جامعة قاصدي مرباح – ورقلـــــــة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير

قسم علوم التسيير

رقم الترتيب : .....

رقم التسلسل :.....

مذكرة

مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر

في علوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

إعداد الطالبة : غراب زينب

بعنوان

الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة

دراسة عينة عشوائية من المؤسسات المدرجة في بورصة قطر خلال الفترة 2008-2010

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ :

أمام لجنة المناقشة :

.....		جامعة ورقلة	رئيـــــــسا
عبد الغني دادن	أستاذ محاضر	جامعة ورقلة	مقـــــــررا
.....		جامعة ورقلة	منـــــاقشا

السنة الجامعية : 2011/2010

الإهداء

أهدي ثمرة عملي هذا إلى من أشعل مصباح عقلي وإطفاء ظلمة جهلي وكان خير مرشد لي نحو العلم والمعرفة، إلى من علمني أن الحياة صبر وعطاء، **أبـــــــــي الغالـــــــــــــي.**

إلى من كانت سندي في السراء والضراء، إلى من اجتهدت وحرصت على نشأتي وتربيتي، إلى من يعجز اللسان على الثناء عليها والقلم عن وصفي فضلها، **أمـــــي الحـــــــنونـــة.**

إلى من أتقاسم معهم أجوا المحبة الأسرية أخوتي وأخواتي خاصة **مسعودة و يوسف** اللذان سنداني بالدعم المعنوي والمادي حتى أعانني الله على إتمام مذكرتي.

إلى الأخت والصديقة والحبيبة ورفيقة دربي **بن أحمد وردة**، إلى الصديقات التي عرفتهن وأحببتهن **ليلى وآمنة.**

التشكرات

الشكر في الأول والأخر لله رب العالمين الذي وفقني بهذا الإنجاز، وأنار دربي في الحياة، ورعاني بلطفه وجود كرمه.

أتوجه بخالص الشكر للأستاذ المشرف الدكتور ***دادن عبد الغاني*** الذي لم يدخر جهدا لمساعدة في إنجاز هذا العمل، ولم يبخل النصيحة المفيدة والقيمة.

كما أتقدم بالشكر التقدير إلى الأساتذة أعضاء اللجنة الذين وافق على مناقشة مذكرتي.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لأستاذي المحترم ***محمد شيخي*** على مجهوداته في ترسيخ والإحاطة بالمبادئ الأساسية في استعمال برنامج EVIWS الذي هو الأساس في الدراسة التطبيقية.

دون أن يفوتني أن أشكر الأخت والصديقة ***عائشة مرابطي*** على مساعدتها في طباعة وإتمام مذكرتي بشكل التي هي عليه.

وأختم شكري إلى كل من ساعدني في إنجاز هذه المذكرة من بعيد أو من قريب ولو بكلمة طيبة.

ملخص البحث

- تدور فحوى الدراسة حول مدى إمكانية اختيار المؤسسة للمزيج التمويلي الأمثل الذي يتناسب مع وضعيتها المالية ، و التي تحقق لها أكبر عائد بأقل تكلفة .

- وبتطور الأسواق المالية أصبحت عملية الفاضلة بين المصادر التمويلية من أسهل الأمور و يعود هذا لتعدد أشكال و مصادر التمويل ،و في بحثنا هذا تم إسقاط الدراسة على بورصة قطر التي تعد من بين أهم الأسواق العربية تطورا و الأكثر أداء، و بالتالي أثبتت النتائج في الدراسة التطبيقية بأن لكل من الأموال الخاصة و الديون تأثير جيد على قيمة المؤسسة ، و بالتالي فإن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة المسعرة

الكلمات المفتاحية : المزيج التمويلي ، قيمة المؤسسة ، الأسواق المالية ، بورصة قطر ، الأموال الخاصة ، الديون ، الهيكل المالي .

Résumé :

-La substance de l'étude s’atisule autour de la possibilité de sélection de la fondation pour la combinaison optimale de financement en rapport avec son statut financièr, qui réalise le plus grand retour sur le coût le plus bas.

-Et l évolution des marchés financière est devenue un compromis entre les sources de financement des choses les plus faciles et cela est du à la multiplicité des formes et de financement existants et , dans notre étude qui a été abandonné à la bourse du Qatar , et l’échantillon de l’étude a été choisi au par hasard et se compose de 30 sociétés cotée à la bourse, et les résultats ont démontré dans l’étude qui s'applique à la fois des fonds privés et la dette dune bon effet sur la valeur de l’instituion , et donc la structure financière d’un bon effet sur la valeur de l’institution prix.

-Mots clés : -Mélanger le financement, la valeur de l’institution , les marchés financiers, bourse du Qatar, des fonds privés, les dettes, la structure financière

.

فهرس
المحتويات

فهرس المحتويـــــــــــــــات

الإهداء
الشكر
ملخص البحث
قائمة الأشكال البيانية
قائمة الجداول
مقدمة
الفصل الأول: أسس التقييم وتحديد قيمة المؤسسة 1
تمهيد 2
المبحث الأول: أساسيات عامة حول القيمة والتقييم 3
المطلب الأول: ماهية القيمة 3
المطلب الثاني: ماهية التقييم 5
المطلب الثالث: مؤشرات إنشاء القيمة 7
المبحث الثاني: أشهر طرق تقييم الأوراق المالية 13
المطلب الأول: أشهر طرق تقييم الأسهم 13
المطلب الثاني: أشهر طرق تقييم السندات 19
المطلب الثالث: المداخل المستعملة لتحليل الورقة المالية 21
المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسات 35
المطلب الأول: تقييم المؤسسة على أساس مقاربة الذمة المالية 35
المطلب الثاني: تقييم المؤسسة على أساس مقاربة التدفقات 37
المطلب الثالث: تقييم المؤسسة من منظور نظرية الخيارات 41
خلاصة الفصل..... 47
الفصل الثاني: الهيكل المالي وتكاليف الأموال..... **48**
تمهيد 50
المبحث الأول المكونات الرئيسية للهيكل المالي 50
المطلب الأول: أساسيات حول الهيكل المالي 50
المطلب الثاني: مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة 55
المطلب الثالث: كيفية المفاضلة بين مصادر التمويل..... 67
المطلب الرابع: مؤشرات أختيار الهيكل المالي..... 69
المبحث الثاني: تكاليف المتعلقة بمصادر التمويل 77
المطلب الأول: أسياسات عامة حول تكلفة الأموال..... 78
المطلب الثاني : تكلفة الأموال الخاصة 79
المطلب الثالث:ة تكلفة الإستدانة..... 84
المطلب الرابع: تقدير تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال..... 90
المبحث الثالث: الأسس النظرية البناء الهياكل التمويلية 95
المطلب الأول: النظرية التقليدية لتفسير الهيكل المالي 95
المطلب الثاني: نظرية مودجلياني وميلر(M.M)..... 101
المطلب الثالث: نظرية التوازن..... 104
المطلب الرابع: نظرية الإشارة 109

خلاصة الفصل..... 112
الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية **113**
تمهيد 114
المبحث الأول: الدراسة التعريفية لبورصة قطر..... 115
المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة قطر..... 115
المطلب الثاني: الإطار العملي لبورصة قطر..... 119
المطلب الثالث: لمحة عامة حول مؤشر بورصة قطر 124
المبحث الثاني: الأداء الإجمالي لبورصة قطر 128
المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد الكلي القطري 128
المطلب الثاني: الأداء الإجمالي لبورصة قطر 130
المطلب الثالث: تأثر بورصة قطر بالأزمة المالية العالمية 133
المبحث الثالث: دراسة حالة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المسعرة..... 137
المطلب الأول: الإطار العام للدراسة التطبيقية 138
المطلب الثاني: اختبار المعنوية الإحصائية للنماذج الجزئية 139
المطلب الثالث: اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج الكلي 151
خلاصة الفصل
الخاتمة
قائمة المصادر والمراجع
قائمة الملاحق

قائمة
الأشكال والجداول

قائمـــة الأشـــــــــكال والجـــــــداول

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
شكل (01-01)	التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار	11
شكل (01-02)	علاقة القيمة السوقية المضافة	13
شكل (01-03)	نموذج خصم توزيعات الأرباح	14
شكل (01-04)	نموذج إللا نمو في التوزيعات	15
شكل (01-05)	نموذج ذو نمو ثابت في التوزيعات	15
شكل (01-06)	نموذج النمو تغير في التوزيعات	16
شكل (01-07)	نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد	16
شكل (01-08)	نسبة السعر إلى التدفق النقدي	17
شكل (01-09)	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	17
شكل (01-10)	نسبة العائد من الاستحقاق	19
شكل (01-11)	نسبة العائد حتى تاريخ الاستدعاء	20
شكل (01-12)	معادلة حساب المتوسطات المتحركة	25
شكل (01-13)	التقييم بواسطة القدرة على التمويل الذاتي	37
شكل (01-14)	صياغة قيمة المؤسسة بدلالة القدرة على تمويل الذاتي	37
شكل (01-15)	التقييم بواسطة نسبة مضعف السعر إلى العائد	39
شكل (01-16)	مضاعف نتيجة الاستغلال	39
شكل (01-17)	نموذج بلاك/شولز لتقييم الخيارات	42
شكل (01-18)	نموذج بلاك/ شولز لتقييم المؤسسات	44
شكل (01-19)	نموذج Bellalahet jacquillat لتقييم المؤسسات	44
شكل (02-01)	مكونات الهيكل المالي	48
شكل (02-02)	دور التمويل الذاتي في دعم دورة الأموال الخاصة	54
شكل (02-03)	الصياغة الرياضية لتمويل الذاتي	54
شكل (02-04)	تمويل الذاتي ومكافأة رأس المال	59
شكل (02-05)	علاقة حساب قيمة القسط	63
شكل (02-06)	علاقة معدل الفائدة لدفعات المتساوية	63
شكل (02-07)	علاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية	64
شكل (02-08)	معدل العائد على حقوق الملكية	68
شكل (02-09)	علاقة بين معدل العائد على مجموع الأصول ونتيجة الاستغلال	68
شكل (02-10)	الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية	69
شكل (02-11)	نقطة التعادل	72
شكل (02-12)	نموذج التوزيعات المخصومة	76
شكل (02-13)	نموذج توازن الأصول المالية	77

شكل (02-14)	تكلفة الأسهم العادية حسب نموذج توازن الأصول المالية	78
شكل (02-15)	تكلفة الأرباح المحتجزة	79
شكل (02-16)	طريقة حساب تكلفة رأس المال	88
شكل (02-17)	علاقة التكلفة الحدية للأموال لمستويات التغير	91
شكل (02-18)	علاقة حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال نظرية ربح الصافي	92
شكل (02-19)	منحنى يبين سلوك التكلفة الأجمالية للتمويل	92
شكل (02-20)	سلوك تكاليف عناصر الهيكل المالي وفقا لنظرية صافي ربح العماليات	94
شكل (02-21)	العلاقة بين كلفة الأموال الخاصة وكلفة الأموال الدين حسب نظرية التقليدية	96
شكل (02-22)	القيمة السوقية للشركة بسبب الرفع المالي حسب نظرية التقليدية	96
شكل (02-23)	العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الأموال الخاصة ونسبة الأقتراض	100
شكل (02-24)	العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة	101
شكل (02-25)	العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال	102
شكل (02-26)	قيمة المؤسسة في وجود الضريبة وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة	104
شكل (03-01)	الناتج المحلي الخام الاسمي	123
شكل (03-02)	مؤشر اسعار المستهلكين التغير السنوي	124
شكل (03-03)	الموازنة كنسبة مؤوية من الناتج المحلي الاجمالي	125
شكل (03-04)	الاحتياطيات العالمية باستثناء الذهب	126
شكل (03-05)	ميزان الحساب الجاري	127
شكل (03-06)	تطورات و اداء بورصة قطر	128
شكل (03-07)	معدل التداول اليومي و القيمة السوقية	129
شكل (03-08)	نتائج انحدار الديون على قيمة المؤسسة	134
شكل (03-09)	نتائج اختبار whiteالعادي	135
شكل (03-10)	نتائج اختبار ARCH-LM للديون	135
شكل (03-11)	مقارنة بين السلسة الاصلية و المقدرة للديون	137
شكل (03-12)	منحنى بياني لسلسة البواقي	138
شكل (03-13)	نتائج انحدار الاموال الخاصة على قيمة المؤسسة	139
شكل (03-14)	نتائج اختبار whiteالعادي	140
شكل (03-15)	نتائج اختبار ARCH-LM للاموال الخاصة	140
شكل (03-16)	دالة الارتباط الذاتي للاموال الخاصة	141
شكل (03-17)	مقارنة بين السلسة الاصلية و المقدرة للاموال الخاصة	142
شكل (03-18)	منحنى بياني لسلسة البواقي	143
شكل (03-19)	نتائج انحدار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة	144
شكل (03-20)	نتائج اختبار whiteالعادي	146
شكل (03-21)	دالة الارتباط الذاتي للنموذج الكلي	147
شكل (03-22)	مقارنة بين السلسة الاصلية و المقدرة للنموذج الكلي	149
شكل (03-23)	منحنى بياني لسلسة البواقي للنموذج الكلي	150

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
جدول (01-01)	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والفني	30
جدول(02-01)	الشكل المختصر للميزانية	50
جدول (02-02)	جدول حسابات النتائج وأنواع الرفع	66
جدول (03-01)	مكونات مؤشر بورصة قطر	122
جدول(03-02)	دالة الأرتباط الذاتي للديون	137
جدول (03-03)	داربين واتسون	142

المقدمة

مقدمة:

في ظل العولمة وانفتاح الأسواق المالية وترابطها، وتوجه نحو التكتل والاندماج ومالها من انعكاسات على الاقتصاديات العربية يبقى على عاتق الشعوب والسلطات تطوير اقتصادياتها من خلال البدء بصناعة نظام مالي يقوم على مبدأ العدالة الاجتماعية، والذي يعتبر القلب النابض لكل الاقتصاد،

إن إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها وإن الطريقة التي تحصل بها المؤسسات على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها هي أول ما يفكر فيه كل مسير، لأنه بقدر ما يكون حجم التمويل مناسبا و يحسن استثماره بقدر ما يكون العائد أو الربح الذي يعتبر أهم هدف لأي مسير نشاط اقتصادي كبيرا، وحتى يتم بلوغ هذا الهدف على مستوى المؤسسة الاقتصادية، كان لابد من إيجاد الأساليب التمويلية الكفيلة برفع الكفاءة الاقتصادية وزيادة الطاقة الإنتاجية من خلال الاستخدام الأمثل لمختلف للموارد المتاحة وخاصة الموارد المالية بما يعود عليها بأعلى الفوائد وبأقل التكاليف، إضافة إلى محاولة التكيف مع المحيط وذلك باستغلال القوانين والتشريعات التي تكفل استقطاب رؤوس الأموال واستثمارها أحسن استثمار بما يضمن بقاء المؤسسة واستمرارها وقدرتها على المنافسة بقوة.

لذلك يعتبر التمويل من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسة كحدة المنافسة والرغبة في التوسع لمواجهة الظروف الطارئة وهو عنصر أساسي لاستمرار المؤسسة في نظامها ونموها، ولهذا لايمكن لأي مؤسسة أو مشروع أن يحقق أهدافه أو يطبق خطته دون هذا العنصر الحيوي.

إن المسير المالي لأي مؤسسة اقتصادية وهو في سعي مستمر لتحقيق أهداف المؤسسة والتي من أهمها تعظيم قيمة المؤسسة، يقوم بالمفاضلة بين العديد من مصادر التمويل المتاحة والتي يراها تلائم وضعية المؤسسة في القطاع الذي تنشط فيه، وكما هو معلوم فإن لأي عملية تمويل عدة آثار على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة.

من خلال ما سبق يمكن طرح **إشكالية البحث** كما يلي:

كيف يمكن للهيكل المالي أن يؤثر على قيمة المؤسسة المسعرة ؟

إن هذا التساؤل يقودنا إلى طرح **الأسئلة الفرعية** التالية:

1- ما المقصود بالهيكل المالي للمؤسسة ؟

2- كيف يمكن للمؤسسة أن تقوم بالمفاضلة بين مصادر التمويل.؟

3- هل تؤثر الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة.؟

4- هل تؤثر الاستدانة على قيمة المؤسسة.؟

وللإجابة عن التساؤلات السابقة ننطلق من **الفرضيات** التالية:

1- يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس مختلف مصادرها التمويلية.

2- يعتبر التمويل الذاتي أهم مصدر للتمويل باعتباره يحقق الاستقلالية المالية للمؤسسة.

3- يمكن أن تكون للأموال الخاصة تأثير على قيمة المؤسسة.

4- يعتبر أن هناك علاقة بين الاستدانة وقيمة المؤسسة من خلال عملية رفع المالي.

أهمية البحث:

تبرز اهمية البحث في إبراز السبل المناسبة لأي مسير مالي من أجل الاستغلال الجيد للموارد المالية المتاحة للمؤسسة، وذلك نظرا لصعوبة الحصول على مصادر التمويل المناسبة، وخصوصا في ظل تزايد حدة المنافسة وسعي الأفراد لاستثمار أموالهم في أكثر المؤسسات نجاحا، وكذلك في ظل الصعوبات التي أصبحت تفرضها البنوك لمنح القروض، ومنه الوقوف على مدى قدرة المؤسسات القيام بعمليات تمكنها من تحقيق الاستمرارية من ورائها، والمحافظة على قيمة المؤسسة وبالتالي تحقيق ثروة.

أهداف البحث: تتمثل أهداف البحث فيما يلي:

1- الوقوف على أهمية الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة؛

2-التعرف على مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسات؛

3- معرفة كيفية المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة.

أسباب اختيار الموضوع:

إن دوافع اختيار هذا الموضوع دون غيره من المواضيع نلخصها فيما يلي:

1- الشعور بأهمية ومكانة موضوع تمويل المؤسسات في ظل التطورات المتلاحقة؛
2- طبيعة التخصص فالموضوع له صلة متينة بتخصص مالية المؤسسة؛
3- إمكانية البحث ممكنة وذلك نظرا لأن هذا الموضوع قابل للبحث والدراسة من أجل الوصول إلى نتائج ملموسة؛
4- الميل الشخصي للبحث في المواضيع ذات الصلة بتسيير المؤسسات وخاصة مواضيع المالية.

المنهج المستخدم:

بغية الإجابة على الإشكالية المطروحة، والتساؤلات الفرعية وأيضا اختبار صحة الفرضيات وتحليل مختلف أبعاد وجوانب الموضوع سوف نقوم بإتباع المنهج التحليلي الوصفي المتوافق مع الدراسة النظرية، إضافة إلى منهج القياسي وذلك من أجل إسقاط المعلومات النظرية على واقع البورصة القطرية المنتهجة في دراسة الحالة.

الدراسات السابقة

1- دراسة الدكتور بوفجي عبد الوهاب تحت عنوان:

*نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة 2004- 2007 *

حيث اهتم البحث بدراسة أساليب المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة التي تؤدي بالمؤسسة، وبالتالي إلى تدنئة تكاليف الأموال بمختلف أشكالها وزيادة عائد المؤسسة، ويسمى المزيج التمويلي المختار بالهيكل المالي، وخلص الباحث إلى أن الأختيار الأمثل للهيكل المالي يؤدي بدوره إلى التقليل من المخاطر الناتجة عن عمليات التمويل ويعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة.

2- دراسة بن ضب علي تحت عنوان

دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة.

حيث درس الباحث مدى تأثير قرار إختبار الهيكل المالي وقرار وتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة الكويتية مع الأخذ بعين الاعتبار درجة كفاءة السوق المالي الكويتي للأوراق المالية، وخلص الباحث إلى أن السوق الكويتية تعد سوقا كفئا عند المستوى الضعيف، وأن للهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.

3- دراسة زغود تبر تحت عنوان:

* محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر*

وتناول الباحث في دراسة مدى تأثير سياسة التمويل على الاقتصاد بالقطاع العام والخاص وأخذ الجزائر كعنية للدراسة وفي الأخير خلص الباحث إلى أنه يجب إختيار سياسة مناسبة توافق الحالة والوضعية التي بها الاقتصاد.

هيكل البحث

لقد تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين وفصل تطبيقي كما يلي:

- الفصل الأول: نتطرق فيه إلى دراسة القيمة وأسس تقيم المؤسسات، حيث اهتم المبحث الأول بمفاهيم العامة للقيمة وتقييم المؤسسات،أما المبحث الثاني خصص لدراسة لأشهر طرق تقييم الأوراق المالية ، والمبحث الثالث اهتم بدراسة طرق تقييم المؤسسات.

- الفصل الثاني: نتناول فيه الهيكل المالي ومختلف تكاليف الأموال، فالمبحث الأول أختص بالمكونات الرئيسية للهيكل المالي، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه مختلف تكاليف الأموال، أما المبحث الثالث فخصص للنظريات المفسرة للهيكل المالي

- الفصل الثالث: نحاول إسقاط المعلومات النظرية على الواقع العملي لبورصة قطر، حيث تم التطرق في المبحث الأول إلى الإطار التنظيمي لبورصة، أم المبحث الثاني فدرسنا فيه أداء بورصة قطر، بينما المبحث الثالث فخصص لدراسة حالة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المسعرة.

الفصل الأول :

أسس التقييم وتحديد قيمة المؤسسة

تمهيد:

لقد تعاظمت أهمية الأسواق المالية في مختلف اقتصاديات بلدان العالم، وهذا نظرا للدور الذي تؤديه هذه الأسواق بتحريك الموارد المالية نحو الفرص الاستثمارية، من جانب، وتعدد وتنوع الأدوات المالية أمام مختلف الإدخارات الفردية منها المؤسسية من جانب آخر. وهذا بالإضافة إلى الإنتقال من اقتصاديات الإستدانة إلى إقتصاديات رأس المال، الأمر الذي فتح أمام المؤسسات بدائل للتمويل.

وأصبح يعتبر موضوع تقييم المؤسسات أحد المسائل الهامة في مجال المالية، حيث لم يعد تحديد الأرباح الصافية التي يمكن أن تحققها المؤسسة الاقتصادية في الوقت الراهن مؤشرا كافيا لمعرفة قيمتها وذلك لأن النتائج المحاسبية المعطاة لا تعكس الواقع السوقي، حيث يمكنها أن تخفي عدة نقائص كعدم كفاية الاستثمار المادي والمعنوي المتجدد والمولد للإنتاجية ومن ثم تحجيم القيمة وتشويشها.

ولتوضيح أكثر ما سبق، قسمنا الفصل إلى ثلاث مباحث، حيث تم تعريف القيمة والتقييم والتطرق لأهم مؤشرات اختيار القيمة في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فهدف إلى تحديد أهم وأشهر طرق تقييم الأوراق المالية مع تحديد المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية، كما هدف أيضا المبحث الثالث إلى تحديد أهم طرق تقييم المؤسسات.

المبحث الأول: أساسيات عامة حول القيمة والتقييم

تسعى المؤسسة حسب الكلاسيك من خلال الاقتصاد الجزئي إلى تعظيم الربح أوما يسمى بتعظيم ثروة المالكين، غير أنه رغم التصور الضيق لهذه النظرية فهي لم تعد كافية لأن الواقع الاقتصادي يبين أن الهدف الأساسي للمؤسسة أخذ منحى آخر يندرج تحت مظلة إنشاء القيمة.

المطلب الأول: ماهية القيمة

ليس من السهل تحديد مفهوم القيمة. فقيمة الشيء مرتبطة بعدد هائل من المحددات وزاوية التقييم وفترته ...، وللقيمة مفاهيم عدة حسب استخداماتها وغايتها.

الفرع الأول: تعريف القيمة

- إن قيمة أي فصل "هو عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل. وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخصم التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل".[1]
- تتمثل قيمة المؤسسة "في ذلك المبلغ النقدي العادل، الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث ذلك المبلغ يحضى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية عند كل مرحلة من طلب قياسها (الهدف من وراء التقييم)، الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".[2]
- تعرف القيمة على أنها "القيمة السوقية العادلة التي تعكس السعر المتداول لسلعة وهذا ما يبين البائع والشاري، دون أي إكراه أو ضغط".

وللوصول لهذا الغرض لابد الأخذ بعين الاعتبار ما يلي:[3]

- طبيعة المؤسسة وتاريخها منذ إنشائها؛
- المناخ الإقتصادي عموما وخاصة قطاع الصناعة نفسها موضوع التقييم؛
- القيمة الدفترية للسهم والوضع المالي للمؤسسة؛

[1] فايز سليم حداد ، **الإدارة المالية** ، دار حامد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الثالثة 2010 ، ص173.

[2] سوسي هواري وكماسي محمد الأمين، **إشكاليات تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر** – الملتقى الوطني الأول حول تقييم المؤسسات، جامعة سكيكدة، سبتمبر 2005.

[3] حكمت سليم، **أسس تقييم المشروعات**، ورقة عمل أعدت ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونيين السوريين، لعام 2008، ص3.

- القيمة السوقية لمؤسسة مشابهة.

الفرع الثاني: أنواع القيمة

تتحدد القيمة في ظل اقتصاد السوق عن طريق تفاعل قوى العرض والطلب لكن عند التعذر تتحدد القيمة تبعا للظروف والدوافع حسب كل حالة ويتم كما يلي:[1]

1- القيمة السوقية العادلة:

هي المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به إنتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب، ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأن نوع من الإكراه.

2- القيمة الدفترية:

القيمة الدفترية تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط وليس تقويمي أو اقتصادي.

3- القيمة الاستثمارية:

هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، وهي نوع من القيمة المألوفة لدى المهنيين، العاملين في مجال عمليات الاندماج والتملك.

4- القيمة الاستعمالية/ القيمة التبادلية:

يمكن أن توصف القيمة الاستعمالية بأنها قيمة أصل ما كجزء من المشروع العامل وهذه القيمة مرتبطة بالأصول ذات الإستعمال الإنتاجي، أما القيمة التبادلية ترتبط بقيمة الشيء المملوك أو الأصل عندما يتم تبادله في حد ذاته وهذا بغض النظر عن المؤسسة التي كان بها. والقيمة التبادلية أقل من القيمة الاستعمالية لأصل ما في مشروع ذات أعمال متواصلة ومستمرة.

5- قيمة المشروع المستمر:

يبرز مفهوم قيمة المشروع المستمر عندما يتم تقدير قيمة مؤسسة ما، باعتبارها وحدة عاملة قابلة للإستمرار والنمو. ولا يتهددها أي خطر مباشر يهدد بتوقف عملياتها.

[1] طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات، تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2008، ص12-20..

6- قيمة شهرة المحل:

قيمة شهرة المحل هي مجموع الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة وهي في جوهرها توقع إستمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.

7- القيمة القابلة للتأمين:

هي قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما، التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة.

8- قيمة الإحلال:

القيمة الإحلالية لأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية.

9- قيمة النفايات أو القيمة المتبقية:

قيمة النفاية هي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع الأصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة.

10- قيمة التصفية:

هي لا تعتبر نوعا مستقلا وإنما ظرفا معينا، وهي ذلك المبلغ الصافي المحقق في حالة وضع حد لنشاط المؤسسة وبيع أصولها كل على حدى والوفاء بإلتزاماتها، هذه التصفية تكون إجبارية أو منظمة، ففي حالة التصفية المنظمة يكون الوقت المتاح أطول مما يجعل القيمة أكبر وتسمى بالقيمة المصفاة.

المطلب الثاني: ماهية التقييم

لا يرتكز تقييم الشركات على صيغة رياضية ثابتة، إذ يمكنه أن يتغير بحسب تغيير نوع الشركة المعنية وبحسب دافع التقييم.

الفرع الأول: تعريف التقييم

إن التقييم كمفهوم "يعني التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة أي تغيرات إيجابية أو سلبية فيها".[1]

[1] مؤيد الفضل ، **تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة – منهج كمي مع دراسة حالة** – دار الوراق للنشر والتوزيع ،الطبعة الأولى 2009 ، ص13.

- إن تقييم المؤسسات "يعنب تقييم مشاريع الإستثمار من خلال أدوات التقييم المستعملة وكذلك تقييم المؤسسة إنطلاقا من مجموع مشاريعها، بحيث يهدف تقييم المؤسسات إلى نعرفة قيمتها السوقية المحتملة.[1]
- يجب إعتبار تقييم الشركات نقطة انطلاق لكل من البائعين والمشترين، مع أنه من النادر أن يتوصل البائعون من جهة والمشترون من جهة أخرى إلى أرقام متشابهة، والسبب الأهم أن البائع دائما يسعى إلى طرح سعر أعلى يجب أن يوضع رقم تقريبي من طرف خبير التقييم، يمكن أن ينطلق منه المشتري والبائع للتفاوض على سعر أخير يقبله كل منهما.[2]

الفرع الثاني: أغراض وإجراءات عملية التقييم[3]

1- الغرض من عملية التقييم:

يتم تقييم المؤسسات وأصولها لأسباب عديدة مختلفة من أكثرها شيوعا نذكر:

- الإندماجات أو الإستحواذ؛
- إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
- السيطرة على الشركة عن طريق إمتلاك جزء من رأس مالها؛
- التنازل عن شهرة المحل؛
- الدخول إلى البورصة؛
- الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر إصدار الأسهم الجديدة.

2- إجراءات عملية التقييم

- **تحديد الهدف**: يعتبر تحديد الهدف أول عمل تسييري والذي يمثل حجر الأساس لكل المراحل اللاحقة لتحديد الوسائل والمعطيات إنطلاقا من الأهداف وكذلك اختيار الطريق المناسب، فإذا كان الهدف جلب مساهمين جدد، فعلى المقيم اختيار طريقة تعطي المؤسسة قيمة مضافة؛

[1] http//ar.wikipedia.org/wiki/تقييم الشركات/ تاريخ الإطلاع: 2011/03/27

[2] http/riyadbank.smetoolkit.org/arabic/ar/centent/ar/1079 تاريخ الإطلاع 2011/03/27

[3] طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات – تحديد قيمة المنشأة**، مرجع سابق – ص34.

- وضع مخطط عمل: وهذا بالتركيز على الوقت المتاح للتقييم، جمع المعلومات ثم تحليلها، اختيار المرافقين ...؛
- تقييم وتحليل عناصر المؤسسة: يتضمن اختيار الطريقة المناسبة بالاعتماد على الأهداف والمعلومات المتاحة وخطط العمل؛(*)
- كتابة التقرير: والذي يحتوي على قيمة المؤسسة التي تم تحديدها وهي مجرد رأي فقط.

وبالرغم من أهمية وضرورة عملية التقييم بالنسبة للمؤسسة محل التقييم والمقيم إلا أننا نجد هناك مجموعة من المعوقات والصعوبات التي تواجه عملية التقييم ومن بينها:

- تواجه عملية التقييم في ظل اختلاف وتعدد الطرق، عدة مشاكل منها:
  - o تكلفة التقييم: حيث تتحمل المؤسسة من جراء عملية التقييم تكلفة بغية الوصول إلى الهدف المعني؛
  - o مدة التقييم؛
  - o اكتساب دراية وعرفة معمقة بالمؤسسة محل التقييم؛
  - o اختلاف المحيط بفرض على المؤسسة استعمال طريقة معينة من طرق التقييم فمثلا الطريقة المعتمدة في التقييم على أساس التنبؤات المستقبلية تتطلب معطيات تقديرية وهو ما يستوجب دراسات في هذا المجال؛(**)
  - o الإعتماد على قوائم مالية مصادق عليها من طرف محافظ حسابات أو مراجع خارجي؛
  - o المقيم لابد أن يأخذ في الحسبان مستقبل المؤسسة.

المطلب الثالث: مؤشرات إنشاء القيمة

يحتل موضوع إنشاء القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات الإقتصادية، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى وهذا كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة المالية من النشاط المحاسبي نحو النشاط الاقتصادي والذي يؤدي إلى إنشاء قيمة (création de la valeur).

(*) ويتم كذلك التقييم من خلال القيام بتشخيص المؤسسة وهذا بالتعرف على نشاطها، وضعيتها التنافسية وذمتها مالية...، وبهد اكتساب صورة حقيقية ودقيقة حول المؤسسة المراد تقييمها.

(*) عادة ما يتم اختيار الطريقة المناسبة للتقييم عن طريق عملية المراجحة.

الفرع الأول: مفهوم إنشاء القيمة

نعني بمصطلح إنشاء القيمة (création de la valeur) خلق قيمة للسهم وانطلاقا من ذلك فهذا المفهوم يكرس وضع المساهم في خدمة إستراتيجية المؤسسة.[1]

وفيما يلي سوف نوضح الظروف التي من خلالها ظهر موضوع إنشاء القيمة حيث برز بوضوح في سنوات التسعينات وأصبح بمثابة مسار استراتيجي لعدد كبير من المؤسسات الاقتصادية وكذلك توضح أهم مراحل تطوره ثم تحديد أهدافه.

أولا: ظروف تطور المفهوم

يمكن إحال ظروف تطور مفهوم إنشاء القيمة في العنصرين التاليين:

1- الحاجة إلى الأموال والمنافسة: لقد سمح تطور مفهوم إنشاء القيمة للمؤسسات بطلب مختلف حاجياتها، مما أدى إلى إرتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في سنوات الثمانينات الشيء الذي أسهم في تسارع وتيرة المنافسة بين المتعاملين الإقتصاديين الخواص منهم والعموميين في سوق رؤوس الأموال، فساد عدم التنظيم المالي وصعب إقتناء الأموال بأكثر حرية بصفة مباشرة من السوق، الشيء الذي جعل المؤسسات تبحث عن معيار تحتكم إليه لتحقيق الإستقرار المالي وظهور مفاهيم جديدة كإنشاء القيمة ويبدو ذلك واضحا من خلال نجاح بعض المؤسسات التي تهتم بالرفع المالي، بالإضافة إلى الشروط التي يمليها السوق في التقييم كانعكاس للتوجهات العالمية على المستوى المالي.

2- بروز دور المساهم: العامل الثاني الذي ساهم في تطور مفهوم إنشاء القيمة يكمن في ظهور مجموعات عديدة تمثل نشاط المساهم، ففي سنوات التسعينات تجسد ذلك في ظهور معاهد الاستثمار وصناديق المعاش والمنظمات الأخرى المسيرة لمنتجات الإدخار الجماعي، والتي كانت كلها تهدف إلى إيجاد مكانة للمساهم لتحقيق استقراره ويظهر أكثر في الدول الأوروبية، وقد اتضح ذلك عند مرورها إلى العملية الموحدة اليورو التي ساهمت في إيداع شفافية الإستثمارات بتشكيل محفظة مالية تتميز بالتنويع في إطار التوجهات الإستراتيجية للمؤسسة، مهما أعطى إمكانية أكبر للمساهمين لممارسة الضغوط على المؤسسات.[2]

[1] تقييم المنشأة الإقتصادية – مدخل القيمة المضافة - بريكة تاريخ الإطلاع 2011/05/04 http://iefpedia.com/.../

[2] تقييم المنشأة الإقتصادية – مدخل القيمة المضافة - بريكة تاريخ الإطلاع 2011/05/04 http://iefpedia.com/.../

ثانيا: أهداف ونتائج إنشاء القيمة

إن لخلق القيمة أهداف ونتائج كثيرة نذكر فيما يلي أهم النتائج وأهم الأهداف:

1- **أهداف إنشاء القيمة**: إن الهدف الأساسي المنشود الذي تسعى الفرقة المسيرة للمؤسسة إلى تحقيقه هو إنشاء قيمة للمساهم، أي تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل.

- الهدف من سياسة إنشاء بالدرجة الأولى هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس مال مؤسسة مسعرة، بالإضافة إلى سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر إيجابي للمساهمين، فتوليد أو تحقيق تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، ويسمح بتحقيق هدف مؤسسة اقتصادية تتبنى مسار إنشاء القيمة.

2- **النتائج العامة لتطور مفهوم إنشاء القيمة**: أدى تطور مفهوم إنشاء القيمة إلى نتيجتين مهمتين وهما:

o **التركيز على المردودية**: لقد جعلت التطورات التي حدثت في نهاية الثمانينات المؤسسة الاقتصادية، تركز على العائد لارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية في تلك الفترة. ونتج عن ذلك إعادة دفع لمرجعية المؤسسة ونظرتها للعائد، حيث أن تكلفة الفرصة البديلة إزدادت والسبب هو التوزيع الجيد للتوظيفات المالية المختلفة.(*)

o **تغيير نمط إدارة المؤسسة**: إن تغير إتخاذ القرارات على مستوى المؤسسة الاقتصادية وطرق إدارتها من خلال ما يسمى الآن الحوكمة المؤسساتية، أعطى لها شفافية في التفسير، ذلك أن الإدارة تدمج السلطة الثانية المتمثلة في المساهمين وباقي الشركاء كنتيجة لتجسيد مفهوم إنشاء المؤسسة، وقد قام المسيرون في إطار الاتصال الإستراتيجي بعرض النشرات المالية المختلفة...، بإضافة إلى ذلك عنصر مهم يتعلق بسياسة التوزيعات على الشرائح المختلفة من الأجراء، فقد حقق المسيرون وإطارات المؤسسات في سنوات التسعينات جزءا التوزيعات مرتبط بإصاباتهم، ويتجلى ذلك من خلال مؤشرات التقييم والعائد.(**)

(*) بالموازاة شهدت نفس الفترة نمو لمقاييس العائد وتعددها بسبب ظهور منتجات مالية جديدة.

(**) تكشف العلاقة بين مؤشرات التقييم والعائد إلى الوضعية على إرتباط مباشر بين إنشاء قيمة للمساهم مع عمل المسيرين، أي أن عمل هذا الأخير مرتبط بعوائد السهم.

- **أسس مرجعية إنشاء القيمة**: لا يعتبر مفهوم إنشاء القيمة حديثا، فقد تناوله ألفرد مارشال (1980) تحت إسم الربح الاقتصادي ويعرفه بأنه رأس المال المستثمر مضروب في الفارق بين العائد على الاستثمار وتكلفة رأس المال.

هكذا أصبح موضوع خلق القيمة المحور الأساسي في مناقشة المسيرين المهتمين من دراسين ومحللين ماليين أمثال: Denis Dulois، Marc l'hecuyer ، Felix bogliolo وغيرهم، ذلك لأنه يخدم ويعالج المعضلات المتعلقة باتخاذ القرارات الحساسة مثل الإمتناع عن عملية الاستثمار، التوقف عن النشاط وانخفاض الفاعلية، وكل هذه المشكلات تعلن باسم إنشاء القيمة.

وحقيقة الأمر أن فكرة إنشاء القيمة تعارض بشدة القرارات المتعلقة بالمسائل السابقة الذكر، على الرغم من أن المؤسسات التي تحقق عائد مرتفع، تتخذها كذريعة على حسن التسيير واستعراضا لقدراتها كالعمال، الزبائن والمساهمين...، تعبيرا منها على قدرة لانهائية ومن هنا تبدأ فكرة إنشاء القيمة.

الفرع الثاني: مؤشرات إنشاء القيمة

يمكن تقسيم مؤشرات إنشاء القيمة في غالب إلى ثلاثة مقاربة وهي كما يلي:

1- المقاربة المحاسبية:

وهي تتمثل أساسا في المردودية والتدفق النقدي المتولد على الإستثمار وربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للإستغلال، تدفقات خزينة الإستغلال، حيث أخذت كقيم مطلقة دون الأخذ بمبدأ النسبية، وتتمثل أهم المؤشرات فيما يلي:

1-1- المردودية:[1] وهي تتمثل في:

- **المردودية الاقتصادية**: هي قياس محاسبي للثروة المحققة من الأصول الاقتصادية.

المردودية الاقتصادية Re = النتيجة الاقتصادية / الأصول

ويمكن تشخيص المردودية الاقتصادية من خلال:

- مستوى ربحية جيد ممثل في هامش مرتفع؛

[1] http://iefpedia.com/.../ تاريخ الإطلاع 2011/05/07 قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين زغيب

- معدل مرتفع لدوران رأس المال المستثمر.

وينبغي أن تركز المؤسسة في عملية التقييم على هذين العنصرين وتضعهما في مقدمة أي إستراتيجية باعتبارهما الأكثر استقرارا.

- **المردودية المالية**: هي قياس محاسبي لمردودية رأس المال المستثمر من طرف المساهمين، المردودية المالية مرتبطة أساسا بمفهوم الرفع المالي والهيكل المالي الأمثل الذي يجعل من الأستدانة رافعة مالية لعوائد الأسهم.

المردودية المالية Rcp = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

وتكمن أهمية المردودية في ربطها بمعدل رأس المال(*) في قياس إنشاء القيمة.

ورغم البعد المحاسبي للمردودية إلا أنها تسمح بتحديد أهداف المؤسسة بشكل جيد من خلال:

- تعظيم قيمة الأصول الإقتصادية وتحديد شروط إنشاء القيمة؛
- تقليل تكلفة التمويل بالبحث عن الهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الأصول.

1-2- عائد السهم الواحد "EPS" (Earning Per Share):

ويطلق عليها أيضا بنسبة العائد الصافي لكل سهم، وتعطى بالعلاقة التالية:

EPS = العوائد المحققة من المؤسسة / عدد الأسهم العادية المشكلة لرأس المال

أو EPS = صافي الأرباح بعد الضريبة / عدد الأسهم المكتتب بها.

وتتمثل أهمية EPS في:

- أداة للتمويل: رفع رأس المال الخاص بالمؤسسة الإقتصادية؛
- أداة دفع: إما بتبادل القيم (OPE)*، أو لتحقيق الزيادة بالتقسيم على عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

(*) متمثلة في التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل طويلة الأجل.

* (CFROI: Cash Flow Return On Investement

وتمكن هذه النسبة المساهمين من معرفة ما إذا كانت المؤسسة قادرة على توليد دخل إضافي أم لا.

1-3- التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI(*))

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للإستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمه الإجمالية، ويحسب بالعلاقة التالية:[1]

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUIT} + BFR} \quad .....(01\text{-}01)$$

ويستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها اهتلاكات ومؤونات لا تترجم بالضرورة التدني الفعلي للأصول، مثل قطاع الفندقة.

2- المقاربة المالية:

وهي تعتبر من بين أهم المداخل الحديثة التي أثارت اهتمامات المسيرين وأصحاب الاختصاص على العموم، وأعطت صبغة شاملة لمفهوم إنشاء القيمة، وتتمثل المقاربة المالية أساسا في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وبالتالي يمكن توضيح كل من EVA وMVA كما يلي:

2-1- القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

EVA تمثل الفرق بين نتيجة الاستغلال وتكلفة الأموال وتعطى بالعلاقة التالية:

EVA = [نتيجة الاستغلال بعد الضريبة (Re) – التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال] × أموال الاستثمار

وعليه نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA هي أهم مؤشر لقياس إنشاء القيمة من ناحية تدمج مفهوم تكلفة هيكل رأس المال (التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال) من ناحية أخرى لا تشترط التسعير في السوق المالي.

2-2- القيمة الحالية للتدفقات النقدية:

[1] بن الضب علي، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة**، مذكرة ماجستير، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص7.

ويطلق على هذا المؤشر أيضا القيمة الحالية الصافية NPV (Net Present Value) والذي يهتم بالتدفقات النقدية كما يهتم بتكلفة رأس المال، فالإهتمام بالتكلفة* ننظر إليه كعلاقة مع العوائد المحققة للمستثمر والمساهم بصفة خاصة.

وهناك علاقة بين قيمة المؤسسة والتدفقات النقدية، وتتحدد كما يلي:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \frac{\text{التدفقات المالية المستقبلية}}{\text{التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال}}$$

وعليه:

$$\text{التدفقات النقدية المستقبلية} = \text{قيمة المؤسسة} \times \text{التكلفة المتوسطة لرأس المال}$$

3- مؤشرات إنشاء القيمة على مستوى الأسواق المالية:

3-1- القيمة السوقية المضافة MVA:

بعد تحديد القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في المقاربة المالية، يمكن تحديد القيمة السوقية المضافة (MVA)، حيث تعطى بالعلاقة التالية:

MVA = القيمة السوقية (MV) – مجموع الأموال

كما يمكن حسابها من خلال:

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{EVA}{(1 + WACC)^t} \quad .....(02\text{-}01)$$

حيث:

WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

إذا كانت MVA > 0 فإن المؤسسة المسعرة في السوق المالي تخلق للمساهمين ثروة من التسعير في السوق المالي تفوق تلك المحققة من الاستثمارات الاقتصادية.[1]

المبحث الثاني: أشـهر طرق تقييم الأوراق المالية

تعتبر عملية تحليل وتقييم الأوراق المالية محل إهتمام الأطراف المتعاملة في البورصة وهذا لأنها تعد الخطوة الهامة في سبيل إختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها، ومن ثم تعظيم

* يعني بالتكلفة: تكلفة الأموال أو تكلفة أموال الاستثمار ونقصد به التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

[1] http://iefpedia.com/.../ تاريخ الإطلاع 2011/05/07 قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق الثروة للمساهمين

مكاسبهم ومنافعهم من خلال زيادة قيمته ومردودية تلك الأوراق المالية، ومن أجل الوصول إلى هذا الهدف لابد من توفر مجموعة من الأدوات والمداخل التي تساعد على تقييم وتشخيص الأدوات المالية المستهدفة. وأشهر مداخل التحليل المستعملة في تقييم الأوراق المالية نجد التحليل الفني والتحليل الأساسي اللذان يساعدان في إتخاذ القرار المناسب حسب كل ظرف.

المطلب الأول: أشهر طرق تقييم الأسهم

تعد عملية تقييم الأسهم من التحديات التي تواجه المحلل المالي، كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم. وتنقسم الأسهم على العموم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، تجمع بين صفات أداة المديونية وأداة الملكية، ولكل نوع من الأسهم السابقة نماذج تقييم خاصة بها.

