسبة 82.6% بمستوى دلالة وصل إلى 0.002، وبلغت جودة التصنيف نسبة 72,3%، أي وجود دالة واحدة نستطيع من خلالها تقدير الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية بناء على الخصائص التي تحملها كل مؤسسة.

- تختلف مستويات الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر عن أدائها المالي بعد دخولها للبورصة، وحسب تحليلنا يعود ذلك إلى عديد العوامل أهمها: معدل دوران الأصل الإقتصادي، سياسة الإستثمار،... إلخ. وقد تمكنا من إستخراج دالتان التصنيف وهما:

الدالة الأولى: و تعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة قبل دخولها للبورصة

$$F1 = -5.530 + 0.946R5 + 14.738 R22 + 0.117 R25$$

الدالة الثانية: و تعني الأداء المالي للمؤسسات المسعرة بعد دخولها للبورصة

$$F2 = -3.445 + 0.592R5 + 11.982 R22 - 0.025 R25$$

- نشير إلى وجود إنسجام بين المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث الأداء المالي، برغم من الإختلاف الموجود في الأداء المالي بين المؤسسات الناتج عن الخصائص التي تميز كل مؤسسة.

- يتأثر الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر بعدة عوامل منها: المردودية، سياسة التمويل الذاتي، سياسة التجارية، حجم المؤسسة، سياسة الإستثمار، درجة الملاءة. لقد وضع الباحث في بداية دراسته ثلاثة فروض أساسية كانت منطلق بحثه، ومن خلال التحليل تم التوصل إلى مايلي:

أ- بخصوص الفرضية الأولى و التي نصت على أن الأداء المالي للشركة بعد دخولها للبورصة يكون أفضل من أدائها المالي قبل دخولها للبورصة، ولقد تحققت هذه الفرضية بناء على النتائج المتوصل إليها، ويعود السبب حسب اعتقادنا إلى أن دخول المؤسسة إلى البورصة يعتبر قرار الإستراتيجي يؤثر على قيمة السوقية للمؤسسة ومن ثم على أدائها المالي.

ب- بخصوص الفرضية الثانية والمتعلقة بالمؤشرات التي تبين أثر إنضمام المؤسسة إلى البورصة، فلقد تبين من خلال النتائج المتوصل إليها في تحليلنا وجود مؤشرات المالية، المحاسبية، الإقتصادية، تبين أثر الإنضمام ومن بين هذه المؤشرات نجد: معدل دوران الأصل الإقتصادي، سياسة الإستثمار...إلخ، و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

ت - بخصوص الفرض الثالث والذي مفاده وجود تجانس و إنسجام بين المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر من حيث سلوكها المالي، تبين من خلال التحليل أنه برغم من أن كل مؤسسة تتصف بأداء يميزها عن باقي المؤسسات تبعا لإختلاف النشاط والخصائص التي تتميز بها هذه الأخيرة، إلا أن الأداء الكلي في البورصة يكون منسجم فيما بين هذه المؤسسات وهذا ما يؤكد صحة هذه الفرضية.



### 3- التوصيات:

يشهد الإقتصاد العالمي تغيرات عديدة من أهمها التوجه نحو العولمة، والإقتصاد الوطني ليس بمعزل عن هذه التغيرات، مما يحتم على السلطات العمومية في البلاد تأهيل الإقتصاد الوطني و تطوير مؤسساته الإقتصادية باعتبارها النواة الأولى للإقتصاد، ومن بين هذه الإصلاحات ضرورة تنشيط البورصة و إقامة سوق فعال يتميز بالكفاءة، لما لهذه الأخيرة من دور في زيادة ورفع الأداء المالي للمؤسسة خاصة بعد دخولها البورصة الشيء الذي ينتج عنه زيادة في فعالية و كفاءة الإقتصاد الوطني، ومن أهم التوصيات هذا البحث نجد:

- ربط السوق المالي في الجزائر بالأسواق المالية العالمية عن طريق شبكات الإتصال الحديثة؛
- إنشاء مكاتب الإستشارة التي تُعنى بالأساليب الكمية المتخصصة في المجال المالي؛
- تكوين جيد للطلبة، الباحثين و المتعاملين في مجال البورصة و قيام بالتربصات و الجولات الميدانية للبورصات العالمية للإستفادة من الخبرة التي أكتسبوها؛
- تفعيل الصحافة الوطنية من أجل الاهتمام بالسوق المالي لزيادة الثقافة البورصية في المجتمع؛
- تنظيم ملتقيات و ندوات يحضرها مدراء المؤسسات العمومية و الخاصة لإبراز الدور الذي يمكن أن تؤديه البورصة في تحسين أداء المؤسسات و رفع من درجة تنافسيتها.

### 4- أفاق البحث:

في ختام هذا البحث، هناك مجموعة من النقاط التي نراها جديرة بأن تكون آفاق بحث جديدة، ومن بين هذه النقاط نجد:

- إمكانية قياس الأداء المالي لعينة من المؤسسات الأجنبية المسعرة في البورصة و مقارنتها بالنتائج المتحصل عليها في دراستنا بغرض الوقوف على الفروق الموجودة بين الأدائين.
- يمكن إجراء دراسة إحصائية للأداء الإقتصادي، المالي، والإجتماعي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر إستنادا إلى متغيرات كمية و أخرى نوعية.

## المراجع:

### 1. الكتب باللغة العربية:

- 1- أحمد صقر عاشور، إدارة القوة العاملة، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت ط2، 1997.
- 2- أحمد مرسي محمد، تقييم الأداء الإقتصادي في قطاع الأعمال و الخدمات، دار النهضة العربية، بيروت، 1969.
- 3- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، دار المريخ للنشر، رياض، 2000.
- 4- جمال مرقص يوسف، أثر تغيرات الثقافة على مفهوم الأداء و تقييمه، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1992. ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، دار المحمدية، 1998.
- 5- حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
- 6- رشدي مصطفى شبيحة، الإقتصاد النقدي و المصرفي، دار المعارف، جامعة إسكندرية، 1995.
- 7- سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة حسب المخطط المحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 8- شمعون شمعون، بورصة الجزائر، أطلس للنشر، 2003.
- 9- صلاح الدين حسن السبسي، التسهيلات المصرفية للمؤسسات و الأفراد، ط1، دار الوسام للطباعة و النشر، بيروت، 1998.
- 10- علي السلمي، تطوير أداء و تجديده بالمؤسسات، دار قباء للطباعة و النشر و التوزيع، مصر 1998.
- 11- علي السلمي، التخطيط و المتابعة، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 1978.
- 12- عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي و دراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 13- عبد الحميد مطاوع سعد، الإدارة المالية، مدخل الحديث، القاهرة، 2007.
- 14- عدنان النعيمي، ياسين كاتب خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، 2007.
- 15- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002.
- 16- علي محمد عبد الوهاب، العنصر إنساني في إدارة الإنتاج، مكتبة عين الشمس، القاهرة، 1984.
- 17- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000.
- 18- محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، عمان، 2005.
- 19- محمد صالح حناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- 20- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، تقييم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، مكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 21- ناصر دادي عدون، اقتصاد مؤسسة، دار المحمدية، 1998.
- 22- هوشيار معروف، الإستثمارات و الأسواق المالية، دار الصفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 2003.
- 23- وليد ناجي الجيلالي، التحليل المالي، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2007.
- 24- يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي، ط1، دار وائل للنشر، عمان، 2006.

### 2. المراجع باللغة الفرنسية:

- 25- Abdelatif Khemakhen ,La dynamique du contrôle de gestion ,Dunod,2ed, Paris ,1976.
- 26- A,Burland. J, Eglan, Dictionnaire de gestion , Edition Foucher , Paris ,1995.
- 27- A.C.Martient, L'entreprise dans un monde en change, éd Du seuil-ouvriers , Paris ,1992
- 28- Establier :Et si nous parlions de la performance dans votre entreprise ? éd ,Eyrolles, Paris ,1988 .
- 29- E.Scosp, Dialogue autour de la performance en entreprise ,Edition HARMATTAN , Paris,1999.
- 30- . Eli Cohen, Gestion financier de l'entreprise et de développement financier, Edition EDICEF ,canada,1990
- 31- Fernandez .A, Les nouveau tableau de bord des décideur ,2ème éd , éd Organisation ,Paris,2000.
- 32- G.Bressy , Economie d'entreprise, éd Sirey , Paris ,1990.