الفرع الأول: تقييم الأسهم العادية

إن تقدير قيمة الأسهم العادية أصعب من السندات والأسهم الممتازة وهذا لأن المستثمر يكون غير متأكد من حجم العوائد والنمط الزمني للعوائد ومعدل العائد المطلوب (Ke)[1]، ومع هذا يمكننا إيجاد قيمة الأسهم العادية باستخدام مجموعة من النماذج أهمها:

أولا: نموذج خصم توزيعات الأرباح

تساوي قيمة السهم العادي للقيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية (توزيعات الأرباح) التي من المتوقع الحصول عليها وبالتالي فإن النموذج الأساسي لتقييم الأسهم العادية بعملية التقييم[2]، وهذا كما هو موضح في العلاقة التالية:[3]

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots\dots\dots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty} = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad \dots\dots(03\text{-}01)$$

حيث: V_0: قمة السهم العادي؛

D_t: توزيعات أرباح الأسهم خلال الزمن؛

[1] طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2006، ص10.ص50.

[2] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص193.

[3] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة العربية، 2010، ص194.

K: معدل العائد المطلوب على السهم العادي.

وبالتالي نستطيع أن نستخلص من خلال المعادلة الأخيرة بأن هذا النموذج عام ويصلح للتطبيق أيا كان نمط تغير التغيرات لسهم معين، وهذا من فترة زمنية لأخرى[1]، وبالتالي نجد أن لنموذج ثلاث أشكال وهي كالتالي:

1- نموذج اللا نمو في التوزيعات:

في هذه الحالة لا يتوقع المستثمرون أن تتغير قيمة التوزيعات مما يعني أن التوزيعات سوف تظل ثابتة من سنة لأخرى وأن قيمة $D = {}_1D = {}_2D = \ldots = D$

وعليه يمكن حساب القيمة الحقيقة للسهم على النحو التالي:[2]

$$V_0 = \frac{D}{K} \quad .....(04\text{-}01)$$

تبين المعادلة بأن قيمة السهم في نموذج اللا نمو تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح (D)، مخصومة بمعدل العائد المطلوب K.

2- نموذج ذو النمو الثابت في التوزيعات:

يعتبر من أكثر النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، حيث يطلق عليه نموذج جوردن (Model Gordon) والذي يفترض بأن توزيعات الأرباح ستنمو بمعدل ثابت لكن بمعدل أقل من العائد المطلوب لأنه إذا كان معدل النمو أكبر من معدل العائد المطلوب لا يمكن تطبيق النموذج رياضيا، ويمكن حساب قيمة السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة التالي:[3]

$$V_0 = \frac{D_0\,(1+g)}{k - g} = \frac{D_1}{k - g} \quad .....(05\text{-}01)$$

حيث: g: معدل النمو في توزيعات الأرباح.

[1] محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، طبعة 2007، ص111.

[2] فيصل محمود الشراورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الأسس النظرية والعملية**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2008، ص96.

[3] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص196.

بالإضافة إلى ما سبق، يمكن استخراج معدل العائد المطلوب (k) من خلال المعادلة السابقة. وهذا كالتالي:

$$V_0 = \frac{D_1}{k - g} \quad => \quad k = \frac{D_1}{V_0} + g$$

3- نموذج النمو المتغير في التوزيعات:

نجد الكثير من المؤسسات ذات نمو سريع لعدة سنوات، ثم تنخفض تلك المعدلات إلى معدل متوسط بطئ وهناك بعض المؤسسات لا تجري أي توزيعات لعدة سنوات خاصة خلال فترات نموها الأول، لهذا يصعب استخدام نموذج النمو الثابت في مثل هذه الحالات، الأمر الذي يتطلب وجود معدل نمو يتلاءم مع أحوال المؤسسات، حيث يعرف هذا النموذج بأنه الوضع أو الحالة حيث يكون معدل النمو المتوقع في التوزيعات ليس ثابتا وإنما يعبر عنه بمعدلين أو أكثر للنمو.[1]
ويمكن تحديد سعر السهم العادي وفق هذا النموذج من خلال المعادلة التالية:[2]

$$MVA = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_0 (1+g_s)^t}{(1 + k)^t} + \left(\frac{D_m + 1}{k - g_n}\right)\left(\frac{1}{(1 + k)^m}\right) \quad .....(06\text{-}01)$$

حيث: g_s: معدل النمو المتغير في التوزيعات؛

g_n: معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

m: فترة النمو غير العادي؛

D_{m+1}: التوزيعات للسهم العادي في الفترة $m+1$.

ثانيا: نموذج نسب السعر

هناك مجموعة من المعوقات والمحددات التي يعاني منها نموذج خصم توزيعات الأرباح وبالتالي يلجأ المحلل المالي إلى البحث على نماذج اخرى قد يستخدمها، ومن بين هذه النماذج نجد، نموذج مدخل نسب السعر التي تستند إلى مبدأ الخصم للتدفقات النقدية المتوقعة للسهم وإنما تعتمد

[1] عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، طبعة 2004، ص308.
[2] http://www.arab-opi.org/develop-1.htm/ الأدوات المالية /تاريخ الإطلاع 2011/04/05

على أسعار الأسهم السوقية وهذا للدلالة على القيمة الحقيقية للسهم من خلال نسبها إلى مؤشرات محاسبية معينة على النحو التالي:[1]

1- نسبة السعر إلى ربحية السهم الواحد (PER):

يتم استخدام مدخل نسبة السعر إلى الربح أو ما يعرف بالمضاعف، من قبل المحللين الماليين لتقدير سعر سهم الشركة في السوق، ويمكن حسابه عن طريق ضرب
صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة بنسبة السعر إلى الربح (المضاعف).[2]
وهذا من خلال المعادلة التالية:[3]

$$P/E = \frac{D_1 / E}{k - g} \quad .....(07\text{-}01)$$

حيث: D_1/E: نسبة توزيعات أرباح الأسهم المعروفة المتوقعة (توزيعات الأرباح مقسوم على المكاسب).

2- نسبة السعر إلى التدفق النقدي:

تقوم هذه النسبة على أساس أن الثروة المتولدة من أصل تتمثل في التدفقات النقدي المتولدة عن هذا الأصل، ويلجأ العديد من المحللين الماليين إلى إضافة التكاليف غير النقدية إلى ربحية السهم للوصول إلى التدفقات النقدية، ويمكن تعديل قيمة المستثمر في السهم المستخدمة في نموذج التقييم باستخدام الربحية من الاستثمار الصافي إلى الاستثمار الإجمالي، حيث يؤخذ في الحسبان الإهلاك والمصروفات الأخرى غير النقدية وهذا من أجل إعادة استثمارها في الشركة.[4]
ويمكن تحديد العلاقة التي تحسب نسبة السعر إلى التدفق النقدي (PCR) كما يلي:

$$P_0 = PCR \times C_0 (1+g) \quad => \quad PCR = \frac{P_0}{C_0 (1+g)} .....(08\text{-}01)$$

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية، إطار في التنظيم وتقييم الأدوات**، مرجع سابق، ص204.
[2] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص201.
[3] طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، مرجع سابق، ص66.
[4] محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العيد، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية النشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2004، ص62.

حيث: C_o: التدفق النقدي للسهم الواحد؛

g: معدل النمو في التدفق النقدي.

3- نسبة السعر إلى القيمة الدفترية:

تعتمد هذه النسبة على المقياس المحاسبي لثروة السهم الواحد، ويطلق عليها في بعض الأحيان نسبة السوق إلى القيمة الدفترية ويرمز لها بـــ P/BV وهناك اعتقاد سائد بين المحللين الماليين وعموم المستثمرين أن السهم يجب أن لا يباع بأقل من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل وعليه فإن نسبة P/BV مؤشر لقدرة المؤسسة على خلق الثروة لحملة الأسهم، لذلك كلما كان P/BV >1 فإن الشركة قادرة على خلق الثروة والعكس، ومن ذلك فإنه مؤشر لضعف قدرة الشركة على خلق الثروة. ويمكن حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = P/BV \times BV_0\,(1+g) \;\Rightarrow\; P/BV = \frac{P_0}{BV_0\,(1+g)} \quad \ldots\ldots(09\text{-}01)$$

حيث: BV_o: القيمة الدفترية للسهم الواحد الحالية.

الفرع الثاني: تقييم الأسهم الممتازة

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة، تجمع بين صفات السند والسهم العادي، وذلك لأن صاحب السهم الممتاز يحصل على عائد ثابت سنويا، ولذلك فهو يمثل إلتزاما ثابتا كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال واكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها، ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حملتها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الإسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتازة، ويعود هذا لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها، ونظرا لأن الأسهم الممتازة دائمة ومستمرة فإن قيمتها هي ببساطة أرباح الأسهم السنوية المعلن عنها مقسومة على معدل العائد المطلوب على الأسهم الممتازة (k_p)،

وهذا من خلال المعادلة التالية:[1]

$$V_0 = \frac{\text{Dividend}}{K_d}$$

المطلب الثاني: طرق تقييم السندات

للتمكن من تحديد القيمة الحالية للسند، يجب أن نعرف مسبقا مقدار التدفقات النقدية المتوقعة من السند ومعدل الخصم الواجب استخدامه، فالتدفقات النقدية المتوقعة من السند تتكون من دفعات الفوائد السنوية ومن رأس المال الواجب سداده عند تاريخ استحقاق السنة، أما معدل الخصم (معدل الفائدة الجاري في السوق) الملائم للاستخدام في تحديد القيمة الحالية للسندات، فيختلف باختلاف درجة المخاطرة المحيطة بالسندات المختلفة.

الفرع الأول: القيمة الحالية للسند

يقصد بها قيمة التدفقات النقدية المتوقعة في لحظة التقييم والمخصومة بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، أما القيمة الحالية للسند فيقصد بها سعر السند في لحظة التقييم طبقا إلى خصم فوائده بمعدل الفائدة السوقية السائد في تلك اللحظة[2]، ويمكن صياغتها بالمعادلة التالية:[3]

القيمة الحالية للسند = قيمة الحالية لقيمة السند الاستهلاكية + القيمة الحالية لعوائد السند من الفائدة

وطالما أن القيمة الحالية لعوائد مستقبلية هي أساس تحديد القيمة الشرائية، لذلك فلابد من البحث عن معدل خصم منسب للوحدة النقدية من العوائد المستقبلية لإرجاعها إلى قيمتها الحالية المعبرة عن قيمة الحقيقية للسند أو القيمة التي يستند عليها المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري بالبيع أو الشراء أو بالقبول أو الرفض.

الفرع الثاني: معدل خصم السند

ويقصد به في بعض الأحيان بالناتج وهو الذي يجعل سعر السند مساويا إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، ويمكن تمييز أربعة أنواع من ناتج السند وهي كالآتي:

---

[1] طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، مرجع سابق، ص49.

[2] أسامة عزمي سلام، أرشد فؤاد التميمي، **الاستثمار بالأوراق المالية، تحليل وإدارة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2004، ص101.

[3] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية، مؤسسات أوراق البورصات**، در الشروق للنشر والتوزيع، طبعة 2005، ص151.

1- العائد من الاستحقاق:

ويشير العائد في الاستحقاق إلى العائد الذي يمكن للمستثمر أن يحققه إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق،[1] وينظر إلى العائد حتى الاستحقاق على أنه معدل العائد الداخلي (TRI) على الاستثمار بالسند، ويفسر على أنه معدل العائد المركب خلال عمر السند على افتراض أن جميع دفعات الفائدة على السند يعاد استثمارها بذلك الناتج، وبحسب العلاقة التالية:[2]

$$P_B = I\left(\frac{1-(1+TRI)^{-n}}{TRI}\right) + V_F\,(1+TRI)^{-n} \quad \ldots\ldots(10\text{-}01)$$

حيث: P_B: القيمة الحالية للسند؛

I: معدل الفائدة الدورية.

يعتمد في حساب TRI على طريقة التجربة والخطأ؛(*)

V_F: القيمة الإسمية للسند؛

2- العائد حتى تاريخ الاستدعاء:

إذا قام المستثمر بشراء أحد السندات الذي ينطوي على شروط الاستدعاء، ثم قامت الشركة المصدرة للسند باستدعائه لن يستطيع المستثمر في هذه الحالة الاحتفاظ بالسند من الاستحقاق وبالتالي لن يحصل على العائد حتى الاستحقاق. ويمكن إيجادها بالعلاقة التالية:

$$P_B = \sum_{t=1}^{n} I\left(\frac{1}{1-k_d}\right)^t + \left(\frac{CP}{(1+k_d)}\right)^h \ldots\ldots(11\text{-}01)$$

حيث: CP: سعر الاستدعاء؛

h: تمثل تاريخ استدعاء الجهة المصدرة للسند كامل السند.

---

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، طبعة 2006، ص237.

[2] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص287.

(*) أي أن المستثمر يفترض المعدل الذي يجعل طرفي المعادلة متساوية، ومن ثم يقوم بحل المعادلة وبعدها تحديد معدل العائد الداخلي TRI.

المطلب الثالث: المداخل المستعملة في تحليل الأوراق المالية.

يبذل المستثمرون في بورصات الأسهم في العالم قصارى جهودهم للتعرف بشكل مسبق على اتجاه تحركات الأسهم صعودا أو هبوطا، بغية تحقيق اكبر عائد ممكن، وفي الحقيقة هناك عدد كبير من الوسائل التي يستخدمها المستثمرون لاختيار الأوراق المالية. فبخلاف الاختيار العشوائي هناك المدخل الفني و المدخل الأساسي.

الفرع الأول: المدخل الفني

يعتبر هذا المدخل من بين الأدوات التي تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية، إذا يقوم على تتبع حركة الأسعار و أحجام التداول التي تسبق تسجيلها في السوق لاكتشاف سلوك أو نمط نتيجة حركة الأسعار، ليتم على أثرها ووفق زمن معين اتخاذ القرار المناسب للمستثمر[1]، و على هذا الأساس يمكن تعريف التحليل الفني وتحديد تصنيفاته ومميزاته وأهم مؤشراته، كما يلي:

أولا: تعريف التحليل الفني

ينصرف القائمون به (ويدعون بالفنيين"TECHNICIANS")، إلى تحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على الورقة المالية، واكتشاف تلك الأنماط من التغيرات، مما يسمح بتحديد الأوراق مستقبلا.[2]

يعتمد التحليل الفني على تقدير التنبؤات الخاصة بالأسعار المستقبلية للأسهم على السلاسل الزمنية للأسعار السابقة، وهذا من خلال تبني عدد من المؤشرات التي تعكس التغيرات التي قد تحدث في تقييمات المستثمرين وميولهم اتجاه عوامل مستقبلية مختلفة.[3]

ومن خلال التعاريف السابقة للتحليل الفني نجد انه يركز على ثلاثة فرضيات أساسية مستخلصة من فرضية الداو* الشهيرة، وهذه الفرضيات هي:[4]

1) إن الأسعار تخصم أو تتأثر تلقائيا بكل خبر أو معلومة مهما كان حجمها أو نوعها؛

---

[1] هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مجلة الباحث، عدد 2005/5، جامعة ورقلة، ص107.

[2] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات**، عمان، مرجع سابق، ص288.

[3] محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة، أسهم، سندات، أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2006، ص103.

* هي من أشهر أدوات التحليل في هذا المدخل، إذ تنسب النظرية إلى مؤسسها "شارلس هنري داو"

[4] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية، البورصة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2008، ص162.

2) إن الأسعار غالبا لا تتحرك بصورة عشوائية؛

3) الأهمية القصوى لمدخلين فقط ألا و هما الأسعار الحالية و الأسعار السابقة، فهي لا تفسر بأي شكل من الأشكال أسباب حدوث التغيير بل ترصده فقط بتحديد المعنى.

ثانيا: أصناف التحليل الفني:

يمكن تصنيف وسائل التحليل الفني إلى مجموعتين رئيسيتين و هما:[1]

المجموعة الأولى: تهدف هذه المجموعة إلى التنبؤ باتجاه السوق ككل عن طريق دراسة ما يمكن تسميته أدلة السوق، فبواسطة هذه الأدلة يحاول المحللون الفنيون التعرف على قعر السوق، وبالتالي على بداية السوق الصاعدة، وبالوسائل ذاتها يحاول هؤلاء المحللون الكشف عن نهاية السوق الصاعدة، إلى قمة السوق، ومن أهم هذه الوسائل من المجموعة الأولى نجد:

1) نظرية داو؛

2) مؤشر مجلة بارونز للثقة؛

3) نسبة مشتريات صغار المستثمرين من الأسهم ومبيعاتهم.

المجموعة الثانية: يمكن تطبيقها على السوق ككل و على سهم شركة معينة للتعرف على تغير سعره واتجاه هذا التغير مستقبلا. و من أهم وسائل المجموعة الثانية نجد:

- الرسوم البيانية؛
- المعدلات المتحركة؛
- أحجام التعامل.

ثالثا: مؤشرات التحليل الفني:

لكي نفهم التحليل الفني فلابد من فهم المحتوى الأساسي لمؤشرات هذا التحليل والافتراضات الأساسية وراء كل مؤشر من هذه المؤشرات، و يجب الانتباه دائما إلى أن ما يتنبأ به التحليل الفني يكون بمعزل عن ورود أي أخبار جديدة في السوق وواقع الأمر أن هناك باستمرار أخبار جديدة و أن هذه الأخبار قد تأخذ الأسعار باتجاه مخالف تماما لما تتنبأ به التحليل الفني.[2]

---

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية، البورصة**، مرجع سابق، ص163.

[2] عبد الرؤوف ربايعة وسامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006، ص16.

وبقدر ما يسمح به الوقت المحدد لتقديم هذه الورقة، فسيتم فيما يلي عرض بعض الأمثلة على أدوات ونماذج التحليل الفني بشكل مختصر.

1- الرسوم البيانية:

تستعمل الرسوم البيانية لتوضيح تحرك أسعار الأسهم في البورصة، و تعتبر هذه الرسوم من بين الوسائل التي يستخدمها دعاة التحليل الفني، والذين يقولون بان نموذج أسعار الأسهم التي تبين في الرسوم البيانية من شانها إعطاء المستثمرين جميع المعلومات اللازمة لشراء و بيع الأسهم، وذلك في الوقت المناسب و يقول هؤلاء بان المستثمر يمكن أن يقوم بالبيع و الشراء دون الحاجة إلى معرفة اسم الشركة أو نوع العمل الذي تقوم به، المهم فقط أن يقوم بتفسير هذه الرسوم البيانية لمعرفة الخطوة المقبلة.[1] ومن أشهر الرسوم البيانية المستخدمة ما يلي:

1-1- الرسوم البيانية الخطية: وهي ابسط أنواع الرسوم البيانية و تأتي قمة هذا النوع من الرسومات البيانية من بساطته وسهولته فهو ليس بحاجة ثقافة خاصة أو اطلاع واسع فبمجرد نظرة واحدة على هذا الرسم يتضح للمشاهد كيفية حركة سعر سهم الشركة خلال الفترة التي يغطيها الرسم.

1-2- رسوم الأعمدة: و هذا النوع من الرسم يعطي معلومات أكثر عن الورقة المالية فهو يبين إلى جانب سعر الإغلاق للسهم سعر سجله سعر السهم خلال فترة محددة، كما انه قد يبين سعر الافتتاح في حال توفر مثل هذا السعر في البورصة،* وهذا النوع من الرسوم البيانية يعتبر من الأنواع الشهيرة جدا والواسعة الاستخدام من قبل المستثمرين والمحللين وكافة المعنيين.[2]

1-3-**الرسم البياني للرقم والنقط**: تسعى هذه الخرائط إلى تحديدي التغيرات الحاصلة بالعرض والطلب من خلال ملاحظة التحركات الرئيسية في أسعار الأسهم واتجاهها وعلى أساس بناء بعد واحد من المسافات العمودية والأفقية للأسعار، إذ أن كل مسافة أفقية متتابعة على الرسم تغير في اتجاه السعر من الأعلى إلى الأسفل أو من الأسفل إلى الأعلى[3]. ويعتقد فريق من الفنيين بان دراسة

---

[1] محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2005، ص251.

* بعض البورصات لا توفر سعر الإفتتاح للسهم حيث تعتبر أن سعر الإفتتاح هو نفسه سعر الإغلاق السابق وهناك بورصات أخرى تعتبر أن سعر الإفتتاح هو أول عملية تداول تتم على السهم في يوم التداول.

[2] عبد الرؤوف ربايعة وسامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، مرجع سابق، ص16.

[3] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص228.

الخريطة تمكن المحلل من التنبؤ بالخروج الصعودي أو النزولي، ومن ثم يتخذ قرار الشراء وقرار البيع في أفضل توقيت ممكن، ودون الحاجة إلى الانتظار كثيرا للتأكد من الخروج فعلي.[1]

2- حواجز الدعم والمقاومة: هي الخطوط التي يتم رسمها لمعرفة و متابعة اتجاهات الأسعار للأسهم، وتستفيد من هذه النقاط لمعرفة البيع و الشراء وهذا على النحو التالي:

2-1- نقاط الدعم: و خط تجاوز عمليات الشراء لعمليات البيع، وتكون ردة فعل السوق تصاعدية، و في حالة التجاوز و الانتقال إلى نقاط دعم جديدة تكون الطلبات حينها أقوى من سابقتها، ويمثل حاجزا من الصعب تجاوزه أيضا، أما في حال كسرها فيصبح ملاك السهم وسعره في وضع حرج، وأما إذا ارتد السهم إلى أعلى فهي فرصة للمضارب اليومي لاقتناص السهم و الاستفادة من هذا الارتداد والارتفاع.

2-2- خط المقاومة: خط تجاوز عمليات البيع لعمليات الشراء، وتكون ردت فعل السوق تنازلية، ويمثل المستوى السعري الذي يحاول السهم كسره وتجاوزه الأعلى، حيث تكون كميات العرض كبيرة جدا لقناعة الملاك بأن هذا السعر مناسب جدا للبيع وجني الربح، وفي حال تجاوز السهم حاجز المقاومة الأول وأتجه إلى الحاجز الثاني فإن المقاومة تكون أصعب ، وإذا ما تجاوزها بكميات معقولة فالسهم يمهد لنفسه مستويات سعرية جديدة[2] وفي الحقيقة أن منطقة الدعم والمقاومة ينظر لها على أنها حواجز سولوكية، وأن أي اختراق يحصل لها ما يشير إلى الرغبة الجيدة لشراء أو نقص حافز البيع، ويفسر على أن السعر أو مستوى السعر سوف يستمر بذلك الاتجاه.

3- الشموع اليابانية: اكتسبت تسميتها بالشموع اليابانية لسببين، أولهما أن اليابانيون أول من استخدمها في قراءة اتجاهات أسعار الأرز منذ قرون مضت، و السبب الثاني ان الرسم البياني يتخذ شكل الشمعدان مع خطوط في كلا النهايات تشبه الفتيلة، وتعرف الآن بين الفنيون بمختصر HLCOCHART، للإشارة إلى أعلى و أدنى HI –LO وسعر الافتتاح O وسعر الإغلاق C، ويوضح أن نتائج العلاقة بين الأسعار تكون بشكل شمعدان وبدنه يحدد أسعار الافتتاح و الإغلاق، فإذا كان سعر الإغلاق أعلى من الافتتاح يكون شكل البدن ابيض و العكس يكون البدن اسود، و المسافات التي تمتد أعلى و أدنى البدن تمثل الظل الأعلى و الأدنى، و الذي يتحدد بالسعر الأعلى و

[1] منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف للتوزيع القاهرة، طبعة 1992، ص456.
[2] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية**- البورصة- مرجع سابق، ص167.

الأدنى خلال اليوم والأسبوع، ينظر الفنيون إلى طول بدن الشمعدان على انه طول للظل، كما أن سلسلة الشموع البيضاء تمثل إشارة للسوق الصاعدة، أما سلسلة الشموع السوداء فتمثل إشارة للسوق الهابط.[1]

4- المتوسطات المتحركة: يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، و لدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة فعلى المدى الطويل يمكن حساب المتوسط المتحرك خلال فترة 200 يوم

أو 30 أسبوع، وعلى المدى المتوسط قد يتم حساب المتوسط المتحرك لفترة 10 أسابيع،

وأخيرا قد يتم حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم على المدى القصير لأغراض المضاربة خلال فترة 10 أيام[2]، ويستخدم المتوسط المتحرك للوقوف على حقيقة متوسط أسعار السوق ككل، وفي هذه الحالة يكون السوق صعودي، إذا كان المتوسط المتحرك في صعود، وقيمة المؤشر الفعلية أعلى من المتوسط المتحرك. وعلى العكس من ذلك يتجه إلى الهبوط، في الوقت الذي تكون فيه القيمة الفعلية للمؤشر اقل من المتوسط المتحرك.[3]

ويمكن حساب المتوسط المتحرك أو البسيط لأي مدة زمنية وحسب نوعية المستثمرين كما يلي: فإذا كانت لدينا سلسلة الأسعار (غالبا سعر الإقفال) يمكن استخراج متوسطها:[4]

$$\overline{P}_t = \frac{1}{n} \sum_{n=t-n+1}^{t} P_n$$

$$\overline{P}_{t+1} = \frac{1}{n} \sum_{n=t-n+1}^{t} P_n + P_{t+1} + P_{t-n+1} \qquad \text{.....(12-01)}$$

- **اتخاذ قرار الشراء**: يرى الفنيون أن قرار الشراء يكون مناسبا إذا تحققت القواعد الثلاثة الآتية على خريطة المتوسط المتحرك:
  - أن يكون سعر السهم و المتوسط المتحرك متجها للصعود(الارتفاع)

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص231.
[2] محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العيد، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، مرجع سابق، ص101.
[3] منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص448.
[4] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية، مؤسسات أوراق بورصات**، مرجع سابق، ص294

- السعر الفعلي للسهم أسفل المتوسط المتحرك المتجه للصعود
- يحدث أن يكون المتوسط المتحرك في لحظة معينة أسفل السعر الفعلي للسهم، ثم يعود إلى الارتفاع دون أن يبلغ المتوسط المتحرك.

- **اتخاذ قرار البيع**: يعتقد الفنيون أن قرار بيع الأسهم يكون مناسبا إذا تحققت القواعد الآتية:
  - يكون سعر السهم و المتوسط المتحرك متجها للهبوط؛
  - السعر الفعلي يكون أعلى من المتوسط المتحرك الذي يتجه للهبوط؛
  - يحدث أن يكون المتوسط المتحرك أعلى من السعر الفعلي الذي يتجه للارتفاع ثم يعود مرة أخرى للهبوط.[1]

5- نموذج الرأس والكتفين: يتشكل نموذج الرأس و الكتفين عندما يصنع الاتجاه السعري ثلاثة قمم متتالية، بحيث تكون القمة الوسطى (الرأس) أعلى من القمتين اليمنى واليسرى (الكتفين)، وبحيث تكون القمتين اليمنى واليسرى متساويتين تقريبا. ويكون كل من الرأس والكتفين متصلين من القاعدة بما يسمى خط الرقبة.

ويأتي تشكيل الرأس والكتفين عادة بعد اتجاه سعري صاعد، و الهدف الأساسي من هذا التشكيل انه في اغلب الأحيان يتجه السعر إلى الهبوط بعد تشكيل هذا النموذج، أي أن تشكيل القيمة الثالثة للمتجه السعري (الكتف الأيمن) يعطي مؤشرا على أن المرحلة التالية ستشهد هبوطا لمستوى أسعار السهم، الأمر الذي يدفع مستخدمي التحليل الفني إلى البدء بالتخلص من السهم و بيعه عند مستوى القيمة الثالثة، بحيث يتم تجنب الانخفاض المقبل في الأسعار.[2]

رابعا: مميزات وعيوب التحليل الفني:

1- مميزات التحليل الفني:[3]

- **القيادة**: حيث أن كامل التركيز على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية، عن طريق رصد التحركات السابقة لسعر؛
- **السهولة**: تعتبر هذه الطريقة في التحليل اقل تعقيدا مقارنة بالأنواع الأخرى من التحليل، حيث أن المدخلات محدودة (العرض، الطلب مع ردة الفعل)؛

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، مرجع سابق، ص151.
[2] عبد الرؤوف ربايعة وسامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، مرجع سابق، ص28.
[3] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية، البورصة**، مرجع سابق، ص164.

- **التوقيت**: توفير في الوقت و الجهد لأنها تعتمد على معلومات مشتقة من سوق الأوراق المالية نفسها.

وبالتالي نجد أن الهدف من التحليل الفني و مستويات الدعم والمقاومة هي محاولة فنية لاستقراء اتجاه السهم، وهل هو في طريقه للارتفاع أو الانخفاض ومن ثم اتخاذ القرار المناسب بناء على المعلومات التي حصلت عليها من التحليل الفني، وتحديد هذه المستويات هي لمعرفة متى يمكن أن نشتري و متى تبيع بربح أو متى تتخلص من السهم بخسارة بسيطة بدلا من التعلق بأسعار عالية.

2- عيوب التحليل الفني:[1]

- يتخذ المحلل الفني قرار الاستثمار بناء على وقوع الأحداث المتعلقة بتحركات الأسعار، و ليس التنبؤ بمستقبل تلك الأسعار وفقا للمعلومات ذات العلاقة؛
- نادرا ما يتعلق المستثمر الذي يتبع قواعد التحليل الفني عوائد غير طبيعية على استثماراته؛
- المحلل الفني يخلق التوقعات بنفسه و المحتمل وقوعها، و عليه فان تحركات الأسعار هي نتيجة لسلوك المحللين و ليس عوامل أخرى ذات علاقة بعملية التقييم التي يعتمدها المحلل الأساسي.

الفرع الثاني: التحليل الأساسي:

يركز التحليل الأساسي على دراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة في حد ذاتها، وكل ذلك يهدف للكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح التي يتوقع أن تتولد عن عمليات المؤسسة، وفيما يلي سنتناول مفهوم التحليل الأساسي بالإضافة إلى الخطوات التي يمر بها التحليل الأساسي.

أولا: مفهوم التحليلي الأساسي:

- "هو إيجاد القيمة الحقيقية للسهم، بالاستناد إلى التحليل العلمي الشامل الهادف، من اجل تقدير كافة العوامل المحددة لقيمة السهم ويتسع ليشمل العوامل الاقتصادية الكلية وعوامل الصناعة و

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص223.

العوامل الخاصة بالشركات وصولا إلى تقدير دقيق للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة محل التقييم"؛[1]

- "ينصرف القائمون به (يدعون بالأساسيين FONDAMETALISTS) إلى تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية و المالية منها، وعلى مستويات متعددة، كلية وقطاعية وجزئية للمؤسسة بهدف التعرف على عائدها المتوقع و المخاطر المصاحبة لذلك، وهو ما يمثل مادة لحساب القيمة المحورية للورقة المالية".[2]

ثانيا: مداخل التحليل الأساسي:

من خلال التعريفات السابقة للتحليل الأساسي نجد انه يستند إلى مدخلين هما:

1) التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل:

ويتضمن هذا المدخل على ثلاثة مراحل كما يلي:

المرحلة الأولى: التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية و التأثير المحتمل على سوق رأس المال؛

المرحلة الثانية: تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب تطور تكنولوجي أو أسباب أخرى؛

المرحلة الثالثة: تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل أو بسبب تطور تكنولوجي أو أسباب أخرى؛

المرحلة الثالثة: و هي تعنى بتحليل على مستوى المؤسسات داخل الصناعة و التي يوصي المحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

[1] عبد الرؤوف ربايعة وسامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، مرجع سابق، ص16.

[2] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص288.

التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى:

وهو مدخل بديل للمدخل الأول، فنقطة البداية فيه هي تحليل ظروف المؤسسات الفردية، ثم يتبعها تحليل الصناعة أو القطاع الذي تنتهي إليه المؤسسة، و المحطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة أنشطتها.[1]

و بعد التعرف على المدخلين، يبقى السؤال المطروح هنا أي مدخل منذ المدخلين يكون الأفضل و الأحسن في الوصول إلى نتائج مقاربة إلى الواقع. وتؤدي بالمستثمر لاتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة و الصائبة.

وهنا يبقى دور المحلل المالي أو المستمر في اختيار إحدى الأسلوبين أو كليهما، و هذا بالإضافة لأخذ بعين الاعتبار النقطتين الأساسيتين التاليتين.[2]

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة. كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.
- ولابد أن يدرك المحلل المالي بان اختياره لأي أسلوب و الوصول إلى القيمة المعطاة للسهم ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق. سواء كانوا المستثمرين أو المحللين الماليين لأنه إن لم يدرك السوق فيما بعد فإن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.

ثالثا: مراحل و خطوات التحليل الأساسي

1- تحليل الظروف الاقتصادية:

يحاول المحللون الأساسيون عن طريق دراسة العوامل الاقتصادية الكلية المهمة في أي بلد، إلى التنبؤ باتجاه البورصة فيه، فمن المعروف أن البورصات تتجه بشكل عام للصعود في فترات الازدهار الاقتصادي، و الهبوط في فترات الركود والانكماش الاقتصادي[3] وتتمثل العوامل الاقتصادية الكلية في تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي و التضخم.

[1] منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، مرجع سابق، ص287.
[2] سويسي هواري، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مرجع سابق، ص110.
[3] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية، البورصة**، مرجع سابق، ص158.

فضمن السياسة المالية تعتبر الضرائب ذات آثار ايجابية و سلبية على أداء المنشآت وأسعار أسهمها، حيث أن تخفيض معدل الضرائب على أرباح المؤسسات من شانه أن يترك أثرا ايجابيا على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة.

كما يعتبر الإنفاق الحكومي أيضا ذو آثار ايجابية و سلبية على المؤسسات.

أما فيما يخص السياسة النقدية و لاسيما سياسة أسعار الفائدة فإن تخفيضها* من شأنه تحفيز و زيادة الاستثمار، و بالتالي زيادة إنتاج و أرباح الشركات.

وكذلك فيما يتعلق بمعدلات التضخم، فمن المفترض أن تكون للتقارير الشهرية عن معدلات التضخم، أثرها على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شانه أن يترك أثرا سلبيا على تلك الأسعار.

أما تحليل حجم الناتج القومي فيعتبر أيضا ضروريا، حيث أن الإعلان عن زيادة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشان المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها.[1]

وعليه فبعد قيام المحلل المالي بكل هذه التحليلات للعوامل الاقتصادية، فإن نتائجها سوف تساعده على اختيار الوقت المناسب للدخول إلى سوق الأسهم أو الخروج منها.

2- تحليل ظروف الصناعة:

إن تحليل الصناعات المختلفة يهدف للتعرف على مستقبلها في ظل التطورات الاقتصادية في البلد المعني، فمن المعروف أن هذه الصناعات لا تستفيد بدرجة متساوية من أي ازدهار اقتصادي، كما لا تتأثر بنفس القوة بأي ركود يصيب الاقتصاد.[2]

وعليه فإن التحليل الأساسي للقطاعات الصناعية المختلفة، يمكن المستثمر من اختيار القطاعات التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية المنتظرة، بعد ذلك يستطيع المستثمر الانتقال الى المرحلة التالية و التي تهدف إلى تحليل شركات هذه القطاعات المختارة للتعرف على الشركات الرائدة فيها.

3- تحليل الشركة:

---

* بمعنى إتباع سياسة نقدية توسعية.

[1] http://www.arab-opi.org/course*/التحليل الأساسي/c9-5sitm/ /تاريخ الإطلاع 2011/04/24

[2] محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة**، مرجع سابق، ص103.

يهدف تحليل الشركات بالدرجة الأولى إلى تحديد ربحيتها و مدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من الشركات المنتجة في القطاع عينه، بهدف اختيار الشركة الأولى في كل قطاع و التي من المتوقع أن تتفوق من حيث نموها وربحيتها على قريناتها في هذا القطاع[1]، و تمر عمليات التحليل بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية لتمكن من التنبؤ بما تؤول إليه في المستقبل، حيث يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية* التي أعدتها الشركة، للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي

والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص و تحليل السيولة، استخدام الأصول، الهيكل المالي والربحية والنشاط. ومن ثم إمكانية قياس المردودية والمخاطر،[2] ويعد القيام بالتحليل الطويل والمقارن للقوائم والنسب المالية** للشركة ويتم تقييم السهم ماليا وسوقيا لوصول إلى انه مغري للشراء أي مقيم بأقل مما يجب أو للبيع أي مقيم بأكثر مما يجب من خلال عدة طرق ومؤشرات مالية، ومن أبرزها وأسهلها استعمالا مؤشر مضاعف الربحية P/E والذي يقسم السعر السوقي على العائد المتوقع من الأسهم.*

الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني و التحليل الأساسي:

إن الهدف الأساسي للمحللين الماليين و المستثمرين هو البحث عن الطريقة المثلى التي يجب استخدامها من اجل التوصل إلى أفضل قرارات الاستثمار في الأسهم و بالتالي فهم يتساءلون هل يمكن استخدام التحليل الفني أم التحليل الأساسي؟

وللإجابة على هذا التساؤل سوف ندرس أوجه الاختلاف بين التحليلين في الجدول التالي:

---

[1] عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية، البورصة**، مرجع سابق، ص160.

* بالدرجة الأولى الميزانية وجدول حسابات النتائج.

[2] سويسي هواري، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مرجع سابق، ص110.

** والمتمثلة أساسا في نسبة السيولة، نسب النشاط، وللعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق المساهمين ROE.

* ما تطرقنا إليه في المطابقة السابقة فيما يتعلق بتقييم الأوراق المالية.

الجدول رقم (01-01): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة و ظروف الشركة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول و غيرها)
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار. تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظة المستثمر وتلك المسعرة بأكبر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	إن سوق رأس المال كفء على الأقل في شكله الضعيف. يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات استثمارية.	تتحد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب. العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. إن التحرك من سعر التوازن إلى آخر يستغرق بعض الوقت.
حدود استخدامها	تحتاج إلى جهد وتكلفة اكبر نسبيا مقارنة بالتحليل الفني. توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة. صعوبة متابعة اكبر عدد من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.	يحتاج الأمر في بعض الخالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ. تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة

وبعد التعرف على نقاط الاختلاف بين التحليل الفني و التحليل الأساسي في الجدول السابق إلا انه تبقى نقطة الاختلاف الرئيسية في كفاءة السوق، ففي حين يفترض المحللون الأساسيون كفاءة السوق وان أسعار الأسهم الحقيقية تتقلب بعيدا عن قيمتها الحقيقية، وأنها تمثل نماذج مكررة لما حدث في الماضي، فيما يلي سوف ندرس حالات السوق الكفء في الحالة العامة.

1- كفاءة أسواق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناءا على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات يوصف السوق في هذه الحالة بالكفاءة والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

1-1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفء للأوراق المالية هي السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات و المعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية

أو المحورية وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف اسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفء يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطر.[1]

1-2- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

هناك ثلاثة مستويات للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق وهي:[2]

- **الصيغة ضعيفة الكفاءة**: و تسمى أيضا بـــ" نظرية الحركة العشوائية للأسعار"[*]، ووفقا لهذه الصيغ و يفترض أن المعلومات التاريخية بشان التي جرت في الماضي لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضا البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة.
- **الصيغة متوسطة الكفاءة**: يقتضي هذا الفرض بان الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات لمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقيم الأسهم والسندات**، مرجع سابق، ص127.

[2] مفتاح صالح، معافي فريدة، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 7، 2009-2010، ص185.

[*] يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغيير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد.

وغيرها، و في ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لانها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير انه إذا أدرك المستثمر القيمة الحقيقية التي ينبغي ان يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

- **الصيغة قوية الكفاءة**: وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة لكل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة، من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات الإنتاج لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، ويقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية.

1-3- أهمية السوق المالية الكفوءة

وجود سوق مالي كفء له دلالة اقتصادية و استثمارية يمكن إيجازها كما يلي:[1]

- السوق الكفوءة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الاستثمار و التخصيص الكفء للموارد؛
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات، و بالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة لسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر؛
- في ظل السوق الكفء يعتقد كل من البائع و المشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل و مقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تظليل؛
- إن السوق الكفء دال لحالة توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات؛
- في ظل السوق الكفء تتدفق أوامر البيع و الشراء بشكل مستمر و متوازن باتجاه الاستثمارات المنتجة؛

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص50.

- يحقق السوق الكفء تماثل المعلومات و بالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة و الصحيحة و المنتجة للمعلومات؛
- في ظل السوق الكفء تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفء للموارد.

المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسات

تعتبر عملية تقييم المؤسسات من الأمور الهامة من للمسيرين، وهذا من أجل الوقوف على كل ما يجري داخل المؤسسة وإمكانية التواصل في سوق تتميز بتنافسية عالية، بالإضافة إلى أنه يعتبر عمالية جد صعبة نظرا للتعدد طرق وأدوات التقييم، فهناك طرق ترتكز على الذمة المالية، وطرق تعتمد على الجانب المحاسبي للمؤسسة، فعلى المسير إختيار طريقة المثلى التي تساعده في عملية التقييم بالوسائل المتاحة أمام المؤسسة وبأقل تكلفة.

المطلب الأول: تقييم المؤسسة على أساس مقاربة الذمة المالية

تعتمد هذه المقاربة على ذمة المؤسسة أي ميزانياتها، فهي لا تحتاج إلى دراية كبيرة بالمؤسسة وكل ما يحيط بها، فهي مقاربة أكثر سكونا. فهي تقوم على تصحيح قيم عناصر الميزانية فتعدلها وفق الأسعار الجارية وفق القيم الاستعمالية بالنسبة لتلك العناصر ذات الاستغلال الضروري في المؤسسة.

الفرع الأول: طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح

مبدأ هذه الطريقة أنها تقوم على تقييم كل من عناصر أصول وخصوم المؤسسة كل على حدى وبعد ذلك يتم جمعها للحصول على القيمة الكلية للمؤسسة[1]

ويمكن تحديد قيمة الذمة المالية عن طريق الأصل الصافي المحاسبي المصحح، انطلاقا من وضعيتها الصافية، وهذا في الشكل التالي:

الأصول الصافية = (الأصول – المصاريف الإعدادية) – الديون المستحقة

[1] Vermimmen Pierre, Finance d'entreprise, 3eme édition, édition dalloz, Paris,1998, P 659.

طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح تقوم على مبدأ الأخذ بالحسبان كل الخصوم والأصول، وتجري عليها عمليات التحليل و التصحيح الضرورية، لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقا للحقيقة الاقتصادية للميزانية. ويمكن تحديد معادلة الأصل الصافي المصحح كالتالي:

الأصل الصافي المصحح = الأصل المصحح – الخصم المستحق المصحح

وتستعمل هذه الطريقة لإعادة التقييم وتصحيح عناصر الميزانية،[1] وهو ما يسمى بالأصل المحاسبي الصافي المعاد تقييمه، ويفيد هذا المنطلق في تحديد قيمة المؤسسة بشكل دقيق وبقيمة حقيقية بدلا من المحاسبة وبالتالي:

قيمة المؤسسة = الأصل المصحح – الديون المصححة

وبعد الانتقادات الموجهة لطريقة الأصل الصافي المصحح، مما أدى إلى ظهور طرق أخرى، تقوم على أسس أكثر اقتصادية لمقاربة الذمة المالية، ويتمثل في طرقتي القيمة الجوهرية و الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

الفرع الثاني: القيمة الجوهرية

تعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرار، مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول (الممتلكات والحقوق) المكونة للذمة المالية للمؤسسة، و هي تهتم بمبلغ الأموال الضرورية لإعادة تكوين أصول المؤسسة لأجل متابعة الاستغلال في الشروط العادية، وبالتالي يمكن حساب القيمة الجوهرية الإجمالية لمؤسسة وفق العلاقة التالية:[2]

القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المصححة + مصاريف ا لاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة + الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية) + العناصر المملوكة خارج الاستغلال

المعادلة السابقة تعطينا القيمة الجوهرية الإجمالية، ونجد انه لقد ظهرت تقسيمات جديدة لتلك القيمة من طرف بعض الخبراء، وهي على النحو التالي:

[1] سويسي هواري وكماسي محمد الأمين، مرجع سابق، ص 1-2.
[2] بن الضب علي، ماجستير، مرجع سابق، ص

1-1- القيمة الجوهرية الصافية: وهي تقترب من مفهوم الأصل الصافي المصحح، ويمكن حسابها من خلال طرح القيمة الجوهرية الإجمالية من مجمل الديون.

1-2- القيمة الجوهرية المخفضة: وتتم حسابها من خلال استعاد الديون بدون الفوائد من القيمة الجوهرية الإجمالية.

الفرع الثالث: الأموال الضرورية للاستغلال

جاءت هذه الطريقة إثر الانتقادات التي وجهت لطريقة القيمة الجوهرية، خصوصا ما يتعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال، و هي تتمثل في الاستثمارات الضرورية للاستغلال مضافا إليها الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRE)، ويمكن حساب الأموال الضرورية للاستغلال بالطريقة التالية:[1]

الأموال الدائمة للاستغلال = القيم الثابتة + الاستثمارات للاستغلال + الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE)

ومن خلال تحليل مقاربة الذمة المالية، ومختلف طرقها نجد أن لها مجموعة من الانتقادات والنقائص، ولعل أهم انتقاد موجه لها أنها مقاربة سكونية، بحيث ينظر للمؤسسة على أنها مجموعة من الأصول دون التعرض لكيفية تنظيمها ومدى عملها مجتمعة، وبناء على هذا تم إيجاد مقاربة أخرى للتقييم مبنية على أساس العائد و المردودية وهي مقاربة التدفقات.

المطلب الثاني: تقييم المؤسسة من منظور مقاربة التدفقات

بعدما قيمنا المؤسسة بمقاربة الذمة المالية وجدناها أنها لا تعطي قيمة حقيقية للمؤسسة لأنها تعتمد في الأغلب على الميزانية فقط وتتجاهل القدرة الربحية للمؤسسة، بينما مقاربة التدفقات فهي تعتمد خصوصا على جدول حسابات النتائج بالإضافة إلى نتائج عملية التشخيص التي تقدر حجم العوائد المستقبلي، ومقاربة التدفقات تضم مجموعة من الطرق التي يتم تقييم المؤسسة ومنها:

[1] Gérard Charroux, **finance d'entreprise**, ems, Paris, 2003, p165.