- 33- H.Mintezberg , Structure et dynamique des organisation , éd: Les édition d'organisation , Paris ,1992.
- 34- H.Koontez et O'donnell ,Management :principes et méthode de gestion , éd MC Crawhill ,Québec ,1980.
- 35- Jean Pierre Helfer et AL , Management stratégie et organisation , libraire Vuibert , paris ,1996.Marie Tresanini,Evaluer les compétences, Edition EMS Management &société colombelles , paris ,2004.
- 36- J.P.Jobard .P. Navette, Finance d'entreprise, finance de marché , diagnostic financier , Dalloz ,Paris ,1994.
- 37- Kerviler Isabel , Le contrôle de gestion à la portée de tous , 3ème Édition, Edition Economica, Paris,2001.
- 38- Lorrino Philipe, Comptes et récits de la performance , Edition d'organisation , Paris ,1996.
- 39- Marcel Laflan,Le management :Approche systémique ,Edition Gaétan Morin , 3 éd. Canada.1981.
- 40- Marie Tresanini,Evaluer les compétences, Edition EMS Management &société colombelles , paris ,2004.
- 41- M.Diamartimo, Guide financier de la pme , les édition Dalloz, Paris ,1981.
- 42- .P.Beescos, C Mendoza, Le management de performance, éd Comptables Malesherbes, Paris, 1994.
- 43- Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3eme édition, Dalloz ,Paris , 1998
- 44- Stéphane Griffiths, Jean Degos, Gestion Financière, édition d'organisation, paris, 2001.

### 3.رسائل الماجستير و أطروحات الدكتوراه:

- 45- الصالح جيلح، أثر القيادة الإدارية على أداء العاملين : دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006.
- 46- بن لكحل نوال، الأسواق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في علوم التسيير فرع تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر، 2001.
- 47- جمال خنشور، تقييم أداء الاقتصادي في وحدة ديدوش مراد، رسالة ماجستير غير منشورة، معهد الاقتصاد، جامعة باتنة، نوفمبر 1987.
- 48- سليمان بلعور، أثر الإستراتيجية الشراكة على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- 49- شيقارة هجيرة، الإستراتيجية التنافسية ودورها في أداء المؤسسات، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، غير منشورة، جامعة الجزائر 2005.
- 50- علي عبد الله، أثر البيئة على أداء المؤسسات العمومية الاقتصادية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 1999.
- 51- عبد الغني دادن، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007.
- 52- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2002.
- 53- لحر خديجة، دور النظام المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير في علوم تسيير، جامعة الجزائر 2004.
- 54- محمد براق، بورصة القيم المنقولة و دورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2000.
- 55- نور الدين شنوفي، تفعيل أداء العامل في المؤسسة العمومية الاقتصادية، حالة مؤسسة الجزائرية للكهرباء والغاز، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005.

#### 4. مقالات و ندوات و مجلات:

- 56- الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مقالة مقدمة في مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، عدد 07/ 2009.
- 57- حسن الشيخ محمد، دور النسب المالية في تقويم أداء مشروع اقتصادي، مقال مقدم في مجلة جامعة تشرين، الأردن، 2007.
- 58- زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات و المؤسسات، جامعة بسكرة، 2006 .
- 59- عمر حامد، تقييم الأداء المؤسسي في الوحدات الحكومية، ورقة عمل مقدمة في ملتقى تقييم الأداء المؤسسي في الوحدات الحكومية، شرم الشيخ مصر 2007.
- 60- عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة و الفعالية، مقال منشور في مجلة العلوم الإنسانية جامعة بسكرة، 2001.
- 61- عبد الرحيم محمد، خطوات تصميم مدخل قياس بين الأداء المتوازن و مشكلات التطبيق، ورقة عمل مقدمة في ندوة قياس أداء المنظمات الحكومية، مصر، 2007.
- 62- عبد الرحيم محمد، قياس الأداء: النشأة والتطور التاريخي، ورقة عمل مقدمة في ندوة قياس الأداء في المنظمات الحكومية، القاهرة، فبراير 2007.
- 63- م فضل، وع. يوسف، استخدام تكلفة رأسمال في تقدير الحد الأعلى لتمويل القرارات الاستثمارية بحقوق الملكية، مجلة البحوث الاقتصادية، مجلد 7، ليبيا، 1996، ص22، الموجود في الموقع [www.aradoportal.org](http://www.aradoportal.org): تاريخ الإطلاع عليه: 2010/10/28.
- 64- م. أ. الطراونة، قياس تكلفة الأموال في مؤسسات الأعمال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، جامعة قسنطينة، جوان 2002.
- 65- مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، الكويت، مارس 2003.
- 66- محمد زيدان، نور الدين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول سياسات التمويل، جامعة بسكرة، 2006 .

#### 5. المراسيم التنظيمية:

- 67- المرسوم التنفيذي 08- 93، المعدل والمتمم للأمر رقم 75- 59 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975 المتضمن القانون التجاري، الجريدة الرسمية، العدد 27.
- 68- المرسوم التنفيذي رقم 97- 03 المؤرخ في 18/11/1997 المتضمن لتتظيم المؤسسات ذات المساهمة.

#### 6. التقارير:

- 69- تقرير لجنة عمليات البورصة، سنة 2008، مارس 2007.
- 70- دليل لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، مطبعة المركزية، الجزائر، 1997 .
- 71- لجنة عمليات البورصة، تقرير سنوي 2007.
- 72- لجنة عمليات البورصة، تقرير السنوي 2009، فبراير 2010.
- 73- Groupe Saidal, La notice d'information, 1999

**ملحق رقم 01: المتغيرات غير المدرجة في التحليل حسب أسلوب خطوة بخطوة**

Variables in the Analysis				
Step		Tolerance	Sig. of F to Remove	Wilks' Lambda
0	R25	1,000	0.010	-
1	R25	0.984	0.006	0.963
	R5	0.984	0.046	0.921
2	R25	0.917	0.049	0.867
	R5	0.922	0.016	0.889
	R22	0.862	0.031	0.876

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16.

**ملحق رقم 2: يبين المتغيرات غير المدرجة في التحليل حسب أسلوب خطوة بخطوة**

Variables Not in the Analysis				
Step		Tolerance	Sig. of F to Remove	Wilks' Lambda
0	R1	1.000	0.065	0.959
	R2	1.000	0.071	0.960
	R3	1.000	0.250	0.984
	R4	1.000	0.250	0.984
	R5	1.000	0.082	0.963
	R6	1.000	0.675	0.998
	R7	1.000	0.838	0.999
	R8	1.000	0.397	0.991
	R9	1.000	0.471	0.994
	R10	1.000	0.216	0.981
	R11	1.000	0.502	0.994
	R12	1.000	0.131	0.972
	R13	1.000	0.191	0.979
	R14	1.000	0.471	0.994
	R15	1.000	0.303	0.987
	R16	1.000	0.196	0.979
	R17	1.000	0.405	0.991
	R18	1.000	0.379	0.990
	R19	1.000	0.471	0.994
	R20	1.000	0.088	0.964