الفرع الأول: الطرق المتركزة على مقاربة التدفق النقدي

يظهر مفهوم التدفق النقدي من خلال تسيمته، وهو يتمثل الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة خلال فترة زمنية معينة، ويمكن مطابقة مفهوم التدفق النقدي (Cach Flow) بمفهوم القدرة على التمويل الذاتي (CAF) و ترتكز مقاربة التدفق النقدي في تقييمها لمؤسسة معينة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية.

أولا: التقييم بواسطة القدرة على التمويل الذاتي[1]

يستعمل التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي في حساب قيمة مردودية مؤسسة معينة، وهذا بدلا من استخدام مفهوم الربح الصافي المصحح، ويمكن صياغة معادلة هذا المفهوم على النحو التالي:

$$V = CAF \times K \quad .....(13\text{-}01)$$

حيث: V يمثل قيمة المؤسسة؛

CAF: يمثل القدرة على التمويل الذاتي؛

K: يمثل المعامل المضاعف.

ويستعمل (CAF) على غرار الطرق الأخرى، نظرا لان القدرة على التمويل أكثر تمثيلا للقدرة الربحية منها على الربح الصافي.

و بذلك يمكن صياغة قيمة المؤسسة بدلالة القدرة على التمويل الذاتي بالشكل التالي:

$$V = \sum_{t=1}^{n} CAF_t / (1+i) .....(14\text{-}01)$$

بحيث تمثل هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا القدرة المحتملة لنمو المؤسسة.

[1] http://www.philadelphia.edu.jo/courses/accountancy/files/.../159632 تاريخ الإطلاع 2011/04/25

ثانيا: التقييم بواسطة التدفق النقدي المتاح

يتمثل هذا المفهوم في التدفقات النقدية المتولدة عن النشاط العادي للمؤسسة وعند الحصول على هاته التدفقات النقدية نقوم باستحداثها للحصول على قيمة الأصل الاقتصادي و بحسب التدفق النقدي المتاح* بالعلاقة التالية:

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال خارج المصاريف المالية وبعد الضريبة على أرباح الشركات

+ مخصصات الاهتلاك

+ التغيير في احتياج رأس المال العامل للاستغلال.

+ التنازل عن الأصول (صافي من ضريبة على إرباح الشركات)- الاستثمارات

وبعد تحديد عناصر ومكونات التدفق النقدي المتاح يقوم الخبير المقيم بشكل سلسلة من التدفقات النقدية المقدرة و لعدد من السنوات ثم القيام باستحداثها بمعدل استحداث معين، وذلك كما يلي:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{f_t}{(1+k)^t} + \frac{VR_n}{(1+k)^n}$$

حيث V: القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية؛

F : التدفق النقدي المتاح المقدر في الفترة t؛

Vr: القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

K: معدل الاستحداث (معدل الفهم)؛

N: فترة حساب التدفقات.

الفرع الثاني: الطرق المتركزة على المضاعفات (طرق الرسملة)

يستخدم هذه النوع عادة لتقييم الشركات غير المسعرة بالاستناد على العتبة المسعرة التي يمثل المرجع التقييمي، حسب هذه الطريقة يتم اختيار عينة من الشركات المسعرة تنتمي إلى نفس القطاع ولها نفس الخصائص من حيث درجة المخاطرة، مستوى المردودية ومعدل النمو، واستخدام طريقة المضاعفات يقوم على ثلاثة مبادئ أساسية وهي تقييم المؤسسة بمجملها:

- يتم: تقييم المؤسسة بمجملها؛
- يتم تقييم المؤسسة بمضاعفات تخص قدرتها الربحية؛

* التدفق النقدي المتاح (DCF) ويسمى أيضا بالتدفق النقدي الحر (FCF).

- اعتبار السوق كفء و قابلة للتطبيق.

وتشمل هذه الطريقة مجموعة من المضاعفات أهمها:

أولا: مضاعف السعر إلى العائد (PER):

يعد هذا المضاعف من بين المؤشرات الهامة التي يتم حسابها وتتبعها في بورصات القيم لجميع المتعاملين فيها، ورغم أن هذا المضاعف يعاني من عدة نقائص إلا انه يبقى الأكثر اعتمادا و استعمالا، باعتبار انه يلقى قبولا عاما من طرف المتعاملين، فهذه الخاصية تجعل من مخرجات تقييمية موضوعية في نظر السوق.[1]

وتعطي صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العبارة الآتية:[2]

$$V = (P/E) - B \quad \ldots\ldots(15\text{-}01)$$

حيث V: يمثل قيمة المؤسسة؛

P/E: معامل نسبة سعر السهم الربح المأخوذ من البورصة؛

B: يمثل الربح الإجمالي للمؤسسة.

ثانيا: مضاعف نتيجة الاستغلال:

يتمثل في حاصل قسمة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعينة المختارة، وهذا الحاصل يتم به رسملة النتيجة الاقتصادية للمؤسسة غير المسعرة للحصول على قيمة الأصل الاقتصادي لهذه الأخيرة، ويحسب هذا المضاعف بالعلاقة التالية:

$$MR_{exp} = \frac{AE}{R_{exp}} \ldots\ldots(16\text{-}01)$$

حيث AE: الأصل الاقتصادي؛

R_{EXP}: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية.

[1] سويسي هواري، **أهمية تقييم المؤسسات في إتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مرجع سابق، ص114.

[2] http://www.philadelphia.edu.jo/courses/accountancy/files/.../159632 تاريخ الإطلاع 2011/04/25

وبعد التحليل ودراسة لمعظم الطرق المرتكزة على مقاربة التدفقات ، فنجد أن لها سلبيات كما لها ايجابيات، حيث انه لا يوجد توحيد لمكوناتها، و نقص المعلومات بسبب صعوبة التنبؤ بالمعطيات المستقبلية، وهذا ما يجعل الخبير المقيم يختار الطريقة التي تتوفر حولها معلومات أكثر.

المطلب الثالث: تقييم المؤسسة من منظور نظرية الخيارات

تنامت أسواق الخيارات في العقود الأخيرة من القرن العشرين، وهي تعطي المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وفي المطلب هذا سوف نستعرض مفاهيم لحق الخيار بالإضافة إلى النماذج المستخدمة في تقييم المؤسسة.

الفرع الأول: ماهية عقود الخيارات

بدا المتعامل بهذه العقود يتخذ أهمية خاصة منذ أن بدأت بورصة خاصة بهذا النوع من التجارة في عام 1973 في مدينة شيكاغو، وقد اختصر التعامل في بداية الأمر على أسهم (17) شركة فقط من الأسهم التي تتداول في بورصة نيويورك، أما اليوم فقد انتشر التعامل بالخيارات بالعديد من الأسهم الأمريكية.[1]

أولا: مفهوم عقد الخيار

هو اتفاق ما بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق دون إلزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة قيام العقد.

لذلك فان الخيار عقد يقوم بموجبه محرر العقد (أو بائع الخيار) بمنح مشتري العقد الحق (جواز التنفيذ) في أن يشتري منها و يبيع له أو الاثنين معا أصل معين بسعر معين وبكمية معينة خلال فترة زمنية معينة أو بتاريخ محدد.

والعقد الذي يتضمن منح حق الشراء يدعي خيار الشراء (call option) بينما يدعى العقد المتضمن منح حق البيع بخيار البيع (put option)، ويدعى السعر المحدد لأغراض تنفيذ العقد في موعده بسعر التنفيذ (exercise price).[2]

[1] محمد صالح جابر، **الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية**، مرجع سابق، ص317.
[2] محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص126.

ثانيا: أنواع الخيارات و محدداتها

1- **أنواع الخيارات**: يمكن تصنيفها على الشكل التالي

1-1- عقود الخيارات الرئيسية

- **عقود خيار الشراء**: قد يعمد المستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية لورقة مالية ما يرغب في شرائها مستقبلا، إلى امتلاك خيار يعطيه الحق في شراء تلك الورقة في التاريخ الذي يرغب فيه و بسعر متفق عليه مقدما، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام الاتفاق.[1]
- **عقود خيار البيع**: يتيح حق خيار البيع (put option) فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا النوع للمستثمر إلزام الطرف الثاني في عقد خيار البيع، تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر[*] أن يقوم ببيع الأوراق المالية للمحرر بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي تعرضت له أسعار الأوراق المالية و ذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق لمحرر الحق.[2]

1-2- عقود الخيار حسب التغطية:[3]

- **عقود خيار المغطاة**: هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا، يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها؛
- **عقود خيار غير المغطاة**: هو حق خيار شراء أو بيع أو هما معا لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنه.

1-3- عقود الخيار حسب تاريخ تنفيذ العقد:

عقود الخيار الأمريكية:

هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بان يمارس حقه في الاختيار و ذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة سريان العقد.

---

[1] محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة**، مرجع سابق، ص130.

[*] ويطلق عليه مشتري الحق Byer.

[2] محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال ابراهيم العيد،**الاستثمار في الأسهم والسندات**، مرجع سابق، ص248.

[3] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقيم الأسهم والسندات**، مرجع سابق.

عقود الخيار الأوروبية:

هي عقود يكون فيها لمشتري العقد الحق في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

أركان عقد الخيار

2-1 مشتري الحق: هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار، سواء كان حق الخيار هو حق خيار بيع أو شراء، ويكون لهذا الشخص الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها لطرف الثاني وهو حق الخيار.

2-2 محرر الحق: هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر، نظير مكافأة يحصل عليها مشتري الحق.

2-3 سعر التنفيذ: هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

2-4 السعر السوقي: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

2-5 تاريخ التنفيذ: هو تاريخ إبرام الاتفاق و هو عادة أول يوم لسريان الاتفاق.

2-6 تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، وهذا التاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الخيار الأوروبي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد و تاريخ انتهاء العقد وفقا للخيار الأمريكي.

2-7 **المكافأة**:* هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار يدفعه إلى محرر الحق نظيرا أو يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

الفرع الثاني: تقييم المؤسسة بواسطة نماذج الخيارات:

توجد العديد من نماذج الخيارات لتقييم قيمة المؤسسة، وهذا من خلال تقييم أموالها الخاصة وتقييم الاستدانة، وفي الفرع هذا السوق نستعرض نموذج Black-Scholes (1973) ونموذج Galai et Masulis (1976) ونموذج Bellalah et Jacquillat (1995).

* ويعرف أيضا باسم قيمة الخيار وهو الفرق بين السعر السوقي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ خلال فترة الاستحقاق.

1- نموذج BLACK-SCHOLES (1973) لتقييم المؤسسات:

يستخدم هذا النموذج لتقييم الخيارات بالإضافة إلى تقييم المؤسسات ويمكن صياغة نموذج BLACK-SCHOLES لتقييم الخيارات بالصيغة الرياضية التالية:

$$C = \delta_0 N(d_1) - X_e^{-rt} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{I_n (s / x) + (r + \delta^2 / 2)T}{\delta \sqrt{T}} \qquad \text{.....(17-01)}$$

$$d_2 = d_1 - \delta \sqrt{T}$$

حيث : $N(d_1)$ و $N(d_2)$ تحسب من جداول التوزيعات الطبيعية للاحتمالات المتراكمة؛

r: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

δ: الانحراف المعياري و يعكس درجة التغلب بسعر السهم؛

T: مدة استحقاق الخيار.

أما سعر خيار البيع فإنه يمكن صياغتها رياضيا كما يلي:[1]

$$P = Xe^{-rt} N(-d_2) - \delta_0 N(-d_1)$$

وبنفس النموذج يمكن تقييم المؤسسات، مع تغيير المعلمات الرئيسية له، فيمكن صياغة خيار الشراء (من وجهة نظر الملاك) كما يلي:

$$V_{cp} = AE \,.\, N(d_1) - D.e^{-rst.t} \,.\, N(d_2)$$

$$d_1 = (I_n (AE/D) + (R_{sr} + 0{,}5\delta^2)T)\ \delta\sqrt{T} \qquad \text{.....(18-01)}$$

$$d_2 = d_1 - \delta\sqrt{T}$$

حيث: Vcp: قيمة الأموال الخاصة (خيار الشراء)؛

AE: القيمة السوقية للأصل الاقتصادي؛

[1] أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية**، مرجع سابق، ص364.

D: قيمة الاستدانة عند تاريخ الاستحقاق؛

e: أساس اللوغاريتم النيبيري؛

R_{sr}: معدل المردودية بدون مخاطرة؛

T: مدة استحقاق الدين.

أما سعر خيار البيع والتي عبارة تكلفة الإفلاس يمكن صياغتها رياضيا كما يلي:

$$CF = -AE \,.\, N(-d_1) + D \,.\, e^{rst.T} \,.\, N(-d_2)$$

وبعد عرض المعلمات الرئيسية لنموذج BLACK-SCHOLES لتقييم المؤسسات نجد أن $N(d_1)$ تمثل احتمال بلوغ قيمة الأصل الاقتصادي ذلك المبلغ، و$N(d_2)$ تمثل احتمال بلوغ الديون ذلك المبلغ.

2- نموذج Galai et Masulis (1976)

يعتبر نموذج Galai et Masulis (1976) امتداد لنموذج BLACK-SCHOLES الذي أعيد النظر

في المدة (T)*، ويمكن صياغة هذا النموذج رياضيا كما يلي:

$$V_{cp} = AE \,.\, N(d_1) - D.e^{-rst.t} \,.\, N(d_2)$$

$$d_1 = (I_n\,(AE/D) + (R_{sr} + 0{,}5\,\delta^2)T) \,/\, \delta/T \qquad \ldots\ldots\ldots(19\text{-}01)$$

$$d_2 = d_1 - \delta T$$

يقوم النموذجان السابقان على فرضيات عدة أهمها كفاءة السوق المالي، التي تقضي بأنه لا وجود لتكلفة الصفقات و لتكلفة المعلومات، و بهذا ظهر نموذج آخر لتقييم المؤسسات من منظور نظرية الخيارات في حالة وجود تكلفة للمعلومات من طرف Bellalah et Jacquillat.

* لأنه ينطوي على بعض النقائص مثل الخلط بين مدة استحقاق الدين ومدة حياة المؤسسة ففي الخيارات الحقيقية تم وضع مدة حياة الخيار، وفي تقييم المؤسسات تم وضع مدة استحقاق الدين.

3- نموذج Bellalah et Jacquillat (1995) لتقييم المؤسسات:

هو نموذج جمع بين النموذجين الأولين، فهو يأخذ في الحسبان تكاليف المعلومات المتعلقة بالأصل محل التعاقد عند التقييم، و التي يتم تقسيمها إلى نوعين: الأول خاص بمعالجة المعطيات المتعلقة بالأصل محل التعاقد، أما الثاني يتمثل في تكلفة إنتاج و إرسال المعلومة من طرف الشركة، ويمكن صياغتها رياضيا كما يلي:[1]

$$V_{cp} = V_{AE} \cdot e^{(\lambda AE - \lambda cp)} \cdot N(d_1) - V_D . e^{-(Rsr + \lambda cp).T} \cdot N(d_2) \qquad .....(20\text{-}01)$$

$$d_1 = [(I_n (V_{AE}/V_D) + (R_{sr} + \lambda_{AE} + 0,5.\delta^2).T]\ \delta/T$$

حيث: λ_{CP}: تكلفة المعلومة المتعلقة بقيمة الأسهم أو الأموال الخاصة؛

λ_{CP}: تكلفة المعلومة المتعلقة بالأصل الاقتصادي للشركة.

وبالرغم من النتائج والإسهامات التي أعطتها وقدمتها نظرية الخيارات إلا أن لها مجموعة من الحدود والمعوقات التي تحد من فعاليتها، ومن بين هذه الانتقادات نجد:

- فرض كفاءة السوق المالي؛*
- افتراض عدم وجود توزيعات؛
- فرضية ثبات مدة استحقاق.**

[1] بن الضب علي، **مذكرة ماجستير**، مرجع سابق، ص39.

* تبقى هذه الفرضية نظرية، حيث هناك ضرائب وتكلفة للصفقات بالرغم من أن تكاليف المعلومة ثم تقديم نموذج يحويها.

** إجمالي الديون يصعب أن يوجد لها تاريخ موحد، فقد تكون الاستدانة ذات تواريخ استحقاق متباينة أو خلال مجال محدد، حيث تكون بصدد خيار أمريكي وليس أوروبي أين يفشل النموذج للتقييم.

خلاصة الفصل

إن مسيري المؤسسة يسعون إلى اتخاذ القرارات التي تقضي إلى تحسين الأداء، وهذا تحقيقا لمصالح المساهمين وهم يثبتون الكفاءة والفعالية في اتخاذ القرار والتسيير من خلال قدرة تلك القرارات، خاصة قراري الاستثمار والتمويل على القيمة للمساهم.

ولقد حظيت الأسواق المالية في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تنعكس عليها الصورة الصادقة للاقتصاد وهذا في الحالة العامة، وفي الحلة الخاصة تعتبر عنصرا أساسيا في تقييم المؤسسات، حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع المؤسسات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، ولهذا أصبح تقييم الأوراق المالية للمؤسسة دورا مهما من اجل تحديد نجاح المؤسسة من عدمه، ويعتمد تقييم الأوراق المالية على مدخلين مهمين، متماثلان في المدخل الأساسي الذي ينصرف نحو المستقبل في إجراءاته. وفي الوقت الذي يذهب فيه التحليل الفني إلى الماضي، كما أن التحليل الأساسي يركز على تحديد القيمة الحالية للورقة المالية، بينما يهتم التحليل الفني بتوقيت قرارا للبيع أو الشراء للورقة.

تعتمد الطرق الكثيرة لتقييم المؤسسات على أساس معين في ذلك، فنجد طرق ترتكز على مقاربة الذمة والثانية ترتكز على مقاربة التدفقات، فالبنية للطرق التي ترتكز على مقاربة الذمة المالية نجدها لا تحتاج لدراسة كبيرة بالمؤسسة وكل ما يحيط بها، فهي تعتمد على تصحيح قيم عناصر الميزانية، بينما مقاربة التدفقات تعتمد في تقييم المؤسسة على النتيجة المحاسبية وكذا نتائج عملية التشخيص، وهناك منظور حديث للتقييم يعتمد على نظرية الخيارات والتي اعتبرت المؤسسة عبارة عن خيار شراء أين المساهمون اشتروا خيار بيع عند اللجوء للاستدانة، والمقرضون باعوا خيار بيع عندما منحوا قروضا.

الفصل الثاني :
الهيكل المالي
وتكاليف الأموال

تمهيد:

إن اختلاف وتباين مصادر التمويل وعدم تجانسها يمنح المؤسسة الاقتصادية فرصة التنويع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ وتحقيق المزيج التمويل الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، وتسمى المحفظة التمويلية المختارة بالهيكل المالي والمشكلة بناءا على مؤشرات أساسية أهمها الأثر الذي تتركه عملية الرفع المالي على مردودية المساهم وتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

وبدأت الأطروحات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي، فمع بداية الخمسينات ظهرت النظرية التقليدية للهيكل المالي، وبداية الستينات ظهرت النظرية الحديثة على يد الثنائي Modigliani et Miller ، وفي أواسط الثمانينات ظهرت حديثا نظرية تعرف باسم نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل.

وتطرقنا إلى جل هذه الأمور في هذا الفصل، ففي المبحث الأول تناولنا كل من الهيكل المالي والمصادر المختلفة للتمويل، أما المبحث الثاني فاشتمل على مختلف تكاليف مصادر التمويل، بينما المبحث الثالث فاهتم بالنظريات المفسرة للهيكل المالي .

المبحث الأول: المكونات الرئيسة للهيكل المالي

تسعى المؤسسة إلى تعظيم ثروة الملاك، وهذا بالاعتماد على قرارات مالية تتعلق بجانبي التمويل والاستثمار، ويكون هذا من خلال جملة من العوامل أهما اختيار وتوفير احتياجاتها المالية ، سواء كان مصدر هذه الأموال ذاتية أو غير ذاتية، ومجموع هذه المصادر تشكل لنا الهيكل المالي الذي يعظم ثروة الملاك من خلال تدئية المخاطر وتعظم الأرباح، وبالتالي تحقيق أقصى قيمة للمؤسسة.

المطلب الأول: أساسيات حول الهيكل المالي

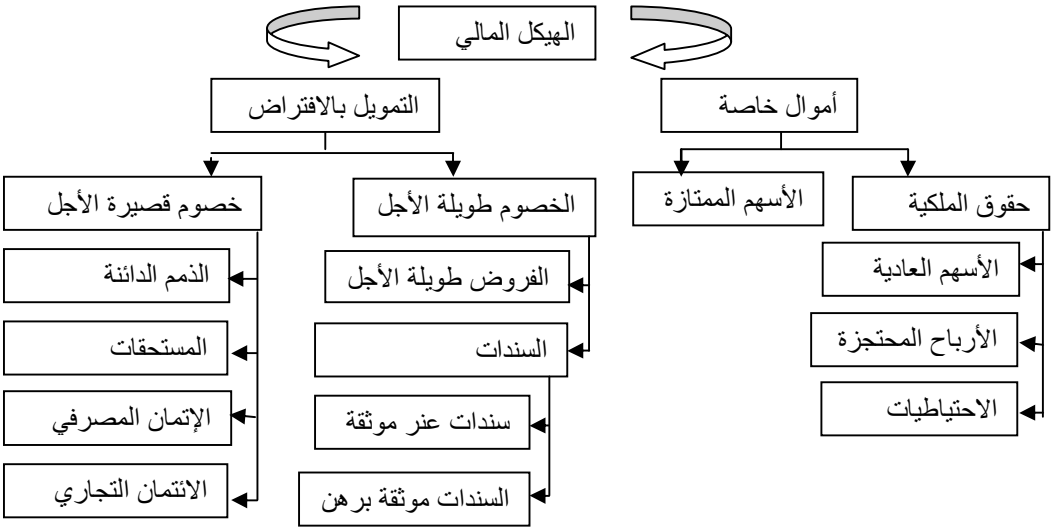
الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

- هيكل التمويل Financial Structure: هو مصطلح يشير إلى المصادر التي تعتمدها المؤسسة في الحصول على الأموال لتمويل الأصول عن طريق الاقتراض، وعادة ما تكون هذه القروض من الفوائض المالية المحتجزة، القروض، الأسهم والسندات....الخ[1]

[1] على عباس،**الإدارة المالية**، دار أثراء للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2008، ص.227

- يقصد بالهيكل المالي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي للمؤسسة من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة، سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل،وسواء كانت أموال دين أو أموال خاصة .

الشكل رقم (2-1) : مكونات الهيكل المالي للمؤسسة



المصدر: ياسين كاسب الخرشة وعدنان تاية النعيمي، **أساسيات في الإدارة المالية**،دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى 2007، ص 139.

- ومن خلال هذه التعاريف و الشكل البياني لا بد من التفرقة بين مفهوم هيكل التمويل مفهوم هيكل رأس المال حيث يشير مصطلح هيكل رأس المال إلى نسبة مساهمة كل مصدر من مصادر الأموال في تكوين رأس المال الذي تحتاجه المؤسسة[1]

الفرع الثاني: بعض العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالي:

1- **الملائمة**: يركز عامل الملائمة على ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كلا من جانبي الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر، حيث أن لذلك التوازن أثر مباشر على تحقيق هدافي السيولة والربحية للمؤسسة[2]

---

2 عاطف وليم أندوراس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ، دار الفكر الجامعي، القاهرة.طبعة 2008،ص 401.

[1] على عباس، **الإدارة المالية** مرجع سابق، ص 228.

[2] جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله للحلح، **الإدارة المالية- مدخل أتخاذ القرارات**-، الدار الجامعة القاهرة طبعة 2006، ص 250.

والقاعدة العامة في التمويل هي أن تتم تمويل الموجودات الثانية من مصادر طويلة الأجل كالأموال الخاصة أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات القصيرة الأجل، تعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية الإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة، وتسديد الالتزامات الناشئة عند إقتناء هذه الأصول[1]

حيث أن أي خلل في تطبيق مبدأ الملائمة سوف ينعكس بشكل مباشر على هدفي السيولة والربحية حيث يلاحظ من الجدول رقم (2-1) أن السهم رقم(01) يشير إلى نوع الخلل في تطبيق هذا المبدأ وهو تمويل الاستخدامات المؤقتة بمصادر تمويل دائمة، وهذا الخطأ سوف يؤثر على هدف الربحية في المؤسسة وذلك لأن مصادر التمويل الدائمة تتميز بإرتفاع التكلفة وأن الاستخدامات المؤقتة تتميز بإنخفاض العائد والتكلفة هنا يمثل خسارة للمؤسسة، ومن جهة أخرى فإن استخدام مصادر دائمة في تمويل استخدامات مؤقتة سوف يجعل لدى المؤسسة فائضا من الأموال غير المستغلة مما يقلل من ربحيتها، بينما يشير السهم رقم (02) إلى نوع آخر من الخلل في تطبيق مبدأ الملائمة وهو تمويل استخدامات ذاتية من مصادر مؤقتة أنا ذلك سوف يؤثر على السيولة، وذلك باحتمال تعرض المؤسسة للعسر المالي حيث يحين أجل سداد القرض قصير الأجل في نفس الوقت الذي لا يكون الأصل المستخدم قد حقق تدفق نقدي داخلي يسمح للمؤسسة بهذا السداد.[2]

جدول رقم (2-1) : الشكل المختصر للميزانية

الأصول (استخدامات)	الخصوم (مصادر)
استخدامات دائمة	مصادر دائمة
استخدامات مؤقتة	مصادر مؤقتة

المصدر: جمال الدين مرسي، **الإدارة المالية مدخل إتخاد القرارات** ، مرجع سابق، ص 25

2- **معدل نمو المبيعات ودرجة استقرارها**:يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى "التضاعف" المحتمل في الإرادات للسهم الناتج عن الرفع كما يلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية

[1] مفاح محمد عقل- **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان الطبعة الأولى 2009،ص 155.

[2] جمال الدين موسى وأحمد عبد الله الحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار**، مرجع سابق-ص 253.

تكون عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإرادات، ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة.

بينما ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الإقتراض إرتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.[1]

3- **الموقف الضريبي للشركة Firm's tax position**: أحد الأساليب الأساسية التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، الأمر الذي يخفض من عبء الضرائب على المؤسسة، غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل المؤسسة من الضرائب أو قد تمنحها حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة كالإهلاك المعجل، أو السماح بترحيل الخسائر من الوعاء الضريبي لعدة سنوات، ويؤدي تمتع المؤسسة بالإعفاء الضريبي أو بالحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية.[2]

4- **الخطر والدخل Risk et Revenu**: يلاحظ وجود علاقة وثيقة بين الخطر والدخل أو العائد فبمستطاع المؤسسات التجارية تحسين العوائد التي تحققها على أموال أصحابها عند طريق الاقتراض بتكلفة أقل من العائد والمحقق على الموجودات، ومن أهم الميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض الثابت الكلفة هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، أي دون اقتراض، أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات، فإن نتائج الدفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين بينما ينظر للخطر المؤثر على الهيكل المالي من جانبين وهما الخطر التشغيلي والخطر التمويلي، حيث يرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريا قص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية القاهرة طبعة 2002، ص 152.
[2] عاطف وليم أندراوس، **التمويل الإدارة المالية للمؤسسات**، مرجع سابق ص 402.

المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الإقتراض، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الإقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس.[1]

5-درجة الرقابة أو السيطرة على المؤسسة: يهتم المساهمون بهذا العامل ،فإذا كانت النسبة العظمى من الأسهم مملوكة للقلة من المساهمين،مما يعني سيطرتهم على المؤسسة،كما أنهم يهتمون بمعرفة أثر البدائل التمويلية على درجة رقابتهم على المؤسسة، فقد يرغبون في إصدار أسهم جديدة إذا ترتب على ذلك إضافة مساهمين جدد مما يؤدي إلى فقدهم لعنصر الرقابة، بينما في المؤسسات الكبيرة الحجم حيث يوجد العديد من المساهمين فإن هذا العنصر ليس بذات أهمية أو دلالة .

6-التوقيت : ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم و السندات ، حيث يمكن للمؤسسات القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة و يصعب ذلك على المؤسسات الضعيفة ، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة أن تصدر السندات و بيعها بتكلفة معقولة،لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار النوع المناسب من الأوراق المالية.[2]

الفرع الثالث: تباين واختلاف الهياكل المالية بين الصناعات:

من خلال معرفتنا لمفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، فيتوقع أن تختلف الهياكل التمويلية للصناعات المختلفة، ومن ثم درجة الاعتماد على الاقتراض فيما بين المشروعات والصناعات المختلفة، فمثلا تميل مؤسسات الكمبيوتر ومؤسسات الأدوية إلى عدم استخدام القروض بشكل كبير وتفضيل الاحتفاظ بنسبة مرتفعة للأسهم العادية من إجمالي التمويل، ويفسر ذلك بارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة لهذه الصناعات التي تتصف بالدورية وتخضع لاتجاهات البحث العلمي وتتطلب التزامات إنتاجية ضخمة، الأمر الذي يجعل من الإكثار من استخدام القروض في التمويل عملا غير حكيم.

[1] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مرجع سابق-ص 155.
[2] عبد الغفار حنفي ، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ، رجع سابق ، ص 345.

ومن ناحية أخرى تفضل مؤسسات الطيران ومؤسسات المنافع العامة(Public Utilities) بشكل دائم إلى الاعتماد على القروض خصوصا الاقتراض طويل الأجل حيث تتمثل أصولها ضمانة جيدة للإقراض باستخدام السندات المضمونة، كما أن مبيعاتها تتصف بالاستقرار بشكل يجعل هذه المؤسسات قادرة على خدمة ديونها بالمقارنة بالمؤسسات التي تتصف بارتفاع مخاطرها التشغيلية نتيجة لتقلب في المبيعات.

-وبصفة عامة تتصف المؤسسات التي تتميز بانخفاض نسب الاقتراض (الرفع المالي) كمؤسسة الأدوية بارتفاع نسبة تغطية فوائد الديون، فيها يحدث العكس بالنسبة للمؤسسات التي تعتمد على الاقتراض كمصدر أساسي لتمويل أنشطتها كمؤسسات المنافع العامة حيث تتصف بانخفاض قيمة نسب التغطية بها،

المطلب الثاني: مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة

الفرع الأول: التمويل عن طريق الأموال الخاصة

تعتبر الأموال الخاصة أحد المصادر الطويلة الأجل لأن لها تاريخ استحقاق مثل الديون، وتشمل كل من رأس المال، الاحتياطات ونتيجة الدورة الصافية، حيث ترتفع كل سنة عند تحقيق نتيجة صافية موجبة (ربح)، وتنخفض عند تحقيق نتيجة صافية سالبة (تآكل الأموال الخاصة)، وتنخفض كذلك عند دفع التوزيعات المساهمين، يكون التمويل عن طريق الأموال الخاصة، إما داخليا أو خارجيا، فالأول يتمثل في التمويل الذاتي والثاني يتمثل في الرفع في رأس المال نقد.[1]

أولا: التمويل الذاتي:

1- مفهوم التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية.[2]

[1] بن الضب على، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة-2009/200، ص64.

[2] إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي ، دروس وتطبيقات**- ، دار وائل رللنشر والتوزيع، الطبعة الأول 2006 ص 240.

ومن خلال هذا التعريف يمكن اعتبار التمويل الذاتي على أنه الآلة التي تسمح بتحويل الطاقة إلى عمل.[1]

2- دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة:

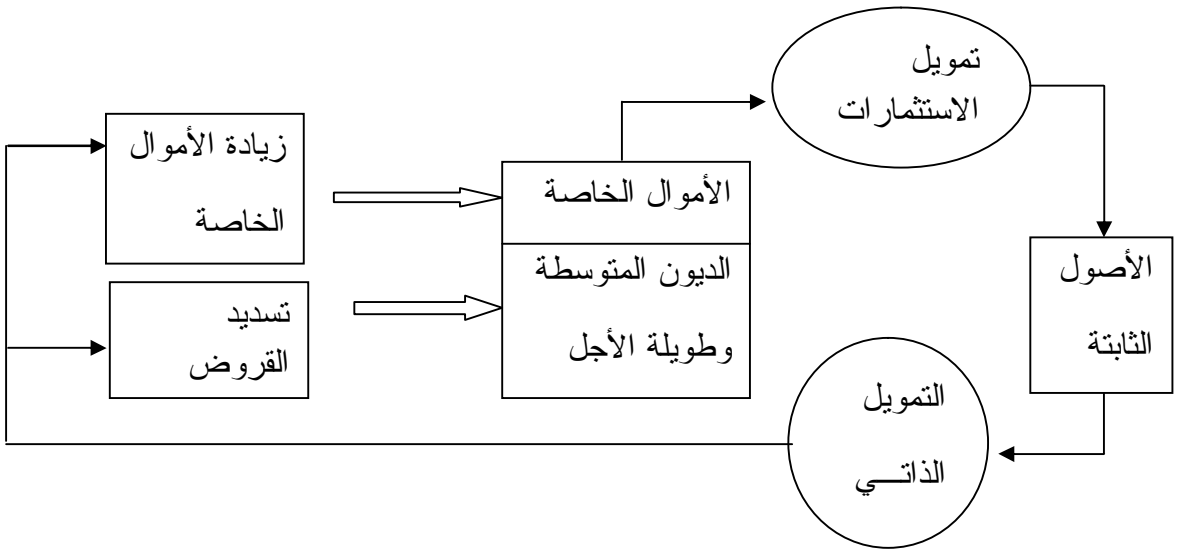
أي بقاء المؤسسة واستمرار نشاطها، يتوقف على وضع أهداف طويلة المدى وتخصيص الموارد الضرورية لتحقيقها، وتهدف الإستراتيجية المالية إلى أهداف عديدة، أهمها الحفاظ على الموارد المالية، وتحقيق معدلات نمو تساير على الأقل معدلات نمو السوق والمؤسسات المنافسة، ونجد أن للتمويل الذاتي هدفين أساسين، يتحددان من خلال العناصر المكونة له وهي:

- التمويل الذاتي للبقاء: تضمن المؤسسة بقاء واستمرار نشاطها بواسطة مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات، وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات مؤونات تدني الأصول المتداولة ومؤونات الأخطار والتكاليف فهي إعتمادات مالية تحتفظ بها المؤسسة المواجهة تدهور الأصول.
- **التمويل الذاتي للنمو**: يتحقق النمو بواسطة الأرباح الصافية بعد توزيع الأرباح، حيث تمويل استراتيجيات النمو عند طريق استراتيجيات التنويع والتمييز. والفوائض المالية المحققة على الشكل تمويل ذاتي توجه نحو تسديد الديون المستحقة، حيث ترتفع قدرة المؤسسة على السداد، وتدعيم الأموال الخاصة في شكل احتياطيات أو نتائج رهن التخصيص، وهذا يؤدي إلى توسيع حجم الاستثمارات، الأمر الذي يساهم في إمكانية الرفع في مستوى التمويل الذاتي وتحقيق أهداف النمو.[2]

[1] P.Vernimmen, **Finance d'entrepris**؛op cit,p 785.

[2] بن ساسي الياس و قريشي يوسف، **تسيير المالي دروس وتطبيقات**، مرجع سابق، ص244.

الشكل رقم (2-2): دور التمويل الذاتي في دعم دورة الأموال الخاصة



المصدر: إلياس بن ساسي و قريشي يوسف،**التسيير المالي**، مرجع سابق ،ص 244

3- الصياغة الرياضية للتمويل الذاتي:

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

$$AF= CAF-DP \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3-2)$$

حيث:

AF: التمويل الذاتي؛

CAF: القدرة على التمويل الذاتي؛

DP: التوزيعات المدفوعـــة .

وتمثل القدرة على التمويل الذاتي CAF في النتيجة التي يمكن أن تتحول إلى خزينة في أي لحظة زمنية ماعند انعدام التباعد الزمني بين النواتج والتحصيلات من جهة، والتكاليف والنفقات من جهة أخرى (BFR=O)

ويحسب CAF بالعلاقة التالية:

CAF= Rnet+DAM+PV/MV

حيث:

CAF. القدرة على التمويل الذاتي؛

Rnet: النتيجة الصافية؛

DAM: الاهتلاكات والمؤونات؛

PV/MV: فائض القيمة/ نقصان القيمة.

تسمى هذه الطريقة لحساب القدرة على التمويل الذاتي (CAF) بالطريقة غير المباشرة (طريقة الإضافة) وهناك طريقة مباشرة (طريقة الطرح) يتم عن ريقها حساب CAF كما يلي.

CAF=EBE-F.F.NET+ SOE- IBS

حيث:

EBE: الفائض الا جمالي للاستغلال؛

F.F.NEY: المصاريف المالية الصافية؛

SOE: رصيد العمليات الاستثنائية التي لها تأثير على الخزينة؛

IBS: الضرائب على أرباح الشركات.[1]

ثانيا: رفع رأس المال نقدا:

فتح رأس المال للمساهمة يمثل مصدر تمويل خارجي تلجا إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية.

ويختلف حجم الشراكة الخارجية باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة، وتتخذ سياسة الرفع في الأموال الخاصة عدة أساليب تتنوع حسب الشكل وأسلوب المساهمة في رأس المال وتتحدد مجموعة من الأهداف:

[1] José Destours, **Outils mathématiques à la gestion**, Dunod, Paris, 1998,P42.

- اختيار فئة المساهمين الممكنين.
- وضع كيفيات لتميز وجذب المساهمين.
- تقدير النتائج المحتملة للشراكة على المؤسسة.
- التوفيق بين إيجابيات وسلبيات مختلف طرق رفع رأس المال.

ويتوجب على المسير المالي إختيار المصادر المالية، الأقل مخاطر والأقل تأثيرا على سلطة المسؤولين وهوامش المراقبة الداخلية.[1]

ويتمثل الرفع في رأس المال نقدا في بيع المؤسسة للأسهم، للحصول على مبلغ نقدي من طرف المؤسسات أو العمال أو مساهمين جدد وتكون الأوراق المالية حسب النوعية المقدمة من طرف إدارة المؤسسة وتكون عادة أسهم مادية، أو أوراق مالية مهجنة كالسندات القابلة لتحويل إلى أسهم السندات القابلة للتسديد بأسهم، الأسهم الممتازة.....الخ.

1- الأسهم العادية:

هو وثيقة ذات قيمة أسمية واحدة، تطرح للاكتتاب العام، ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، ولا تلتزم بتوزيع الأرباح، وتحسب قيمة وعدد الأسهم المصدرة بعد تقدير حجم الأموال المستثمرة في المشروع ونسبة التمويل بالأسهم العادية في هيكل رأس المال، ويعتبر التمويل بالأسهم العادية وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل طويلة الأجل بالنسبة للشركات المساهمة العامة.[2]

- **إيجابيات وسلبيات التمويل بالأسهم العادية:**

1- الايجابيات:

- لا تكلف المؤسسة أعباء، حيث لا تكون ملزمة بدفع أرباح للمساهمين إلا إذا تحققت الأرباح وأتخذ قرارا بتوزيعها كلها أو بعضها؛
- وسيلة تمويل ليس لها أجل محدد، حيث لا تكون المؤسسة ملزمة برد قيمة الأسهم في موعد محدد، وهي في ذلك تختلف عن السندات؛

[1] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف،**التسيير المالي-دروس و تطبيقات**- مرجع سابق، ص 245.
[2] محمد طيب ومحمد عبيدات، **الإدارة المالية- في القطاع الخاص-** ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2009، ص165.

- إن زيادة الأسهم العادية ضمن هيكل رأس مال المؤسسة يؤدي إلى زيادة الثقة فيها وزيادة قدرتها على الاقتراض، كما تشجع الدائنين على منحها القروض؛
- سرعة التداول لهذه الأسهم في الأسواق المالية خاصة للمؤسسة التي تتمتع بمركز مالي جيد.
- **السلبيات**: ارتفاع كلفتها على المؤسسة، حيث أن مالكي الأسهم العادية يتوقعون عوائدا تزيد في نسبها عن معدلات الفوائد للسندات، وعن معدلات الأرباح للأسهم الممتازة، وذلك لإرتفاع عنصر المخاطرة في الأسهم العادية؛
- الأرباح التي توزع للأسهم تخضع للضريبة قبل توزيعها، مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة، وذلك بعكس السندات التي تنزل فوائدها من الوعاء الضريبي للمؤسسة؛
- إن توسيع قاعدة المساهمين بإصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة توزيع الأرباح وبالتالي انخفاض العائد.[1]

ثانيا: الأسهم الممتازة:

هو الأسهم التي يتمتع حاملها بنفس حقوق المساهم العادي، بالإضافة إلى ذلك المساهم الممتازة يمتاز عن المساهم العادي من حيث أن له أولوية الحصول على توزيعات الأرباح قبل الأسهم العادية،أن المشروع يوزع الأرباح أولا على المساهم الممتازة قبل المساهم العادي، بالنسبة المحددة على الصك،ولا يعني ذلك أبدا أن المؤسسة تضمن دفع توزيعات الأرباح على المساهم الممتاز في حالة تحقيق خسائر[2]

وتعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية المهجنة، كونها تجمع صفات السهم العادي والسندات وهي كمثل مستند له قيمة دفترية، وقيمة إسمية وقيمة سوقية.

- أسباب إصدار الأسهم الممتازة: هناك مجموعة من الأسباب تدفع المؤسسة لإصدار الأسهم الممتازة منها:

[1]Idm p164

[2]جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله لحلح، **الإدارة المالية- مدخل إتخاذ القرارات**، مرجع سابق، ص 333 .

- زيادة الموارد المالية المتاحة للمؤسسة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال من المستثمرين المحافظين؛
- المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الاستثمار من خلال الفارق الإيجابي بين كلفة الأسهم، وعائد الاستثمار في المؤسسة؛
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة، إذ أن معظم الأسهم الممتازة لا تحمل حقا بالتصويت، ولا تشترك في الإدارة، ولذا يكون بمستطاع المؤسسة
- الحصول على ما تحتاجه من الأموال إضافية دون تدخل في الإدارة؛[1]

- **سلبيات وإيجابيات التمويل بالأسهم الممتازة:**

1- من وجهة نظر المصدر الأسهم الممتازة:

***الإيجابيات:**

- لا يوجد أي التزام قانوني على هذه التوزيعات؛
- أنه يترتب على إستخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائدة لحملة الأسهم العادية إذ كان أثر الرفع المالي موجبة و عالية؛
- تجنب المؤسسة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد، لأنه عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت؛
- إنه لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

***السلبيات:**

- إن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات؛
- أن التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض

2- من وجهة نظر المستثمرين.

***الإيجابيات:**

- أنها تحقق للمستثمرين معدل عائد شبه مستقر؛
- أنها تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة يحمل الأسهم العادية.

[1] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مرجع سابق، ص 115.

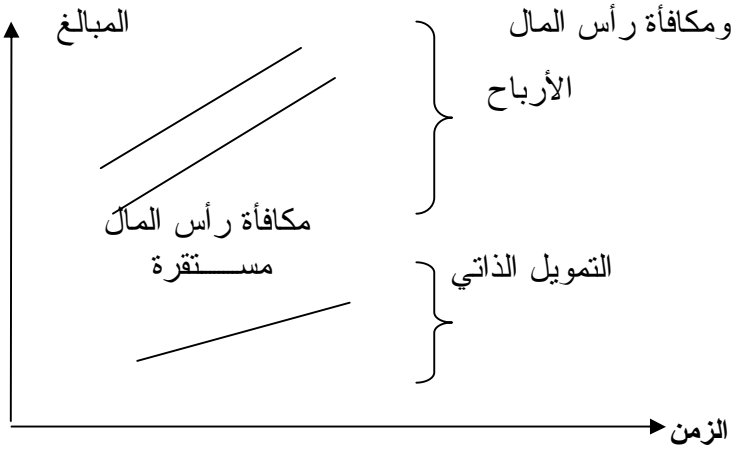
***السلبيات:**

- أن معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر من صافي الدخل؛
- أن التقلب في سعر السهم الممتازة أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن غالبا ما يكون أقل[1]

ثالثا: مكافأة رأس المال:

إن علاقة المؤسسة بحاملي رؤوس الأموال، تتحدد بمدى ضمان إيراد منتظم ودائم للمساهمين، وتتجه سياسة مكافأة رأس المال نحو دعم الهيكل المالي، وذلك بزيادة الأموال الخاصة بواسطة الأرباح غير الموزعة.[2]

شكل رقم (2-4) : التمويل الذاتي ومكافأة رأس المال



مصدر: إلياس بن ساسي وقريشي يوسف ،**التسيير المالي** ، مرجع سابق ،ص 247

- **إن** الاحتفاظ بالأرباح لزيادة التمويل الذاتي يتخذ عدة صور:

- الاحتفاظ بالأرباح حسب مستوى الاحتياجات المالية، وبالتالي فمكافأة رأس المال هي رصيد متبقي بعد تغطية الأرباح لمستوى الاحتياجات المالية المستقبلية؛
- مكافأة رأس المال تمثل قيد مالي ، وبالتالي يتحدد حجم التمويل الذاتي حسب النتيجة الصافية المحققة؛
- في حالة النمو المنتظم لمكافأة رأس المال، يحدد الأخير بهامش أمان في حالة نتائج أقل من التقديرات

[1] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سابق –ص628.
[2] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف، **التسيير المالي – دروس وتطبيقات**، مرجع سابق- ص246.

رابعا التمويل عن طريق رأس مال المخاطر يظهر هذا التمويل في شكل مؤسسات، ومهمة هذه الاخيرة هي تمويل الفنيين والمؤسسات الصغيرة ، والتي لا يملك أصحابها كفايتهم من المال اللأزم للتشغيل، وتتعامل شركات رأس مال المخاطر مع هذه الأعمال بالمشاركة.[1]

يعود الاهتمام بالتمويل عن طريق رأس مال المخاطر إلى تحقيق جملة من أهداف نذكر أهمها فيما يلي:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري؛
- توفير الأموال الكافية للمؤسسات الجديدة أو العالية المخاطر والتي تتوفر على إمكانيات نمو وعوائد مرتفعة؛
- بديل تمويلي في حالة ضمن السوق المالي وعدم قدرة المؤسسة على إصدار أسهم، وطرحها للاكتتاب.[2]

بحيث هذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي، بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا وبلغه، وبذلك يخاطر بأمواله، وبهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسيعية، التي تراجعه صعوبات في هذا المجال، ففي هذه التقنية يتحمل المخاطر(المستمر) كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول، ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر، فإن المخاطر لا يكتفي بتقديم النقد فحسب، بل سياهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها.

كما عرفت الجمعية الأوروبية (EVCA):"هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر

[1] روينة عبد السميع، حصازي إسماعيل، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس مال المخاطر**، ورقة عمل مقدمة إلي الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية: يومي 17و18 أفريل 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، ص 305.

[2] محمد زيدان، **الهيكل والآليات الداعمة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد السايح، ص124.

المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفعة في المستقبل البعيد نسبيا، حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.[1]

ثانيا: التمويل عن طريق الاستدانة:

تلجأ المؤسسة إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة عندما تكون الأموال الخاصة غير كافية لمواجهة احتياجاتها، أو أنها لا ترغب في استعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية والمخاطرة، وذلك لأن التمويل بالأموال الخاصة تكون أكثر مخاطرة بالمقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة، وفي هذا المطلب تناول نوعين من التمويل عن طريق الاستدانة وهي التمويل القصيرة الأجل والتمويل الطويل والمتوسط الأجل.

I- مصادر التمويل قصيرة الأجل

يستعمل التمويل قصير الأجل بشكل رئيسي لأجل الاستثمار في الموجودات المتداولة، وذلك التناسب طبيعة هذه الموجودات من حيث سرعة تحويلها إلى نقد، وطبيعة القروض القصيرة الأجل التي يفترض أن يتم تسديدها خلال فترة قصيرة تتناسب في طولها وفي معظم الأحيان وطول الدورة التجارية للمؤسسة، إلا أن استمرار الدوارات التجارية للمؤسسة وتداخلها يجعل من عملية التمويل هذه عملية مستمرة ومتتابعة نظل طالما بقيت المؤسسة مستمرة في عملها.[2]

1- **أنواع التمويل قصيرة الأجل**: من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل، والمتاح للمؤسسة ما يلي:

أولا: الائتمان المصرفي:

- تعتبر البنوك التجارية بطبيعتها مؤسسات مالية مانحة للقروض قصيرة الأجل التي يحتاجها المستثمرون التمويل عملياتهم التشغيلية، وعادة ما نأخذ مثل هذه القروض شكل الكمبيالة ، وهي وثيقة تحدد شروط ومدة القروض، بما في ذلك المبلغ، وسعر الفائدة وجداول السداد.[3]

- والقروض المصرفية قصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف،

[1] بريبش السعيد، **رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر** دراسة حالة SOFI NANCE، مجلة الباحث جامعة باجي مختار عنابة، العدد 05/ 2007، ص 07.

[2] مفلح محمد عقل ، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مرجع سابق- 76.

[3] علي عباس، **الإدارة المالية**، مرجع سابق- ص 263.

فعنه ما تحتاج المؤسسات إلى أموال الفترة قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عند طريق الأموال الخاصة، فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي.[1]

ثانيا: الإئتمان التجاري:

يمكن تعريف الإئتمان التجاري بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، وتعتمد المؤسسات على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الإئتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل.[2]

أنواع الإئتمان التجاري:

1- **الحساب المفتوح**: ويتم إعتماد هذا الأسلوب لتسديد قيمة المستلزمات عندما تكون الثقة عالية بين الطرفين، حيث تظهر هذه المشتريات في السجلات المحاسبية للمؤسسة المشترية تحت اسم "الحسابات أو الذمم الدائنة" وهذا النوع من الائتمان هو الأكثر شيوعا.

2- **أوراق الدفع أو الكمبيالات**: وهذا النوع من الإئتمان يتم استخدامه عندما تكون الثقة بين المؤسسات غير متوفرة ويتطلب هذا الأسلوب إجراءات أكثر رسمية من الحساب المفتوح، حيث أن هذه الأوراق يمكن خصمها لدى المصارف قبل موعد استحقاقها.[3]

II- مصادر التمويل طويلة ومتوسطة الأجل

أولا: مصادر التمويل متوسطة الأجل: Intermidiate terme financing

مصادر التمويل متوسطة الأجل، هي قروض تستحق الدفع خلال فترة من سنة إلى 5 سنوات[4] ،وهذا النوع من التمويل يعطي المؤسسة المقترضة الإطمئنان بتوفر التمويل دون مواجهة مخاطر وتكاليف تحديد القروض قصيرة الأجل أو إعادة تمويلها بشروط جديدة قد لا تكون بالضرورة في مصلحة المؤسسة بسبب تغير أوضاع السوق المالي أو أوضاع الشركة نفسها.[5]

---

[1] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية – النظرية والتطبيق**- ، مرجع سابق، ص 353.

[2] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الخامسة، 2003، ص546.

[3] ياسين كاسب الخرشة و عدنان تاية النعيمي، **أساسيات في الإدارة المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2007، ص146.

[4] جمال الدين مرسي و أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار**، مرجع سابق ص318.

[5] حسني عبد العزيز يحي، **الصيغ الإسلامية للإستثمار في رأس المال العامل**، قدمت هذه الأطروحة استكمالا لمتطلبات الحصول على شهادة دكتوراه الفلسفة- تخصص المصادر الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، سنة 2009.

-ويمكن تقسيم مصادر التمويل متوسطة الأجل إلى قسمين وهما:

1- **القروض المباشرة متوسطة الأجل**: عادة ما يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة، و تعتبر البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض؛[1]

2- **التمويل بالإستئجار**: الأصل أن تشتري المؤسسة أصولها الثابتة في قوائمها المالية، غير أن ثمة وسيلة أخرى تستطيع المؤسسة أن تحصل من خلالها على احتياجاتها من الأصول الثابتة وهي تتمثل في استئجارها نظير سداد إيجار دوري ،ووفقا لهذا الأسلوب يمكن للمؤسسة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصول المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصول المستأجرة لفترة زمنية محددة دون الحاجة لشرائها.[2]

ثانيا: مصادر التمويل طويل طويلة الأجل:

يمثل التمويل طويل الأجل الجزء المكمل للهيكل المالي للمؤسسة، وفي نفس الوقت يمثل مكونات هيكل رأس المال، يشتمل التمويل الأجل على القروض طويلة الأجل والسندات[3].

1-القروض طويلة الأجل: هي قروض تحصل عليها المؤسسة من مؤسسات مالية، كالبنوك وشركات التأمين وغيرها، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما، ومن أهم الخصائص المميزة للقرض أنه يتم الإتفاق على شروطه (كمعدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، ...) بالتفاوض بين المقرض والمقترض.

-أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، وقد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة،[4] والعلاقة التالية توضح كيفية حساب قيمة القسط:

$$M = \sum_{t.1}^{n} \frac{a\,t}{(1+i)^2} \qquad (5-2)$$

حيث:

M: مبلغ القرض؛

T: السنوات؛

U: قيمة الدفعة؛

i: معدل الفائدة.

[1] جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله الحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرار**، مرجع سابق ص319.
[2] عاطف وليم أندرواس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، مرجع سابق، ص 987.
[3] خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، نفس المرجع، ص 403.
[4] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سابق، ص 561.

وإذا كانت الدفعات متساوية تصبح العبارة (2-7) مجموع متوالية هندسية حدها الأول مساوي لأساسها $1/(1+i)$ ممثلة في العلاقة التالية:[1]

$$M = A \cdot \frac{1-\frac{1}{(1+i)^n}}{i} \Rightarrow A = M \cdot \frac{i}{1-\frac{1}{(1+i)^n}} \quad \text{.....} \ (6\text{-}2)$$

السندات:

هي أوراق مالية ذات قيمة إسمية واحدة، تصدر من جهات عديدة مثل الدولة والمؤسسات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل الأجل[2].

خصائص السندات:

يتميز السند دينا لمجموعة من الخصائص تميزه عن غيره من الأوراق المالية وهي:

- يعتبر السند دينا على ذمة المؤسسة، يمكن استفاؤه عند أجل استحقاقه أو بالتنازل عنه، أو في حالة إفلاس المؤسسة، وعندها ينظم حامل السند إلى جماعة الدائنين؛
- يستفيد حامل السند من فوائد ثابتة ومحددة، لا تتغير بتغير نتائج المؤسسة، ولا يحق لحامله المشاركة في عمليات الإدارة والتسيير؛
- في حال تصفية المؤسسة يستفيد حامل السند من الأولوية في استفاء حقوقه قبل حامل السهم؛
- مجموع السندات يعتبر دينا جماعيا حيث أن المؤسسة تتعاقد مع مجموعة دائنين؛[3]

المطلب الثالث: كيفية المفاضلة بين مصادر التمويل:

1. علاقة الهيكل المالي بالمردودية:

[1] بن الضب علي، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة**، مرجع سابق، ص 69.
[2] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، مرجع سابق، ص 211.
[3] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي**، مرجع سابق، ص 436.

يمكن أن تفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، حيث تعبر الأولى عن نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأموال الخاصة المستثمرة، أما الثانية فهي مقارنة نتيجة الاستغلال لمجموع الأموال المستثمرة، والعلاقة التي تربطهما هي:

$$R_f = R_e + (R_e - i) - D/CP \quad .....(7\text{-}2)$$

حيث: Rf: المردودية المالية؛ Re: المردودية الاقتصادية.

I: سعر الفائدة؛ D: الديون؛ Cp: الأموال الخاصة

ومن خلال هذا يمكن أن نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة وهي:

- **حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة**: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية؛
- **حالة المردودية الاقتصادية مساوية لسعر الفائدة**: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية؛حالة المردودية الاقتصادية اكبر من سعر الفائدة، في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى نظرا للتأثير الإيجابي للديون على مردودية الأموال الخاصة، لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الافتراض؛[1]

2- تكاليف كل مصدر من مصادر التمويل : فيما يتعلق بالتكاليف المرتبطة لكلا نوعي التمويل يتم تحليل ودراسة هذه الناحية بإتباع ما يلي:

2-1-**حساب السعر السوقي للسهم العادي في ظل نوعي التمويل :** حيث نلاحظ

- زيادة السعر السوقي للسهم نتيجة التوسع في استخدام التمويل بالقروض، إذا كانت نسبة المديونية منخفضة؛
- زيادة السعر السوقي في حالة استخدام التمويل بالملكية، إذا كانت نسبة المديونية مرتفعة؛

2-2-**حساب أثر مصدر التمويل على تكلفة الأموال حيث نلاحظ:**

[1] مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، محلية العلوم الانسانية كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خضير، بسكرة، العدد الثالث، ص 93.

- التوسع في استخدام القروض يؤدي إلى تخفيض التكلفة المتوسطة للأموال، إذا كانت نسبة المديونية منخفضة ومقبولة؛
- التوسع في استخدام التمويل بالملكية يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال إذا كانت نسبة المديونية مرتفعة؛

2. أسباب اللجوء إلى التمويل عن طريق الأموال الخاصة:

- إذا كانت المؤسسة تتصف بالتقلب الشديد في المبيعات والأرباح؛
- إذا كان هامش الربح لا يغطي تكلفة القروض؛
- إذا كانت المؤسسة جديدة ويصعب عليها اللجوء إلى استخدام القروض في التمويل؛
- استخدام قروض جديدة في التمويل يفرض على المؤسسة بعض الفروض المكلفة؛
- في حالة وجود تضخم، يفرض المستثمرون معدل فائدة مرتفع على الإقتراض عن طريق السندات؛[1]

- وإجمالا يمكن القول بأنه كلما زاد رقم الأعمال عن نقطة عدم الإهتمام، فستكون الأفضلية للقروض، أما في حالة عدم تحقيق أرقام هامة، فيجب الإبتعاد عن القروض والإعتماد على مصادر مالية داخلية للمؤسسة، فأثر الرفع المالي يعني أنه بزيادة اعتماد على القروض تزيد الخسائر أو الأرباح بنسب مهمة حسب النتيجة المحققة في المؤسسة، مما يعني أن المؤسسة يمكنها أن تعتمد على القروض أكثر، طالما وضعيتها المالية جيدة؛[2]

المطلب الرابع: مؤشرات اختيار الهيكل المالي:

ترتبط عملية اختيار الهيكل المالي بدرجة كبيرة بصافي الربح وهو العنصر الذي تهتم به المؤسسات بشكل كبير وغالبا ما تضعه كهدف أولي من أجل الوصول إليه وتحقيقه، ولا شك أن ثبات هذا الربح له أهمية خاصة بجانب مقداره، فمع بقاء الظروف الأخرى دون تغيير خاصة التكاليف الثابتة فإن حجم ودرجة ثبات واستقرار الربح المرتبط بدرجة استقرار حجم المبيعات، ولذلك فإنه من الضروري التعرف على تأثير التذبذب و التقلب في المبيعات على صافي الربح،

[1] حنفي علي، **المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل**، دار الكتاب الحديث، القاهرة، طبعة 2008، ص 602- 603.

[2] مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، مرجع سابق، ص 93.

ومن خلال هذا يلجأ المسير المالي لحساب الرفع التشغيلي والمالي والرفع الكلي، كأدوات تستطيع من خلالها دراسة مستوى التغيرفي الأرباح، وبالتالي تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة.

- **تعريف الرفع**:

- الرفع (Leverage) ينتج عن استخدام التكاليف الثابتة أو الدين في هيكل التمويل من أجل تعظيم العائد على حقوق المساهمين، وبشكل عام فإن زيادة الرفع ينتج عنه زيادة في العائد والمخاطرة، وأن كمية الرفع في الهيكل المالي يمكن أن تؤثر بشكل كبير ومهم على القيمة السوقية للشركة عن طريق تأثيرها على كل من عائد الشركة ومخاطرتها.[1]
- وأفضل طريقة للتعرف على الأنواع الثلاثة من الرفع هي النظرة إلى جدول حسابات النتائج، كما هو موضح في الشكل التالي:

جدول رقم (2-2)جدول حسابات النتائج وأنواع الرفع

الرفع التشغيلي	المبيعات	الرفع الكلي
	تكلفة المبيعات	
	إجمالي الرفع	
	التكاليف التشغيلية	
الرفع المالي	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	
	الفوائد	
	صافي الربح قبل الضرائب	
	الضرائب	
	صافي الربح بعد الضرائب	
	توزيعات أرباح الأسهم الممتازة	
	الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية	
	صافي الربح العادي الواحد من الأرباح المحققة	

من خلال الشكل يتضح لنا:

- الرفع التشغيلي: تهتم بالعلاقة بين المبيعات الشركة وصافي الربح قبل الفوائد والضرائب؛
- الرفع المالي: يهتم بالعلاقة بين صافي الربح قبل الفوائد وصافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة؛

[1] فائز سليم حداد **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 262.

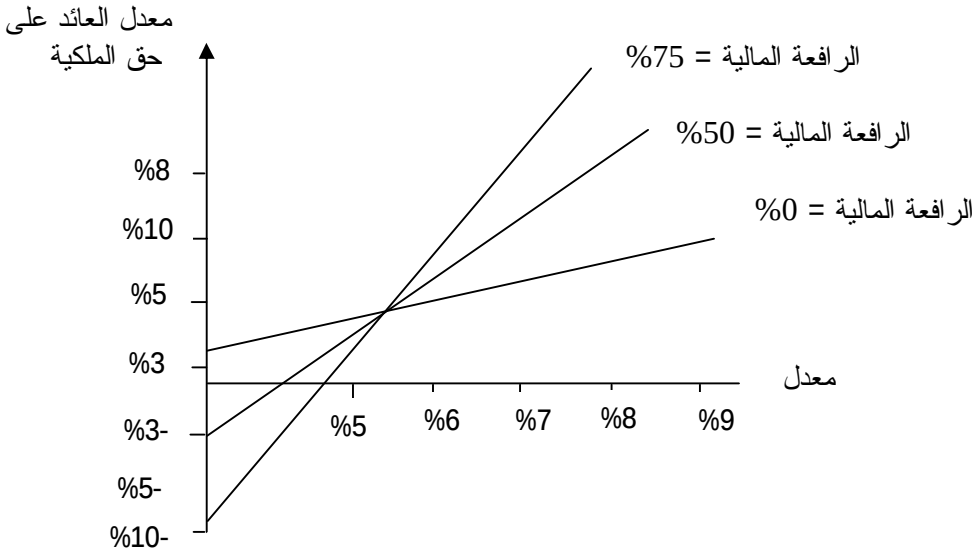
- الرفع الكلي: يهتم بالعلاقة بين المبيعات الشركة وصافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة.

الفرع الأول: الرفع المالي: يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها" استخدام أموال الغير الاقتراض، بتكاليف ثابتة (فوائد ثابتة)، على أمل زيادة الأرباح".[1]

وبعد حصول المؤسسة على مواردها المالية، ستقوم بتوظيفها والنتائج المحققة يجب أن تقارن بالأصول المستخدمة من جهة، وبالأموال الخاصة الموظفة من جهة أخرى.

وبالتالي نحصل على معدل العائد على مجموعة الأصول العائد على حق الملكية.[2]

ويمكن توضيح هذه العلاقة بالشكل رقم (2-8).[3]



المصدر: محمود حمزة الزبيدي، مرجع سابق، 588.

ويمكن استخلاص النتائج التالية من خلال الشكل رقم1

- أن نقطة التقاء المنحنيات الثلاثة تدعى نقطة عدم الاهتمام ويكون فيها:

- معدل العائد على حق الملكية= معدل العائد على مجموع الأصول(1- الضريبة)؛

[1] علي عباس، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص229.
[2] مفيدة يحياوي، مرجع سابق، 90.
[3] محمود حمزة الزبيدي، مرجع سابق، ص588.

- معدل العائد على مجموع الأصول= سعر الفائدة.

وبالتالي كلما زاد معدل العائد على مجموع الأصول عن سعر الفائدة يمكن الاعتماد أكثر على القروض والعكس صحيح.

ونجد أيضا أن معدل العائد على مجموع الأصول يرتبط نتيجة الاستغلال المحققة في المؤسسة، ومنه طريقة التمويل (إقتراض أو تمويل ذاتي)، ولها علاقة مباشرة بهذه النتيجة ويمكن تلخيصها في الشكل التالي[1]

شكل رقم(2-9): العلاقة بين معدل العائد على مجموع الأصول ونتيجة الاستغلال

ربح مهم	ربح ضعيف	خسارة
علاقة طردية بين الرفع المالي والنتيجة	علاقة عكسية بين الرفع المالي والنتيجة	علاقة طردية بين الرفع المالي والنتيجة

المصدر: مفيدة يحياوي، مرجع سابق، ص91.

1- مبدأ أثر الرفعة المالية:[2]

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهمي نتيجة المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجين عن المؤسسة، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة إيجابي، أما في الحالة العكسية، أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين، ويصبح أثر الرفعة في هذه الحالة سلبي.

ويمكن توضيح أكثر لمعنى مبدأ أثر الرافعة المالية، حيث أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها، فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية

[1] مفيدة يحياوي، مرجع سابق، 91.

[2] الياس بن ساسي، قريشي يوسف، **التسير المالي، دروس وتطبيقات**، مرجع سابق، ص270.

التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، وعليه فإن هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة، فأثر رافعة الاستدانة يرفع مردودية الخاصة ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة.

ومن خلال هذا يمكن وضع صياغة رياضية لأثر الرافعة المالية على الشكل التالي:

$$R_Cp = R_e + (R_i - i).D/cp \ .(1-IS) \quad ...(10-2)$$

حيث:

- (R_e-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛
- D/CP: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي؛
- D/CP: أثر الرافعة المالية؛
- D/CP: مردودية الأموال الخاصة؛
- R_e: المردودية الاقتصادية.

ولدينا:

- ومردودية الأموال الخاصة= النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة؛
- المردودية الاقتصادية= نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/ الأصول الاقتصادية.
- نتيجة الاستغلال بعد الضريبة- التكاليف المالية الضريبة= النتيجة الصافية.

وعيله تصبح المعادلة بالشكل التالي:

مردودية الأموال الخاصة=المردودية الاقتصادية+(المردودية الاقتصادية- تكلفة الاستدانة)

$$= \frac{\text{الاستدانة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

- وتسمى العلاقة (الاستدانة الصافية/ الأموال الخاصة) بالرافعة المالية؛
- والعلاقة (المردودية الاقتصادية-تكلفة الاستدانة)* الاستدانة الصافية/ الأموال الخاصة تسمى بأثر الرافعة المالية.

وعليه يصبح لدينا: مردودية الأموال الخاصة= المردودية الاقتصادية+أثر الرافعة المالية

ومنه فإن: أثر الرافعة المالية= مردودية الأموال الخاصة- المردودية الاقتصادية

وباستخدام العلاقة الأخيرة، يمكن أن ندرس أثر الاستدانة على المردودية، وهذا وفقا للحالات التالية:

1- رافعة مالية سالبة: وذلك عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة يكون للجوء إلى الاستدانة ذو تأثير سلبي على المردودية، أي أنه كلما زاد حجم الديون كلما تناقصت المردودية؛

2- رافعة مالية معدومة: وذلك عندما تكون المردودية المالية معادلة لتكلفة الاستدانة أو في حالة انعدام الديون، وفي هذه الحالة يكون أثر الاستدانة معدوم، أي لا يوجد فرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية فهما متساويتان؛

3- رافعة مالية موجبة: عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة، أي أن اللجؤ إلى الاستدانة مرغوبة فيه بسبب ارتفاع ربحية المؤسسة، فكلما زادت الديون كلما أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية.[1]

الفرع الثاني: الرفع التشغيلي

1- يمكن تعريف الرافعة التشغيلية " بأنها استخدام أو توظيف أصول أو أموال تتحمل المؤسسة بناءا عليها تكاليف ثابتة أو عائدا ثابتا ، فالتكاليف الثابتة أو العائد الثابت هي نقطة ارتكاز الرافعة التشغيلية".[2]

وتعتبر أيضا الرافعة التشغيلية بأنها التغير النسبي في الدخل التشغيلي(الربح قبل الفوائد والضرائب)، الذي يحدثه تغيير نسبي في المبيعات.[3]

ويمكن تعريف درجة الرفع التشغيلي على أنها النسبة المئوية للتغير في الدخل التشغيلي الناتج عند نسبة مئوية للتغير في عدد الوحدات المباعة، ويمكن توضيحها من خلال العلاقة التالية.[4]

---

[1] الياس بن ساسي، قريشي يوسف، **التسيير المالي، دروس وتطبيقات**، مراجع سابق، ص 279.
[2] على عباس، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 235.
[3] عدنان تايه التغيير، وأخرون، **الإدارة المالية، النظرية والتطبيق**، مرجع سابق، ص 445.
[4] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباقص، **أساسات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 145.

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{النسبة في الدخل التشغيلي}}{\text{النسبة المئوية في عدد الوحدات المئوية المباعة}}$$

ويمكن دراسة وفهم أفضل للرافعة التشغيلية عند ربطها بنقطة التعادل.

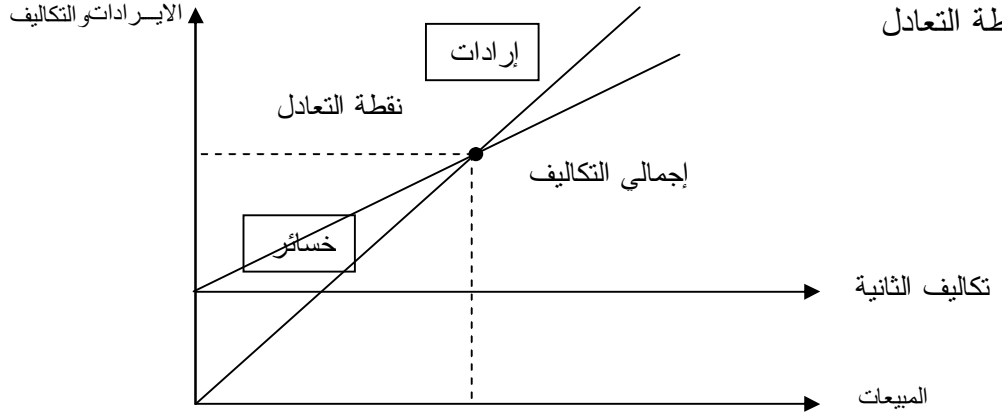
- **تحليل نقطة التعادل:**

يستعمل تحليل نقطة التعادل من قبل المؤسسة من أجل تحديد مستوى العمليات الضرورية لتغطية جميع التكاليف التشغيلية، وكذلك من أجل تقييم الربحية المتعلقة عند مستويات مختلفة من المبيعات، وبالتالي إن نقطة التعادل التشغيلية المؤسسة هي مستوى المبيعات الضرورية لتغطية كل التكاليف التشغيلية، وعند هذه النقطة فإن الربح قبل الفوائد والضرائب يكون مساويا للصفر.[1]

ويتم تحديد نقطة التعادل انطلاقا من التكاليف الثانية والتكاليف المتغيرة، بحيث تعتبر التكاليف الثانية من التكاليف التي لا تتغير بتغير المبيعات، مثل تكلفة الإيجار، بينها التكاليف المتغيرة فهي التكاليف التي تتغير بتغير المبيعات، مثل تكاليف الشحن.

ويمكن توضيح نقطة التعادل من خلال الشكل البياني التالي:[2]

شكل رقم(2-11): نقطة التعادل



المصدر: علي عباس، مرجع سابق، ص240.

[1] فائزة سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص264.
[2] على عباس، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 240.

من خلال الشكل تضح أنه كلما زادت التكاليف الثانية، بمعنى زيادة المبيعات وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإيرادات والأرباح، وأن الانخفاض في المبيعات سوف يؤدي إلى تدني كبير في الأرباح، بمعنى وصول المؤسسة إلى حالة الخسارة.

وبصفة عامة، يفضل أن تعتمد المؤسسات على التكاليف الثانية، لأن التكاليف الثانية ما هي إلا نتيجة لاستخدام قدر أكبر من رأس المال الثابت، مما يسمح للمؤسسة بتخفيض العمالة أو الخامات المستخدمة، ومن ثم التكاليف المتغيرة، وأن استخدام التكاليف الثانية من طرف المؤسسة في فترات الرواج يكون له نتيجة أفضل، وذلك لأنه يترتب على زيادة المبيعات بنسبة معينة زيادة في صافي ربح العمليات بنسبة أكبر، والعكس صحيحا في خلال فترات الكساد وإذا كان الأمر كذلك فإن هيكل رأس المال يمكن أن يتضمن نسبة أكبر من الأموال المقترضة في فترات الرواج، عنه في فترات الكساد.

وبمكن إيجاد نقطة التعادل رياضيا من خلال المعادلة التالية :

$$Q = \frac{CF}{p - cv}$$

حيث :

- Q: المبيعات بالوحدات؛
- CF: التكاليف التشغيلية الثانية؛
- CV: التكاليف التشغيلية المتغيرة؛
- P: سعر بيع الوحدة الواحدة.

الفرع الثالث: الرفع الكلي

هي قيام الشركة باستخدام كل الرافعتين المالية والتشغيلية في آن واحد، وهذا يهدف لزيادة التأثير على صافي الربح بعد الفوائد والضرائب.[1]

الرفع الكلي هو التغير النسبي في الربح الصافي، وبالتالي في نصيب السهم للسهم الواحد من الأرباح الناتج عن تغير نسبي محدد في المبيعات، ويمكن التغير عنها بالمعادلة التالية :

$$\text{الرافعة الكلية} = \frac{\text{التغير النسبي في الربح الصافي}}{\text{التغير النسبي في ربح المبيعات}}$$

[1] علي عباس ،**الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص252.

يمكن كذلك حساب درجات الرافعة الكلية عند مستوى معين من صافي المبيعات عند طريق المعادلة التالية :

$$DTL = \frac{Q*(P- CV}{Q*(P-CV)-CF-I-(DP* \frac{1}{1-T}}$$

حيث:

- DTL: درجات الرافعة الكلية؛
- I: الفائدة المدفوعة على الديون؛
- DP: توزيعات لأرباح الأسهم الممتازة؛
- I:معدل الضريبة؛
- **العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي والكلي:**[1]

الرفع الكلي يعكس التأثير المشترك لكل من الرفع التشغيلي والرفع المالي على المؤسسة ،فدرجة عالية من الرفع التشغيلي ودرجة عالية من الرفع المالي سوف تجعل بالضرورة درجات الرفع الكلي عالية، والعكس صحيح.

ويقاس تأثير الرافعة المشتركة بضرب درجة رافعة التشغيل بدرجة رافعة التمويل، فتنتج معادلة التالية بالرفع الكلي:

درجات الرفع الكلي (DLT)=درجات الرفع التشغيلي (DLO) درجات الرفع المالي (DLF)

المبحث الثاني: التكاليف المتعلقة بمصادر التمويل.

نجد أن قرار الاستثمار مرتبط بمعدل المردودية الاستثمارية الممكن تحقيقها من خلال اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعدل تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع إلا أنه تختلف تكلفة الأموال باختلاف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، فتسعى هذه الأخيرة إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة.

وفي كل الحالات فإن انخفاض تكلفة الأموال تؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وتكلفة الأموال التي يتم استخدامها هي تكلفة رأس المال المرجحة والتي يتم حسابها عن طريق إيجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وترجيحها بما يتناسب مع مجموع المصادر.

[1] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص274.

المطلب الأول: أساسيات عامة حول تكلفة الأموال.

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الأموال:

- تعرف تكلفة رأس المال "Coût du capital" بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تكلفة مصادر التمويل؛[1]
- تكلفة رأس المال "هي معدل تكلفة رؤوس الأموال الخاصة وتكلفة مختلف أشكال الاستدانة الخارجية، مرجحة نسبة كل مصدر تمويل في التمويل العام، بمعنى أن التكلفة المتوسطة للأموال المستخدمة من طرف المؤسسة لنموها، ومعدل هذه التكلفة ممثل لنسبة معينة".

- وعليه نلاحظ من خلال التعاريف بأن تكلفة رأس المال هي نفسها التكلفة الإجمالية للأموال، أي أنها تجمع بين تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة.
- والعلاقة التالية توضح كيفية حساب تكلفة الأموال؛[2]

$$\mathbf{CMP = t\,\frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i\,\frac{V_D}{V_D + V_{CP}}}$$

حيث:

CMP: التكلفة الوسيطية المرجحة؛

V_D: قيمة الديون؛

V_{CP}: قيمة الأموال الخاصة؛

t: تكلفة الأموال الخاصة؛

i: تكلفة الاستدانة بعد الضريبة؛

- ويتضح مما سبق أن الإهتمام بتكلفة الأموال يساعد الإدارة على زيادة كفاءة وترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية فيما يتعلق بما يلي:[3]

1- اختيار مصدر التمويل المناسب لتدبير الأموال المطلوبة للإستثمارات المتاحة؛

2- تقييم القرارات الاستثمارية، حيث تعتبر تكلفة الأموال معيارا يمكن الاعتماد عليه في تقرير مدى تأثير القرارات الاستثمارية على ربحية المؤسسة، وعلى قيمتها ككل.

---

[1] دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، الإسهامات النظرية الأساسية، جامعة ورقلة، مجلة الباحث، العدد 2006/4، ص 107.

[2] P. vernimmen, **finance d'entréprise**, opcit- p487.

[3] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 233.

الفرع الثاني: بعض الافتراضات الرئيسية المتعلقة بمفهوم تكلفة رأس المال:

بسبب تأثر مفهوم تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالمؤسسة نفسها، فإنه لابد من وضع بعض الافتراضات الخاصة والمتعلقة بتكلفة رأس المال وكل من المخاطر والضرائب:

1- خطر الأعمال Business Risk: والمقصود بذلك هو الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على تغطية تكاليفها التشغيلية، وسيتم افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر، هذا الافتراض يعني أن قبول المؤسسة لأي مشروع لا يؤثر على قدرتها لتغطية تكاليفها التشغيلية؛

2-الخطر التمويلي Financial Risk: والمقصود بذلك هو الخطر المتعلق بعدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المالية (الفائدة، توزيعات الأرباح، الأسهم الممتازة، ...)، وسيتم أيضا افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر، وعليه فإن هذا الإفتراض يعني بأن المؤسسة قادرة على سداد إلتزاماتها المالية؛

يتم قياس تكلفة رأس المال بعد الضريبة، حيث يعتبر هذا الإفتراض متطابق مع المنهج الذي استخدم في قرارات الموازنة الرأسمالية.

$$\frac{1-\frac{1}{(1+i)^n}}{i}$$

المطلب الثاني: تكلفة الأموال الخاصة

تتمثل تكلفة الأموال الخاصة في معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من مشروع استثماري، بحيث يعوض هذا المعدل الحرمان عن التأجيل من استعمال أمواله والمخاطرة التي تتعرض لها أمواله،[1] وتحتوي تكلفة الأموال الخاصة على تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة التمويل الذاتي.

الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية تكلفة الأسهم العادية عبارة عن معدل الخصم الذي سيستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح الأسهم العادية المتوقعة لتحديد أسعار الأسهم في السوق،[2] وهناك أسلوبين لتقدير هذه التكلفة وهما :

- نموذج التوزيعات المخصومة **(Modèle Gordon)**؛

[1] Jean Baneau et Jacqueline Delahaye, **Gestion financière** – manuel et applications, Dunod, 9ème édition, Paris, 2000, P153.

[2] فايز سليم حداد ، **الإدارة المالية** ، مرجع سابق، ص 243.

- نموذج توازن الأصول المالية (**Medaf**)

أولا: نموذج التوزيعات المخصومة: (Modèle Gordon)

نذكر هنا بأن هذا النموذج استخدم بغرض تقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي، بدلالة التوزيعات المتوقعة ومعدل العائد المطلوب[1]، ويأخذ هذا النموذج ع

$$C_0 = \sum_{i=1}^{n} D_i (1+t)^{-i} + C_n(1+t)^{-n}$$

معادلة رقم (2-12): نموذج التوزيعات المخصومة

حيث: Co: سعر السهم في الزمن 0؛

D_i: الأرباح المنتظرة؛

C_n: سعر السهم عند الزمن n؛

t: معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين.

- ففي حالة توجه عدد الفترات الزمنية n نحو اللانهاية الموجبة وبقاء أرباح الأسهم ثابتة أو تتغير بمعدل نمو ثابت g، فإن:

- **في حال بقاء أرباح الأسهم ثابتة فإن:**

$$C_O = D(1+t)^{-1} + D(1+t)^{-2} + \ldots + D(1+t)^{-n} + C_n(1+t)^{-n}$$

أي أن:

$$C_O = D(1-(1+t)^{-n} / t + C_n(1+t)^{-n.}$$

عندما يتجه n نحو اللانهاية الموجبة (00+) فإن (1+t)-n يتجه نحو 0، وعليه يكون لدينا:

$$t = D/C_O$$

- **في حالة نمو أرباح الأسهم:**

$$C_O = D_1(1+t)^{-1} + D_1(1+g)\ (1+t)^{-2} + D_1(1+g)^2\ (1+t)^{-3} + \ldots + D_1(1+g)^{n-1} + C_n(1+t)^{-n.}$$

ولما يتجه n نحو اللانهاية الموجبة فإن $(1+g)^n + (1+t)^{-n}$ يؤول نحو الصفر (0) مع $g <$ t ومنه يكون لدينا: $t= (D_t / C_O) + g$

[1] عبد الغفار حنفي ، **الإدارة المالية**، مدخل إتخاذ القرار ، مرجع سابق ، ص273.
[2] بن ساسي إلياس ، يوسف قريشي ، **التسيير المالي** ، دروس وتطبيقات ، مرجع سابق، ص 307-308.

وحينها تحصلنا على ما يعرف بعلاقة جوردن

ثانيا: نموذج توازن الأصول المالية: Modèle d'équilibre des actifs (MEDAF) financiers

ولاستخدام هذا النموذج لابد من إتباع الخطوات التالية:[1]

- تقدير السعر البعيد عن المخاطرة، إما على أساس سعر السندات الحكومية طويلة الأجل أو قصيرة الأجل؛
- تقدير معدل العائد المتوقع في السوق أو على السهم العادي؛
- تقدير معامل بيتا (β) للسهم واستخدامه كدليل لدرجة المخاطرة التي يواجهها السهم؛
- إحلال القيم السابقة في معادلة تسعير الموجودات الرأسمالية، وهذا لتقدير معدل العائد المطلوب على السهم.

وعليه يمكن كتابة هذه المعادلة بالشكل التالي: $K = r_i + \beta(r_m - r_i)$.....(13-2)

حيث: K: معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين؛

r_i: معدل العائد بدون مخاطر؛

R_m: معدل العائد السائد في السوق؛

β: معامل الخطر، وهو معامل الإنحدار بين r_m و r_i.

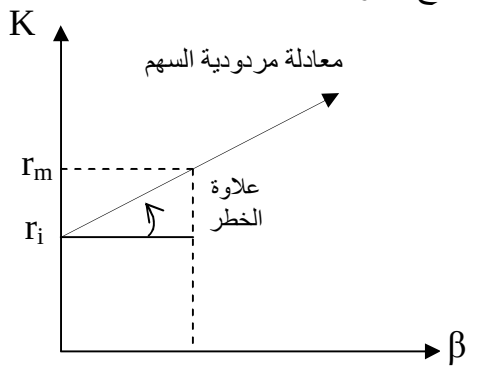
ويمكن حساب بيتا (β) من خلال المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{Cov\ (K.r_m)}{Var\ (r_m)}$$

- وعليه وباستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فإن تكلفة السهم العادي عبارة عن العائد المطلوب من قبل المستثمرين وهذا كتعويض عن مخاطر السوق التي يتعرضون لها.
- ويمكن توضيح أكثر لتكلفة الأسهم العادية حسب نموذج (MEDAF) من خلال الشكل التالي :

[1] علي عباس، **الإدارة المالية**، مرجع سابق، ص 174.

شكل رقم (02-14): تكلفة الأسهم العادية حسب نموذج توازن الأصول المالية



Source: Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, op cit, p143.

- على الرغم من دقة هذه النظرية، إلا أنه يصعب تقدير معامل بيتا (β) ومعدل العائد المتوقع في السوق (r_m)، ويعود هذا لعدم توافر عنصر الكفاءة في الأسواق بشكل مطلق.[1]
- وبهذا ظهرت نماذج أخرى حاولت تقديم معدل المردودية كدالة خطية تابعة لعدة متغيرات كنموذج التسعير بالمراجحة (APT/MEA)، ونماذج حاولت حصر العوامل المهددة لمعدل المردودية مثل: Fama et franch، نموذج MEDAFI / CAPMI.[2]

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

تعبر تكلفة الأسهم الممتازة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز إلى المبلغ الذي تم تحصيله، نتيجة لبيع السهم الممتاز.[3] ولمعرفة تكلفة التمويل من هذا المصدر لابد من إيجاد العلاقة بين توزيعات السهم الممتاز وسعره السوقي. ونظرا لأن معدل عائده السنوي ثابت وليس له تاريخ استحقاق محدد أي أن التوزيعات تتم إلى ما لا نهاية. ولذلك نستخدم المعادلة الخاصة بنموذج تقييم السهم الممتاز والتي تصاغ على الشكل التالي:

حيث: D: التوزيعات السنوية (معدل العائد السنوي للسهم الممتاز وهي ثابتة)؛

K: تكلفة السهم الممتاز وهو الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب؛

P_0: السعر السوقي للسهم الممتاز.[4]

$$P_0 = \frac{D}{K} \Rightarrow K = \frac{D}{P_0}$$

[1] حنفي علي ، **المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل** ، مرجع سابق، ص 602- 603.

[2] دادن عبد الغني، **قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 6 / 2008 ، ص ص 22-23.

[3] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية** ، مرجع سابق، ص242.

[4] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ، مرجع سابق، ص230.

الفرع الثالث: تكلفة الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباح محقق، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار،[1] ويستند منطق احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة إلى مفهوم تكلفة الفرصة البديلة وذلك لأن كل الأرباح التي يتم حجزها بعد سداد الفوائد وتوزيعها حملة الأسهم الممتازة تخص في واقع الأمر حملة الأسهم العادية وعليه يتعين على المؤسسة تعويضهم مقابل نتيجة استخدامها لهذه الأموال المحتجزة في مشروعات النمو والتوسع وغيرها.[2]

وبصورة عامة كلفة الأرباح المحتجزة أقل من كلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين هما:[3]

- أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة؛
- أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي فسوف يدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم الشركة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء

- وعليه فإن كلفة الأرباح المحتجزة تحسب بالعلاقة التالية:

$$R = K_S \cdot (1 - t)(1 - P) \quad \text{.....(15-2)}$$

حيث:

R: تكلفة الأرباح المحتجزة؛

K_S: تكلفة الأسهم العادية، حيث: $K_S = \frac{Bi}{Fi} + g$

t: الضريبة؛

P: العمولة.

- ويمكن أيضا صياغة معادلة تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:[4]

[1] منير ابراهيم هندي، **الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر**، مرجع سابق ، ص585.
[2] عاطف وليم أندوراس ، **التمويل والإدارة المالية**، مرجع سابق ، ص412.
[3] دريد كامل آل شبيب ، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ،مرجع سابق ، ص323.
[4] دادن عبد الغني ، **قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل**، مرجع سابق – ص19.

حيث:

$$C = i + f\,(tp - i)$$

i: سعر الفائدة؛

f: الخطر المنتظم الذي يتعرض له السهم العادي؛

tp: عائد محفظة السوق.

المطلب الثالث: تكلفة الاستدانة

بشكل عام يمكن تعريف تكلفة الدين بأنها "معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين".

- وهناك تكلفة الديون القصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل.[1]

الفرع الأول: تكلفة الديون قصيرة الأجل

أولا: تكلفة الائتمان المصرفي:

- إن القروض المصرفية قصيرة الأجل شأنها شأن مصادر التمويل الأخرى لها كلفة تحددها ثلاثة عوامل وهي:[2]

1- معدل الفائدة الإسمي، وهو معدل الفائدة السنوي المثبت في اتفاقية القرض والذي يعكس الشروط الائتمانية السائدة في الإقتصاد والمركز الائتماني للمؤسسة المقترضة؛

2- أسلوب حساب الفائدة وتحصيلها؛

3- معدل الضريبة على دخل المؤسسة.

-كما تتوقف تكلفة القرض المصرفي على أسلوب حساب البنك للفائدة، فهل تحصل الفوائد على ما تم سحبه من مبلغ القرض أو يوجد ما يسمى بالرصيد المعوض، وعلى سمعة المقترض،وعلى الطلب والعرض من الائتمان عند طلب القرض.

***طرق حساب معدل الفائدة:**

1-الفائدة البسيطة:[1] يتم حساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الإسمي، وتحسب كما يلي:

[1] علي عباس ، **الإدارة المالية** ، مرجع سابق ، ص165.
[2] عدنان تايه النعيمي و وآخرون ، **الإدارة المالية- النظرية والتطبيق** ، مرجع سابق ،ص354.

كلفة فائدة القرض السنوية = نسبة الفائدة × أصل قيمة القرض × المدة

2-الفائدة المخصومة: وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع البنك ولذلك يسمى بالقرض المخصوم. وبموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض. وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الإسمي، ويتم حساب كلفة القرض الحقيقي بالطريقة التالية :

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض – الفائدة المدفوعة}}$$

ثانيا: تكلفة الإئتمان التجاري:[2]

قد يكون الإئتمان التجاري بدون تكاليف عندما لا يخضع المورد شروط دفع عند البيع، أما الإئتمان الذي يمنح بشروط دفع فيمكن قياس تكاليفه عن طريق مقدار الخصم النقدي الممنوح ويمكن احتسابها كما يلي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{1 - \text{نسبة الخصم}} * \frac{360}{\text{فترة الائتمان – فترة الخصم}}$$

وهناك عدة طرق يمكن من خلالها منح الإئتمان التجاري وهي:

1- الإئتمان التجاري بدون خصم نقدي ويمنح للعميل بدون شروط دفع؛

2- تحديد مدة الإئتمان التجاري مع منح الخصم النقدي.[3]

إن منح الخصم النقدي يعود إلى أسباب عديدة على الرغم من تحمل الجهة المانحة للإئتمان التجاري تكاليف إجراء تقديم هذا الخصم. ومن خلال هذا فإن منح الخصم النقدي يبنى على أساس دراسة تأثير العناصر الآتية:

- كلفة استعمال مبالغ الإئتمان؛
- الخسائر المحتملة للديون المعدومة؛

---

[1] دريد كامل آل شبيب ،**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ، مرجع سابق ،ص233.

[2] دريد كامل آل شبيب ، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ،مرجع سابق ،ص224.

[3] الخصم النقدي: هو تخفيض قيمة السلع والبضائع والخدمات المقدمة إذ تم دفع قيمة الفاتورة خلال الفترة الأولى من الإئتمان التجاري بهدف تشجيع العميل على سرعة التسديد.

- نفقات منح الإئتمان التجاري.