	<b>R21</b>	1.000	0.089	0.965
	<b>R22</b>	1.000	0.017	0.931
	<b>R23</b>	1.000	0.258	0.984
	<b>R24</b>	1.000	0.466	0.993
	<b>R25</b>	1.000	0.010	0.921
	<b>R26</b>	1.000	0.090	0.965
	<b>R27</b>	1.000	0.238	0.983
1	<b>R1</b>	0.998	0.061	0.881
	<b>R2</b>	0.998	0.065	0.882
	<b>R3</b>	0.995	0.205	0.902
	<b>R4</b>	0.998	0.223	0.903
	<b>R5</b>	0.984	0.046	0.876
	<b>R6</b>	0.999	0.748	0.919
	<b>R7</b>	0.998	0.942	0.920
	<b>R8</b>	1.000	0.440	0.914
	<b>R9</b>	1.000	0.521	0.916
	<b>R10</b>	0.989	0.147	0.897
	<b>R11</b>	0.994	0.407	0.913
	<b>R12</b>	1.000	0.149	0.897
	<b>R13</b>	0.994	0.150	0.897
	<b>R14</b>	1.000	0.521	0.916
	<b>R15</b>	0.999	0.356	0.911
	<b>R16</b>	0.993	0.150	0.879
	<b>R17</b>	0.992	0.307	0.909
	<b>R18</b>	0.992	0.289	0.908
	<b>R19</b>	1.000	0.521	0.916
	<b>R20</b>	0.994	0.151	0.897
	<b>R21</b>	0.996	0.075	0.884
	<b>R22</b>	0.919	0.096	0.889
	<b>R23</b>	0.994	0.204	0.902
	<b>R24</b>	0.981	0.293	0.908
	<b>R26</b>	0.994	0.070	0.883
	<b>R27</b>	0.995	0.192	0.901
	2	<b>R1</b>	0.903	0.890
<b>R2</b>		0.893	0.880	0.859
<b>R3</b>		0.903	0.892	0.871
<b>R4</b>		0.887	0.874	0.872
<b>R6</b>		0.902	0.888	0.865
<b>R7</b>		0.891	0.878	0.869
<b>R8</b>		1.000	0.983	0.869
<b>R9</b>		0.999	0.983	0.872
<b>R10</b>		0.976	0.969	0.847
<b>R11</b>		0.975	0.965	0.863
<b>R12</b>		0.944	0.928	0.865
<b>R13</b>		0.990	0.976	0.850
<b>R14</b>		0.999	0.983	0.872
<b>R15</b>		0.932	0.917	0.874
<b>R16</b>		0.979	0.970	0.846

	R17	0.985	0.974	0.861
	R18	0.986	0.974	0.860
	R19	0.999	0.983	0.870
	R20	0.993	0.977	0.856
	R21	0.485	0.479	0.873
	R22	0.862	0.862	0.826
	R23	0.894	0.884	0.871
	R24	0.981	0.965	0.865
	R26	0.944	0.934	0.855
	R27	0.905	0.894	0.870
3	R1	0.857	0.427	0.819
	R2	0.850	0.452	0.820
	R3	0.884	0.732	0.824
	R4	0.869	0.800	0.825
	R6	0.893	0.254	0.812
	R7	0.881	0.345	0.816
	R8	0.997	0.404	0.818
	R9	0.993	0.485	0.820
	R10	0.966	0.171	0.806
	R11	0.965	0.205	0.809
	R12	0.943	0.335	0.816
	R13	0.972	0.229	0.810
	R14	0.993	0.485	0.820
	R15	0.929	0.791	0.825
	R16	0.939	0.236	0.811
	R17	0.962	0.417	0.819
	R18	0.958	0.417	0.819
	R19	0.993	0.485	0.820
	R20	0.894	0.504	0.821
	R21	0.478	0.826	0.825
	R23	0.871	0.769	0.825
	R24	0.980	0.352	0.816
	R26	0.907	0.355	0.816
	R27	0.882	0.720	0.824

الملحق رقم 03: يبين جدول المصفوفة الهيكلية

Structure Matrix	
	Function
	1
R25	<b>0.639</b>
R22	<b>0.591</b>
R5	<b>0.426</b>
R21 <sup>a</sup>	<b>0.375</b>
R2 <sup>a</sup>	<b>0.253</b>

R1 <sup>a</sup>	0.251
R20 <sup>a</sup>	0.246-
R4 <sup>a</sup>	0.215
R23 <sup>a</sup>	0.201
R27 <sup>a</sup>	0.196
R6 <sup>a</sup>	0.193
R3 <sup>a</sup>	0.192
R7 <sup>a</sup>	0.192
R15 <sup>a</sup>	0.181
R11 <sup>a</sup>	0.177-
R26 <sup>a</sup>	0.175
R12 <sup>a</sup>	0.114
R24 <sup>a</sup>	0.074-
R10 <sup>a</sup>	0.067-
R8 <sup>a</sup>	0.021
R14 <sup>a</sup>	0.014
R9 <sup>a</sup>	0.014
R19 <sup>a</sup>	0.014
R17 <sup>a</sup>	0.014-
R13 <sup>a</sup>	0.006-
R18 <sup>a</sup>	0.003-
R16 <sup>a</sup>	0.002

ملحق رقم 04: جدول مصفوفة التباين لدالة القانونية

<b>Groupe covariance of canonical discriminant Functions</b>		
<b>F</b>	<b>Function</b>	<b>1</b>
<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1.464</b>
<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0.547</b>

ملحق رقم 05: يبين جودة التمثيل المتغيرات

<b>Communalities</b>	
	<b>Extraction</b>
<b>R1</b>	<b>0.887</b>
<b>R2</b>	<b>0.935</b>
<b>R3</b>	<b>0.975</b>
<b>R4</b>	<b>0.989</b>



R5	0.820
R6	0.977
R7	0.976
R8	0.993
R9	0.993
R10	0.981
R11	0.865
R12	0.830
R13	0.974
R14	0.993
R15	0.704
R16	0.965
R17	0.963
R18	0.965
R19	0.993
R20	0.695
R21	0.905
R22	0.711
R23	0.980
R24	0.866
R25	0.521
R26	0.951
R27	0.976

ملحق رقم 06: يبين تشخيص المشاهدات

Case Number	Actual Group	Highest Group					Second Highest Group			Discriminant Scores Function 1
		Predicted Group	P(D>d   G=g)		P(G=g   D=d)	Squared Mahalanobis Distance to Centroid	Group	P(G=g   D=d)	Squared Mahalanobis Distance to Centroid	
			p	d						
01	1	2**	0.651	1	0.629	0.205	1	0.371	0.225	-0.114
02	1	2**	0.420	1	0.724	0.651	1	0.276	1.547	-1.045
03	2	2	0.512	1	0.590	0.430	1	0.410	0.122	0.036
04	2	2	0.486	1	0.581	0.485	1	0.419	0.106	0.066
05	2	2	0.617	1	0.620	0.250	1	0.380	0.198	-0.079
06	2	2	0.643	1	0.627	0.215	1	0.373	0.218	-0.106

07	1	1	0.96 9	1	0.579	0.002	2	0.421	1.670	0.507
08	1	2**	0.05 1	1	0.623	3.802	1	0.377	3.774	-1.891
09	1	1	0.91 7	1	0.509	0.011	2	0.491	1.116	0.333
10	1	1	0.96 2	1	0.563	0.002	2	0.464	1.321	0.402
11	2	2	0.30 6	1	0.5	1.048	1	0.5	0.016	0.308
12	2	2	0.49 1	1	0.583	0.474	1	0.417	0.109	0.061
13	2	2	0.65 2	1	0.629	0.204	1	0.371	0.225	-0.115
14	2	2	0.85 8	1	0.669	0.032	1	0.331	0.411	-0.316
15	2	2	0.97 6	1	0.962	0.001	1	0.308	0.591	-0.471
16	2	2	0.85 4	1	0.705	0.034	1	0.295	0.745	-0.584
17	2	2	0.66 9	1	0.718	0.182	1	0.282	1.024	-0.765
18	2	2	0.85 1	1	0.668	0.035	1	0.332	0.404	-0.310
19	2	2	0.49 8	1	0.724	0.459	1	0.276	1.357	-0.950
20	1	1	0.95 4	1	0.531	0.003	2	0.469	1.285	0.390
21	1	1	0.71 3	1	0.748	0.135	2	0.252	3.345	0.904
22	1	1	0.32 2	1	0.955	0.982	2	0.045	8.117	1.659
23	1	1	0.73 3	1	0.735	0.116	2	0.265	3.188	0.872
24	2	1**	0.94 8	1	0.592	0.004	2	0.408	1.783	0.539
25	2	1**	0.83 2	1	0.669	0.045	2	0.331	2.483	0.717
26	2	1**	0.55 2	1	0.723	0.354	1	0.277	1.242	-0.889
27	1	2**	0.61 2	1	0.619	0.258	1	0.381	0.194	-0.073
28	1	2**	0.75 3	1	0.651	0.099	1	0.349	0.312	-0.216
29	1	2**	0.84 0	1	0.706	0.041	1	0.294	0.765	-0.599
30	2	2	0.81 0	1	0.662	0.058	1	0.338	0.365	-0.271
31	2	2	0.53 2	1	0.596	0.390	1	0.404	0.136	0.013
32	2	2	0.82 9	1	0.664	0.047	1	0.336	0.382	-0.288
33	1	2**	0.93 4	1	0.697	0.007	1	0.303	0.643	-0.510
34	1	1	0.00 1	1	1.000	11.486	2	0.000	45.864	4.560
35	1	1	0.91 6	1	0.509	0.011	2	0.491	1.113	0.332
36	1	1	0.86	1	0.644	0.029	2	0.356	2.249	0.661

			8							
37	2	2	0.306	1	0.5	1.046	1	0.5	0.016	0.308
38	2	2	0.882	1	0.702	0.022	1	0.298	0.708	-0.558
39	2	2	0.161	1	0.696	1.962	1	0.304	2.583	-1.485
40	2	2	0.156	1	0.694	2.017	1	0.306	2.621	-1.499
41	2	2	0.152	1	0.693	2.055	1	0.307	2.6474	-1.509
42	2	2	0.182	1	0.701	1.783	1	0.299	2.456	-1.436
43	2	2	0.136	1	0.696	1.949	1	0.304	2.573	-1.481
44	2	2	0.480	1	0.724	0.498	1	0.276	1.398	-0.971
45	2	2	0.214	1	0.708	1.543	1	0.292	2.280	-1.368
46	2	2	0.730	1	0.715	0.119	1	0.285	0.925	-0.704
47	1	1	0.083	1	0.998	2.998	2	0.002	16.488	-2.555
48	1	1	0.712	1	0.749	0.137	2	0.251	3.359	0.907
49	1	2**	0.708	1	0.716	0.141	1	0.284	0.960	-0.726
50	2	2	0.569	1	0.723	0.325	1	0.277	1.208	-0.870
51	2	2	0.016	1	0.522	5.802	1	0.478	4.943	-2.231
52	2	2	0.035	1	0.592	4.452	1	0.408	4.164	-2.009
53	2	2	0.427	1	0.559	0.630	1	0.441	0.070	0.139
54	2	2	0.346	1	0.522	0.889	1	0.478	0.030	0.249
55	1	2**	0.366	1	0.532	0.817	1	0.468	0.039	0.220
56	1	2**	0.449	1	0.567	0.547	1	0.433	0.083	0.112
57	1	1	0.015	1	1.000	5.910	2	0.000	27.092	3.401
58	2	2	0.407	1	0.550	0.687	1	0.450	0.060	0.164
59	2	2	0.437	1	0.563	0.603	1	0.437	0.076	0.126
60	2	2	0.588	1	0.612	0.294	1	0.388	0.176	-0.048
61	2	2	0.820	1	0.633	0.052	1	0.337	0.374	-0.281
62	1	1	0.151	1	0.992	2.062	2	0.008	12.794	2.197
63	1	1	0.224	1	0.980	1.476	2	0.20	10.340	1.930
64	1	1	0.605	1	0.818	0.268	2	0.182	4.303	1.086
65	1	2**	0.582	1	0.611	0.303	1	0.389	0.171	-0.014

66	1	1	0.898	1	0.624	0.016	2	0.376	2.066	0.614
67	1	1	0.914	1	0.614	0.012	2	0.386	1.976	0.591
68	1	1	0.895	1	0.627	0.017	2	0.373	2.086	0.620
69	1	1	0.529	1	0.862	0.397	2	0.138	5.101	1.222
70	1	1	0.473	1	0.762	0.514	2	0.108	5.766	1.327
71	2	1**	0.692	1	0.762	0.157	2	0.238	3.519	0.939
72	1	2**	0.703	1	0.641	0.145	1	0.359	0.268	-0.167
73	1	2**	0.970	1	0.693	0.001	1	0.307	0.599	-0.477
74	1	2**	0.822	1	0.708	0.050	1	0.292	0.789	-0.615
75	1	2**	0.887	1	0.702	0.020	1	0.298	0.702	-0.554
76	1	2**	0.733	1	0.647	0.117	1	0.353	0.294	-0.196
77	2	2	0.530	1	0.595	0.395	1	0.405	0.134	0.016
78	2	2	0.418	1	0.555	0.655	1	0.445	0.066	0.150
79	1	2**	0.551	1	0.723	0.356	1	0.277	1.244	-0.890
80	1	2**	0.924	1	0.679	0.009	1	0.321	0.479	-0.378
81	1	2**	0.539	1	0.598	0.377	1	0.402	0.141	0.05
82	1	2**	0.605	1	0.617	0.267	1	0.383	0.189	-0.066
83	2	2	0.391	1	0.723	0.737	1	0.277	1.627	-1.084

ملحق رقم 07: يبين مصفوفة بعد التحويل

Component Transformation Matrix							
Component	1	2	3	4	5	6	7
1	0.863	0.401	0.129-	0.222	0.053	0.160	0.015
2	0.145	0.008-	0.980	0.092	0.005	0.102-	0.011
3	0.357-	0.911	0.061	0.148-	0.039	0.122-	0.022
4	0.324	0.070-	0.030-	0.784-	0.016	0.519-	0.074
5	0.03-	0.046-	0.036	0.146-	0.949	0.211	0.172-
6	-0.038	0.038-	0.050-	0.228	0.249	0.223-	0.912
7	0.001-	0.014	0.122	0.483-	0.182-	0.765	0.365

ملحق رقم 08: يبين مصفوفة التباين

<b>Component Score Covariance Matrix</b>							
<b>Component</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>1</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>2</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>3</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>4</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>5</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>
<b>6</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>	<b>0.000</b>
<b>7</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>0.000</b>	<b>1.000</b>

ملحق رقم 09: يبين مصفوفة معاملات الارتباط ل Pearson

Correlation Matrix a,b																				
	R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R1	R2
R1	1	0.99	0.80	0.813	0.338	0.075	0.07	-	0.3	0.1	0.7	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1
R2	0.99	1.00	0.87	0.883	0.353	0.072	0.07	-	0.2	0.1	0.8	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5
R3	0.80	0.87	1.00	0.994	0.326	0.023	0.02	-	0.0	0.1	0.8	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
R4	0.81	0.88	0.99	1.000	0.352	0.043	0.04	-	0.0	0.1	0.8	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
R5	0.33	0.35	0.32	0.352	1.000	0.298	0.31	-	0.0	0.1	0.2	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7
R6	0.07	0.07	0.02	0.043	0.298	1.000	0.99	0.897	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
R7	0.07	0.07	0.02	0.048	0.319	0.996	1.00	0.887	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
R8	0.04	0.04	0.38	-0.037	-0.013	0.897	0.88	1.000	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
R9	0.06	0.06	0.04	-0.052	-0.044	0.859	0.85	0.994	1.0	0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
R10	0.34	0.26	0.03	-0.038	-0.068	-0.047	0.05	0.023	0.03	0.1	0.0	0.9	0.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.1

Correlation Matrix a,b



	0	8	9						1	0.048	0.104	0.131	0.283	0.39	0.012	0.104	0.187	0.0095	0.105	0.0097	0.104	0.100	0.149	0.000	0.058	0.049	0.006	0.047	46
R22	0.160	0.147	0.069	0.061	-0.209	-0.011	0.007	0.015	0.007	0.015	0.122	0.104	0.061	0.022	0.151	0.047	0.027	0.020	0.154	0.169	0.047	0.042	1.000	0.074	0.000	0.007	0.337	0.145	0.081
R23	0.821	0.889	0.999	0.993	0.339	0.029	0.035	-0.039	0.035	0.039	0.051	0.000	0.047	0.855	0.077	0.051	0.471	0.058	0.080	0.081	0.051	0.441	0.074	1.000	0.000	0.058	0.037	0.099	
R24	0.056	0.055	0.055	0.052-0.010	0.045	-0.035	0.046	0.015	0.046	0.015	0.059	0.000	0.042	0.088	0.046	0.029	0.024	0.075	0.042	0.045	0.029	0.149	0.007	0.058	1.000	0.000	0.100	0.057	
R25	0.014	0.010	0.028	0.027	-0.067	-0.043	0.053	-0.40	0.053	-0.40	0.060	0.055	0.047	0.000	0.032	0.040	0.055	0.037	0.059	0.056	0.040	0.2806	0.337	0.000	0.037	0.110	1.000	0.031	0.000
R26	0.4590.812	0.375	0.058	0.992	0.260	0.112	0.116	-0.34	0.116	-0.34	0.056	0.016	0.037	0.000	0.883	0.056	0.116	0.829	0.809	0.818	0.056	0.1347	0.145	0.004	0.004	0.200	1.000	0.078	
R27		0.882	0.999	0.324	0.022	0.028	0.029	0.038	0.028	0.038	0.049	0.076	0.153	0.853	0.076	0.049	0.076	0.060	0.079	0.080	0.049	0.050	0.046	0.081	0.099	0.057	0.031	0.078	1.000