1- **كلفة استعمال الأموال**: وهي كلفة مبالغ الإئتمان التجاري الممنوح من المورد إلى العميل. وتحسب بمقدار الأموال التي ينفقها خلال فترة الإئتمان إلى تاريخ تحصيل هذه المبالغ وعليه فإن عدد الأيام التي يمنحها المورد كفترة سماح لعدم التسديد في شروط البيع. ويجب أن تحسب كلفتها على أساس فقدان الفرصة البديلة الناجمة عن عدم استثمارها من قبل المورد، إضافة إلى كلفة تأخير سداد هذه المبالغ من قبل العميل؛

2- **خسائر الديون المعدومة**: إن عزوف العميل عن التسديد بشكل مطلق يؤدي إلى تحمل المورد كلفة مبالغ الإئتمان التجاري ويؤدي الأمر إلى اعتبارها ديون معدومة. وتقدر قيمتها كنسبة من مبلغ الإئتمان التجاري الممنوح؛

3- **نفقات منح الإئتمان**: يتطلب منح الإئتمان إنشاء قسم خاص يمنح الإئتمان التجاري بحيث يقوم بدراسة وفحص المركز المالي للعميل وجمع البيانات والمعلومات عنه للتأكد من ملاءته المالية، إضافة إلى متابعة تسديده للمبالغ التي بذمته وعليه فإن عمليات المتابعة ودفع الرواتب للموظفين تعد كلفة تضاف إلى تكاليف منح الإئتمان التجاري.

الفرع الثاني: تكلفة الديون طويلة ومتوسطة الأجل

أولا: تكلفة الإقتراض:تتمثل تكلفة الاقتراض طويلة الأجل في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة وهذا بعد استبعاد الوفرات الضريبية ويترتب على عملية الإقتراض تدفقات داخلة تحصل عليها المؤسسة عند التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي يدفعها سنويا ، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق. ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة، فإنه يمكن تقدير تكلفة الإقتراض بفكرة معدل العائد الداخلي (TRI)، بمعنى سوف تتمثل تكلفتة في معدل الخصم الذي يتساوى عنده صافي متحصلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للمقترض.[1]

- ويمكن تحديد تكلفة الإقتراض من خلال المعادلة التالية:

$$S = \sum^{n} CF\left(\frac{1}{K+1}\right)^{t} + V\left(\frac{1}{K+1}\right)^{n}$$

[1] منير ابراهيم هندي ، **الإدارة المالية** ، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سابق ،ص577.

حيث: S: صافي متحصلات الأموال المقترضة؛(*)

CF: التدفقات النقدية؛(**)

K: معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة؛

V: قيمة الأموال المقترضة أو القيمة الاسمية للسند.

ثانيا: تكلفة السندات: السندات لها سعر فائدة ثابت، وهذا السعر لا يعبر عن التكلفة الفعلية، لذلك لابد الأخذ بعين الاعتبار الوفرات الضريبية ومصاريف الإصدار والسعر السوقي للسهم فهذه العوامل لها تأثير مباشر على تكلفة السندات الفعلية والتي تحدد بالعلاقة التالية:[1]

$$P = \sum \frac{ff(1-IBs)}{(1-i)^t} + \frac{V_0}{(1+i)^n}$$

حيث: P: السعر السوقي للسند؛

V_0: قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛

ff: الفوائد.

- ويمكن أن تقاس تكلفة السندات قبل الضريبة باستخدام ثلاث طرق هي:[2]

1- باستخدام المعلومات المنشورة من قبل شركات مستقلة متخصصة عن السندات

عندما تكون المبالغ المحصلة من بيع السند مساوية لقيمته الإسمية، فإن تكلفة الدين قبل الضريبة تكون مساوية تماما لمعدل السند، كما يمكن استخدام المعلومات المنشورة عن العائد لفترة الاستحقاق لسند يحمل نفس درجة المخاطرة؛

2- استخدام معادلة معدل العائد الداخلي: (TRI)

يمكن استخدام معادلة معدل العائد الداخلي لإيجاد تكلفة الدين (السند) قبل الضريبة، أي أن تكلفة الدين قبل الضريبة عبارة عن معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية مساويا للصفر.

ويمكن استخراجه بطريقة التجربة والخطأ وهذا باستخدام المعادلة التالية:

$$N_d = \sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{(1+K_d)^n} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث: K_d: تكلفة السند؛

N_d: المبلغ الذي تم تحصيله؛

(*) تمثل صافي متحصلات الأموال المقترضة: قيمة القرض مطروحا منه مصروفات التعاقد وذلك بعد خصم الوفرات الضريبية المترتبة على تلك المصروفات.

(**) التدفقات النقدية وهي متمثلة في الفوائد الدورية بعد خصم الوفرات الضريبية للفوائد المستحقة.

[1] بن الضب علي ، **رسالة ماجستير** ، مرجع سابق ، ص94.

[2] فايز سليم حداد ، **الإدارة المالية** ، مرجع سابق ، ص238.

I_t: الفوائد المدفوعة في نهاية السنة.

M: القيمة الإسمية للسند عند الاستحقاق؛

n: الفترة الزمنية.

3- باستخدام معادلة تقريبية لحساب تكلفة السند:

يمكن استخدام معادلة بسيطة لحساب تكلفة السند بشكل تقريبي وهذا لتوفير الوقت اللازم لحل المعادلة بطريقة التجربة والخطأ وهذا على الشكل التالي:

$$K_d = \frac{I + \frac{M-N_d}{n}}{\frac{N_d + M}{2}}$$

- **تقدير تكلفة السندات بعد الضريبة:**

إن تكلفة السندات يجب أن تحسب بعد الضريبة وذلك لأن الفائدة المدفوعة على الديون تعامل كمصاريف تمويلية في الميزانية وبالتالي فإنها تخفض من ربح الشركة الخاضع للضريبة. ويمكن إيجاد تكلفة الدين بعد الضريبة (K_i)، بضرب تكلفة الدين قبل الضريبة (K_d) بواحد ناقص معدل الضريبة (T) وهذا كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$\mathbf{K_i = K_d \times (1 - T)}$$

وعليه فبعد تقدير كل من تكلفة الإقتراض وتكلفة السندات، فنجد أن تكلفة الديون طويلة الأجل تكون أقل من أي مصدر آخر من مصادر التمويل الأخرى وهذا بسبب طرح الفوائد من الضريبة.

ثالثا: تكلفة الاستئجار :من أجل فهم جيد لمزايا وعيوب التمويل بالاستئجار، فلابد من مقارنة تكلفة الاستئجار بتكلفة إمتلاك نفس الأصل، حيث أنه لا يمكن تصور المؤسسة تتمتع بصورة رشيدة ستحتفظ بنقدية سائلة عاطلة. وعليه فإن المؤسسة سوف تفكر في شراء أصل جديد لابد وأن تفكر في نفس الوقت في كيفية تمويل هذا الاستثمار وعندما تظهر الحاجة إلى التمويل يتوفر أمام المؤسسة عادة بديلان وهما:

- قرض مباشر متوسط الأجل مضمون بالأصل؛

- إتفاق الاستئجار الأصل.[1]
-

o **مقارنة بين تكلفة الاستئجار والشراء في حالة الاستئجار التمويلي:**[2]

1- من وجهة نظر المؤجر: حيث يلاحظ أن التكلفة عبارة عن المعدل الذي يحقق التساوي بين تكلفة الأموال، بالنسبة للمؤجر ومدفوعات الاستئجار ويمكن حساب هذا المعدل من خلال النموذج التالي حيث:

$$NPV = -I_0 + \frac{L_t (1-T) + TD}{(1 + K)^t}$$

I_0: تكلفة الشراء؛

K: تكلفة الأموال الخاصة بالمؤجر؛

TD: الإعفاء الضريبي على الإهتلاك؛

n: العمر الاقتصادي لأصل؛

NPV: صافي القيمة الحالية للإيرادات المتولدة عند التأجير.

2- أمام المستأجر بديلين لاستخدام أو الإنتفاع بالأصل، إما من خلال الاستئجار أو تمويل شراء الأصل عن طريق الإقتراض حيث نجد:

- يفترض بالنسبة للشركة المستخدمة للأصل، أن الاستئجار والتأجير التمويلي بديلين وكل منهما يعطي وفرات ضريبية؛
- يمكن حساب الوفرات المترتبة على الاستئجار أو صافي القيمة الحالية للاستئجار وهذا من خلال المعادلة التالية:

$$NAL = I_0 - \sum_{t=1}^{n} \frac{L_t (1 - T) + TD}{[1 + (1 - T) Kd]^t}$$

حيث: NAL: صافي وفرات الاستئجار.

وعليه ومن خلال ما سبق، نلاحظ أن معدل الخصم المناسب للمستأجر هو معدل أو تكلفة الإقتراض بعد الضريبة وطالما أن أقساط الاستئجار والإعفاء الضريبي للاهتلاك يطبق عليهما الإعفاء الضريبي والمعدل الخالي من الخطر.

[1] محمد صالح الحناوي ،**الإدارة المالية والتمويل** ،مرجع سابق ،ص301.
[2] حنفي علي ، **المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة** ، مرجع سابق ، ص 651.

المطلب الرابع: تقدير التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال

يمكن أن تلجأ الشركات إلى تمويل أنشطتها ومشروعاتها كليا عن طريق الأسهم العادية فقط، وفي هذه الحالة يكون معدل تكلفة الأموال المستخدمة في تقييم مقترحات الاستثمار الخاصة بالشركة. وهذا ممثلا في معدل العائد المطلوب على أموال الملكية، بيد أنه في الواقع العملي تعتمد معظم الشركات على توليفة من مصادر التمويل المختلفة لتمويل أنشطتها، وفي هذه الحالة يجب أن تعكس تكلفة الأموال لهذه الشركات متوسطة التكلفة الخاص بالأموال من المصادر المختلفة (أسهم مادية – أسهم ممتازة – قروض...)، وليس تكلفة الاسهم العادية فقط.[1]

وعليه فبعد حساب كل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل على حدا، فإنه من الممكن تحديد التكلفة الكلية لرأس المال. ويمكن القيام بهذا عن طريق حساب الوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Ka) والذي يمكن إيجاده بضرب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في وزن كل مصدر بالنسبة إلى مجموع جميع مصادر التمويل التي استخدمت في الهيكل المالي للشركة. ويمكن التعبير عن الوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالمعادلة التالية:[2]

$$K_a = W_i K_i + W_p K_p + W_s K_t \text{ (or) } W_s K_n$$

حيث: w_i: وزن الدّين طويل الأجل (السندات) في الهيكل المالي للشركة؛

w_P: وزن الاسهم الممتازة في الهيكل المالي للشركة؛

w_S: وزن الأسهم العادية في الهيكل المالي للشركة.

ولدينا: $1 = w_i + w_P + w_S$

كما يجب ملاحظة النقاط التالية فيما يتعلق بالمعادلة السابقة:

1- إن تكلفة الدّين يجب حسابها بعد الضريبة؛

2- مجموع الأوزان تساوي (1) صحيح؛

3- وزن الأسهم العادية w_S يتم ضربه إما بتكلفة الأرباح المحتجزة K_r أو بتكلفة الأسهم العادية K_n أو كليهما معا وهذا حسب أي مصدر من مصادر الأسهم العادية سوف يتم استخدامه

[1] عاطف وليم أندوراس ،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ، مرجع سابق ، ص419.
[2] فايز سليم حداد ،**الإدارة المالية** ، مرجع سابق ، 250.

الفرع الأول: العوامل المؤثرة على التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال[1]:

تتأثر التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال بعدة عوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة الشركة فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرة الشركة ويتأثر بسياستها.

أولا: العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة : بحيث يعتبر كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب السائدة أهم العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة وتؤثر على تكلفة الأموال.

1- مستوى أسعار الفائدة: كلما ارتفعت أسعار الفائدة في الاقتصاد الوطني، كلما أدى هذا إلى ارتفاع التكلفة الوسيطية المرجحة والعكس صحيح، بحيث انخفاض أسعار الفائدة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال وهو ما يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية لمنتجات الشركة. وهذا بالشكل الذي يعطيها ميزة تنافسية في مواجهة الشركات الأجنبية؛

2- معدّلات الضرائب: تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبية وبالتالي فهي تخرج عن سيطرة الشركة، بحيث أنه تتم الضرائب على التكلفة الكلية من خلال تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري. ويتم هذا من طرف الحكومة وعليه فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية لأن ذلك يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الإقتراض، الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للشركة، حيث تتجه الشركات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالإقتراض.

ثانيا: العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة

1- سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي: نعلم أن لي شركة هيكل مالي مستهدف وأنها استخدمت أوزان وعناصر هذا الهيكل لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، غير أنه يمكن للشركة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا من تكلفة الأموال. وكما سبق وذكرنا بأن تكلفة الإقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية، فإذا قررت الشركة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية فإن هذا سوف يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة الوسطية المرجحة؛

[1] عاطف وليم أندوراس ، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ، مرجع سابق ، ص426.

2- سياسة التوزيعات: تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وعليه فإن إرتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض الشركة لنقطة انكسار، حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الوسيطية المرجحة للأموال.

1 - السياسة الاستثمارية للشركة:

إن تغيير السياسة الاستثمارية للشركة ينعكس على تكلفة الاستثمار وهذا نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار مما يؤدي إن تغيير السياسة الاستثمارية للشركة ينعكس على تكلفة الاستثمار وهذا نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار وهذا ما يؤدي إلى التأثير إما بارتفاع أو الانخفاض في التكلفة الوسيطية المرجحة للأموال.

الفرع الثاني: طرق حساب التكلفة الوسيطية المرجحة للأموال[1]

أولا: الطريقة المباشرة

حسب هذه الطريقة يتم الاعتماد على نموذج MEDAF مع الأخذ في الحسبان تغيير بيتا (β)، ففي النموذج المعروض في تكلفة الأموال الخاصة كانت المعلمة بيتا (β) تتعلق بالأموال الخاصة، أما الآن فهي تتعلق بالأصل الاقتصادي المتمثل في المجموع الجبري للأموال الخاصة والاستدانة الصافية.

- وعليه تحسب تكلفة رأس المال حسب هذه الطريقة بالعلاقة الرياضية التالية:

$$K = r_{sr} + B_{AE}\,(r_m - r_{sr}) \ldots\ldots (16\text{-}2)$$

حيث: B_{AE}: تمثل درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردودية السوق. ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

$$B_{AE} = \frac{B_{CP} + B_D \times \frac{D}{CP}}{1 + \frac{D}{CP}}$$

[1] بن الضب علي ،**رسالة ماجستير** ، مرجع سابق ، ص98.

وعليه نلاحظ من العلاقة السابقة أن B_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية B_D وتحسب كسابقتها عن طرق إجراء الانحدار بين مردودية الديون المسعرة ومردودية السوق في حالة إنعدام B_D تبقى B_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية.

ثانيا: الطريقة غير المباشرة:

يتم حسب هذه الطريقة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم يتم حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان. ويمكن حسابها وتقديرها من خلال المعادلة التالية:

$$K = K_{cp} \frac{V_{cp}}{V_a + V_{cp}} + K_d (1 - IBS) \frac{V_d}{V_a + V_{cp}}$$

الفرع الثالث: المداخيل البديلة لتقدير تكلفة الأموال

لقد اختلفت الآراء الخاصة بحساب هذه الأوزان، فهناك من يرى أنه يتم حساب هذه الأوزان الفعلية لهيكل التمويل الحالي للمؤسسة وهناك أيضا مدخل الأوزان المستهدفة، كما يوجد أيضا المدخل الحدّي.

أولا: مدخل الأوزان الفعلية

يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة يعتبر مثالي ومستقرا، أي لا يتغير من وقت لآخر وهذا افتراض غير واقعي لحد كبير، لأنه يعني أن أي أموال إضافية لا تغير من نسبة التشكيلة التي يتكون منها هيكلها المالي، أمّا إذا ترتب على ذلك تعديل في هيكل رأس المال الحالي للمؤسسة سواء في العناصر أو النسب، فقد يترتب على ذلك بالتالي تغير وعدم استقرار تكلفة الأموال مما يضعف فاعليتها كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية.[1]

ثانيا: مدخل الأوزان المستهدفة

يقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل رأس مال مستهدف، تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه بقدر الإمكان. ويوضع هذا الهيكل المصادر التي سوق تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.

[1] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص ، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ، مرجع سابق ،ص176.

ومن أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة، أنها لا تتغير إلا إذا تغر القرار المحدد للهيكل المستهدف. وإذا لم يطرأ تغير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بصرف النظر على هيكل رأس المال الفعلي، أي سواء كان الهيكل الفعلي يماثل الهيكل المستهدف أم لا. غير أن هذا الاستقرار والثبات قد يترتب عليه آثار غير محمودة، فإذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل الفعلي وتفوق مثيلتها في الهيكل المستهدف، فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال.[1]

ثالثا: المدخل الحدّي[2]

إن الوسط المرجح لتكلفة رأس المال يختلف من فترة إلى أخرى، اعتمادا على كمية التمويل التي تخطط الشركة الحصول عليها وكلما زادت كمية التمويل فإن تكلفة الأنواع المختلفة من مصادر التمويل سوف تزيد، مما يؤدي إلى زيادة الوسط المرجح لتكلفة رأس المال في الشركة. ولهذا فإنه من المفيد جدا حساب التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال.

- وتعبر التكلفة الحدية عن الوسط المرجح لتكلفة رأس المال لكل دينار واحد من أي تمويل جديد.

1- إيجاد نقاط التعادل:

لحساب التكلفة الحدية لرأس المال يجب أن نحسب نقاط التعادل والتي تعكس مستوى التمويل الجديد عندما ترتفع تكلفة أحد مصادر التمويل. ويمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية:

$$BP_J = \frac{AF_J}{W_J}$$

حيث: BP_j: نقطة لتعادل لمصدر التمويل j؛

W_j: وزن مصدر التمويل j في الهيكل التمويلي؛

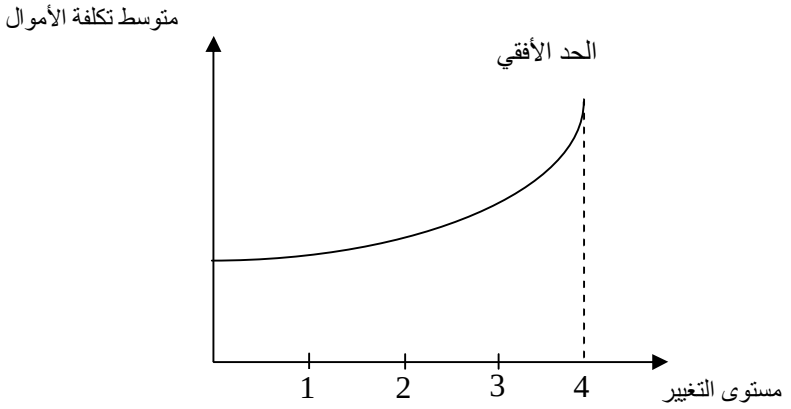
AF_j: مقدار الأموال المتوفرة من مصدر التمويل j عند تكلفة معينة.

2- حساب التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال:

بعد تحديد نقاط التعادل فإن الخطوة الثانية هي حساب التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال لإجمالي التمويل الجديد بمستوى محدد بين نقاط التعادل وبالتالي فالتكلفة الحدية هي عبارة عن علاقة الوسط المرجح لتكلفة رأس المال مع إجمالي التكويل الجديد للشركة.

[1] منير إبراهيم هندي ، **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ، مرجع سابق ،ص590.
[2] فايز سليم حداد ، **الإدارة المالية** ، مرجع سابق ،ص252.

- والشكل رقم (2-17) يوضح علاقة التكلفة الحدية للأموال بمستويات التغيير.



المصدر: منير ابراهيم هندي ، **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ،مرجع سابق – ص601.

المبحث الثالث: الأسس النظرية لبناء الهياكل التمويلية

بعدما ينتهي المسير المالي من تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة فإنه يصطدم بمشـــــكلةاختيار الهيكل المالي الأمثل، الذي يعظم من قيمة المؤسسة ويخفض من تكلفتها. ففي هذا الإطار ظهرت العديد من الأطروحات والنظريات التي حاولت ولا زالت تحاول تفسير هذه المشكلة، حيث أنه منذ أزيد من أربعين عاما يدور الجدل بين العلماء والممارسين في حقل مالية المؤسسة، من أجل تفسير المشكل السابق.

وفي هذا المبحث سوف نتطرق لأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي كالنظرية التقليدية ونظرية Modigliani et Miller ونظرية التوازن والنظرية الحديثة للمشروع.

المطلب الأول: النظرية التقليدية لتفسير الهيكل المالي

تقوم هذه النظرية على إفتراض وجود هيكل مالي أمثل يؤدي إلى تخفيض التكاليف وتعظيم قيمة المؤسسة وهذا يقوم على أساس نظرية الربح الصافي ونظرية الربح الصافي للعمليات والنظرية التقليدية.

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

- يرى مؤيدو مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتدنية التكاليف عن طريق الزيادة في نسبة المديونية في الهيكل المالي.

- وهذا التحليل يمكن عرضه على أساس مجرد إمتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال والذي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية:[1]

$$K_0 = (D/D + CP)K_d + (CP/D + CP)K_{cp} \quad ..... (18\text{-}2)$$

- وبضرب المعادلة (1) في 1/CP نحصل على:

$$K_0 = K_d\ (D/CP\ /\ D/CP + CP/CP) + K_{CP}\ (CP/CP\ /\ D/CP + CP/CP)$$

ومنه:

$$K_0 = K_d\ (D/CP\ /\ 1+D/CP) + K_{CP}\ (1/1 + D/CP)$$

- لدينا L = D/CP، وبالتالي نحصل على المعادلة التالية:

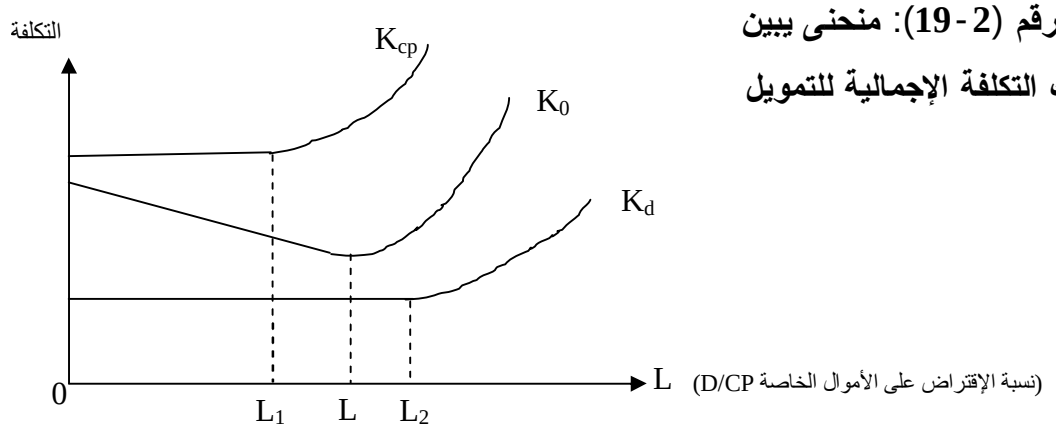
$$K_0 = K_d\ (L/1+L) + K_{cp}\ (1/1+L)$$

بحيث K_d وK_{cp} ثابتين، وK_0 دالة متناقصة لـــ L إذ كان $K_d < K_{cp}$

- وعليه هذا التحليل يحدد علاقات متباينة بين التكلفة الإجمالية للتمويل والهيكل المالي وهذا حسب معدل المردودية التي وصلت إليه المؤسسة

وبالتالي يمكننا تمثيل دالة التكلفة الإجمالية للتمويل للمؤسسة في الشكل التالي:[2]

شكل رقم (2-19): منحنى يبين سلوك التكلفة الإجمالية للتمويل



Source: E. Cohen ، **Gestion financière de l'entreprise et développement financier** ، Edition UREE, Paris 1991, P 245.

[1] بن ساسي إلياس و يوسف قريشي ،التسيير المالي – دروس وتطبيقات ،مرجع سابق ، ص ص 349.

[2] Elie Cohen ، **Gestion financière de l'entreprise et développement financier** ، Opcit, p245.

من الشكل (2-18) يمكن أن نستنتج النقاط التالية:

1. من أجل $\mathbf{0 < L < L_1}$: K_{cp} وK_d ثابتتين، $K_{cp} > K_d$ فالمؤسسة تستطع أن تستفيد من أثر الرافعة المالية وهذا من خلال الرفع من نسبة مديونيتها وبالتالي فإن K_0 هي دالة متناقصة < L؛
2. من أجل $\mathbf{L > L_1}$: بحيث تعرف K_0 عدة مجالات تغير وهذا ابتداءا من L_1 وبالتالي تعرف K_{cp} تزايد مستمر وأي ارتفاع في L يقود إلى آثار عكسية على التكلفة الإجمالية لرأس المال K_0.

- ولدينا كذلك $K_d < K_{cp}$ في هذه الحالة أثر الرافعة المالية تضغط على التكلفة الإجمالية لرأس المال K_0 بالإنحفاض.
- ونسجل أنه ابتداءا من L_2 فإن الإرتفاع في K_0 يؤدي إلى ارتفاع متزامن مع كل من K_d و K_{cp}، فكل المقترضين يعتقدون أن الرفع من مستوى مديونية المؤسسة يزيد من المخاطرة المالية المقدرة من قبلهم وهذا ينعكس على المؤسسة بإرتفاع التكلفة الإجمالية لرأس المال.
- غير أن هذا التحليل يعاني من نقطة ضعف أساسية، هو إفتراض ثبات كل من تكلفة الإقتراض K_d وتكلفة الأموال الخاصة K_{cp} وهذا بغض النظر عن التغير في نسبة الإقتراض إلى الأموال وبالتالي هذا الإفتراض بعيد كل البعد عن الواقع العملي.[1]

الفرع الثاني: نظرية صافي ربح العمليات: La théorie du net opération income

- يفترض هذا التحليل إلى ثبات تكلفة القروض ولا تتغير بتغير نسبة الإقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة والمتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك، فترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض،[2] وبالتالي تبقى التكلفة الكلية للأموال ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة. ويستند هذا التحليل على أن زيادة الإقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب وهذا ما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة. ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الأموال الخاصة يعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإقتراض وهذا ناتج عن زيادة

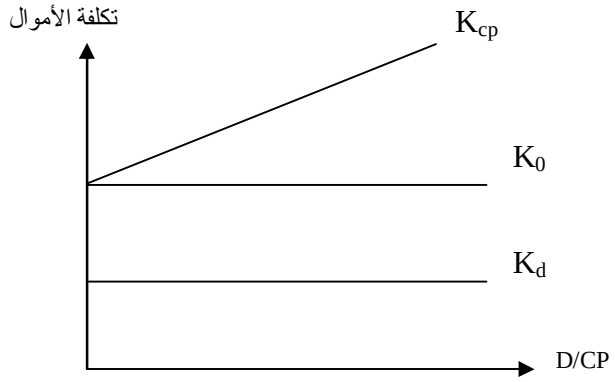
[1] عبد الغفار حنفي و رسمية سامي قرياقص ، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ، مرجع سابق ، ص194.
[2] منير ابراهيم هندي ،**الإدراة المالية مدخل تحليلي معاصر** ، مرجع سابق ، ص 646.

الإعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا وهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة.

- وعليه تقوم نظرية صافي ربح العمليات على جملة من الافتراضات الأساسية أهمها:[1]

1. تتحد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات وليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين غقتراض وأموال خاصة؛
2. يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال (Business risk) ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم لا يتغير أيضا؛
3. معدل الفائدة (تكلفة السندات) ثابتة؛
4. لا توجد ضرائب على دخل الشركات.

- **شـــكلرقم(2 -20):** سلوك تكاليف عناصر الهيكل المالي وفقا لنظرية صافي ربح العمليات:



المصدر: محمد صالح الحناوي و نيهال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص354.

- وعليه يتضح من خلال الشكل (2-19) أن تكلفة الاستدانة ثابتة عند مستويات مختلفة من الرفع المالي، ووجود علاق طردية بين هذا الأخير وتكلفة الأموال الخاصة وهذا ما يجعل تكلفة هيكل رأس المال كافية مهما كان شكل الهيكل المالي. ويرجع ذلك على مصادر أقل تكلفة مما يؤدي إلى ثبات قيمة المؤسسة وعليه لا يوجد تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: النظرية التقليدية

[1] محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العيد ، **الإدارة المالية – مدخل القيمة واتخاذ القرار** ، مرجع سابق ، ص323.

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين وبعده تأخذ هذه التكلفة في الإرتفاع وعند هذا الحجم من الإقتراض والذي يتحول عنده إتجاه تكلفة الأموال نحو الإرتفاع وبالتالي يتم تحديد نسبة الإقتراض المثالية،[1] وتعد النظرية التقليدية وجهة نظر وسيطية بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات. وعليه فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال المساهمين وأموال الإقتراض.

ووفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل:[2]

المرحلة الأولى:

تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة كلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في مقدار الإقتراض، إلى أن الزيادة في كلفة الأموال الخاصة ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الإقتراض؛

المرحلة الثانية:

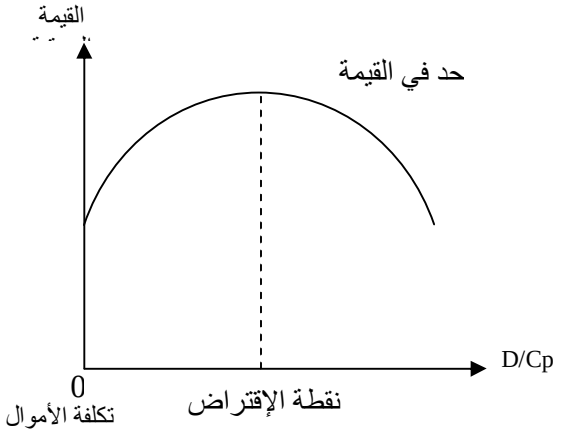
تتصف هذه المرحلة بأن الشركة قد استخدمت نسبة من الرفع المالي، بحيث لا يؤثر على القيمة السوقية للشركة نظرا لأن المزايا الناتجة عن الإعتماد على القروض والمتمثلة في إنخفاض تكلفته وهذا سوف يقابلها إرتفاع بنفس المقدار في كلفة الأموال الخاصة وبهذا يتشكل ما يعرف بنقطة الإقتراض المثلى.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة تتجاوز إدارة الشركة في اقتراضها نقطة الإقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الإعتماد على القروض كمصدر رخيص الكلفة تضيع تماما مع الزيادة التي يطلبها المساهمون على معدل العائد المطلوب من قبلهم وهذا بسبب زيادة خطر الإعتماد على القروض.

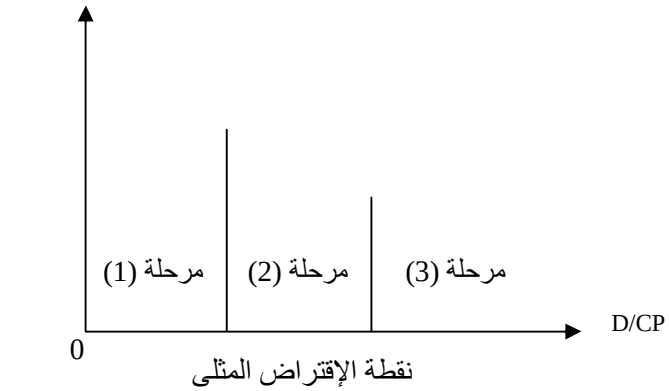
[1] عبد الغفار حنفي و رسمية سامي قرياقص ، **مدخل معاصر في الإدارة المالية** ، مرجع سابق ، ص195.

[2] حمزة محمد الزبيدي ، **الإدارة المالية المتقدمة** ، مرجع سابق ، ص549.

ومن خلال التحليل السابق، نلاحظ أنه هناك تغيرا قي سلوك العلاقة بين كلفة الأموال المرجحة وكلفة الأموال الخاصة وأيضا القيمة السوقية للشركة وهذا ما يتم توضيحه في الأشكال البيانية التالية:



شكل رقم (2-21) : يوضح العلاقة بين كلفة الأموال الخاصة وكلفة أموال الدين حسب النظرية التقليدية



شـكل_رقـم (2-22) :
يوضح القيمة السوقية للشركة بسبب الرفع المالي حسب النظرية التقليدية

مصدر: حمزة محمد الزبيدي ، مرجع سابق ، ص550.

- بالتالي يظهر كلا الشكلين اتجاه كلفة الأموال المرجحة نحو الإنخفاض مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي في صيغة الهيكل المالي، حتى يصل منحنى كلفة الأموال المرجحة إلى أدنى إنخفاض لها لتشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة الإقتراض الأمثل، وفي هذه النقطة تكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى. وبعد هذه النقطة يأخذ منحنى الكلفة المرجحة للأموال بالإرتفاع لتنخفض بالمقابل القيمة السوقية للشركة.[1]
-

[1] حمزة محمد الزبيدي ، **الادارة المالية**،مرجع سابق ، ص551.

المطلب الثاني: نظرية مودكلياني وميلر La théorie du Modighiani et Miller

تتفق فروض (M.M) في ظل عدم وجود الضريبة مع أسلوب صافي ربح العمليات، حيث ناقش (M.M) أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بالرفع المالي، ومن ثم لا يوجد هيكل رأس مال مثالي.[1]

ولشرح هذه النظرية، استند مودكلياني وميلر على مجموعة من القروض شكلت أساس لنظريتهم الشاملة ومن أهما:

1- إن عموم شركات الأعمال تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة. وبناءا على ذلك فإن هذه الشركات تستطيع دخول السوق لشراء أو بيع ما ترغب به من أوراق مالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية؛

2- إن كافة الشركات تعمل في ظل السوق الكفء، بمعنى أن المعلومات عن الشركات العاملة في السوق متاحة للجميع ومجانية؛

3- إن كافة المستثمرين ف السوق يتمتعون بالرشادة؛

4- يمكن تقسيم شركات الأعمال إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة؛

5- تتبع الشركات سياسة توزيع للأرباح تقتضي توزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة، أضف إلى ذلك عدم وجود ضريبة على دخل الشركات.[2]

- ولتبرير التساوي بين القيمتين السوقيتين للمؤسستين اللتان تنتميان إلى نفس درجة المخاطرة حيث قدم (M.M) فكرة المراجحة (léarbitrage) التي تقوم على فكرة استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة مالية شخصية، فإذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين تماما سوى من حيث هيكلهما المالي، المؤسسة (A) تمول أصولها عن طريق الأموال الخاصة فقط والمؤسسة (B) عن طريق مزيج تمويلي بطبيعة الحال تكلفة رأس المال (K) تكون في (B) من (A) مما يعني أن القيمة السوقية لـــ (B) أكبر من القمة السوقية لـــ (A)؛
- وبما أن المستثمر رشيد، فإنه يقوم ببيع الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة (B) بعد ذلك يستدين بمبلغ تكون نسبته إلى القيمة المتحصلة عليها من بيع الأسهم مساوية لنسبة الرفع المالي في

[1] محمد صالح الحناوي و نيهال فريد مصطفى وجلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص361.
[2] حمزة محمد الزبيدي ، مرجع سابق ، ص554.

المؤسسة التي باع أسهمها (B) بشراء نسبة (مساوية للنسبة المتنازل عليها) من أسهم المؤسسة (A) التي تكون قيمة أسهمها منخفضة وهذا بهدف المضاربة؛

- ففي هذه الحالة يحقق المستثمر نفس المردودية التي يحققها من ولكن بمبلغ اشماري أقل دون التعرض إلى مخاطرة إضافية، مما يعني حصوله على مبلغ إضافي عند شعور المستثمرين بهذه الفكرة، ستنتشر وتعم مما يزيد الطلب على أسهم المؤسسة (A) وانخفاض الطلب في الجهة المقابلة على أسهم المؤسسة (B) حتى الوصول إلى التوازن ومنه تصبح القيمة السوقية للمؤسستين (B و A) متساوية.
- ولقد وجهت لفكرة المراجحة هده عدة انتقادات أهمها:

- كماثل الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة والتي تختلف في الواقع من حيث الآثار لأن مخاطر الإقتراض الشخصية تتعدى إلى ثروة المستثمر؛
- عدم وجود تكاليف للمعاملات، ولكن في حقيقة الأمر هناك تكاليف للمعاملات قد تفوق قيمتها قيمة المكاسب المتوقعة من عملية المراجحة؛
- اقتراض تماثل معدل الفائدة على القروض الشخصية وعلى القروض الممنوحة للمؤسسة والذي يصعب تحقيقه إلى حد كبير.[1]

- وقد قسم "Modigiliani et Miller" نظريتهم إل اقتراحين وهما:

Ø الإقتراح الأول:

يقوم هدا الاقتراح على افتراض أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل رأس ماليها وأن هذه القيمة تتحدد بقدرة توليد الأصول للأرباح وأن معدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح هو معدل خصم يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة،[2] ويمكن التعبير عن هذا الاقتراح بالمعادلة التالية:

$$V = V_{cp} + V_D = \frac{R_{ex}}{K_{cp}}$$

حيث: V: قيمة المؤسسة؛

V_{cp}: قيمة الأموال الخاصة؛

V_D: قيمة الديون؛

[1] بن الضب علي ، **رسالة ماجستير** ، مرجع سابق، ص 104.

[2] محمد صالح الحناوي و نيهال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص362.

R_{ex}: نتيجة الاستغلال؛

K_{CP}: معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين.

- والمعادلة السابقة توضح أن قيمة المؤسسة تنتمي لفئة معينة من المخاطر وهي تساوي مجموع قيمة الأموال الخاصة والديون، التي يتكون منها الهيكل المالي، كما أنها تساوي إلى نتيجة خصم الاستغلال (R_{ex}) بمعدل يساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة.[1]
- كما أن (M, M) وفي معرض تحليلهم للاقتراح الأول يؤكدون على استقلالية كلفة الأموال المرجحة (K_0) عند صياغة الهيكل المالي وهي تعادل تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة أخرى
- تنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في التمويل.
- ويمكن توضيح استقلالية تكلفة الأموال المرجحة (K_0) من الهيكل المالي بالمعادلة التالية:

$$K_0 = K_{cp} = \frac{R_{ex}}{V} = \frac{R_{ex}}{V_{cp} + V_D}$$

- ولكي يثبت Modigliani et Miller صحة الإقتراح الأول والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لشركة مقترضة تساوي القيمة السوقية لشركة غير مقترضة، إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين وبالتالي يظهر المراجحون من أجل إتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين[2]، وهذا كما تم توضيحه سابقا في شرح عملية المراجحة.

Ø الإقتراح الثاني:

- يعتبر الإقتراح الثاني جزء من الاقتراح الأول وهو ينبثق منه، بحيث يشير هذا الإقتراح إلى أن "معدل العائد المطلوب لمنشأة تعتمد على الإقتراض يعادل معدل العائد المطلوب لشركة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر، لكنها لا تعتمد على الإقتراض في الهيكل المالي، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الإقتراض".
- ويمكن صياغة الإقتراح الثاني رياضيا كما يلي:

[1] زغود تير - - رسالة ماجستير

[2] حمزة محمد الزبيدي ، مرجع سابق ، ص554.

$$K_{cp} = K^*_{cp} + (K^*_{cp} - i)\ D/CP$$

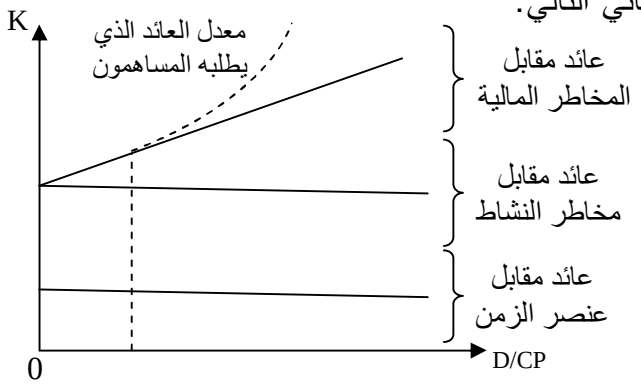
حيث: K: معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة؛

K^*_{cp}: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين بالنسبة لمؤسسة مستدينة؛

i: معدل القائدة على الديون؛

- وبالتالي وحسب الإقتراح الثاني لـــ Modigliani et Miller فإن معدل المردودية المطلوب على الأموال الخاصة يرتفع بزيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، ذلك لأن إرتفاع المخاطر المالية الناجمة عن المديونية سوف يدفع بالمساهمين للمطالبة بمعدل مردودية أعلى كتعويض عن المخاطر الإضافية.

- وبالتالي يتم توضيح الاقتراح الثاني في الشكل البياني التالي:[1]



شكل رقم (2-23) : يوضح العلاقة بين تكلفة الأموال وتكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاقتراض

المصـدر : محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العيد ، مرجع سابق ، ص371.

المطلب الثالث: نظرية التوازن Trad-off وجود هيكل مالي أمثل

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers (1984)، وقد عرفت هذه النظرية مرحلتين في إعدادها:

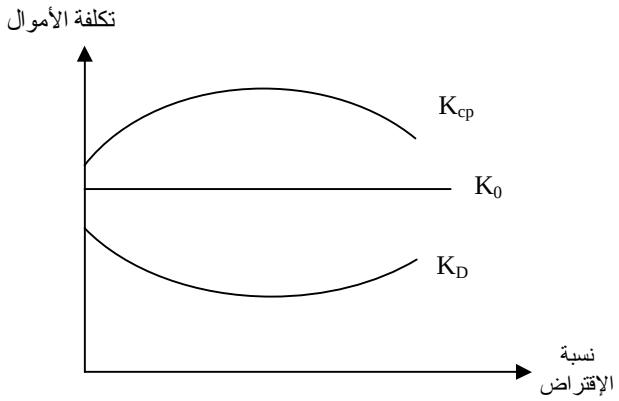
الفرع الأول: تأثير تكلفة الإفلاس

- تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس، ويرجع هذا لفشل المؤسسة عن سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق وهذا ما

[1] حمزة محمد الزبيدي ، مرجع سابق ، ص557.

يعطي الحق للمقرضين لاتخاذ إجراءات قانونية، في كثير الأحيان تنتهي إلى الإعلان عن إفلاس المؤسسة. ويترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها بتكاليف الإفلاس ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصروفات الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الإنخفاض في قيمة الأصول. وقد يتعدى مفهوم تكلفة الإفلاس إلى الخسائر أو الهبوط المحتمل في الأرباح وهذا نتيجة لإنخفاض عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

- وبما أن الإقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس وبالتالي فإن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة خطية. ويمكن توضيح هذا وفق الشكل التالي:



شكل رقم (2-24) : يوضح العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه المساهمون

المصدر: منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص67

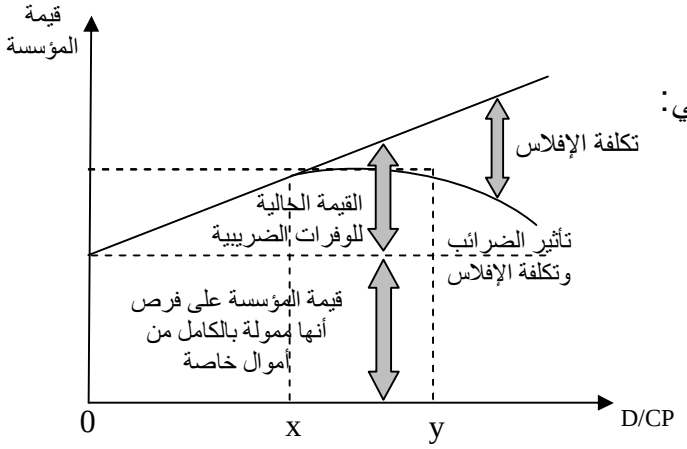
- من خلال الشكل يتضح أن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الإقتراض وهذا في علاقة خطية وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الإقتراض إلى نقطة معينة وبعدها تبدأ مخاطر الإقلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الإقتراض وبالتالي يمكن الاستنتاج بشكل عام بأن كلما زادت مخاطر الإفلاس، زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وبالتالي فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة.[1]

- **تأثير تكلفة الإفلاس على المقرضين والمالكين:**

[1] منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص666.

- يدرك المقرضون جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.
- ونتيجة لعدم القدرة على التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد لإقناع المستمر يتحملها هو الحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضه عنها هذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المردودية الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.[1]
- من المعروف أن زيادة نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة، يترتب عليه إنخفاض في متوسط تكلفة الأموال، ويعود هذا لانخفاض التكلفة الفعلية الأموال المقترضة بسبب الوفرات الضريبية، بمعنى أكثر شمولا تترك زيادة نسبة إلى الأموال الخاصة أثرين متضادين على تكلفة الأموال، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الإقتراض في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفرات الضريبية لفوائد القروض. ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الإقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال.[2]
- ويمكن توضيح هذه العلاقة في الشكل البياني التالي:

شكل رقم (2-25) يوضح العلاقة بين نسبة الإقتراض إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال



المصدر: منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص669

- ويتضح من الشكل السابق أنه إذا تجاهلنا تأثير تكلفة الإفلاس وأبرزنا فقط تأثير الضرائب، هذا سوف يؤدي بدوره إلى زيادة نسبة الإقتراض الذي يقابله انخفاض تكلفة الأمول بسبب تأثير الضرائب، إذا كان هناك تأثير مزدزج لكل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الضرائب، فهذا يؤدي بتكلفة الأموال إلى أن تأخذ اتجاها آخر. فبداية الأمر تأخذ تكلفة الأموال في الإنخفاض المستمر

[1] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف ، مرجع سابق ، ص377.
[2] منير ابراهيم هندي ،**الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ،مرجع سابق ،ص670.

حتى تصل نسبة الإقتراض إلى (x) وحينئذ تستمر تكلفة الأموال في الإنخفاض ولكن هذا بمعدل أقل من قبل. وعند وصول نسبة الإقتراض إلى (y)، حينها تبدأ تكلفة الأموال بالإرتفاع.