a. Determinant = 0.000



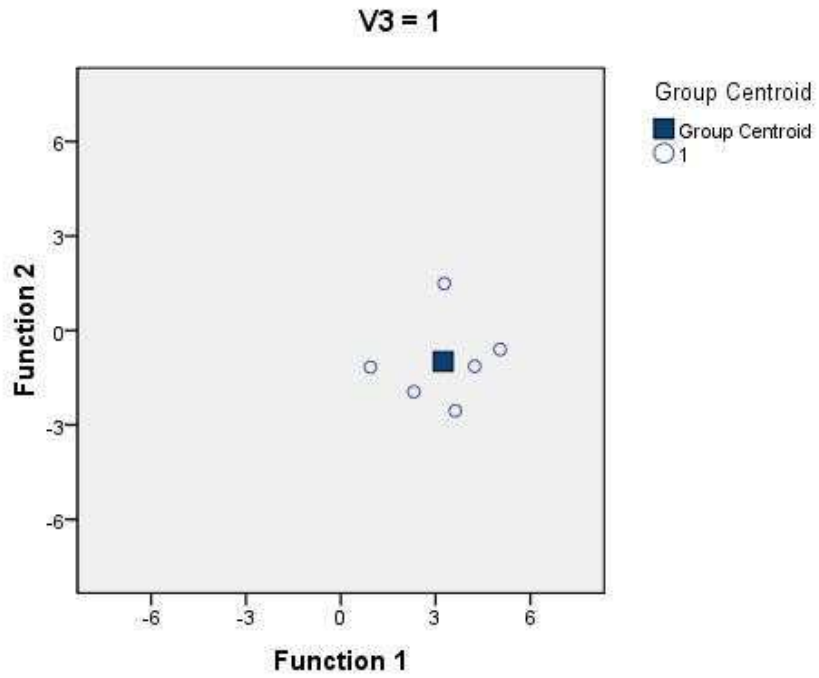
ملحق رقم 10: يبين تمثيل المتغيرات

	Extraction
R1	0.887
R2	0.935
R3	0.975
R4	0.989
R5	0.820
R6	0.977
R7	0.976
R8	0.993
R9	0.993
R10	0.981
R11	0.865
R12	0.830
R13	0.974
R14	0.993
R15	0.704
R16	0.965
R17	0.963
R18	0.965
R19	0.993
R20	0.695
R21	0.905
R22	0.711
R23	0.980
R24	0.866
R25	0.521
R26	0.951
R27	0.976

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 11: يوضح تمركز الدالة القانونية الأولى

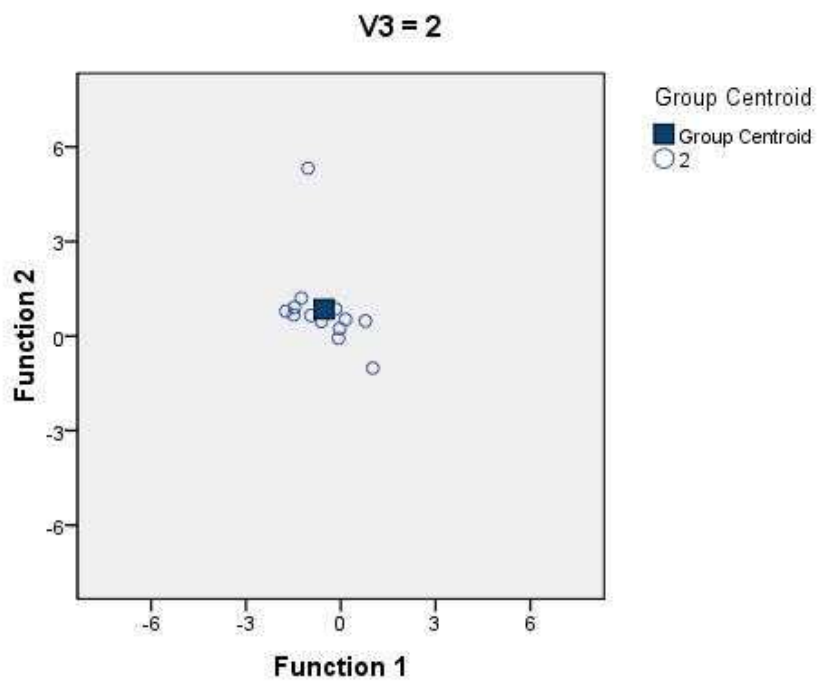
Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 12: يوضح تمركز الدالة القانونية الثانية

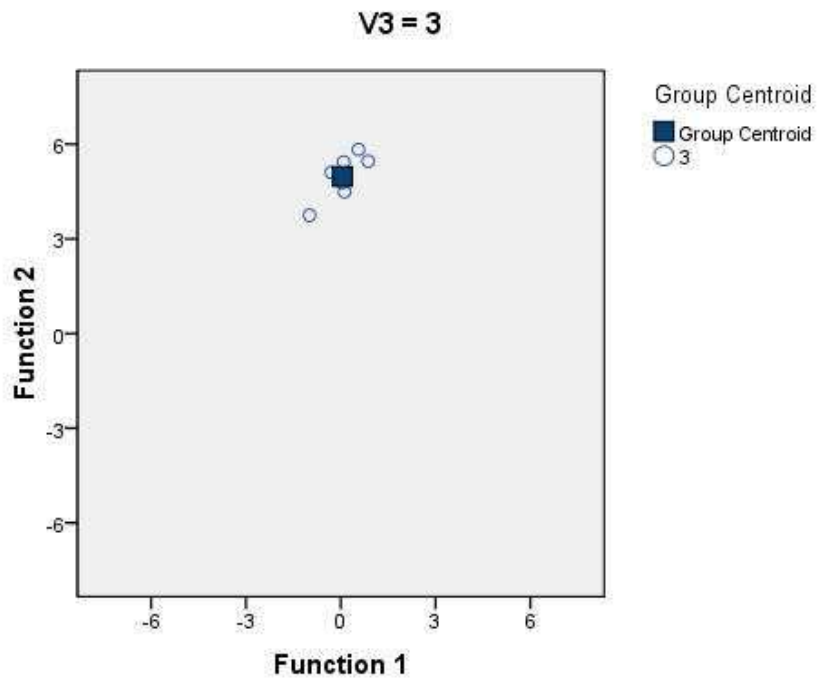
### Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 13: يوضح تمركز الدالة القانونية الثالثة

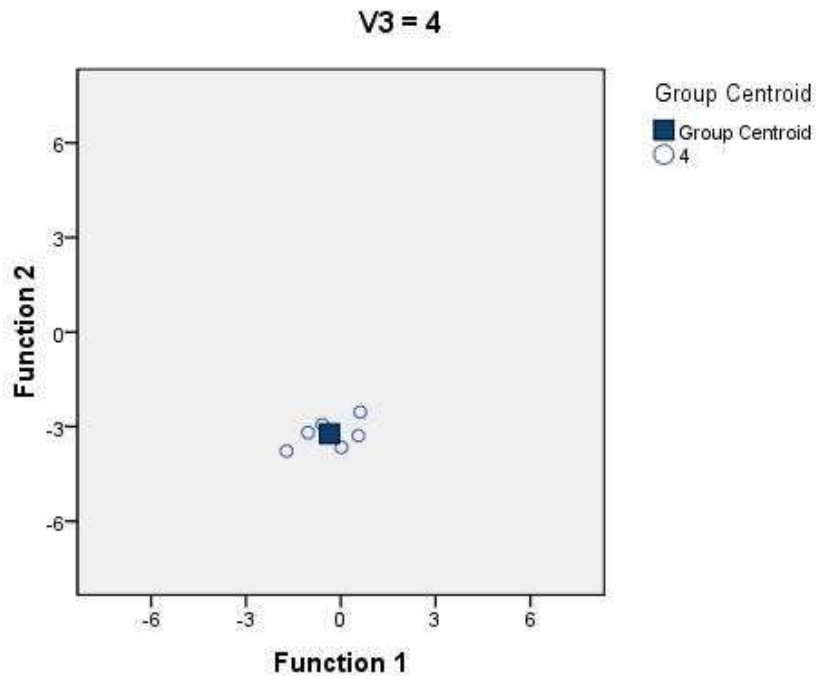
### Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 14: يوضح تمركز الدالة القانونية الرابعة

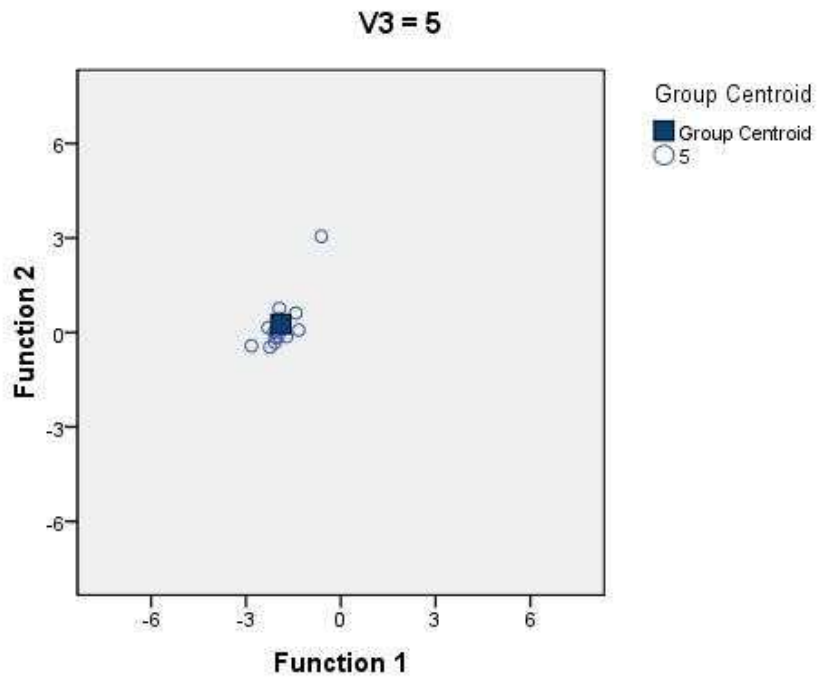
### Canonical Discriminant Functions



المصدر : اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 15: يوضح تمركز الدالة القانونية الخامسة

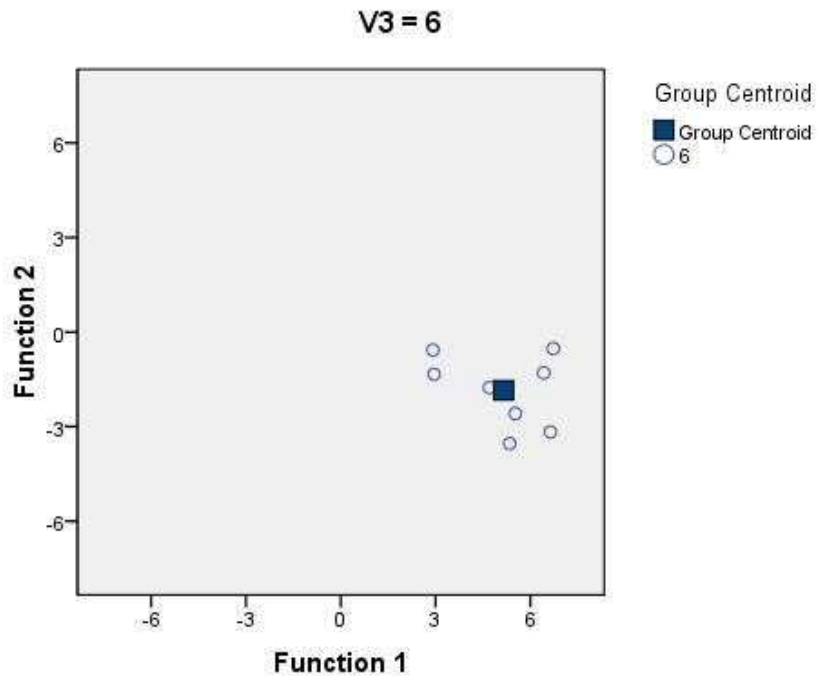
### Canonical Discriminant Functions



المصدر : اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 16: يوضح تمركز الدالة القانونية السادسة

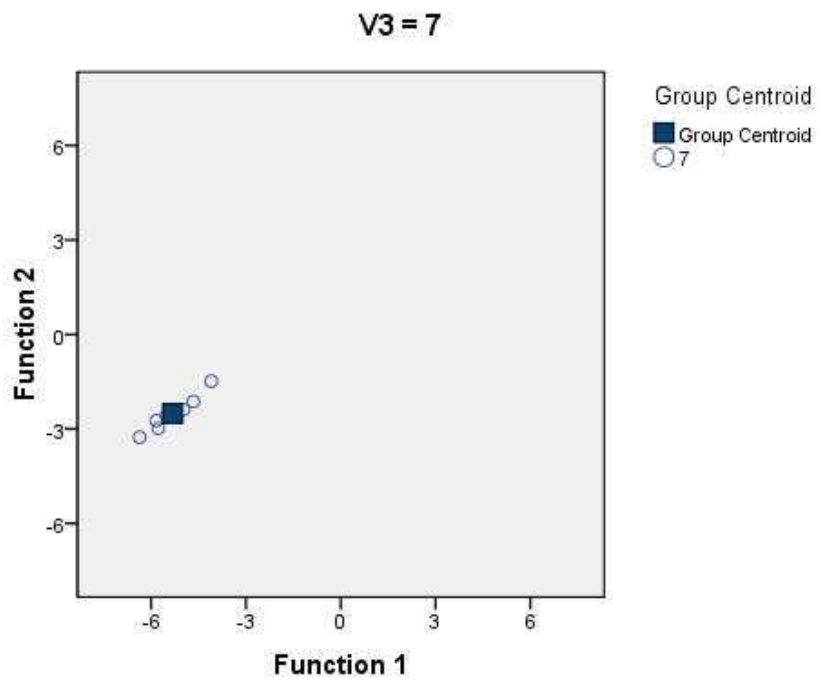
### Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 17: يوضح تمركز الدالة القانونية السابعة