الفرع الثاني: تأثير تكلفة الوكالة

- علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وبإسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة وهذه العلاقة توجد بين الملاك والمساهمين أو مقرض أموال آخر والمدراء أو المسيرون حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، إلا أن الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، مما يجعل من علاقتهما مصدرا للتناقض.[1]
- ويعتبر نموذج Jensen et Meckling (1976) الأساس الذي بنيت عليه نظرية الوكالة، إذ حاول الباحثان من خلال هذا النموذج تحديد تأثير تعارض المصالح فيما بين أطراف الوكالة على قرارات التمويل بالإضافة إلى مساهمات كل من Myers 1977، Diamond 1984، Jensen 1986، Hirshleifer et Thakoon 1989، Harris et Raviv 1990، Stulz 1990.[2]
- ولكي يتأكد المقرضون بأن المؤسسة يتم إدارتها بشكل جيد ويضمن لها حقوقها، فإنهم يقومون بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة، سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم ويطلق على تكاليف المتابعة من طرف المقرضين بتكاليف الوكالة وعادة ما يقوم المقترضين بنقل تكلفة الوكالة إلى الملاك وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.[3]
- ولا تقتصر تكلفة الوكالة على تكلفة الأموال الخاصة والديون فقط، بل هناك أنواع أخرى منها:[4]

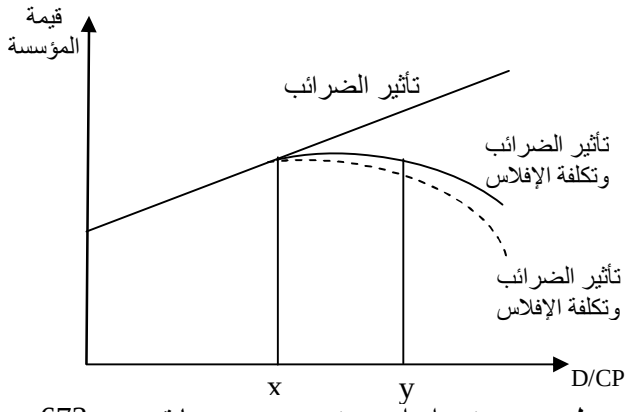
---

[1] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف، مرجع سابق ، ص377.
[2] زغود تير ، **رسالة ماجستير** ، مرجع سابق ،ص89.
[3] منير ابراهيم هندي ، **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ، مرجع سابق ، ص671.
[4] توهامي عائشة ، **محاولة تقييم تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والموسطة** ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر ،تخصص مالية مؤسسة ، جامعة ورقلة ، 2009 / 2010 ، ص20.

- تكاليف المراقبة les coûts de contrôle: التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هده تعظيم منفعته؛
- تكلفة البرهنة les coûts de justification: وهي مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل، من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبّر له من خلالها على حسن التسيير؛
- التكاليف الباقية les coûts résiduels: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

- وظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للإقتراض إلى الأموال الملكية، أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل المالي المثالي، بمعنى أنه سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الإقتراض داخل الهيكل المالي. ويمكن توضيح كل هذا من خلال الشكل البياني التالي:

شكل رقم (2-25) يوضح قيمة المؤسسة في وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



لمصدر: منير ابراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص673.

- يشير الشكل السابق إلى أن النسبة المثالية للإقتراض على الأموال الخاصة قد انخفضت من (y) إلى (x) مع مراعاة على أن النقطة (x) هي النقطة التي تتعادل عندها الوفرات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع تكلفة كل من الإفلاس والوكالة وهذا ما يطلق عليه بنظرية التوازن.[1]

[1] منير ابراهيم هندي ، **الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر** ، مرجع سابق ، ص670.

المطلب الرابع: النظرية الحديثة للمشروع La théorie moderne de la firme

- وهي تقوم على أساس نظرية الإشارة "la théorie du signal"، التي تعتبر مستوى الاستدانة بالهيكل المالي كإشارة عن الحالة المالية للمؤسسة. ونظرية التمويل التسلسلي (نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل) والتي تفترض أن هناك ترتيب تفضيلي لمصادر التمويل.

الفرع الأول: نظرية الإشارة la théorie du signal

- تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق والواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة وهي تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء.

- وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة وعليه نجد أن نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين هما:[1]

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الإتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في المؤسسة تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

- وهناك أشكال عديدة من الإشارات المستخدمة، فمنها من يكون على شكل هيكل رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، كما يمكن أن تكون أيضا على شكل أوراق مالية معقدة (مركبة)... إلخ.[2]

- كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل كما يعتقد الكثير ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي وهذا يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها.[3]

- ويتضح من خلال نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات أنها تثير العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة للأموال تزداد عندما تلجأ الشركة إلى التمويل الخارجي وهذا بإصدار وبيع أسهم جديدة بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح

[1] دادن عبد الوهاب ، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة** ، مجلة الباحث ، العدد 2009/7 ، جامعة ورقلة، ص 319.

[2] Barreau .J et Delahaye .D, **Gestion financière**, 9ème édition, DUNOD, Paris, 2000, p160.

[3] P. Vernimmen, op cit, p469.

في التمويل, ويرجع هذا الاختلاف بين تكلفتي نوعي التمويل إلى تكلفة الإصدار من ناحية، ومن ناحية أخرى قد يحدث أيضا زيادة في تكلفة الأموال إذا ترتب على الإصدار انخفاض في سعر السهم مما يؤثر في تقييم مشروعات الإتفاق الرأسمالي.[1]

- وتقترح هذه النظرية نموذجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين (A) و(B)، بحيث المؤسسات من الصنف (A) أحسن أداء من المؤسسات من الصنف (B).

- ومن أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين (A) أو(B)، يحدد المستثمرون في السوق مستوى لها القدرة على الاستدانة أعلى من (B) وهكذا.

- وبالتالي اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المدراء.[2]

الفرع الثاني: نظرية التمويل التسلسلي La théorie de financement hiérarchique

- تعد نظرية التمويل التسلسلي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة، حيث تفترض هذه النظرية وجود ترتيب تفضيلي لمصادر التمويل، ولقد جاءت مجموعة من النتائج تحاول إثبات هذا الإفتراض منها:

أولا: نموذج Myers et Majluf (1984)

- فحسب هذا النموذج فإن المساهمين الجدد يفسرون اللجوء إلى الرفع من رأس المال كمؤشر على حالة الملائمة، هذا ما يولد التخفيض من قيمة المؤسسة. وفي هذه الأثناء المساهمين القدامى يفضلون وضع الاستثمار لأن ذلك يرفع من قيمة ثروتهم (رغم انخفاض قيمة المؤسسة)، ومن أجل تفادي انخفاض سعر السهم من مصلحة المسيرين استعمال تمويل آخر وذلك مهما كان الحال. وبالتالي التسلسل المختار يكون كالتالي: التمويل الذاتي، الديون غير الخطرة والرفع من رأس المال وبالتالي فإن هذا التسلسل يسمح بالحد من المخاطرة التي قد تصادف في وضع نقص وقلة الاستثمارات. والذي قد يحتم إصدار رأسهم بأسعار منخفضة جدا والحد من توزيع الأرباح وتخفيض تكلفة رأس المال عن طريق التقليل من الإقتراض.

[1] عبد الغفار حنفي ، **أساسيات التمويل والإدارة المالية** ،مرجع سابق ، ص371.
[2] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف،**التسيير المالي** ، مرجع سابق ، ص392.

ثانيا: نموذج Cornell et Shapiro (1987)

- حسب هذا النموذج فإن هدف المسير هو تعظيم قيمة المؤسسة، أما بالنسبة للشركاء الآخرين (المقرضين، الزبائن...) فإن الهدف هو تدنية المخاطر المرتبطة بشراء أو تمويل الإستثمارات الخاصة وتحقيق هذين الهدفين. يفترض حسب الباحثان تدنية تكاليف التعاقد الضمنية وهذا من أجل تدنية تكاليف هذا التعاقد وبالتالي فمن مصلحة المؤسسة أن تستنفذ قدرتها على التمويل الذاتي والاستدانة قبل التاريخ الذي عليها الوفاء بتعاقدها الضمني. ففي هذا التاريخ إصدار أي أسهم سيكلف المؤسسة وعليه فإن التسلسل الذي يجب اعتماده يكون إذا الرفع من رأس المال والاستدانة كملاذ أخير.[1]

ثالثا: نموذج Williamson (1988)

- حسب هذا النموذج فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بتمويل استثمار في شكل أصل خاص(*) يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكييف لهذا العقد لاحقا. ومنه فاللجوء إلى الرفع من رأس المال يبدو أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات، بالمقابل فإن الاستدانة لا تسمح بالقيام بهذه التعديلات القبلية باعتبار أن الفوائد يجب أن تدفع حسب مخطط الدفع المستهدف، وبدون هذه الإجراءات نصل إلى التصنيفة وبالتالي فإذا كان الاستثمار خاصا فالمقرضون يضعون في الحسبان هذه المخاطر وهو ما يدفعهم إلى المطالبة بتكاليف عالية.

- أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص، تكون الاستدانة التي تعتبر شكل من أشكال التمويل الأكثر بساطة المصدر أكثر ملائمة واحتمالات القيام بتعديلات قبلية ضئيلة، باعتبار أن هذا الاستثمار من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم. وبالتالي حسب Williamson فإن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر نمط التمويل.[2]

---

[1] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف ، **خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية** ،ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، جامعة ورقلة ، يومي 17 و18 أفريل 2006 ،ص377.

(*) استثمار في شكل أصل خاص هو أصل ليس له إلا استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور.

[2] إلياس بن ساسي و قريشي يوسف ، **التسيير المالي** ،مرجع سابق ، ص392.

خلاصـــة الفصـــل

يعتبر الهدف المالي الذي يوضع من طرف المسيرين متعدد الأبعاد، بينما غرض الإدارة هو الحصول على هيكل مالي تترتب عليه أقل تكلفة وأكبر عائد للمساهمين والتقليل من المخاطرة بأكبر قدر ممكن ولهذا تبقى إشكالية اختيار الهيكل الأنسب والأمثل للمؤسسة دائما مطروحة ولو نظريا. وهذا نظرا لوجود أثر الرفع المالي من جهة الذي يشجع على استعمال الديون أكثر في حالة النتائج الجيدة ويحث المؤسسة على استقلاليتها من جهة أخرى، إضافة إلى أن التباين في القرارات التمويلية في المؤسسات يرجع إلى ظروف مختلفة منها: الحالة الاقتصادية وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة. فنجد أنه في أغلب الأحيان أن المؤسسات في بداية إنشاءها تعتمد على التمويل الذاتي وتحاول تحقيق مستوى مقبولا من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه إلى التمويل بالديون، ولكن بطريقة حذرة جدا نظرا لوجود عنصر المخاطرة الناتج عن تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل المختار من طرف المؤسسة وبهذا يجب على المؤسسة أن تحقق معدل عائد مقبول من تكلفة الأموال في استثماراتها، لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق.

نظرا لاستمرار مشكل الهيكل المالي الأمثل، تعدد الدراسات الخاصة بدراسة العلاقة بين الهيكل المال وقيمة المؤسسة، وهذا منذ العمل الرائد للعالمين (M, M) ومنذ ذلك الحين لا يزال الجدل قائما بين من يؤيد هذه العلاقة وبين من ينفيها، على اعتبار أن كل تيار يبرر موقفه بدراسات نظرية وتطبيقية، ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي ومدخل صافي الربح إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها فإن مدخل (M, M) يستبعد ذلك، أما من جهة أخرى فإن تحليل العلاقة السابقة تبدو أكثر واقعية بإدخال كل من الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة التي يجب أخذها في الإعتبار عن تحديد النسب المثلى للإقتراض. ونظرا لعدم وجود إجابة نهائية حول وجود هذه العلاقة من عدمها، ظهرت النظرية الحديثة للمشروع والتي تقوم أساسا على نظرية الإشارة ونظرية التمويل التسلسلي من وضعية أخرى ومن مؤسسة إلى أخرى، تبعا للهدف الذي يسعى مسير المؤسسة إلى تحقيقه.

الفصل الثالث :

الدراسة التطبيقية

مهيد

بعد إلمامنا بجملة من المعلومات الوصفية حول الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في الفصل الثاني، سوف نستعرض في الفصل الثالث الجانب التطبيقي الذي يربط بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة المسعرة من خلال دراسة العلاقة بينها، حيث تمت الدراسة في بورصة قطر.

وتبرز أهمية سوق المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد الوطن، هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى السيولة التمويلية.

فبورصة قطر تعتبر مرآة للأداء الاقتصادي في البلاد تضمه من شركات مدرجة تمثل القطاعات النشطة اقتصاديا في الدولة، وتعد السوق عنصرا رئيسيا في عملية النمو والتطور ودعم الاقتصاد الوطني، كما تعد مركز التحويل المدخرات إلى استثمارات.

المبحث الأول: دراسة تعريفية لبورصة قطر.

أسست سوق الدوحة للأوراق المالية بموجب القانون[1] رقم (14) لسنة 1995، وبدأت عملها في السادس والعشرين من شهر ماي عام 1997، حيث بدأ العمل يدويا في قاعة التداول وإدارة التسويات، ثم تم التحول نحو نظام التسجيل المركزي في شهر أوت عام 1998، ويعدها تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني في مارس 2002.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لبورصة قطر

لقد روعي عند تأسيس بورصة قطر انتهاج الأنظمة الأكثر تطورا، وهذا تفادي الأخطار التي مرت بها الأسواق الأخرى، فجرت إعداد للوائح والأنظمة التي تحكم عمل السوق على الذي يكفل نزاهة التداول ويحفظ حقوق المستثمرين، بائعين ومشترين على حد سواء.

ويمكن تلخيص أهداف البورصة وتطورها التاريخي بإضافة إلى اختصاصات لجنة السوق، فيما يلي:

الفرع الأول: مراحل تطور بورصة قطر

قد شهدت البورصة القطرية منذ عام 1997 عدة تطورات، أهمها:[2]

- 1997: بدء أول تداول للأوراق المالية في قاعة سوق الدوحة للأوراق المالية بشكل منظم؛
- 1998: إدخال وتطبيق نظام التسجيل المركزي في السوق؛
- 1999: السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في اليوم التالي ليوم الشراء؛
- 2000: تنفيذ مشروع ربط الشركات من خلال الأنترنت ليصبح الأول من نوعه في ذلك الوقت بمنطقة الخليج؛
- 2001: الشروع في تنفيذ مشروع التداول الإلكتروني، والذي يهدف إلى استبدال عمليات التداول بطريقة الألواح بنظام الكتروني باستخدام الحساب الآلي؛
- 2002: أنشأت السوق موقعها الإلكتروني على شبكة الانترنت؛

[1] أنظر الملحق رقم 01.

[2] http://www. Qatar sharis. Com/vb/show thread. Php? T 506/ .2011/05/21 تاريخ الإطلاع

- السماح للمستثمرين ببيع الأسهم المشتراة في نفس اليوم؛
- اعتمدت السوق مؤشرا جديدا يعكس التغيرات في أسعار أسهم الشركات المدرجة بموثوقية ودقة أكبر؛
- 2003: انتقال السوق لمبنى جديد يوفر بيئة أفضل للاستثمار؛
- 2005: السماح لغير القطرين بالاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في السوق بنسبة لاتتجاوز 25% من الأسهم المطروحة للتداول في السوق؛
- 2006: دمج السوقية العادي وغير العادي؛
- 2007: إنظمام السوق إلى عضوية الإتحاد الدولي للبورصة؛
- 2009: دخول السوق مرحلة جديدة، بدأت بصدور القانون رقم (33)للعام 2009 الذي أسفر عن تحويل سوق الدوحة للأوراق المالية إلى شركة مساهمة تحت مسمى (بورصة قطر)، مع توقيع اتفاقية الشركة الإستراتيجية مع(Nyse earonext) بهدف تحول قطر إلى سوق مالية عالية الطراز.

الفرع الثاني: أهداف بورصة قطر:[1]

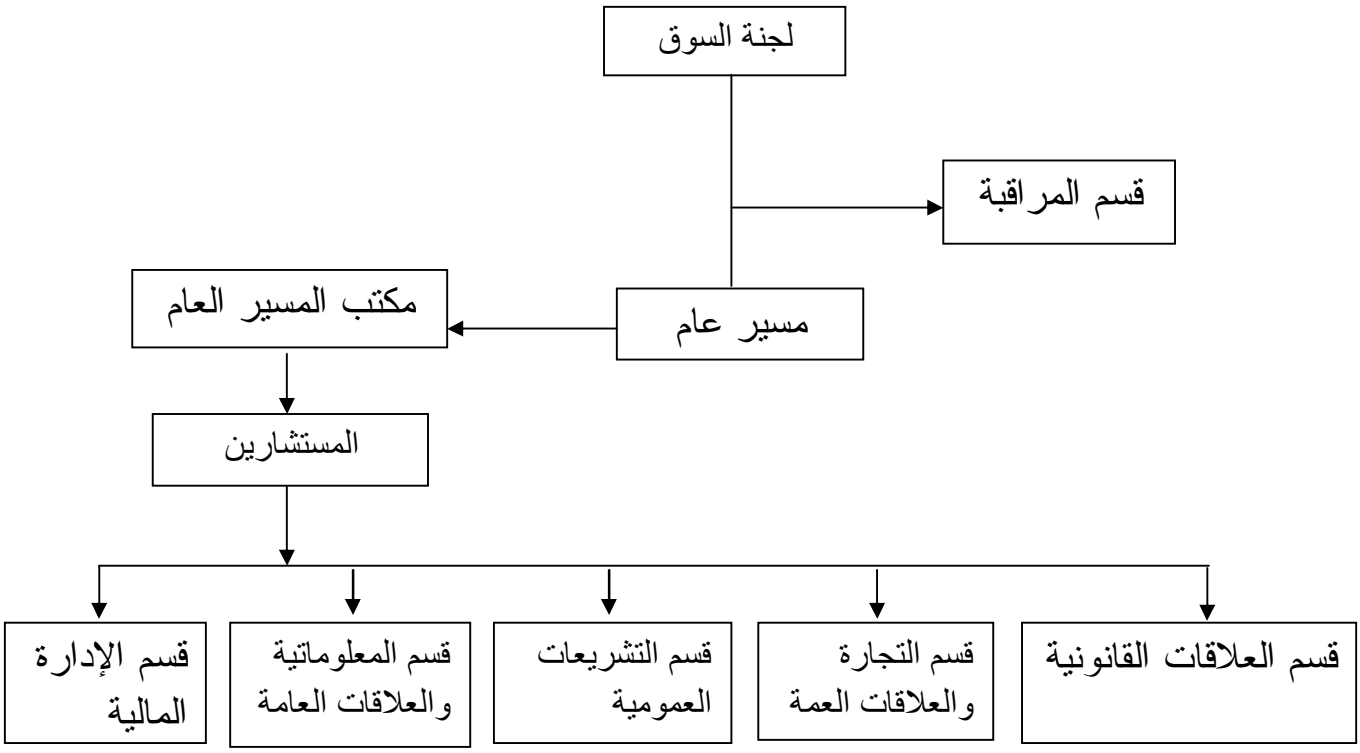
يمكن تلخيص الأهداف التي أنشئت السوق من أجلها بما يلي:

- إتاحة الفرصة الاستثمار مدخرات المواطنين في الأوراق المالية بما يخرج الاقتصاد القطري؛
- العمل على تطورات السوق المالي على نحو يخدم جهود التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسية الاقتصادية للدولية؛
- ترشيد وتطوير أساليب وإجراءات التعامل بالأوراق المالية في السوق بما يمكن سلامة المعاملات ودقتها، ويوفر الحماية للمتعاملين؛
- العمل على تشجيع إنشاء شركات جديدة، وتطوير وتنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توافرها في نشرة الإصار؛

[1] أنظر الملحق رقم 02.

- قيد الاوراق المالية الجديدة في السوق، والسرعة في تسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل العرض والطلب.
- إصدار النشرات والتقارير التي تتضمن جميع المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم اليومية والأسبوعية والشهرية والسنوية، وجميع البيانات الأخرى التي من شأنها أن توضح للمستثمرين الأوضاع المالية للشركات .

الفرع الثالث: الهيكل التنظيمي لبورصة قطر



- يتضح من خلال الهيكل التنظيمي توجد لجنة تسمى بلجنة السوق والتي هي أعلى من سلطة المسير العام الذي هو أحد اعضائها، بالإضافة إلى أحتوى الهيكل على قسم المراقبة وقسم المستشارين وهو ما يدل على التقسيم الجيد للوظائف داخل السوق، كما نلاحظ أن هناك أقسام أخرى فرعية موجودة تحت إدارة المسير العام والمتمثلة في قسم الإدارة المالية وقسم التشريعات العامة وهيئة العلاقات القانونية وقسم التجارة والعلاقات العامة.

الفرع الرابع: لجنة السوق.

تتولي لجنة تسمى لجنة السوق، إدارة السوق بناء على قرار مجلس الوزراء الموقر رقم (11) لسنة 2002 بتسمية أعضاء بورصة قطر للسنوات الثلاث لمقبلة وفقا الاقتراح سعادة وزير الاقتصاد والتجارة، وتتكون اللجنة من رئيس ونائب وتسعة أعضاء، وتمارس هذه اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة الإدارة السوق، ومن أهم اختصاصاتها:[1]

- رسم السياسة العامة للسوق؛
- اقتراح للوائح الداخلية والهيكل التنظيمي للسوق ونظام العاملين ولائحة المشتريات وللائحة المالية ولائحة رسم القيد والعضوية والتداول والاشتراكات السنوية؛
- وضع القواعد التنظيمية والتعليمات الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقات والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق؛
- اتخاذ الإجراءات للازمة بشأن العمليات المشكوك في سلامتها في ضوء أحكام اللائحة الداخلية للسوق؛
- النظر في طلبات قيد الوسطاء؛
- وقفت التعامل مؤقتا في السوق، أو في أوراق شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدف حسن سير العمل وانتظامه؛
- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية تعين مراقبة الحسابات.

الفرع الخامس: الشركات المدرجة في بورصة قطر

كان عدد لشركات المدرجة في قاعة التداول عند افتتاح السوق 17 شركة، ويعدها يدا العدد في الارتفاع كما يلي:[2]

- ارتفع عدد تلك الشركات في نهاية عام 2007 إلى 18 شركة؛
- ثم ارتفع عدد الشركات المدرجة في نهاية عام 1998 إلى 19 شركة؛

[1] أنظر الملحق رقم 03.

[2] أنظر الملحق رقم 09.

- أرتفع العدد في نهاية عام 2000 إلى 22 شركة؛
- وارتفع العدد في نهاية عام 2001 على 23 شركة؛
- ويعدها وصل العدد في نهاية شهر يونيو 2003 إلى 27 شركة، إلى أن بلغ في نهاية عام 2003 إلى 28 شركة.

وفي عام 2008 وصل عدد الشركات المدرجة في السوق إلى (43) شركة.

المطلب الثاني: الإطار العملي لبورصة قطر

لقد تصميم بورصة قطر بشكل عام لتلبية احتياجات ومتطلبات الجهات المصدرة والمستثمرين على حد سواء، وسوف توفر مع مرور الوقت خيارات متعددة من حيث الأسواق والمنتجات، وتتوقع البورصة اكتمال سلسلة المنتجات الحالية التي تقتصر على الأسهم لتشمل السندات والصكوك، ومن ثم توسع نطاقها لتشمل صناديق الاستثمار (imvestement Funds) والصناديق المتداولة في البورصة (ETFS)

الفرع الأول: آلية التداول في بورصة قطر

يتم التداول بجميع الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية المسجلة في قاعة تداول السوق، وكل عمل يجرى خارج القاعة يعتبر باطلا، وينحصر حق التعامل داخل القاعة بشركات الوساطة المرخصة من قبل السوق، ويسمح للمستثمرين التواجد داخل قاعة السوق لعرض الإطلاع على أسعار الأوراق المالية المتداولة، وتستثني لجنة السوق العمليات التالية من التداول داخل قاعة السوق:[1]

1- عمليات التحويل العائلي وما بين الزوجين وما بين الأقارب حسب الدرجة الثانية؛
2- عمليات التحويل ألإرثي؛
3- عمليات تداول الأوراق المالية في مرحلة الاكتتاب الأولى، حيث تتم في السوق الأولية، وهي السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة الأول مرة؛
4- عمليات التحويل التي تتم بناءا على حكم لتسوية صادرة من المحكمة.

[1] http://www.qe.com .qa تاريخ الاطلاع:2011/05/17.

ومن الأمور التي يجب أن يأخذها المستثمر في الاعتبار قبل توقيع طلب شراء الأسهم هو التعرف على البورصة ووظيفتها وكيف يتم تداول الأسهم فيها، بالإضافة إلى تحديد التوجهات والأهداف الاستثمارية حسب الفترة الزمنية إما مضارب لقنص الفرصة لتحقيق الأرباح الرأسمالية، أو مستثمر ينتظر توزيع الأرباح السنوية للشركة، كما عليه اختيار القطع المناسب للاستثمار (بنوك، تأمين، صناعة، خدمات) والإطلاع على البيانات المالية التاريخية للشركة واستخدام المعايير الإحصائية الخاصة التي تقيس مثلا مدى ارتفاع قيمة السهم قياسيا إلى غيره، داخل نفس القطاع والعلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم، واختيار الوسيط الذي يرتاح إليه ضمن قائمة الوسطاء المعتمدين من قبل السوق.

الفرع الثاني: نظام التداول الإلكتروني الجديد (UTP)[1]

حققت بورصة قطر اليوم إنجاز مهما، وخطت خطوة مميزة ضمن خطتها الإستراتيجية الهادفة لتحويل الدوحة إلى مركز مالي هام، وتمثل هذا الإنجاز بالتحول لاستخدام منصة تداول جديدة تسمى منصة التداول العالمية(Universal Trading Plalform (UTP، والتي دخلت حيز تنفيذ مع بداية تداولات اليوم ومع بدء العمل بنظام التداول الجديد سيكون الأسهم القطرية من الأسواق التي تعمل بنفس التكنولوجيا المتقدمة التي تعمل بها أسواق رأس المال في الولايات المتحدة وأوربا التابعة (nyse Ewonsxt) عملاق البورصات العالمية والشريك الإستراتيجي لبورصة قطر.

ويمثل هذا الإنجاز خطوة بارزة نحو الأمام التطوير بورصة قطر من خلال وضع الأسس والقواعد للوصول إلى العالمية وفقا لأفضل الممارسات والمعايير الدولية في مجال التداول، وليتماشى ذلك مع الرؤية الإستراتيجية لدولة قطر التي تسعى لتطوير السوق المالي القطري للوصول به إلى أعلى المستويات، ولتمتلك البورصة بذلك البنية التحتية اللازمة لتوسيع قدرات السوق فيما يخص إطلاق منتجات جديدة مثل السندات وغيرها من الأدوات المالية القابلة للتداول.

[1] Hmp://www.qe.com. ga/ge/qe avabic Partil/ 05/21 2011 :تاريخ الإطلاع

الفرع الثالث: القيمة السوقية للشركات المدرجة

- قدرت القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة عند افتتاح السوق بنحو، مليارات ريال قطري؛
- بلغت القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات في نهاية عام 1999 نحو 20 مليار ريال قطري؛
- عاودت القيمة السوقية الارتفاع في نهاية عام 2001 لتصل إلى تحد 26.7 مليار ريال قطري؛
- ارتفعت القيمة السوقية في نهاية عام 2002 بنسبة 44.0% لتصل إلى 38.4 مليار ريال قطري.

الفرع الرابع: أنظمة الاستثمار الأجنبي في البورصة

- تم السماح لمواطني دول مجلس التعاون بالاستثمار في قطاعي الصناعة والخدمات بنسبة لا تتجاوز 25%.
- وافق مجلس الوزراء في التاسع والعشرين من شهر ماي 2002 على مشروع قانون صناديق الاستثمار التي سيتاح لغير القطريين من خلالها الاستثمار في جميع شركات المساهمة المدرجة في السوق، ويجري حاليا تأسيس بعض تلك الصناديق.
- قام السوق بفتح باب الاستثمار في الأسهم المدرجة في السوق أمام المستثمرين من غير القطرين تنفيذ للقانون رقم (02) لسنة 2005 بتعديل بعض أحكام قانون رقم (13) لعام 2000 بشأن تنظيم رأس المال الأجنبي.

الفرع الخامس: كيفية إدراج الأسهم والسندات

1- كيفية إدراج الأسهم:

- تعتبر بورصة الوحيدة في دولة قطر، وهي توفر السيولة (42) شركة مدرجة يتم تداول أسهمها من خلال سجل أوامر مركزية إلكترونية، وفي نهاية ديسمبر 2010 بلغت رسملة السوق 450 مليار ريال قطري.

- ويمكن للشركات إدراج أسهمها من خلال ما يعرف بعملية " التحول إلى المساهمة العامة" أو ما يعرف بالطرح العام للجمهور (Ipo)، ولاشك أن تنفيذ مثل هذا القرار لا يتسم بالبساطة، ويحتاج إلى تقييم شامل لخصائص البورصة.

2- كيفية إدراج السندات والصكوك:

- من أجل تنويع قاعدة منتجاتها، فإن بورصة قطر تخطط لتشمل إدراج السندات والصكوك بهدف توسع خيارات التمويل المتاحة للقطاعات الحكومية وغير الحكومية على حد سواء.
- يمثل إدراج أدوات الدين (السندات الصكوك) جزءا أساسيات من إستراتيجية بورصة قطر المستقبلية التي تهدف إلى لعب دورا رئيسيا في تطوير الأسواق المالية في دولة قطر، حيث يساعد الشفافية وسيولة السوق الثانوية التي توفرها منتجاتها الدين المدرجة في تشكيل منحنى مرجعي للعوائد، وبالتالي بساعد على نمو سوق إصدارات خاص بالشركات.

الفرع السادس: شركات الوساطة

هي شركة يتم الترخيص لها بمزاولة النشاط في السوق بناء على الشروط واجب توافرها للقيام بأعمال الوساطة وفقا لأحكام وقوانين محددة، وتعتبر شركات الوساطة إحدى الدعائم الأساسية لهيكل سوق الأوراق المالية، بلغ عددها ما يقارب أو يزيد عن سبع شركات منها (03) شركات مساهمة عامة قطرية تمثل مؤسسات بنكية، (04) شركات مساهمة مقفلة ومن هذه الشركات هي: بنك قطر الوطن، البنك التجاري القطري، بنك الدوحة، المجموعة للأوراق المالية، مجموعة الاستثمارات الخليجية، قطر للأوراق المالية، العالمية للأوراق المالية.

ويؤخذ على شركات الوساطة أنها لا تقوم بتقديم المعلومات والاستشارات اللازمة للمستثمرين إذ أنها تقوم بعمليات البيع والشراء بناء على طلب المستثمر، في الوقت الذي لا بد فيه أن تقوم شركات الوساطة بدر الاستثماري للمستثمر وذلك بالتعاون مع سوق الأوراق المالية.

فهذا يعمل على توازن السوق، وكسب ثقة المستثمرين، خصوصا حماية مصالح واستثمارات صغار المستثمرين.

وهناك دورين رئيسين لشركات الوساطة هي:

1- عند فتح الحساب يمكن لشركة الوساطة المرخصة في بورصة قطر أن تقوم مقام العميل في تنفيذ إجراءات فتح حساب العميل غير القطري يعد حصوله على التفويض اللازم منه؛

2- عند البيع والشراء يقع على عائق شركة الوساطة في التفويض الخطي أو الوارد بالفاكس من قبل العميل.

الفرع السابع: هيئة قطر للأوراق المالية

تم تأسيس هيئة قطر للأسواق المالية في النصف الثاني من سنة 2006 كجهة مستقلة (رقابية وإشرافية) تنظيم أنشطة سوق رأس المال بدولة قطر، وتشمل سوق الدوحة للأوراق المالية وقطاع الخدمات المالية المتعلقة بالأوراق المالية (شركات وأفراد).

حيث أن الهدف الرئيسي من إنشاء الهيئة الحد من المخاطر النظامية والتعزيز ثقة المستثمرين بأسواق المال القطرية من خلال تطبيق قوانين وقواعد تنظيمية متوافقة مع أفضل المعايير الدولية على كافة الأطراف المعنية بسوق رأس المال، وعليه تمثلت مهمتها في تطبيق إطار تنظيمي جديد في أسواق رأس المال وقطاع الأوراق المالية استنادا إلى أرق المعايير وأفضل الممارسات الدولية المتعلقة في هذا المجال، والارتقاء بقطاع الأوراق المالية في الدولة كي يحتل مركزا رياديا.

ولم تأت هذه المبادرة منفردة، بل تنخرط في إطار إستراتيجيته متكاملة للارتقاء بالإطار القانوني والتنظيمي بهدف توفير المناخ المناسب للاستثمار المحلي والأجنبي، وتعزيز موقعها الاقتصادي الجديد، فقد وضعت دولة قطر نصب أعينها هدفا أساسيا يتمثل في السعي نحو التميز في كافة مشاريعها ومبادرتها، وقد تجلى ذلك يوضح في المبادرات التي شهدها القطاعين العام والخاص في الدولة مؤخرا.

وعليه فقد أولت الحكومة أهمية كبرى لمفهوم التميز عندما قررا تأسيس هيئة مستقلة تتولى تنظيم الأسواق المالية والإشراف عليها وعلى الأنشطة ذات الصلة بها، حيث تم تحديد الغرض الأساسي للهيئة في ضمان النزاهة والشفافية في أسواق رأس المال، وذلك عبر أداء مهامها الرقابية بحيادية وإصدار التنظيمات باستقلالية تامة.

وتتولى الهيئة بموجب القانون رقم (33) لسنة 2005، وتعديلاته مسؤولية تطبيق وإنفاذ القوانين واللوائح المعمول بها لتنظيم سوق رأس المال القطر، وعليه فإن مهام الهيئة تتحلى فيما يلي:[1]

1- إصدار القواعد واللوائح المتعلقة بسوق رأس المال والتعامل بالأوراق المالية داخل دولة قطر، استنادا للمعايير الدولية وما يتناسب مع احتياجات السوق القطري ويحقق الأغراض الرقابية للهيئة؛
2- ضمان نزاهة وشفافية السوق من خلال مراقبة عمليات التداول بالموازاة مع بورصة قطر بصفتها الجهة المختصة، وكشف المتلاعبات والمخالفات التي قد تطرأ في السوق أو الصفقات المشبوهة، واتخاذ الإجراءات اللازمة في هذا الشأن وفقا للقوانين واللوائح.
3- متابعة إفصاح الشركات المدرجة بالبوصة ومراقبة تداول الأوراق المالية ومتابعة التزام لشركات والأفراد المرخص لهم بمزاولة أنشطة أو وظائف خاضعة للرقابة بشروط الترخيص الممنوحة لهم؛
4- القيام بعمليات التفتيش الدورية وغير الدورية على البورصة والشركات المرخص لها بمزاولة الأنشطة الخاضعة للرقابة؛
5- الترخيص بإدراج الأوراق المالية للتداول ببورصة قطر؛
6- دعم وتطور سوق رأس المال في دولة قطر ويشمل ذلك تشجيع إدخال أوات مالية وآليات تداول جديدة وتطبيق التكنولوجيا المتطورة وزيادة وعي المستثمرين؛
7- ترخيص الأفراد والشركات المزاولة الأنشطة والوظائف الخاضعة لرقابة الهيئة.

المطلب الثالث: لمحة عامة حول مؤشر بورصة قطر

يعتبر مؤشر السوق أداة إحصائية مصممة لقياس المستوى العام لأسعار الأسهم في السوق، والهدف من المؤشر في أي سوق للأوراق المالية هو رصد اتجاهات الأسعار في السوق الأوراق المالية سواء كانت تلك الاتجاهات سالبة أو موجبة أو مستقرة، ويتكون مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية من 20 شركة مدرجة.

[1] أنظر الملحق رقم 02.

الفرع الأول: تطور مؤشر الأسعار في السوق

- تم إطلاع المؤشر العام للأسعار في السوق في مطلع عام 1998، بدءا من 10 نقطة؛
- أرتفع بمؤشر في نهاية عام 1998 إلى 135,13 نقطة، وكانت نسبة الارتفاع 35,13%؛
- تراجع المؤشر في نهاية عام 1999 إلى 10,134 نقطة، وكانت نسبة الانخفاض 0,76%؛
- وتراجع في نهاية عام 2000 إلى 123,33 نقطة، وكانت نسبة الانخفاض 8,03%.
- إرتفع المؤشر في نهاية عام 2001 إلى 169,22 نقطة، وكانت نسبة الإرتفاع 37,20%.
- مع بدء العمل بنظام التداول الإلكتروني في السوق في 11/03/2002 تمت مضاعفة مؤشر السوق عشر مرات لإضفاء المزيد من الدقة عليه؛
- إرتفع مؤشر السوق في نهاية عام 2002 بنسبة 37,33% ليصل إلى 2,323,75 نقطة.
- أرتفع مؤشر السوق في نهاية علم 2003 ليصل إلى 3,946,70 نقطة.

الفرع الثاني: معايير اختيار عينة المؤشر

عند اختيار عينة مؤشر أسعار الأسهم في أي سوق، فإنه لابد من اعتماد معايير محددة وواضحة لإدخال الشركات ضمن عينة المؤشر أو إخراجها منها، في سوق الدوحة للأوراق المالية ما يلي:

1- رسملة الشركة المدرجة في المؤشر؛

2- عدد الأسهم المتداولة للشركة خلال سنة واحدة؛

3- قيمة الأسهم المتداولة للشركة خلال سنة واحدة؛

4- معدل دورات السهم للشركة خلال سنة واحدة؛

5- عدد أيام التداول للشركة خلال سنة واحدة؛

6- عدد العقود المنفذة للشركة خلال سنة واحدة.

ومن الجدير بالذكر أن عينة المؤشر لا تبقى ثانية، وإنما يتم تعديلها بين فترة وأخرى، وذلك تبعا للتطورات والمستجدات التي تطول على أنشطة شركات المساهمة المدرجة في السوق.

الفرع الثالث: مراجعة وتعديل مؤشر سوق الدوحة

يتم تقييم الشركات الداخلة ضمن عينة المؤشر بشكل سنوي وذلك بتطبيق المعايير السالفة الذكر، ولا يسمح للشركات التي لم تكمل على الأقل سنة واحدة من تاريخ الإدراج الدخول ضمن عينة المؤشر، حيث يجري تعديل المؤشر بناء على هذا التقييم، كما يتم تعديله أيضا في الحالات التالية:

أولا: زيادة رأس مال الشركة عن طريق اكتتاب عام أو خاص، إصدار حقوق أفضلية، تحويل السندات إلى أسهم أو عن طريق الدمج أو الضم وطريقة التعديل تتم بتعديل الأساس للحفاظ على قيمة المؤشر بعد زيادة رأس المال بالاكتتاب(زيادة قيمة الأساس) ووقت التعديل هو تاريخ إدراج رأس المال بعد الزيادة بالاكتتاب.

ثانيا: توزيع أسهم مجانية وطريقة التعديل تتم بتعديل سعر السهم للحفاظ على القيمة السوقية للشرطة كما كانت قبل إصدار الأسهم المجانية (لا يتم تخفيض قيمة الأساس) ووقت التعديل هو تاريخ الموافقة على التوزيع الأسهم المجانية.

ثالثا: التخفيض في رأس المال (إعادة هيكلة رأس مال الشركة) وطريقة تعديل سعر السهم للحفاظ على القيمة السوقية للشركة كما كانت قبل التخفيض (لا يتم تخفيض قيمة الأساس) ووقت التعديل هو تاريخ تخفيض رأس المال (إعادة الهيكلة).

رابعا: حذف أو إضافة شركة من إلى عينة المؤشر وطريقة التعديل تتم بطرح القيمة السوقية للشركات المحذفة من عينة المؤشر وتضاف القيمة السوقية للشركات المضافة لعينة المؤشر، ثم تتم تعديل قيمة الأساس للحفاظ على قيمة المؤشر قبل تخطي وقت التعديل هو تاريخ تعديل عينة المؤشر.

الفرع الرابع: طريقة احتساب مؤشر سوق الدوحة

مؤشر سوق الدوحة مرجع بالقيمة السوقية وهي طريقة الترجيح الأكثر شيوعا باحتساب المؤشرات في أسوق الأوراق المالية، ويضم مؤشر سوق الدوحة عشرين شركة تمثل القطاعات المختلفة للسوق، ويتكون من أربعة قطاعات، وهي قطاع البنوك والمؤسسات المالية، وقطاع التأمين، قطاع الصناعة وقطاع الخدمات.

حيث أن القيمة السوقية لعينة المؤشر في يوم التداول تساوي: عدد الأسهم المتداولة والتي تمثل عينة المؤشر لكل شركة من الشركات مضروبا في أسعار إغلاقها في يوم التداول.

القيمة السوقية لعينة المؤشر في يوم الأساس تساوي عدد الأسهم المتداولة والتي تمثل عينة المؤشر لكل شركة من الشركات مضروبا في أسعار إغلاقها في يوم الأساس.

وقد اعتمدت مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية منذ إنشائه على رقم 100 كرقم قياسي لسنة الأساس بتاريخ 01/01/1998، إلا أنه ابتداء من 11/03/2002، ثم تغيير هذا الرقم إلى 1000، وبذلك فإن مؤشر سوق الدوحة تغيير من 3 منازل عشرية إلى 4 منازل عشرية، فعلى سبيل المثال تم تحويل المؤشر من (169) نقطة قبل هذا التغيير إلى (1690) نقطة بعد التغيير.

الفرع الخامس: مكونات مؤشر بورصة قطر

يتكون المؤشر من 20 شركة تنقسم بين البنوك والتأمين والصناعة والخدمات وهي كما يلي:

الجدول رقم (03-01): مكونات مؤشرة بورصة قطر

القطاع	الشركة
البنوك	البنك التجاري- بنك الدوحة- البنك الخليجي- مصرف الريال- مصرف قطر الدولي الإسلامي- بنك قطر الدولي الإسلامي- بنك قطر الوطني
الصناعة	شركة الخليج القيضة- صناعات قطر- المتحدة للتنمية
التأمين	قطر للتأمين
الخدمات	بروة العقارية- شركة الملاحة القطرية- كيوتل- فودافون قطر- الحليج الدولية للخدمات- شركة الكهرباء والماء- الوطنية للإجارة ناقلات- السلام العالمية للاستثمار المحدودة

الفرع السادس: مزايا مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية

يمتاز مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية بما يلي:

- مؤشر شامل وحساب الأداء السوق ويأخذ في الاعتبار مختلف القطاعات المكونة للسوق في اختيار عينة المؤشر؛
- مؤشر قابل للاستثمار بحيث يستطيع المستثمر أن يستثمر في الشركات الداخلة في عينة المؤشر؛

- مؤشر معرف بطريقة جيدة وبوضوح حيث أن طريقة ترجيح المؤشر وطريقة احتساب ومعايير اختيار الشركات وسنة الأساس موثقة ويمكن الإطلاع عليها بسهولة من قبل جميع المهنيين؛
- يتكون مؤشر سوق الدوحة من الأسهم العادية للشركات المساهمة العامة المدرجة بالسوق النظامي؛

المبحث الثالث: الأداء الإجمالي لبورصة قطر

الأسواق المالية توفر أحد أهم قنوات تعبئة المدخرات نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة وربحية، ويأتي هذا الاهتمام أيضا في إطار التوجهات الحديثة التي تقودها المنظمات الدولية والإقليمية بخصوص تعزيز دور مثل هذه الأسواق في النظام المالي الدولي، كما تعمل هذه الأسواق على جذب الاستثمارات الأجنبية لتوفير موارد مالية إضافية تساهم في التنمية المحلية مما يقلص الحاجة إلى الاقتراض الخارجي، مما يساعد على تقليل تكاليف القيادات الاقتصادية والمخاطر المتصلة بها.

المطلب الأول: نظرة عامة على الاقتصاد الكلي

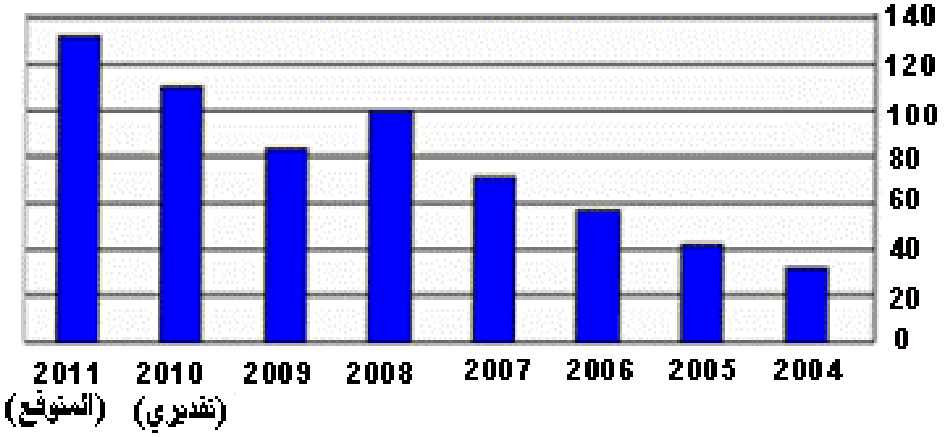
شهد اقتصاد دولة قطر تطورات مهمة انعكست بشكل إيجابي على الأداء الاقتصادي العام، منها ارتفاع أسعار النفط وبالتالي الإيرادات المحصلة منه، وقد كانت نتيجة النمو الاقتصادي السريع أن أصبحت قطر إحدى الدول الأكثر ثراءا في العالم من ناحية نصيب الفرد من التاريخ المحلي الإجمالي.