### Canonical Discriminant Functions

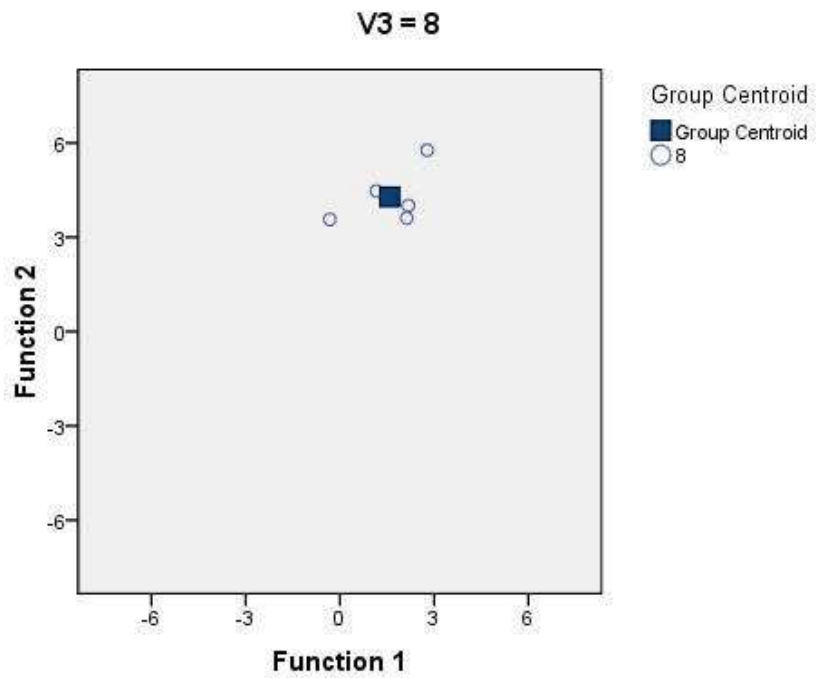


المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16



ملحق رقم 18: يوضح تمركز الدالة القانونية الثامنة

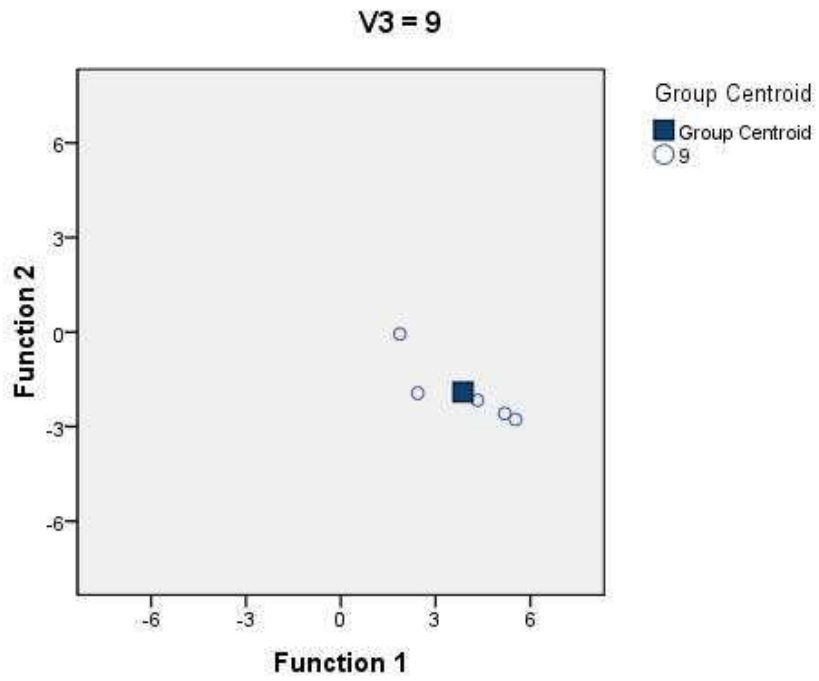
### Canonical Discriminant Functions



المصدر : اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 19: يوضح تمركز الدالة القانونية التاسعة

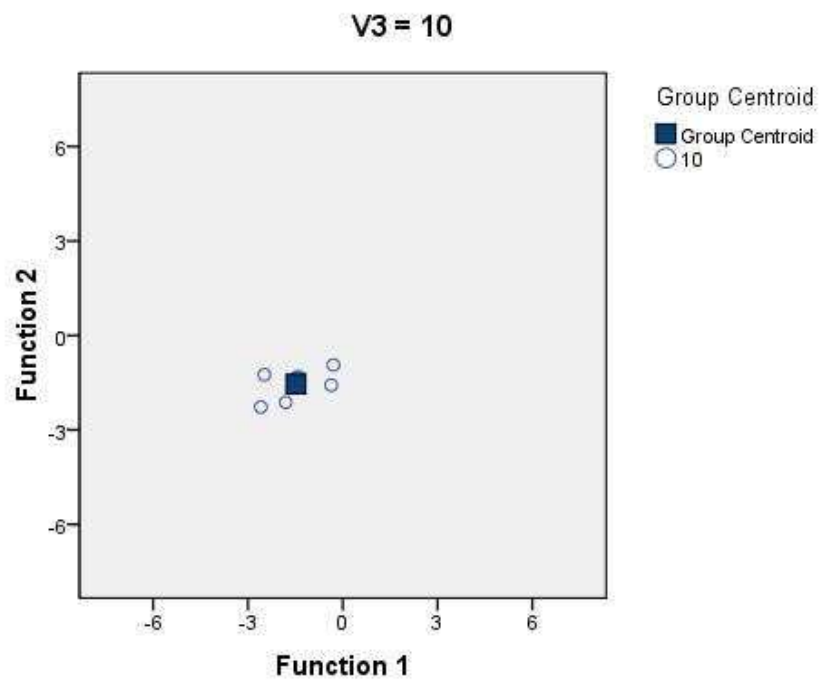
### Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

ملحق رقم 20: يوضح تمركز الدالة القانونية العاشرة

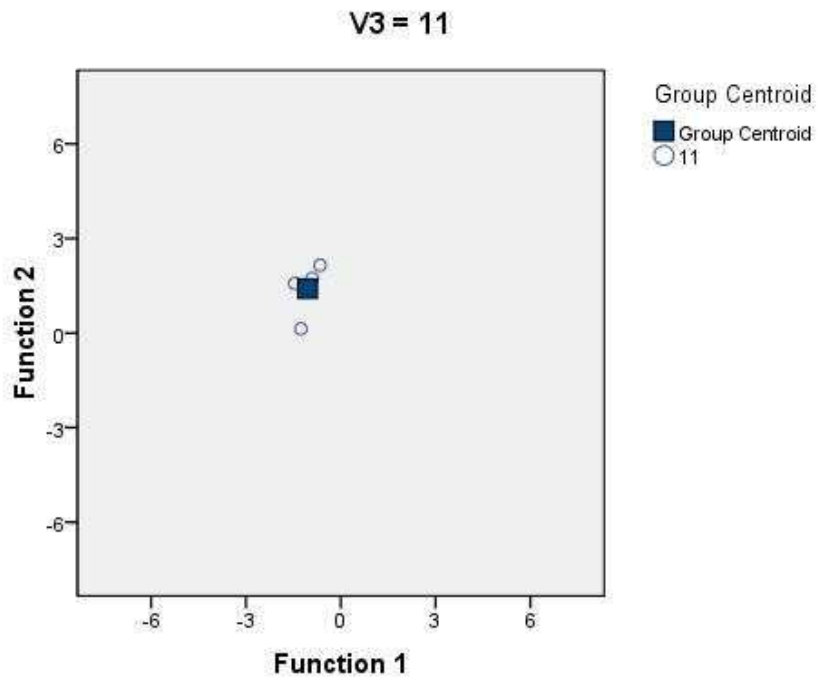
### Canonical Discriminant Functions



المصدر : اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

الملحق رقم 21: يوضح تمركز الدالة القانونية الحادية عشر

### Canonical Discriminant Functions



المصدر: اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

الملحق رقم 22: جدول يبين معاملات الدوال التمييز القانونية المعيارية

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients										
	Function									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
R1	0.749	0.234	0.646-	0.190-	0.731-	0.530	0.213	0.200-	0.482	-0.196
R5	0.330	0.544	0.382-	0.517	0.046	0.239	0.244-	0.616	0.315-	-0.335
R10	1.990-	4.638-	5.776-	10.185	5.679-	7.165-	1.659	0.504-	4.706-	0.672
R11	0.431	1.187	1.401	1.885-	1.073	1.083	0.608	0.555	1.006	-0.072
R13	9.413-	13.637	0.049-	4.389-	8.282	6.982	2.642-	0.613	6.410	1.490
R15	1.063	1.549	0.479-	0.091	0.339-	0.323-	0.121	0.451	0.555-	-0.069
R16	10.823	7.815-	6.279	2.042-	1.495-	2.036-	1.543	1.581-	-0.885	0.129
R18	1.429-	2.347-	0.427	3.167-	0.407	3.475	0.818-	1.071	0.045	0.369
R20	0.892	0.070-	0.373	0.820	0.096-	0.780-	0.292-	0.420	0.518	0.144
R21	1.695-	1.607-	1.780	0.149	0.015	0.067-	0.081	0.614-	0.440	0.893
R22	0.216	0.423	0.66	1.217	0.337	0.137	0.143-	0.060	0.210	-0.265
R26	1.962	1.122	0.703-	0.134-	1.072-	1.275-	0.393	0.822	-1.551	-2.229