الفرع الأول: النمو

حافظت مؤشرات الاقتصاد لكلي لدولة قطر على مستواها الجيد، إذ يعتمد النمو الاقتصادي كثيراً على قطاعي النفط والغاز. حيث أدى الارتفاع الحاد في أسعار الطاقة؛ وزيادة إنتاج النفط و الغاز؛ إضافة إلى قوة القطاع الخاص خلال عام 2003 إلى 2008؛ إلى نمواً كبيراً في الاقتصاد القطري وبالتالي أرتفع الناتج المحلي الإجمالي بأكبر نسبة نمو سنوية بلغت 41.3% ليصل إلى 100.4 مليار دولار أمريكي في عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث أرتفع بنسبة 24.8% ليصل إلى 71 مليار دولار أمريكي ومع ذلك تراجع الاقتصاد بنسبة -16.4% ليصل إلى 83.9 مليار دولار أمريكي في عام 2009 بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، ومن المتوقع أن يستعيد

الاقتصاد الارتفاع بنسبة 32.1% ليصل إلى 110.8 مليار دولار أمريكي في عام 2010، وبنسبة 18.9% ليصل إلى 131.8 مليار دولار أمريكي في عام 2011. كما سجل الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي معدل نمو بلغ 9% في عام 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية وتراجع سوق النفط. ومن المتوقع أن يصل النمو الاقتصادي الحقيقي إلى 18.5% في عام 2010 وإلى 14.3% في عام 2011.

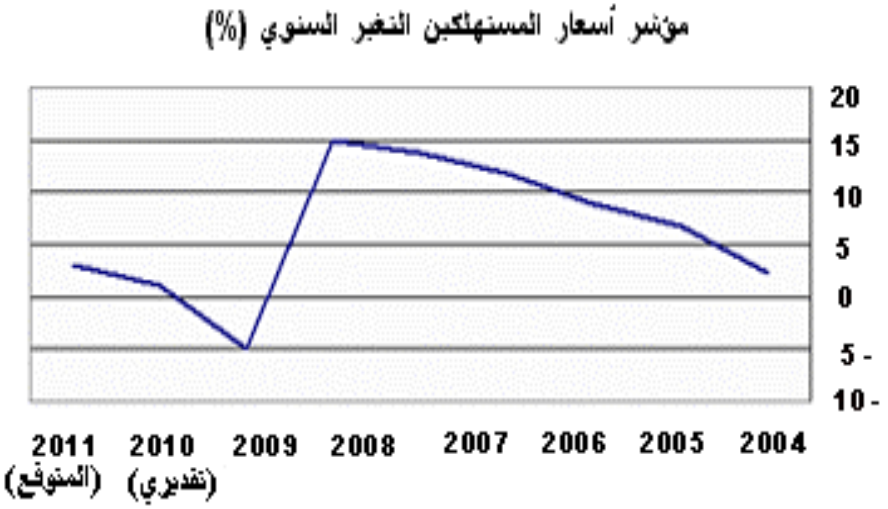
الشكل رقم (03-01): الناتج المحلي الإجمالي الإسمي (مليار دولار أمريكي)



الفرع الثاني: التضخم

لقد ظل التضخم في دولة قطر محدودا قبل عام 2004 ولكنه أرتفع عاليا إلى ببلوغه 15.1% في عام 2008 مقارنةً بعام 2007 حيث كان 13.8%، ويُعزز الإرتفاع غير العادي لمؤشر أسعار المستهلك خلال عام 2004 - 2008 إلى ارتفاع أسعار العقارات وضغوط الطلب على السلع والخدمات؛ وإلى انخفاض قيمة الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية في العالم. وقد انخفض التضخم بنسبة – 4.9% في عام 2009 بسبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية. ومن المتوقع أن يبقى التضخم في حدود نسبة 1% في عام 2010 ونسبة 3% في عام 2011 ؛ نظراً للسياسات المالية والنقدية الحكيمة للحكومة.

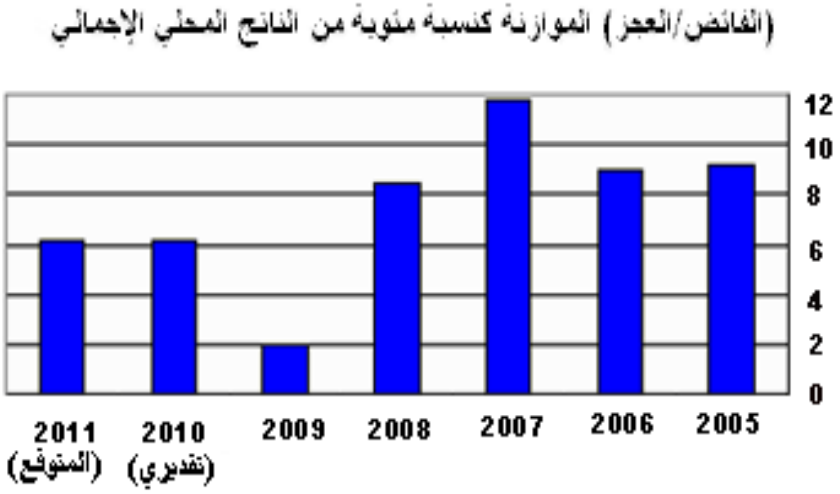
شكل رقم (03-02):



الفرع الثالث: الوضع المالي

لقد أدى الارتفاع الحاد في أسعار النفط إلى تحسين الموقف المالي للحكومة بدرجة كبيرة حيث تأتي حوالي 70% من الإيرادات المالية من النفط والغاز، و قد أدى هذا الاعتماد على الإيرادات النفطية وصادرات الغاز إلى جعل الاقتصاد أكثر حساسية تجاه تقلبات أسعار الطاقة العالمية، فمعظم برامج التصنيع في قطر قد اكتملت الآن، لذلك فإن الحكومة قررت إبقاء المصاريف المحلية في أدنى مستوياتها حتى يتم سداد الديون الخارجية للدولة. كما أدى النمو المتصاعد لأسعار النفط في السنوات الثلاثة السابقة؛ مقروناً بالنظام المالي المتشدد؛ إلى حصول الحكومة على إيرادات كبيرة غير متوقعة خلال عام 2004 إلى 2008، حيث حقق الاقتصاد القطري فائض موازنة بلغ نسبة 8.5 % من الناتج المحلى الإجمالي في عام 2008 مقارنة بعام 2007 حيث كانت نسبته 11.8% من الناتج المحلي الإجمالي. انخفض الفائض المالي إلى نسبة 2% من الناتج المحلي الإجمالي في عام 2009 بسبب الأزمة العالمية. ومن المتوقع أن يرتفع إلى نسبة 6.2% من الناتج المحلى الإجمالي في عامي 2010 و2011.

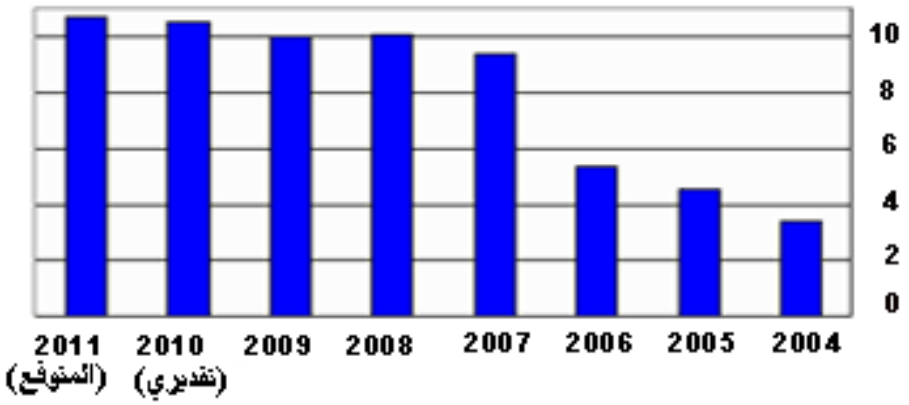
شكل رقم(03-03):



الفرع الرابع: العملة

ستستمر دولة قطر في العمل بنظام سعر الصرف الثابت، وبالرغم من ربط الريال القطري رسمياً بحقوق السحب الخاصة حيث يعادل 4.7619 ريالاً قطرياً، إلا أنه في الحقيقة مربوطاً بالدولار الأمريكي بما يعادل 3.64 ريال قطري وبصفة عامة لقد تمت المحافظة على ذلك السعر منذ بداية الثمانينات، وبالرغم من انخفاض الدولار الأمريكي أمام اليورو والين الياباني والجنيه الاسترليني ... الخ، فإنها ستحتفظ بهذا الربط في الأمد المتوسط، كما أنه ليست هنالك حكمة في إلغاء الربط حيث أن الصادرات القطرية الرئيسية (النفط والغاز) يتم تسعيرها بالدولار الأمريكي. والبنك المركزي القطري سيستمر في دعم هذا الربط. وقد بلغ إجمالي الاحتياطي ناقصا الذهب 10.1 مليار دولار أمريكي بنهاية عام 2008 مقارنة بنهاية عام 2007 حيث كان 9.4 مليار دولار أمريكي، ومن المتوقع أن ترتفع طفيفاً لتصل إلى 10.5 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2010 وإلى 10.7 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2011.

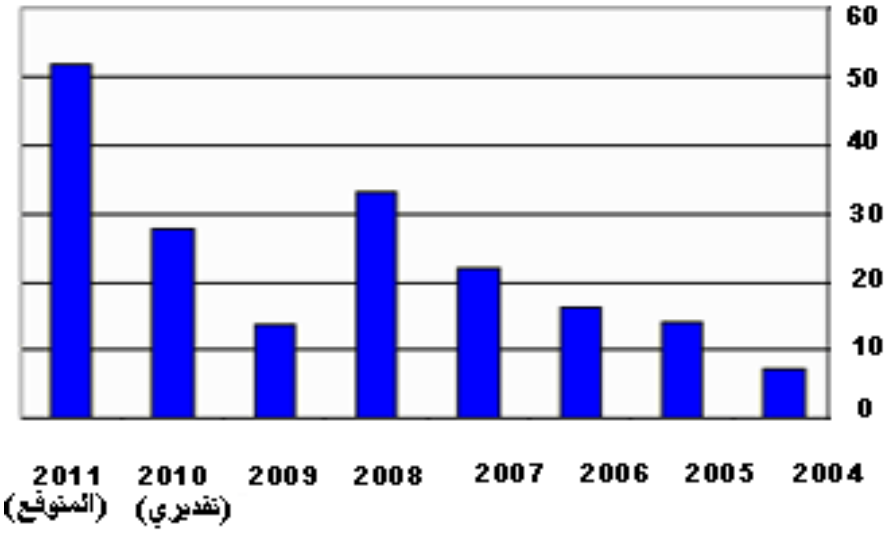
شكل رقم (03-04) الإحتياطيات العالمية بإستثناء الذهب (مليار دولار أمريكي)



الفرع الخامس: الحساب الخارجي

تمتلك دولة قطر أكبر معدل دخل للفرد في العالم العربي نظراً لاحتياطيها الضخم من المنتجات النفطية وعدد سكانها البالغ 1.22 مليون نسمة ومن المرجح أن يحافظ حجم الصادرات على الارتفاع منذ عام 2004 مما أدى إلى فوائض تجارية وفوائض في الحساب الجاري، كما أدى الارتفاع في أسعار النفط إلى فوائض ضخمة خلال الفترة من عام 2004 إلى 2008. حيث وصل فائض الحساب إلى أعلى مستوى له ببلوغه 33.1 مليار دولار أمريكي (حوالي 33% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2008 مقارنةً بعام 2007 حيث كان 21.8 مليار دولار أمريكي (حوالي 30.7% من الناتج المحلي الإجمالي). وقد انخفض فائض الحساب الجاري ليصل إلى 13.8 مليار دولار أمريكي (حوالي 16.4% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2009 وذلك بسبب الأزمة العالمية وتراجع سوق النفط العالمي. ومن المتوقع أن يرتفع فائض الحساب الجاري إلى 27.8 مليار دولار أمريكي (حوالي 25.1% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2010. وإلى 51.9 مليار دولار أمريكي (حوالي 39.3% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2011.

شكل رقم (03-05): ميزان الحساب الجاري (مليار دولار أمريكي)



الفرع السادس: السياسة النقدية

فيما يتعلق بالسياسة النقدية، فقد أبدى مصرف قطر المركزي دعمه للقطاع المالي القطري حيث أعرب عن استعداده لضخ السيولة النقدية في النظام المصرفي القطري إذا ما اقتضى الأمر وذلك لمواجهة أزمة الائتمان العالمية. وعلى صعيد أسعار الصرف أيضا، تخضع السياسة النقدية إلى حد كبير إلى قيود ارتباط الريال القطري بالدولار الأمريكي. وهذا الارتباط من شأنه أن يُقدّم شكلاً من أشكال الدعم في ظل انخفاض أسعار السلع العالمية وارتفاع قيمة الدولار الأمريكي. ومن المتوقع أن يكون لهذا الارتباط تأثيرا جيدا على مستويات الأسعار حيث يتوقع أن ينخفض معدل التضخّم إلى معدل أحادي الرقم بحلول نهاية العام الحالي 2009 و ذلك بعد تسجيله معدلات نمو ثنائية الرقم تجاوزت 16 في المائة خلال العام 2008.

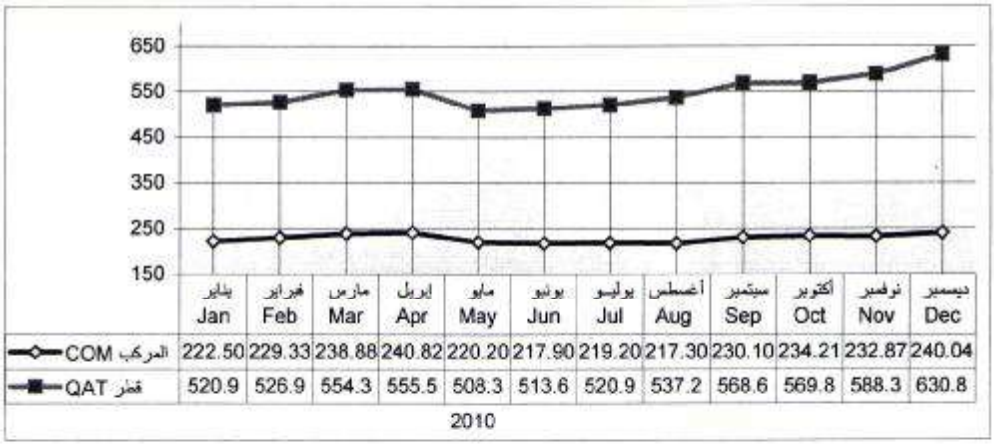
المطلب الثاني: الأداء الإجمالي لبورصة قطر

توقعت شركة رسملة للاستثمار في تقريرها لسنة 2008 أن يكون الاقتصاد القطري من أسرع الاقتصاديات نموا على المستوى العالمي خلال السنوات المقبلة، حيث يتمتع بالقدرة على تمويل البنية التحتية الضخمة وإمكانات إنتاج الغاز على الرغم من الأزمة المالية العالمية، حيث بلغت مكاسبها حوالي 13% مع عودة المستثمرين المحليين والأجانب إلى السوق، وقد أيدت السوق

القطرية حساسية كبيرة تجاه البنية العالمية وأسعار النفط، واستفادت من تحسن كليهما خلال فترة ما بين 2009 و2010.

الفرع الأول: أداء بورصة قطر لسنة 2008

شكل رقم (03-06): تطورات و أداء بورصة قطر



نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	يونيو 2010 June	نسبة التغير بين الفترتين (%)	ديسمبر 2010 Dec	سبتمبر 2010 Sep
22.8	630.8	513.6	10.9	630.8	568.6

المصدر: صندوق النقد العربي ،النشرات الفصلية ، العدد2010/63

1- **مؤشرات الأسعار الخاصة ببورصة قطر** : حققت ارتفاعات ملحوظة خلال الربع الرابع من عام 2010، لتواصل بذلك ما حققته في الربع السابق .فقد ارتفع مؤشر الصندوق لهذه البورصة بنسبة 10.9% خلال الربع الرابع من عام 2010 ، مقابل ارتفاع بلغت نسبته 10.7 % عن الربع الثالث من العام نفسه .وفيما يتعلق بعام 2010 آكل، فقد حقق مؤشر الصندوق لبورصة قطر ارتفاعاً بنحو 17.8في المائة .

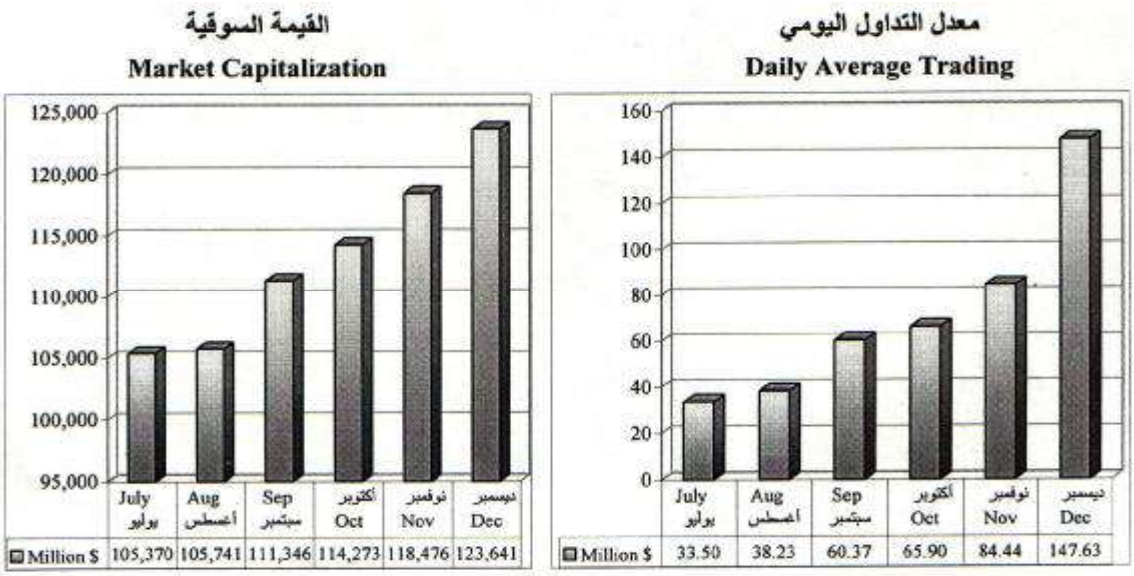
2- **مؤشر بورصة قطر**: فقد ارتفع مؤشر بورصة قطر بدوره بنسبة 12.8 في المائة خلال الربع الرابع النسبة الأعلى بين البورصات العربية خلال هذا الربع ، ليصل إلى 8681.7 نقطة في نهاية ديسمبر2010 فيما كان هذا المؤشر قد سجل ارتفاعاً عن الربع الثالث بلغ.11.5%

3- **بالقيمة السوقية**: وفيما يتعلقبالقيمة السوقية فقد بلغت هذه القيمة نحو 123.64 مليار دولار في نهاية الربع الرابع 2010، أي أكثر بنحو 12.3 مليار دولار بالمقارنة مع القيمة السوقية في نهاية الربع الثالث من العام نفسه .أما بالمقارنة مع نهاية عام 2009 ، تكون القيمة السوقية قد زادت بنحو 35.71مليار دولار .ويذكر أن متوسط القيمة السوقية للمؤسسة الواحدة، قد بلغ 2.88 مليار دولار في نهاية ديسمبر2009

هذا وقد ارتفعت أسعار أسهم 30 للمؤسسة مدرجة، بينما تراجعت أسعار أسهم 12 للمؤسسة مدرجة، فيما حافظت المؤسسة واحدة على سعرها السابق ، وذلك خلال هذا الربع الرابع.

4- **نشاط التداول**: وعلى صعيد نشاط التداول فقد ارتفعت كذلك قيمة الأسهم المتداولة بشكل ملحوظ خلال الربع الرابع 2010 لتصل نحو 6.0 مليار دولار، مقابل قيمة بلغت 2.73مليار دولار عن الربع الثالث من العام نفسه، ما نسبته نحو .120 % وبناءاً على ذلك، ارتفع نسبة التغير بين متوسط التداول اليومي من نحو 43.3 مليون دولار عن الربع الثالث ليصل إلى 100.1 مليون دولار عن الربع الرابع .كما ارتفع معدل دوران الأسهم من 2.5 % إلى 4.9 %خلال فترة المقارنة نفسها. أما عن العام 2010 ككل، فقد بلغ حجم التداول نحو 18.43مليار دولار، مقابل 25.32مليار دولار قيمة .الأسهم المتداولة عن العام السابق2009 نقطة في نهاية ديسمبر 2010، مقابل 124.5 نقطة في نهاية العام السابق .هذا، وباستبعاد الإيجارات وأسعار الغذاء، بلغ معدل التضخم الأساسي نحو % 2.5 عن عام 2010.

شكل رقم (03-07): شكل يوضح معدل التداول اليومي و القيمة السوقية



5- **الناتج المحلي الإجمالي**، تشير التقديرات إلى أنه قد نما في عام 2010 بنسبة 16.0 % مقابل نسبة نمو بلغت 8.6 % عن العام السابق . ويرتبط هذا النمو المرتفع بالتوسع الكبير في مشاريع البنية التحتية وإنتاج الغاز .وفيما يتعلق التضخم، وانعكاساً لتراجع مستوى الإيجارات، انكمشت الأسعار بنسبة 2.5 % عن عام 2010 ، حيث بلغ الرقم القياسي لأسعار المستهلك 121.4

المصدر: صندوق النقد العربي ،النشرات الفصلية ، العدد2010/63

6- **عمليات المقاصة**: وفيما يتعلق بعمليات المقاصة بلغت قيمة الشيكات المقاصة خلال عام 2010 حوالي 225.1 مليار ريال أي بزيادة 6.3 مليار مع قيمة الشيكات المقاصة عن العام السابق 2009 وبلغ المعدل اليومي لعدد الشيكات 15.2 ألف شيك بقيمة 897.0 مليون ريال، مقابل معدل يومي بلغ 14.9 ألف شيك وقيمة 868.3 مليون ريال عن العام السابق.

7- **أسعار الفائدة**، وفيما يخص أسعار الفائدة أبقى مصرف قطر المركزي خلال الربع الرابع أسعار الفائدة الأساسية عند 1.50 % لتسهيل الإيداع و 91 Fourth Quarter 2010 5.50 % الربع الرابع2010 لتسهيل الإقراض .أما على صعيد أسعار الفائدة بين البنوك، فقد شهدت هذه

الأسعار انخفاضاً خلال هذا الربع الرابع، حيث تراجع المتوسط المرجح لأسعار الفائدة لليلة واحدة من 1.46 % في نهاية سبتمبر 2010 إلى 1.39% في نهاية ديسمبر 2010، ولتعاملات أسبوع من 1.62 % إلى 1.10 % خلال الفترة نفسها .أما بالنسبة لأسعار الفائدة على ودائع العملاء، فإنه وبينما استقرت نسبياً للآجال أقل من 3 أشهر، انخفضت بالنسبة للآجال فوق 3 أشهر وذلك خلال هذا الربع الرابع.

وفي المقابل، وبينما ارتفعت أسعار الفائدة للقروض للعملاء بالنسبة لفترات استحقاق أقل من 3سنوات، شهدت هذه الأسعار انخفاضاً بالنسبة لتسهيلات أآثر من 3 سنوات .

المطلب الثالث: تأثير بورصة قطر بالأزمة المالية العالمية

ودعت الأسهم القطرية تعاملات 2005 على انخفاض كبير وخسائر جسمية تحقق بالمستثمرين بنسبة من مدخراتهم، وجعلت شريحة أخرى لا يستهان بها تغرق في ديون لا تعرف كيف تخرج منها حتى الآن.

وبلع مجمل خسائر بورصة قطر خلال العام 2008 نحو 68 مليار ريال قطري (18,6 مليار دولار)،حيث أقفلت رسملة الأسهم لعام 2008 على 279 مليار ريال، مقابل 347 مليار ريال في نهاية تعاملات 2007.

كما خسر مؤشر الأسعار 2694 نقطة، بعد أن أغلق 6886 نقطة، مقابل 9580 نقطة في آخر جلسة تداول عام 2007.

ويقول مستثمرون قطريون أن عام 2008 كان مليء بالمفاجآت، وأن الأزمة المالية كان لها تأثير واضح على بورصة قطر، خصوصا في ظل النتائج الجيدة التي حققها الشركات القطرية خلاب عام 2006، بالإضافة إلى المتانة التي يتمتع بها الاقتصاد القطري بشكل عام.

أدى عام 2008 وما صاحبه من تغيرات متفاوتة ومتباينة في مؤشرات السوق منذ مطلع العام إلى نهايته والتي كانت مرتبطة بشكل واضح بالاقتصاد العالمي كان له أثر كبير على العديد من المستثمرين الذين حقق بعضهم خسائر واضحة، نتيجة الهبوط المفاجئ الذي لم يصب سوق الدوحة وحده ولكن باقي الأسواق الأخرى.

وأثر هذا الهبوط على معظم الشركات المدرجة في البورصة مما جعلها تسارع بالإعلان عن توزيعات الأرباح من أجب بث النشاط والقوة مرة أخرى إلى السوق، والذي قد يكون له بعض التأثير في بث روح الحراك مرة أخرى في السوق.

وبالنسبة لعام 2009، يرى بعض المستثمرين القطريون أنه قد يكون هناك بعض الحيوية في مؤشر السوق مرة أخرى خلال العام الجديد، وذلك بسبب ثقة المستثمرين في الاقتصاد القطري، والتي كان من بين أسبابه قيام جهاز قطر للاستثمار بالمشاركة بنسبة 20% من رؤوس أموال البنوك، وهو الأمر الذي سيعطي دفعة لعمليات الشراء خلال عام 2009.

ويأمل المستثمرين بأن يكون عام 2009 أكثر أشرافا، وليس مثل سابقه، وأن يستطيع أن يعوض بعضها من خسائرهم التي حققها في نهاية عام 2008، وأنه بإمكانهم تعديل مراكزهم المالية عن طريق شراء الأسهم بأسعارها الحالية التي تعد أسعارا جذبة ومغربة للشراء.

ويعتقد أن عام 2009 هو عام العودة للأرقام القياسية، حيث شاهدنا وصول مؤشر بورصة الدوحة إلى أعلى نقطة له منذ سنوات، حقق أعلى تداول له في يوم واحد، حيث وصل إلى قيمة 26 مليار ريال وتعتبر الأزمة المالية العالمية أثرت بشكل سلبي في الربع الأخير على مؤشر السوق، حيث وصلت خسائر مؤشر بورصة قطر إلى ما يقارب من 50% على الرغم من الإعلان المبكر للشركات المساهمة عن توزيعات الأرباح، مما يدل على أن هذا الهبوط جاء فقط تأثرا بما يحدث في الأسواق العالمية.

وبخصوص توقعات عام 2009، اعتبرا أن السوق القطري مثل باقي الأسواق المالية بتأثر بما يحث حوله في إرجاع العالم، لذا فإنه إذا انحسرت الأزمة العالمية في سوق الدوحة سيشهد انتعاشا ونشاطا وقوة مرة أخرى، أما إذا بقي السوق العالمي على ما هو عليه فقد يكون عام 2009 مثل الربع الأخير العام 2008.[1]

المبحث الثالث: دراسة حالة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المسعرة

- بعد استعراض ومناقشة مختلف الجوانب النظرية للهيكل المالي وكذلك التعرض لبعض المفاهيم والأسس العامة لقيمة وتقييم المؤسسة في الفصول السابقة، سوف نخصص في هذا

[1] http://www.addustour. Com/Viewtopic. Aspx? Ac=/Ecosomy/20.

الفصل للدراسة التطبيقية التي توضح كيفية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المسعرة وهذا بسوق قطر للأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار العام للدراسة التطبيقية

الفرع الأول: العينة المستهدفة في الدراسة:

- اشتملت العينة 30 شركة مدرجة في بورصة قطر، موزعة بين مختلف القطاعات التي تحتوي عليها البورصة وهذا خلال الفترة الممتدة ما بين 2008 إلى 2010. وقد تم اختيار العينة بناء على جملة من الاعتبارات أهمها:
- أن تكون مؤسسة وطنية؛
- أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/01/01 إلى N/12/31؛
- أن يكون تداول أسهمها متاح خلال فترة الدراسة؛
- أن تكون كل ملفات البيانات المنشورة على شكل PDF.

الفرع الثاني: دراسة وصفية للدراسة التطبيقية

تم جمع ودراسة جل المعلومات والبيانات المستهدفة من مواقع الكترونية رسمية من بورصة قطر، بالإضافة إلى مواقع أخرى لا تقل أهمية كصندوق النقد العربي. وتمثلت البيانات المستخدمة في دراسة تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في أسعار الأسهم اليومية (والتي تعبر أيضا عن سعر الإغلاق)، بالإضافة إلى مجموعة من المؤشرات المالية الأخرى:

1- متغيرات الدراسة:

1-1- المتغير التابع: وتمثل في:

- قيمة المؤسسة (VE): وتمثل بشكل أساسي في سعر الإغلاق (PF) والذي يعبر أيضا عن السعر اليومي للسهم ورمز لها في الدراسة التطبيقية (y).

1-2- المتغير المستقل: وتتمثل في:

- الهيكل المالي: والذي يضم بدوره مجموعة من المتغيرات وهي:

-D/CP: وتمثل نسبة إجمالي الديون على الأموال الخاصة وهي تمثل أيضا نسبة الدفع المالي وتم الرمز إليها بـــ: R1.

- DAT/DCT: وتمثل نسبة الديون القصيرة على الديون الطويلة وتم الرمز إليها بـــ R2.
- DAT/AE: وهي تمثل نسبة الديون القصيرة على الأصول المتداولة وتم الرمز إليها بـــ R3.
- D/A: وهي تمثل نسبة إجمالي الديون على إجمالي الأصول وتم الرمز إليها بـــ R4.

2- الأسلوب الإحصائي المعتمد في الدراسة:

- تم اعتماد أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي EVIEWS03، بالإضافة إلى استخدام نموذج ARCH-LM ونموذج White.

المطلب الثاني: اختبار المعنوية الإحصائية للنماذج الجزئية

- لقد تم في هذا المطلب استعراض تأثير متغيرات الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وهي تتمثل ي الديون والأموال الخاصة وهذا من أجل معرفة أيهم يؤثر بشكل أكثر على قيمة المؤسسة وهذا قبل الانتقال إلى دراسة النموذج الكلي.

الفرع الأول: دراسة انحدار الديون على قيمة المؤسسة

الشكل رقم (03-08): نتائج انحدار الديون على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 09/12/11 Time: 17:37
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	60.12385	9.165671	6.559678	0.0000
DT	-4.04E-09	3.34E-09	-1.209714	0.2365

R-squared	0.049669	Mean dependent var	53.35800
Adjusted R-squared	0.015728	S.D. dependent var	40.08910
S.E. of regression	39.77258	Akaike info criterion	10.26857
Sum squared resid	44292.03	Schwarz criterion	10.36199
Log likelihood	-152.0286	F-statistic	1.463408
Durbin-Watson stat	1.985463	Prob(F-statistic)	0.236503

1- اختبار المعنوية الإحصائية لإنحدار الديون على قيمة المؤسسة:

-يتضح من الشكل (03-08) أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية، وهذا عند درجة ثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر وأن متغيرة الديون تختلف على الصفر مما يعني أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية، وأن الاستدانة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 5%.

- ويمكن صياغة المعادلة المقدرة للديون كما يلي:

$$y = 60.12385 - 4.04e^{-09}\ DT$$

2-اختبار تجانس التباين:

هناك اختبارات عديدة يمكن استعمالها اختبار تجانس تباين الأخطاء، ومن أشهر هذه اختبارات نجد اختبار White وأختبار ARCH-LM

2-1- نتائج اختبار White للديون: يتمثل اختبار White في اختبار وجود معنوية إحصائية لنموذج يتمثل المتغير المستقل فيه تباين البواقي والمتغيرات التابعة عبارة عن المتغيرات ومربعات المتغيرات وهذا بالنسبة لإختبار White العادي، بينما اختبارWhite التقاطعي فهو يتمثل في جداء المتغيرات

الشكل رقم (03-09): نتائج اختبار White العادي

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.519382	Probability		0.600712
Obs*R-squared	1.111422	Probability		0.573664
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1916.041	800.6335	2.393156	0.0239
DT	-1.89E-07	6.12E-07	-0.308576	0.7600
DT^2	-7.81E-18	7.58E-17	-0.102954	0.9188
R-squared	0.037047	Mean dependent var		1511.381
Adjusted R-squared	-0.034282	S.D. dependent var		2852.062
S.E. of regression	2900.538	Akaike info criterion		18.87782
Sum squared resid	2.27E+08	Schwarz criterion		19.01794
Log likelihood	-280.1673	F-statistic		0.519382
Durbin-Watson stat	1.993006	Prob(F-statistic)		0.600712

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS

- يشير الشكل (03-09) أن النموذج مقبول إحصائيا وهذا حسب إحصائية فيشر عند مستوى

دلالة 99%، ونجد إن القدرة التفسيرية للنموذج بلغت 4%، وأن المتغير يختلف عن الصفر مما يعني عدم تجانس التباين.

2-2- نتائج اختبار ARCH- LM للديون:

الشكل رقم (03-10) نتائج اختبار ARCH- LM للديون

ARCH Test:

F-statistic	0.019159	Probability		0.890938
Obs*R-squared	0.020564	Probability		0.885973
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1520.053	622.3878	2.442293	0.0214
RESID^2(-1)	0.026593	0.192124	0.138417	0.8909
R-squared	0.000709	Mean dependent var		1561.367
Adjusted R-squared	-0.036302	S.D. dependent var		2889.141
S.E. of regression	2941.113	Akaike info criterion		18.87744
Sum squared resid	2.34E+08	Schwarz criterion		18.97173
Log likelihood	-271.7228	F-statistic		0.019159
Durbin-Watson stat	1.993754	Prob(F-statistic)		0.890938

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS

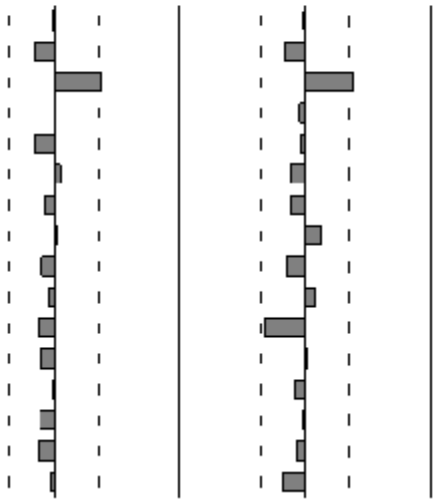
يقوم اختبار ARCH- LM على تقدير معلمات الإنحدار الذاتي الخطي لمربعات البواقي

- بالملاحظة الجيدة للشكل (03-10) نجد أن النموذج مقبول إحصائيا، عند مستوى دلالة 99% ، والمقدرات جميعها تختلف معنويا عن الصفر، مما يعي عدم تجانس تباين بواقي التقدير، وهذا ما تم إثباته في اختبار White العادي.

3-اختبار دالة الارتباط الذاتي للديون :

جدول رقم (03-02): دالة الارتباط الذاتي للديون

Date: 07/13/11 Time: 18:38
Sample: 1 30
Included observations: 30

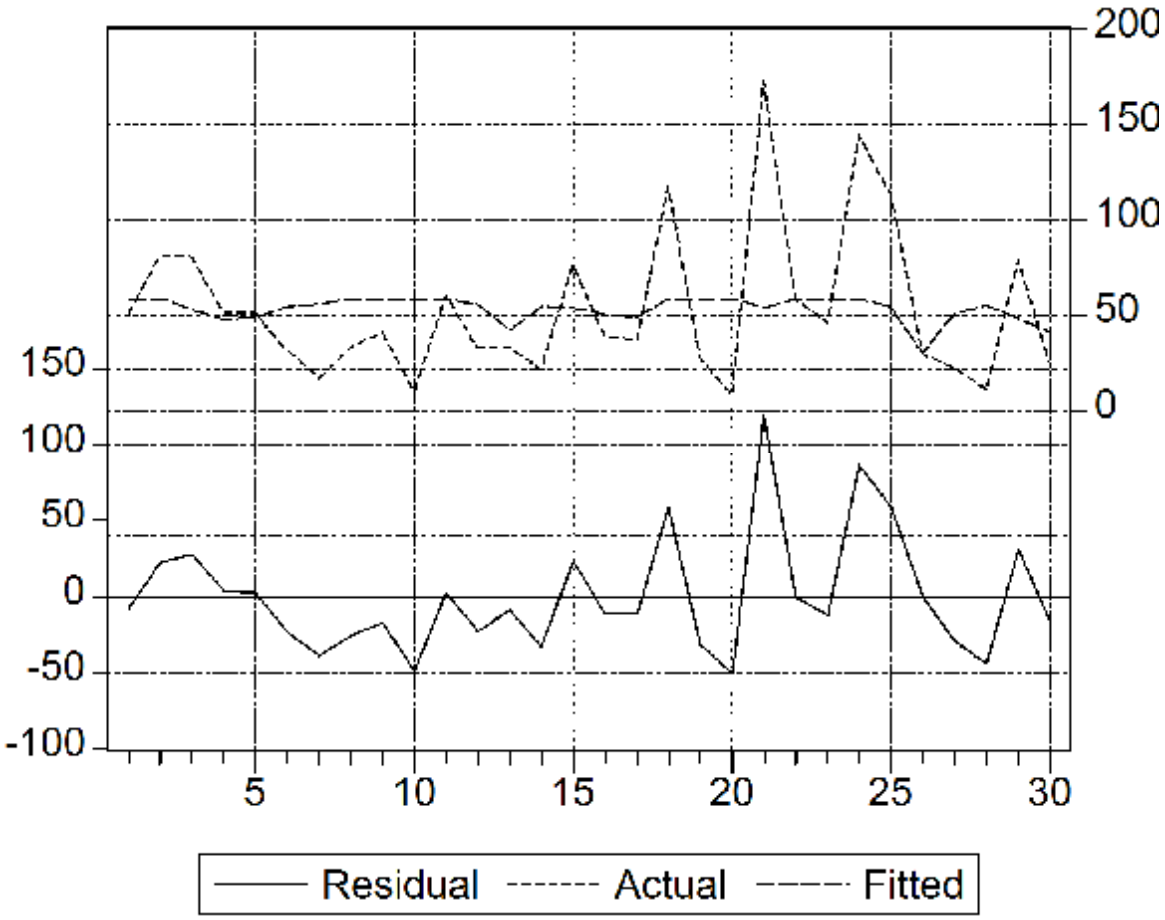


Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.011	-0.011	0.0040	0.950
		2	-0.157	-0.157	0.8495	0.654
		3	0.389	0.396	6.2419	0.100
		4	0.000	-0.047	6.2419	0.182
		5	-0.157	-0.040	7.1849	0.207
		6	0.053	-0.117	7.2979	0.294
		7	-0.078	-0.108	7.5529	0.374
		8	0.029	0.137	7.5908	0.474
		9	-0.100	-0.152	8.0511	0.529
		10	-0.047	0.076	8.1550	0.614
		11	-0.139	-0.328	9.1284	0.610
		12	-0.109	0.017	9.7653	0.637
		13	-0.013	-0.081	9.7746	0.712
		14	-0.116	-0.014	10.578	0.719
		15	-0.129	-0.069	11.650	0.705
		16	-0.019	-0.182	11.675	0.766

- نستخلص من خلال الجدول (03-02) أن دالة الارتباط الذاتي للديون غير مستقرة، كما يمكن أن نستخلص هذا أيضا من خلال إحصائية Q Liung- box- pierce والتي بلغت قيمتها Q=14.353، وعند مقارنتها مع القيمة المجدولة والتي تبلغ $X^2_{0.05.16}$=15.3385، نجد أن X^2_n المحسوبة أقل من المجدولة وبالتالي نرفض H_1 فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي ونقبل H_0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

5-النموذج الأصلي والمقدر للديون

الشكل رقم (03-11): مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للديون



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS

- يوضح الشكل رقم (03-11) مدى التطابق بين منحنى السلسلة الأصلية ومنحنى السلسلة المقدرة وهذا من شأنه أن يعطينا الفكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للديون وقيمة المؤسسة ونجد أن معظم نقاط السلسلة الأصلية والمقدرة لها نقاط شاذة وكبيرة.
- وحين تقديرنا للمنحنى الأصلي نجد أن معظم النقاط هي داخل المجال [-50,100] في حين أن بواقي الأخطاء كلها بتقريب داخل مجال الثقة.

6-تحليل دالة الإرتباط الذاتي لبواقي الديون

الشكل رقم (03-12): منحنى بياني لسلسلة البواقي

obs	Actual	Fitted	Residual	Residual Plot
1	50.9000	58.7607	-7.86070	
2	80.7000	58.6273	22.0727	
3	80.4000	52.8260	27.5740	
4	51.3600	47.7465	3.61351	
5	51.0000	48.7584	2.24160	
6	31.5300	54.5624	-23.0324	
7	16.9300	55.6032	-38.6732	
8	33.1300	58.6624	-25.5324	
9	41.1300	58.3221	-17.1921	
10	10.0500	58.6860	-48.6360	
11	60.6000	58.2736	2.32636	
12	32.9600	55.5203	-22.5603	
13	32.9600	42.0715	-9.11152	
14	21.3000	54.2802	-32.9802	
15	76.7000	53.8901	22.8099	
16	38.7000	50.3164	-11.6164	
17	37.3600	48.8840	-11.5240	
18	117.560	58.7335	58.8265	
19	27.2600	58.7555	-31.4955	
20	8.43000	58.7545	-50.3245	
21	173.100	53.8725	119.228	
22	58.0000	58.3478	-0.34785	
23	46.1000	58.2115	-12.1115	
24	144.430	58.5928	85.8372	
25	113.060	54.2958	58.7642	
26	29.7000	30.3745	-0.67448	
27	21.8600	50.7680	-28.9080	
28	10.8000	55.1721	-44.3721	
29	78.6000	47.9456	30.6544	
30	24.1300	41.1252	-16.9952	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS

من خلال الشكل (03-12) نلاحظ أن معظم البواقي داخل مجال الثقة وهذا إلى في بعض الأحيان نجد أن هناك بعض البروزات للقيم الشاذة وتكون خارج مجال الثقة، ونلاحظ أكبر القيم الشاذة محصورة بين 20-23 وتليها القيم الأخرى الأقل بروزا.

الفرع الثاني: نتائج إنحدار الأموال الخاصة على الديون

الشكل رقم (03-13): نتائج انحدار الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	55.06302	9.357924	5.884107	0.0000
CP	-9.74E-10	3.25E-09	-0.300172	0.7663
R-squared	0.003208	Mean dependent var		53.35800
Adjusted R-squared	-0.032392	S.D. dependent var		40.08910
S.E. of regression	40.73321	Akaike info criterion		10.31630
Sum squared resid	46457.43	Schwarz criterion		10.40972
Log likelihood	-152.7446	F-statistic		0.090103
Durbin-Watson stat	2.028368	Prob(F-statistic)		0.766264

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

1- اختبار المعنوية الإحصائية الأنحذار الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة

- من خلال الشكل رقم (03-13): يتضح النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة حرية 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وأن متغيرة الأموال الخاصة تختلف عن الصفر مما يعني أنها ذو معنوية إحصائية وهذا ما يشير إلى أن للأموال الخاصة تأثير غلى قيمة المؤسسة، وأن الأموال الخاصة تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 3%.
- يمكن سياغة المعادلة المقدرة للأموال الخاصة كما يلي:

$$y= 55.\ 9.06302 - 74e\text{-}^{10}\ CP$$

2- اختبار التجانس التباين

2-1 اختبار White للأموال الخاصة

الشكل رقم (03-14): نتائج اختبار White العادي

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.278398	Probability	0.294806
Obs*R-squared	2.595135	Probability	0.273196

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2357.752	723.8443	3.257264	0.0030
CP	-9.08E-07	7.16E-07	-1.268932	0.2153
CP^2	9.39E-17	1.04E-16	0.898705	0.3768

R-squared	0.086504	Mean dependent var	1548.581
Adjusted R-squared	0.018838	S.D. dependent var	2851.544
S.E. of regression	2824.557	Akaike info criterion	18.82473
Sum squared resid	2.15E+08	Schwarz criterion	18.96485
Log likelihood	-279.3710	F-statistic	1.278398
Durbin-Watson stat	2.233628	Prob(F-statistic)	0.294806

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EVIEWS

- يتضح من خلال الشكل (03-14) أنه وحسب إحصائية فيشر النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند مستوى دلالة 99%، وبلوغ القدرة التفسيرية للنموذج 9% وأن متغيرة الأموال الخاصة تختلف عن الصفر وهذا ما يعني عدم تجانس التباين البواقي.

2-2 اختبار ARCH- LM للأموال الخاصة

شكل رقم(03-15): نتائج إختبار ARCH-LM للديون

ARCH Test:

F-statistic	0.000155	Probability	0.990174
Obs*R-squared	0.000166	Probability	0.989722

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1598.130	623.2243	2.564293	0.0162
RESID^2(-1)	0.002382	0.191591	0.012430	0.9902

R-squared	0.000006	Mean dependent var	1601.867
Adjusted R-squared	-0.037031	S.D. dependent var	2886.777
S.E. of regression	2939.741	Akaike info criterion	18.87650
Sum squared resid	2.33E+08	Schwarz criterion	18.97080
Log likelihood	-271.7093	F-statistic	0.000155
Durbin-Watson stat	2.006490	Prob(F-statistic)	0.990174

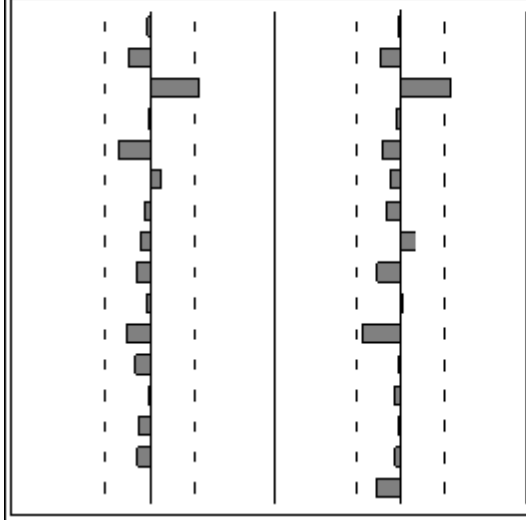
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- يستعمل هذا النوع من الاختبارات لدراسة السلاسل الزمنية المالية، حيث أن الأسواق المالية تسجل في إطار عشوائي وخاصة سعر البورصة.
- والشكل (03-15) يوضح لنا نتائج اختبار ARCH- LM، بحيث نجد أن النموذج مقبول إحصائيا عند مستوى دلالة 99 % حسب إحصائية فيشر، وأن جميع المقدرات تختلف معنويا عن الصفر وهذا ما يعني عدم تجانس تباين البواقي.