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

الملحق رقم 23: جدول يبين معاملات دوال التمييز

Canonical Discriminant Function Coefficients										
	Function									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
R1	0.387	0.114	-0.315	0.092-	0.356-	0.258	0.104	0.097	0.235	0.096-
R5	0.219	0.361	-0.254	0.344	0.030	0.159	0.162	0.410	0.209-	0.222-
R10	-3.672	8.558-	10.658	18.79	10.480	13.222	3.061	0.930	8.683-	1.240
R11	0.908	2.500	2.950	3.969-	2.258	2.280	1.280	1.168	2.119	0.151-
R13	12.051	17.458	0.063-	5.619-	10.602	8.939	3.383	0.785	8.206	1.907
R15	1.372	2.000	0.618-	0.117	0.437-	0.417-	0.156	0.582	0.716-	0.089-
R16	14.149	10.216	8.208	2.669-	1.954-	2.662-	2.017	2.067	1.157-	0.169
R18	-0.462	-0.759	0.138	1.024-	0.132	1.124	0.265	0.346	0.015	0.119
R20	0.073	-0.006	0.030	0.067	0.008-	0.064	0.024	0.034	0.042	0.012
R21	6.318-	-5.988	6.636	0.555	0.057	0.250-	0.303	2.288	1.639	3.329
R22	1.213	2.376	0.370	6.828	1.892	0.768	0.803	0.339	1.181	1.485-
R26	16.406	9.380	5.875-	1.122-	8.964-	10.664	3.283	6.873	12.972	18.639
(Constant )	-6.056	-3.031	-6.201	-1.887	-1.000	-0.865	1.493	0.970	-0.813	-0.068
Unstandardized coefficients										

الملحق رقم 24: جدول يبين إحداثيات مركز نقل المجموعات

Functions at Group Centroids										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	3.238	0.987-	0.935	0.557-	0.230-	0.423-	0.003	0.553-	0.560-	0.012-
2	0.527-	0.847	1.542-	1.333	0.359	0.670-	0.188	0.214-	0.045	0.009
3	0.056	4.977	2.288	0.385-	1.162	0.141-	0.486-	0.004-	0.086	0.001-
4	0.356-	3.229-	1.445	0.707-	0.041-	0.137	0.215	0.540-	0.360	0.105
5	1.893-	0.216	2.015-	0.923-	0.024-	0.393	0.341-	0.090	0.081-	0.031
6	5.153	1.848-	0.213-	0.233-	0.421-	0.780-	0.376-	0.472	0.174	0.013-
7	5.319-	2.511-	2.099	1.017	0.515-	0.211-	0.289-	0.365	0.150-	0.003
8	1.588	4.285	0.458	0.716	2.314-	0.893	0.150	0.100-	0.086	0.002
9	3.869	1.904-	0.238	1.277	1.251	1.722	0.236	0.285	0.110-	0.016
10	1.481-	1.543-	0.109-	0.461-	0.115	0.377	0.094	0.265-	0.183	0.161-
11	1.050-	1.409	0.449	1.227-	0.130	0.417-	1.374	0.541	0.072-	0.005

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

الملحق رقم 25: جدول يبين المصفوفة الهيكلية

Structure Matrix										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
R24 a	0.144	-0.221*	0.144	-0.213	0.046	0.165	0.019	-0.027	-0.007	0.053
R25 a	-0.079	0.116	0.088	0.370*	0.194	0.134	-0.002	-0.121	0.101	-0.210
R4a	-0.044	0.048	0.023	0.212	-0.715*	0.358	0.124	-0.117	0.270	0.251
R3a	-0.047	0.026	0.010	0.224	-0.672*	0.380	0.130	-0.090	0.233	0.308
R23 a	-0.041	0.028	0.009	0.229	-0.671*	0.395	0.131	-0.076	0.231	0.316
R27 a	-0.044	0.026	0.010	0.233	-0.662*	0.392	0.132	-0.083	0.226	0.320
R21	-0.220	0.222	0.595	0.148	-0.653*	0.202	-0.138	-0.016	-0.159	0.040
R2a	0.025	0.113	0.055	0.238	-0.615	0.528	0.208	-0.045	0.219	0.262
R1	0.052	0.129	0.061	0.226	-0.555*	0.543	0.219	-0.018	0.193	0.251
R12 a	-0.072	0.092	-0.056	0.335	-0.520*	0.173	0.197	-0.239	0.288	0.437
R15	0.118	0.407	0.268	-0.068	-0.512*	0.107	-0.278	-0.116	-0.297	0.398
R5	-0.118	0.045	0.255	0.203	*0.447-	0.094	0.100-	0.359	0.347-	0.142-
R22	0.142	0.006	0.138	0.438	0.263	*0.472	0.074	0.295-	0.093	0.437-
R26	-0.021	0.077	0.199	0.211	0.155	*0.353	0.143	0.272	0.335-	0.260
R11	-0.052	-0.087	-0.055	0.035-	0.136	0.099-	0.818*	0.408	0.247	0.133-

R9a	0.115	0.058	-0.073	0.022	0.094	0.012-	0.285*	0.111	0.104	0.080-
R14a	0.115	0.058	-0.073	0.022	0.094	0.012-	0.285*	0.111	0.104	0.080-
R19a	0.115	0.058	-0.073	0.022	0.094	0.012-	0.285*	0.111	0.104	0.080-
R8a	0.105	0.081	-*0.082	0.026	0.079	0.007-	0.217*	0.103	0.088	0.063-
R20	0.059	-0.072	-0.010	0.016-	0.083-	0.294-	0.406-	*0.613	0.526	0.222
R13	0.056	0.045	0.040	0.214	0.279	0.336	0.181	0.181	0.287-	0.540*
R16	0.110	0.011	0.053	0.213	0.295	0.339	0.202	0.141	0.325-	0.536*
R17a	0.066	-0.049	0.012	0.174	0.226	0.426	0.094	0.375	0.235-	0.526*
R10	0.045	-0.009	-0.014	0.225	0.280	0.304	0.345	0.262	0.251-	0.522*
R18	0.066	-0.045	0.013	0.175	0.230	0.440	0.115	0.347	0.261-	0.519*
R7a	0.061	0.089	0.024	0.100	0.043-	0.047	0.005	0.071	0.039-	- 0.142*
R6a	0.069	0.098	0.006	0.090	0.036-	0.048	0.001	0.064	0.020-	- 0.130*

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions  
Variables ordered by absolute size of correlation within function.  
a. This variable not used in the analysis.  
\*. Largest absolute correlation between each variable and any discriminant function

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16

الملحق رقم 26: جدول معاملات دوال التمييز الخطية لفisher

Classification Function Coefficients											
	Function										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
R1	0.604	0.18 5-	0.766-	0.884 -	0.12 7-	1.587	3.25 7-	1.803	0.866	0.70 9-	0.544-
R5	1.271	2.34 4	2.697	0.662 -	1.56 6	2.048	0.55 0-	3.542	2.475	0.45 1	1.222
R10	90.54 6-	38.3 82-	167.0 13-	83.00 6-	76.5 32-	73.63 7-	34.0 02-	101.7 23-	90.92 3-	76.3 58-	107.6 13-
R11	32.04 2	21.0 78	52.54 1	29.19 5	26.8 99	27.97 3	19.0 52	37.64 1	31.44 3	27.5 60	40.25 7
R13	87.93 0-	12.3 11-	78.17 9	68.87 3-	13.0 86	124.9 17-	16.3 58-	11.72 0	83.32 4-	24.7 09-	13.49 1
R15	13.84 2	13.7 33	19.64 0	3.146	10.6 22	15.74 0	1.25 4-	22.75 3	12.17 8	6.08 7	13.31 1
R16	166.6 06	67.6 99	64.96 1	140.7 41	52.8 84	189.8 09	63.4 84	81.27 9	163.9 04	92.6 02	78.49 0
R18	7.187 -	9.23 8-	9.402-	2.972 -	4.52 8-	7.870-	2.92 7-	10.46 2-	5.915 -	3.81 4-	-6.327
R20	1.019	0.82 9	0.834	0.774	0.52 1	1.249	0.59 0	0.911	1.066	0.63 6	0.655
R21	20.41 6-	22.5 58-	27.24 6-	20.82 7	16.0 92-	35.98 2-	49.8 28	44.35 1-	23.98 8-	5.76 9	- 12.48 0
R22	31.13 1	44.4 89	47.29 9	22.14 3	26.2 95	34.07 6	28.9 43	48.01 7	47.01 8	26.7 41	27.37 6
R26	116.3 94	76.3 12	90.07 9	12.56 7	47.4 09	147.9 58	46.8 16-	139.7 59	84.21 1	23.5 67	74.21 9
(Const ant)	77.85 2-	46.0 86-	95.83 2-	53.03 3-	28.4 15-	90.06 4-	45.2 91-	88.56 8-	85.08 3-	37.5 99-	- 55.76 0

Fisher's linear discriminant functions

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج برنامج SPSS نسخة 16