3- اختبار دالة الارتباط الذاتي للأموال الخاصة

شكل رقم (03-16): دالة الإرتباط الذاتي للأموال الخاصة

Date: 07/13/11 Time: 18:46
Sample: 1 30
Included observations: 30



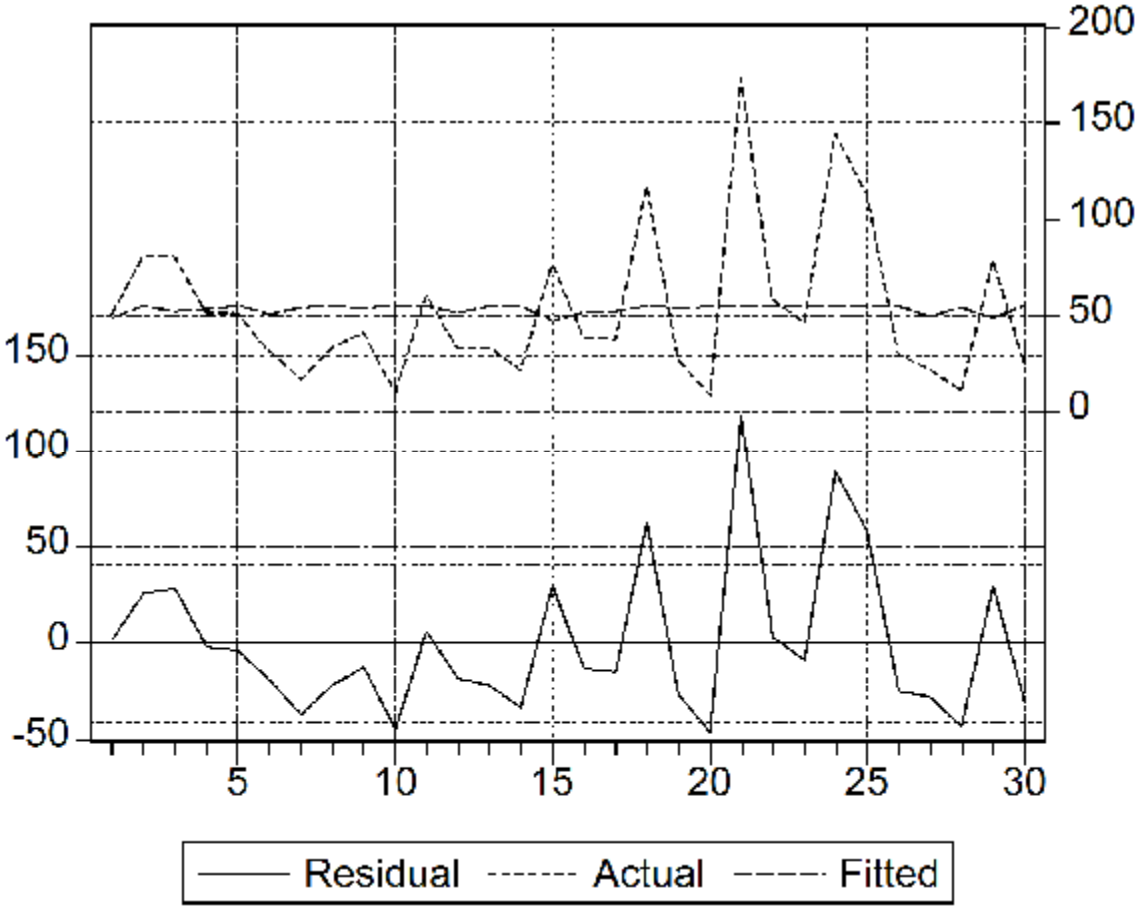
Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	-0.024	-0.024	0.0197	0.888
		2	-0.164	-0.165	0.9443	0.624
		3	0.415	0.418	7.0612	0.070
		4	0.000	-0.040	7.0612	0.133
		5	-0.257	-0.153	9.5902	0.088
		6	0.096	-0.081	9.9625	0.126
		7	-0.046	-0.109	10.051	0.186
		8	-0.073	0.129	10.283	0.246
		9	-0.111	-0.190	10.850	0.286
		10	-0.023	0.023	10.875	0.367
		11	-0.184	-0.315	12.577	0.322
		12	-0.119	-0.015	13.338	0.345
		13	-0.004	-0.042	13.338	0.422
		14	-0.087	-0.017	13.792	0.465
		15	-0.105	-0.046	14.500	0.488
		16	0.003	-0.200	14.500	0.562

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- من خلال الشكل (03-16) يمكن أن نستخلص أن دالة الارتباط الذاتي للأموال الخاصة الغير مستقرة، كما يمكن أن نستخلص هذا أيضا من خلال إحصائية Q Ljung- box-pierce، والتي بلغت قيمتها Q=14.353 وعند مقارنتها مع القيمة المجدولة$X^2_{0.05.16}$ =15.3385، فنجد أن X^2_n المحسوبة أقل من X^2_n المجدولة وبتالي نرفض H_1 فرضية عدم انعدام معاملات الإرتباط الذاتي ونقبل H_0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

4-النموذج الأصلي و المقدر للأموال الخاصة

شكل رقم (03-17): مقارنة السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للأموال الخاصة



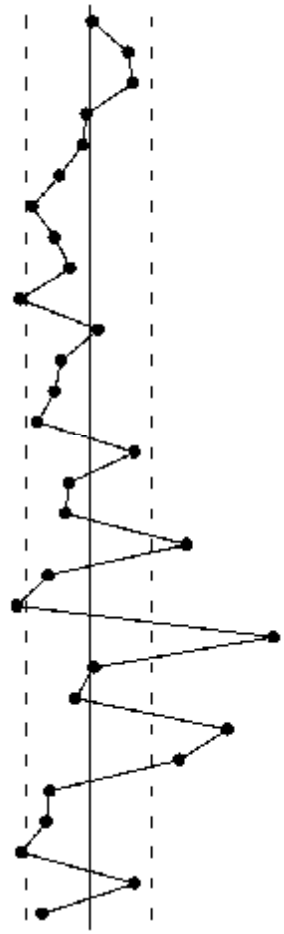
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- من خلال الشكل(03-17) يمكننا ملاحظة مدى التطابق بين منحنى السلسلة الأصلية والمحنى والسلسلة المقدرة وهذا من شأنه أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية التعبير النموذج المقدر الأموال الخاصة وقيمة المؤسسية وبالتالي فإن معظم نقاط السلسلة الأصلية لها نقاط شاذة وكبيرة.
- وعند تقديرنا للمنحنى الأصلي نجد أن معظم النقاط داخل المجال [-50,50] في حين أن بواق الأخطاء كلها بتقريب داخل مجال الثقة مع بروز القيم الشاذة.

5- تحليل دالة الإرتباط الذاتي لبواقي الأموال الخاصة

شكل رقم(03-18): منحنى بياني لسلسلة البواقي

obs	Actual	Fitted	Residual
1	50.9000	49.0893	1.81066
2	80.7000	55.0609	25.6391
3	80.4000	51.9538	28.4462
4	51.3600	53.2686	-1.90859
5	51.0000	55.0617	-4.06171
6	31.5300	50.7367	-19.2067
7	16.9300	53.9958	-37.0658
8	33.1300	55.0605	-21.9305
9	41.1300	53.5621	-12.4321
10	10.0500	54.9505	-44.9005
11	60.6000	54.7513	5.84872
12	32.9600	51.3659	-18.4059
13	32.9600	55.0619	-22.1019
14	21.3000	54.8195	-33.5195
15	76.7000	47.0560	29.6440
16	38.7000	51.7684	-13.0684
17	37.3600	52.4651	-15.1051
18	117.560	55.0577	62.5023
19	27.2600	53.7862	-26.5262
20	8.43000	54.7708	-46.3408
21	173.100	54.7508	118.349
22	58.0000	54.9759	3.02411
23	46.1000	54.9656	-8.86560
24	144.430	55.0616	89.3684
25	113.060	55.0621	57.9979
26	29.7000	54.7514	-25.0514
27	21.8600	49.6680	-27.8080
28	10.8000	54.1177	-43.3177
29	78.6000	48.8567	29.7433
30	24.1300	54.8877	-30.7577



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- من خلال الشكل(03-18) نلاحظ أن معظم البواقي داخل مجال الثقة إلأ في بعض الأحيان نجد أن هناك بعض البروزات للقيم الشاذة وتكون خارج مجال الثقة، ونلاحظ أكبر القيم الشاذة محصورة بين 20 و 23 وتليها القيم الأخرى أقل بروزا.

المطلب الثالث: اختبار المعنوية الإحصائية للنموذج الكلي

الفرع الأول: اختبار المعنوية الإحصائية لانحدار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

شكل رقم (03-19):نتائج إنحدار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 07/13/11 Time: 18:58
Sample: 1 30
Included observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	42.24369	15.27657	2.765261	0.0105
R1	1.15E-08	5.04E-09	2.277921	0.0315
R2	-2.95E-09	5.23E-09	-0.563424	0.5782
R3	5.37E-09	1.24E-08	0.433843	0.6681
R4	-1.60E-08	3.27E-08	-0.489987	0.6284

R-squared	0.192661	Mean dependent var	53.35800
Adjusted R-squared	0.063487	S.D. dependent var	40.08910
S.E. of regression	38.79566	Akaike info criterion	10.30551
Sum squared resid	37627.58	Schwarz criterion	10.53904
Log likelihood	-149.5826	F-statistic	1.491485
Durbin-Watson stat	1.743980	Prob(F-statistic)	0.234817

- بعد الملاحظة الجيدة للشكل نجد أن نتائج الانحدار تشير إلى أن النموذج مقبول من الناحية الإحصائية عند درجة الثقة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وأن كل متغيرات الهيكل المالي تختلف معنويا عن الصفر، إي أن تأثيرها على قيمة المؤسسة ذو دلالة إحصائية وأن سياسة أختيار الهيكل المالي تفسر قيمة المؤسسة بحوالي 20%.
- ومن خلال الشكل يمكن صياغة المعادلة الجديدة المقدرة للهيكل المالي على النحو التالي:

$$Y=42.24369+1.15e^{-08}R_1-2.95e^{-09}R_2+5.37e^{-09}R_3-1.60e^{-08}R_4$$

الفرع الثاني: اختبار تجانس التباين للمقدرات

شكل رقم (03-20): نتائج اختبار White العادي

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	3.383707	Probability		0.012668
Obs*R-squared	22.78521	Probability		0.063856
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	614.6109	1141.233	0.538550	0.5981
R1	-3.17E-07	8.77E-07	-0.361609	0.7227
R1^2	1.43E-16	1.27E-16	1.129121	0.2766
R1*R2	1.80E-16	2.65E-16	0.678559	0.5078
R1*R3	-3.96E-17	7.55E-16	-0.052543	0.9588
R1*R4	6.88E-16	1.20E-15	0.574727	0.5740
R2	4.72E-07	7.37E-07	0.640790	0.5313
R2^2	-2.34E-16	1.95E-16	-1.199325	0.2490
R2*R3	1.24E-15	1.71E-15	0.723455	0.4805
R2*R4	-2.87E-15	2.05E-15	-1.402227	0.1812
R3	-2.92E-06	3.77E-06	-0.774663	0.4506
R3^2	-1.13E-15	6.43E-16	-1.757729	0.0992
R3*R4	8.76E-15	5.39E-15	1.626980	0.1246
R4	4.69E-06	3.91E-06	1.200108	0.2487
R4^2	-9.12E-15	5.39E-15	-1.690566	0.1116
R-squared	0.759507	Mean dependent var		1254.253
Adjusted R-squared	0.535047	S.D. dependent var		1673.188
S.E. of regression	1140.905	Akaike info criterion		17.22388
Sum squared resid	19524948	Schwarz criterion		17.92448
Log likelihood	-243.3582	F-statistic		3.383707
Durbin-Watson stat	1.587643	Prob(F-statistic)		0.012668

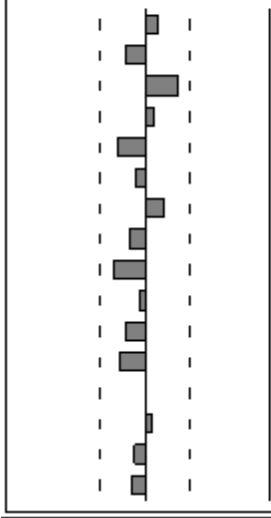
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- نلاحظ من خلال الشكل (03-20) أن النموذج مقبول إحصائيا وهذا عند مستوى دلالة 99% حسب احتمال إحصائية فيشر، وأن القدرة التفسيرية للنموذج بلغت 76% من ما يعني أن هناك تأثير جيد لمتغيرات الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المسعرة، كما نجد أن جل متغيرات الهيكل المالي تختلف عن الصفر وهذا ما يدل على عدم تجانس التباين للمقدرات.

الفرع الثالث: اختبار دالة الارتباط الذاتي للنموذج الكلي

شكل رقم (03-21): دالة الإرتباط الذاتي للنموذج الكلي

Date: 07/13/11 Time: 19:04
Sample: 1 30
Included observations: 30



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.099	0.099	0.3258	0.568
		2	-0.156	-0.168	1.1622	0.559
		3	0.276	0.323	3.8668	0.276
		4	0.068	-0.050	4.0386	0.401
		5	-0.228	-0.145	6.0288	0.303
		6	-0.068	-0.104	6.2111	0.400
		7	0.161	0.135	7.2968	0.399
		8	-0.127	-0.108	7.9977	0.434
		9	-0.253	-0.152	10.924	0.281
		10	-0.046	-0.152	11.025	0.356
		11	-0.152	-0.186	12.188	0.350
		12	-0.204	-0.051	14.410	0.275
		13	0.007	0.033	14.413	0.345
		14	0.065	0.018	14.664	0.401
		15	-0.088	-0.094	15.156	0.440
		16	-0.104	-0.153	15.893	0.460

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

يشير الشكل (03-21) إلى أن دالة الارتباط الذاتي للنموذج الكلي غير مستقرة، كما يمكن أن نستخلص هذا أيضا من خلال إحصائية Q Ljung-box-pierce والتي بلغت قيمتها Q= 15.839، وعند مقارنتها مع القيمة المجدولة التي تبلغ $X^2_{0.05.16}$=15.3385، فنجد أن X^2_n المحسوبة أكبر من X^2_n المجدولة، وبالتالي نرفض H_0 فرضية انعدام معاملات الارتباط الذاتي، ونقبل H_1 فرضية عدم انعدام معاملات الارتباط الذاتي.

- ولإثبات صحة ما سبق نستعمل أحد أهم الاختبارات الشائعة في ذالك وهو اختبار Durbin-Watson، هو الذي يهدف إختبار معنوية النموذج.

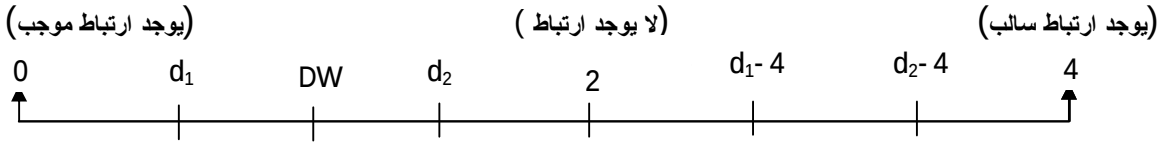
- **اختبار Durbin-Watson**: وهو اختبار يعتمد على المعنوية الإحصائية لمعامل ارتباط الذاتي للأخطاء وفق نموذج الإنحذار الذاتي من الدرجة الأولى، والذي يأخذ شكل التالي:

$E=PE_{t-1}+O_t$, $O_t \longrightarrow N(0.\acute{y})$

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

ولدينا: $DW=1.44$[1] , $k=4$, $n=30$

- وبالتالي من خلال المعطيات السابقة نستعين بالجدول (03-03) لإستخراج d_1 وd_2، وعليه يصبح النموذج كتالي:



وعليه ومن خلال الجدول نجد أن: $d_1=1.14$ و $d_2=1.74$

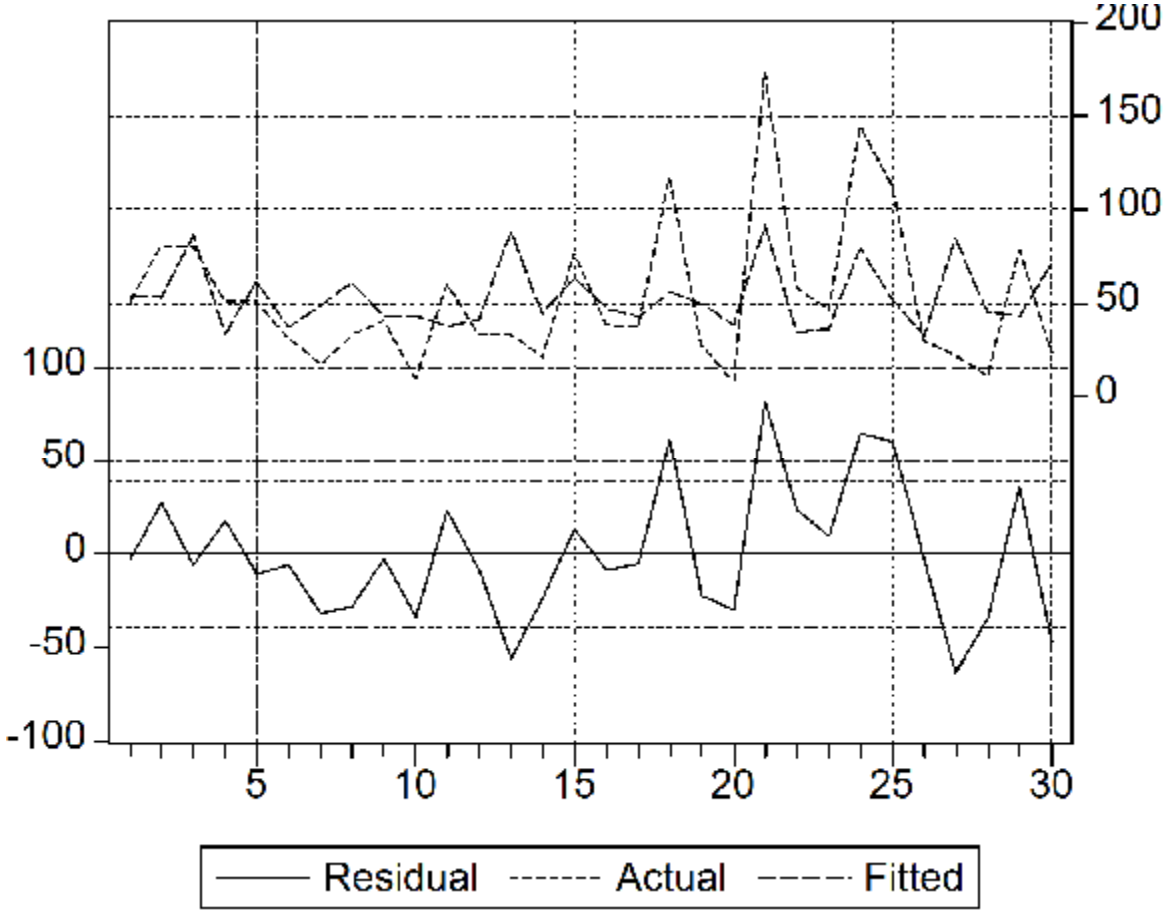
- نقوم الأن بحساب الفرق الأول بين $(d_1-4) = (4-1.14) = 2.86$
- وحساب الفرق الثاني بين $(d_2-4) = (4-1.74) = 2.26$

وبالتالي نجد أن قيمة داربين واتسون المحسوبة تقع بين d_1 وd_2 وفي هذه الحالة تكون نتيجة اختبار غير محددة فهي تقع في منطقة الشك، ويستحسن إضافة بيانات أكثر لتوضيح وجود ارتباط ذاتي بين البواقي من عدمه.

[1] أنظر ملحق رقم 06.

الفرع الرابع: النموذج الأصلي والمقدر للنموذج الكلي

شكل رقم (03-22): مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنموذج الكلي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- عند ملاحظة الشكل (03-23) نجد مدى مطابقة منحنى السلسلة الأصلية ومنحنى السلسلة المقدرة، وهذا من شأنه أن يعطينا فكرة عن مدى أهمية تعبير النموذج المقدر للهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وبالتالي فإن معظم نقاط السلسلة الأصلية لها نقاط شاذة وكبيرة.
- عند تقديرنا للمنحنى الأصلي نجد أن معظم النقاط هي داخل المجال [50.100] في حين أن بواقي الأخطاء كلها بتقريب داخل مجال الثقة مع بروز بعض القيم.

الفرع الخامس: تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي

شكل رقم (03-23): منحنى بياني لسلسلة البواقي للنموذج الكلي

obs	Actual	Fitted	Residual	Residual Plot
1	50.9000	53.6167	-2.71673	
2	80.7000	53.1500	27.5500	
3	80.4000	86.1328	-5.73281	
4	51.3600	33.3731	17.9869	
5	51.0000	61.6368	-10.6368	
6	31.5300	37.1127	-5.58274	
7	16.9300	48.6798	-31.7498	
8	33.1300	61.0446	-27.9146	
9	41.1300	43.3358	-2.20584	
10	10.0500	43.5048	-33.4548	
11	60.6000	37.4787	23.1213	
12	32.9600	41.3827	-8.42269	
13	32.9600	88.5492	-55.5892	
14	21.3000	44.8051	-23.5051	
15	76.7000	63.1420	13.5580	
16	38.7000	47.0495	-8.34951	
17	37.3600	42.5501	-5.19007	
18	117.560	56.1220	61.4380	
19	27.2600	49.3709	-22.1109	
20	8.43000	38.1191	-29.6891	
21	173.100	91.4702	81.6298	
22	58.0000	34.4242	23.5758	
23	46.1000	36.3303	9.76968	
24	144.430	79.5714	64.8586	
25	113.060	52.3834	60.6766	
26	29.7000	32.6811	-2.98107	
27	21.8600	84.8694	-63.0094	
28	10.8000	45.1011	-34.3011	
29	78.6000	43.1468	35.4532	
30	24.1300	70.6056	-46.4756	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج **EVIEWS**

- يشير الشكل (03-24) أن معظم البواقي داخل مجال الثقة إلى في بعض الأحيان نجد أن هناك بعض البروزات للقيم الشاذة فتكون خارج مجال الثقة، ونلاحظ أكبر القيم الشاذة المحصورة بين 20 و23 وتليها القيم الأخرى الأقل بروز.

خلاصة الفصل

تعتبر بورصة قطر مرآة للأداء الاقتصادي في البلاد بما تضمه من شركات مدرجة تمثل القطاعات الأنشطة إقتصاديا في الدولة، وتعد السوق عنصرا رئيسيا في عملية النمو والتطور ودعم الاقتصاد الوطني كما تعد مركزا لتحويل المدخرات إلى استثمارات، وتبرز أهمية سوق المال في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة لخدمة الاقتصاد الوطني، هذا علاوة على أنها تمثل حلقة الإتصال بين القطاعات التي تقوم بالادخار ولديها طاقة تمويلية فائضة وبين القطاعات التي تفتقر إلى سيولة لتمويل الاستثمارات التي بدورها تخدم أهداف التنمية في أي دولة.

ويعود الفضل الكبير لهذا التطور والازدهار إلى استمرار تأثير العوامل الإيجابية خلال العام، وفي مقدمتها النمو الاقتصادي المتميز، وارتفاع ربحية المؤسسات المدرجة وبقاء اسعار الفوائد البنكية عند مستويات متدنية مقارنة بمثيلتها على مستوى المنطقة بالإضافة لأتساع شريحة المستثمرين وازدياد ثقاتهم بالسوق .

وبعد الدراسة وجدنا بأن قيمة المؤسسة المسعرة تتأثر بالهيكل المالي وجل متغيراتهم التي يتكون منها كالأموال الخاصة والديون، وهذا بتطبيق مجموعة من الاختبارات والنماذج مثل نموذج White وARCH-LM لختبار تجانس تباين وكذى درسنا مدى ارتباط بواقي النماذج بالإضافة إلى المقارنة بين منحنى السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنماذج.

الخاتمة

الخاتمـــــة

إن نشاط المؤسسة يسجل مثله مثل باقي نشاط الأعوان الاقتصاديون ضمن ما يسمى بالاقتصاد المرتبط بالنقود، أي أن العماليات التي تقوم بها المؤسسة تتم بواسطة النقود، وهذا يجعل المؤسسة بحاجة إلى النقود باستمرار من أجل القيام بنشاطها الأمر الذي يستدعي لوجود تنظيم لعملية تسيير أموال المؤسسة، فاتخاذ قرارات مالية غير جيدة فيما يخص عملية تمويل المؤسسة يمكن أن ينتج عنه تكلفة رأس مال عالية.

والحقيقة أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة في تقييم اقتصاد أي دولة عموما، وعنصر أساسيا في تقييم المؤسسات، وقد حضيت الأسواق المالية في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تنعكس عليها صورة الصادق للاقتصاد.

إن الحصول على التمويل اللازم لنشاط أي مؤسسة اقتصادية يعتبر من أهم انشغالات المسير المالي للمؤسسة، كما أن اختيار المزيج التمويلي المناسب من خلال المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة يعتبر أمر بالغ التعقيد ومن أهم التحديات التي تواجه المسير المالي لأي مؤسسة وذلك نظرا لأن قرار التمويل له العديد من النتائج على الوضع المالي للمؤسسة خصوصا هيكلها المالي، التوازنات المالية، التدفقات المالية للمؤسسة، وبعد دراستنا لموضوع الهيكل المالي وأثرها على قيمة المؤسسة المسعرة أمكننا استخلاص العديد من النتائج أهمها:

بعد الدراسة النظرية خاصة في الفصل الأول وجدنا أن الهيكل المالي للمؤسسة هو عبارة عن مجموع الأصول والديون، أي أنه عبارة عن مزيج تمويلي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الاولى؛

تعتبر كل من الديون والأموال الخاصة من المصادر التمويلية الجيدة وهذا حسب حالة ووضعية كل مؤسسة، فيجب على هذه الأخير أن تقوم بختيار المصدر الذي يناسب وضعيتها المالية وهذا من خلال تخفيض التكلفة وتعظيم الربح، وهذا ما ينفي صحة الفرضية الثانية؛

دلت نتائج الدراسة التطبيقية الخاصة بإنحدار الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة بأن القدرة التفسيرية للأموال الخاصة بلغت 3% وهي أقل من درجة الحرية 5%، بمعنى أن الأموال الخاصة تفسر قيمة المؤسسة بشكل جيد، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالث.

وعند دراسة انحدار الديون على قيمة المؤسسة في الجانب التطبيقي أسفرت النتائج على أن هناك تأثير جيد للديون على قيمة المؤسسة وهذا ما تأكده القدرة التفسيرية لديون التي بلغت 3% وهي أقل من درجة الحرية 5% بمعنى أن الديون تأثر على قيمة المؤسسة بشكل جيد، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الرابع.

قائمة

المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية:

1- أرشد فؤاد التميمي، **الأسواق المالية- إطارفي التنظيم وتقييم الأدوات**، دار اليازوزي العلمي للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2010.

2- أسامة عزمي سلام وارشد فؤاد تميمي، **الاستثمار بالأوراق المالية**، ككيل إدارة، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2004.

3- جمال الدين مرسي ومحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية، مدخل إتخاذ القرارات**، الدار الجامعي للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2006.

4- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الصباحة الثانية 2008.

5- حنفي علي، المدخل إلى **الإدارة المالية الركية**، التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل، دار الكتاب الحديث، القاهرة، طبعة 2008.

6- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في **الإدارة المالية المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى 2007.

7- طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية** ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2006.

8- طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات- تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2008.

9- عبد الغفار حنفي، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2004.

10- عبد الغفاري حنفي الرسمية زكي قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، القاهرة، طبعة 2004.

11- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، القاهرة، طبعة 2002.

12- عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، لدار الجامعية الجديدة للنشر والتوزيع، القاهرة، طبيعة 2002.

13- عدنان تايه التعليمي وآخرون، **الإدارة المالية- النظرية والتطبيقي**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، طبعة الثالثة 2009.

14- عاطف وليم أندوراس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، القاهرة طبعة 2008.

15- على عباس، **الإدارة المالية**، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان طبعة 2008.

16- عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية- البورصة**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2008.

17- فيز سليم حداد، **الإدارة المالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة 2010.

18- فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2008.

19- مؤيد الفصل، **تقييم المشروعات المتوسطة والكبيبرة- منهج كمي مع دراسة حالة**، دار الوراق للنشر والعتوزيع، الطبعة الأولى 2009.

20- محمد صالح جابر، **الاستثمار بالإسهم والسندات وادارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2005.

21- محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الاسهم والسندات**، الدار الجامعية للنشر والعتوزيع، طبعة 2006.

22- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العيد، **الاستثمار في الأسهم والسندات**، الدار الجامعية للبنشر والتوزيع، القاهرة طبعة 2004.

23- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، **الإدارة المالية- مدخل القيمة واتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، طبعة 2002.

24- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال ابراهيم العبد، **الإدارة المالية- التحليل المالي للمشروعات الجديدة**، الدار الجامعية، القاهرة طبعة 2003.

25- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وآخرون، **الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر**، المكتب الجامعي الحديث، طبعة 2007.

26- محمد طيب عبيدات، **الإدارة المالية المعاصرة**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، طبعة الأولى 2009.

27- محمود محمد الداغر، **الأسواق المالية- مؤسسات أوراق بورصات**،دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، طبعة 2005.

28- محمد عوض عبد الجود وعلي ابراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة- أسهم وسندات، أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان طبعة 2006.

29- مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، طبعة الأولى 2009.

30- منير ابراهيم هندي، **الإدارة المالية- مدخل تحليلي معاصر**، المكتب العربي الحديث، القاهرة، الطبعة الخامسة 2003.

31- منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، منشأة المعارف للتوزيع، القاهرة، طبعة 1992.

32- يوسف قريشي وبن ساسي إلياس، **التسيير المال- دروس وتطبيقات**، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2006.

33- ياسين كاسب الخرشه وعدنان تايه النعيمي، **أساسيات في الإدارة المالية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2007.

المراجع باللغة الفرنسية:

34- E. Cohen, **Gestin Min anciére de L'entreprise et développement Linancier,**"dition VREE,Paris 1991.

35- Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, EMS, Paris 2003.

36- Jeam Barreau et Jacqueline Delalye, **Gestion Linanciéve manuel et appliction**, Dunod, 9ene édition, Paris 2000.

37- José Destours, **Outils mathématiques à la gestion**, Dunod,Paris 1998.

38- P.Vernimmen, **finance d'entreprise**, 3ene édition, Dallog,Parise 1998.

الأطروحات:

39- بن ضب علي، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة**، مذكرة مقدمة الاستثمار شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2008/ 2009.

40- توهامي عائشة، **محاولة تقييم تكلفة رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة مقمة الاستكمال شهادة الماستر، في العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، 2010.

41- حسن عبد العزيز يحي، **الصيغ الاسلامية الاستثمار في رأس المال العامل**، رسالة دكتورة غير منشورة، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكادمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2009.

42- زعود تبر، **محددات سياسة التمويل للوؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر**، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة المجستير، الفرع علوم التسيير جامعة ورقلة 2009.

المجالات:

43- بريبش السعيد، **رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة (Sofinan ce)**، مجلية الباحث، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 2007/7 .

44- حكمت سليم، **أسس تقييم المشروعات**، ورقة عمل أعتمدت ضمن الفعاليات العلمية لجمعية المحاسبين القانونين السوريين لعام 2008.

45- خليل عبد القادر وبوفاسة سليمان، **دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، المركز الجامعي بالمدية، يوحي 17 و18 أفريل 2006.

46- دادن عبد الغني، **قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل**، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد، 2008/16.

47- دادن عبد الوهاب، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2009/7.

48- دادن عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الاساسية**، محلية الباحث، جامعة ورقلة، العدد 2006/4.

49- رونية عبد السميع وحجازي إسماعيل، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس مال المخاطر**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 18/17 أفريل 2006.

50- سويسي هواري، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مجلة الباحث جامعة ورقلة، العدد 2007/5.

51- سويسي هواري وكماسي محمد الأمين، **إشكالية تقييم المؤسسات مع الإثارة هي حالة الجزائر**، ورقة عمل مقدمة إلى الملتقى الوطني حول تقييم المؤسسات، جامعة سكيكدة سيبتمبر 2005.

52- عبد الرؤوف ربابعة وسامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية**، هيئة الأوراق المالية وللسلع، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2006.

53- محمد زيدان، **الهياكل والآليات الداعمة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، العدد 7.

54- مفتاح صالح ومعارفي فريد، **متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة الواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبيل رفع كفاءتها**، مجلة الباحث،جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 2009/7.

55- مفيدة يحياوي، **تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية**، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث.

56- يوسف قريشي و بن ساسي إلياس، **خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائر**، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة ورقلة، يومية 18/17 أفريل 2006.

57- صندوق النقد العربي، **للنشرة الفصلية القاعدة بيانات الأسواق المالية العربية**، العدد 2010/63.

- **الموقع الإلكترونية:**

58- http//ar.wikipedia. org/wiji/ تقييم الشركة

59- http://www.arab-api-arg/develop-1-hten/ الأدوات المالية

60- http://ief pedia. Com/.../ تقييم المشأتي الاقتصادية، مدخل القيمة المضافة - بورقلة

61- http://riyad bank. Smetoolkit.org/arabic/ ar/content /ar/1079.

62- http//www.qe.com.qa/qe/qe arabic portal.

63- http//www. Qatar shares. Com/vb/show thread. Php? t=506.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01

قانون رقم (١٤) لسنة ١٩٩٥
بإنشاء سوق الدوحة للأوراق المالية [1]

نحن حمد بن خليفة آل ثاني أمير دولة قطر،

بعد الاطلاع على النظام الأساسي المؤقت المعدل، وبخاصة على المواد (٢٣)، (٣٤)، (٥١) منه،

وعلى القانون رقم (٢) لسنة ١٩٦٢ بتنظيم السياسة المالية العامة في قطر،

وعلى قانون الشركات التجارية الصادر بالقانون رقم (١١) لسنة ١٩٨١،

وعلى القانون رقم (٥) لسنة ١٩٨٩ بشأن الموازنة العامة للدولة،

وعلى القانون رقم (١٢) لسنة ١٩٨٩ بشأن القواعد الموحدة لتملك مواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية أسهم شركات المساهمة ونقل ملكيتها،

وعلى القانون رقم (١١) لسنة ١٩٩٠ بإنشاء غرفة تجارة وصناعة قطر،

وعلى المرسوم بقانون رقم (١٥) لسنة ١٩٩٣ بإنشاء مصرف قطر المركزي،

وعلى اقتراح وزير المالية والاقتصاد والتجارة،

وعلى مشروع القانون المقدم من مجلس الوزراء،

وبعد أخذ رأي مجلس الشورى،

قررنا القانون الآتي :

مـــادة (١)

في تطبيق أحكام هذا القانون، تكون للكلمات والعبارات التالية، المعاني المبينة قرين كل منها، مالم يقتض السياق معنى آخر:

١- الـــوزيـــــر : وزير المالية والاقتصاد والتجارة.

٢- الـــــوزارة : وزارة المالية والاقتصاد والتجارة.

٣- الســـــوق : سوق الدوحة للأوراق المالية.

٤- اللجنـــــة : لجنة السوق.

٥- المـــديـــر : مدير السوق.

٦- الأوراق المالية : أسهم وسندات شركات المساهمة القطرية، والسندات والأذونات التي تصدرها الحكومة أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العامة القطرية، أو أية أوراق مالية أخرى يتم الترخيص بتداولها.

٧- التعامل في الأوراق المالية : عمليات الشراء والبيع، وانتقال الملكية والتسجيل، التي يكون محلها الأوراق المالية المرخص بتداولها في السوق، سواء تمت هذه العمليات مباشرة أوبالوساطة.

(١) نشر بالجريدة الرسمية العدد (١٠) لسنة ١٩٩٥.

الملحق رقم 02

الفصل الأول
إنشـــــاء الســـــوق وأهـــدافه

مـــــادة (٢)

تنشأ سوق لتنظيم ومراقبة التعامل في الأوراق المالية، تسمى «سوق الدوحة للأوراق المالية». وتتمتع السوق بالشخصية المعنوية المستقلة، وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي. ويكون مقرها الرئيسي مدينة الدوحة. وتخضع لإشراف الوزير.

مـــــادة (٣)

تتضمن أهداف السوق بوجه خاص مايلي :

١- إتاحة الفرص لاستثمار المدخرات والأموال في الأوراق المالية لخدمة الاقتصاد الوطني.

٢- إجراء الدراسات، وجمع المعلومات والإحصاءات عن الأوراق المالية التي يجرى التعامل فيها، ونشر التقارير الخاصة بها.

٣- دعم الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية، والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق بما يساعد على سرعة تطوير السوق.

٤- ترسيخ قواعد السلوك المهني والمراقبة الذاتية، والانضباط بين الوسطاء والعاملين في مجال التعامل بالأوراق المالية، وتشجيع تأهيل الوسطاء وغيرهم من المحترفين العاملين بالسوق، بهدف رفع كفاءتهم العلمية والعملية.

مـــــادة (٤)

يقتصر التعامل في السوق على الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة الأولى من هذا القانون. ويجوز للجنة أن ترخص بالتعامل في الأوراق المالية الأخرى القطرية.

ويجوز بقرار من مجلس الوزراء ، بناءً على اقتراح الوزير، التعامل في الأوراق المالية الصادرة في دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية والدول العربية والأجنبية، إذا اقتضت المصلحة العامة ذلك.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول الأوراق المالية.

مـــــادة (٥)

يكون تداول الأوراق المالية المقيدة في السوق، والمقبول التعامل فيها، وفقًا للشروط والقواعد التي تقررها اللجنة، ويجب أن يتم التداول داخل قاعة السوق، وعن طريق أحد الوسطاء المقيدين لديها، وإذا أجريت بعض المعاملات على هذه الأوراق خارج السوق، فيجب أن تكون قد تمت وفقًا للضوابط والمعايير المحددة في اللائحة الداخلية والتعليمات التي تصدرها اللجنة.

الملحق رقم 03

ويكون الوسيط مسئولاً، طبقاً لأحكام هذا القانون، عن أي عمل من شأنه إيجاد معاملات صورية؛ لاتؤدي إلى انتقال حقيقي للأوراق محل التعامل.

ويجوز أن يكون للوسطاء وكلاء يعملون تحت إشرافهم وعلى مسئوليتهم، ويتوبون عنهم في أعمال الوساطة في الصفقات المتعلقة بالأوراق المالية.

مـــادة (٩)

تحدد اللائحة الداخلية شروط ترخيص الوسطاء ووكلائهم، ونوع العمل أو الأعمال التي يقومون بها، وشروط تعاملهم لحساب الغير، ولحسابهم الخاص، وواجباتهم وحقوقهم ومسئوليتهم تجاه لجنة السوق، والأحوال التي يجوز فيها إصدار القرار بشطبهم وإلغاء ترخيصهم.

الفصـل الثالـث
إدارة الســـــوق

مـــادة (١٠)

تتولى إدارة السوق لجنة تسمى «لجنة السوق»، وتشكل برئاسة ممثل عن الوزارة وعضوية كل من :

١- مدير السوق نائب للرئيس.

٢- ممثل ثان عن الوزارة.

٣- ممثل عن مصرف قطر المركزي.

٤- ممثل عن غرفة صناعة وتجارة قطر.

٥ اثنين يمثلان الوسطاء.

٦- اثنين يمثلان الشركات القطرية التي يجري التعامل في أوراقها بالسوق.

٧- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة.

ويصدر بتشكيل اللجنة وتسمية رئيسها أو أعضائها قرار من مجلس الوزراء بناءً على اقتراح الوزير.

وتكون مدة عضوية اللجنة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويكمل من يخلف أحد الأعضاء مدة سلفه.

مـــادة (١١)

تمارس اللجنة جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق، وبوجه خاص مايلي:

١ - رسم السياسة العامة للسوق.

٢ - اقتراح اللوائح الداخلية، والهيكل التنظيمي للسوق، ونظام العاملين، ولائحة المشتريات، واللائحة المالية، ولائحة رسم القيد، والعضوية، والتداول، والاشتراكات السنوية، ويصدر بهذه اللوائح والنظم قرار من الوزير.

الملحق رقم 04

مـــادة (١٥)

يكون للسوق مدير يعين بقرار من الوزير. ويقوم المدير بتنفيذ قرارات اللجنة، وله أن يتقدم إلى اللجنة باقتراح الأنظمة والتعليمات التي يراها مناسبة. كما يتولى الإشراف على جميع الأجهزة الفنية والإدارية للسوق، وإصدار التعليمات اللازمة للقيام بمهامها، وفقًا للصلاحيات المخولة له في اللائحة الداخلية للسوق، وبموجب قرارات اللجنة.

ويمثل المدير السوق أمام القضاء، وفي علاقته بالغير، ويكون له حق التوقيع عنه.

الفصـــل الرابـع
ميزانيـــة الســـوق

مـــادة (١٦)

تكون للسوق ميزانية تعد وفقًا للقواعد التي تحددها اللائحة الداخلية. وتبين اللائحة الداخلية بدء وانتهاء السنة المالية، والقواعد والإجراءات المالية للتصرف في أموال السوق، والدفاتر التي تمسكها لضبط عملياتها، وكيفية مراقبة حساباتها.

مـــادة (١٧)

تتكون موارد السوق من :

١- إيرادات الخدمات التي تقدمها السوق.

٢- حصيلة توظيف أموال السوق.

٣- حصيلة الجزاءات التي تفرض طبقًا لأحكام هذا القانون.

٤- اشتراكات الأعضاء السنوية.

٥- الرسوم التي تفرض لصالح السوق.

٦- أية إيرادات أخرى توافق عليها لجنة السوق.

مـــادة (١٨)

تعتبر أموال السوق أموالاً عامة؛ وتخضع لجميع أحكامها. وتحصل الرسوم والغرامات المقررة، أو المقضي بها عن المخالفات التي ترتكب بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية، طبقًا لقواعد تحصيل الأموال العامة. وتعتبر الديون المستحقة للسوق - أيًا كان مصدرها أو موضوعها - من الديون الممتازة؛ وتتقدم في المرتبة على سائر حقوق دائني السوق.

الملحق رقم 05

الفصل السادس
الجرائـــم والعقوبـــات

مـــادة (٢٣)

مع عدم الإخلال بالجزاءات التأديبية المنصوص عليها في هذا القانون، أو بأية عقوبة أشد ينص عليها قانون آخر، يعاقب بالحبس مدة لا تجاوز ثلاثة أشهر، وبغرامة لاتزيد على خمسين ألف ريال، أو بإحدى هاتين العقوبتين، كل من :

١- أفشى سراً اتصل به بحكم عمله، تطبيقاً لأحكام هذا القانون.

٢- تعامل في السوق بناءاً على معلومات غير معلنة أو مفصح عنها؛ علم بها بحكم منصبه، أو قام بنشر الإشاعات حول أوضاع أي شركة؛ بهدف التأثير على مستويات أسعار أسهمها

٣- قدم عمداً بيانات أو معلومات، أو أصدر تصريحات يعلم أنها غير صحيحة، بهدف التأثير على قرارات المستثمرين.

٤- أجرى عمليات صورية بقصد الاحتكار أو استغلال الثقة.

٥- أجرى اتفاقات أو عمليات بقصد التلاعب بأسعار الأوراق المالية، وتحقيق أرباح على حساب المستثمرين.

٦- خالف أحكام المادتين (٧) ، (٨) من هذا القانون

الفصل السابـع
أحكـــام ختاميـــة

مـــادة (٢٤)

تتحمل الموازنة العامة للدولة نفقات السوق خلال فترة تأسيسها، ولمدة أخرى لاتجاوز ثلاث سنوات من تاريخ مباشرة أعمالها، وعلى أن تمول السوق بعد هذه الفترة من مصادر تمويلها الذاتية.

مـــادة (٢٥)

تصدر اللائحة الداخلية للسوق خلال ستة أشهر من تاريخ العمل بهذا القانون، وإلى أن تصدر هذه اللائحة يتولى الوزير، بناءاً على اقتراح اللجنة ، إصدار القواعد والقرارات المؤقتة اللازمة لسير العمل في السوق.

مـــادة (٢٦)

على جميع الجهات المختصة، كل فيما يخصه، تنفيذ هذا القانون، ويعلم به بعد ستين يوماً من تاريخ نشره في الجريدة الرسمية.

حمـــد بـن خليفـــة آل ثانـي
أميـــر دولـــة قطـر

صدر في الديوان الأميري بتاريـخ : ١٤١٦/٢/٥ هـ
الموافق ١٩٩٦/٧/٣م

الملحق رقم 06

الملحق 06 : جدول داربين واتسون DW

	k=1		k=2		k=3		k=4		k=5	
n	d1	d2	d1	d2	d1	d2	d1	d2	d1	d2
15	1,8	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,1	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,9	1,71	0,78	1,9	0,67	2,1
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,4	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,2	1,41	1,1	1,54	1	1,68	0,9	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,8	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,9	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,1	1,66	1,01	1,78	0,93	1,9
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,3	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,1	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,2	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,5	1,3	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,38
32	1,37	1,5	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,88
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,83
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,4	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,8
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,8
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,8
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,6	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,6	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,5	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,6	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,71
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,5	1,7	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,7	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,6	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,74	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,6	1,7	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,7	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,6	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

الملحق رقم (07)

Qatar Exchange — **بورصة قطر**

	ديسمبر Dec	نوفمبر Nov	2010 اكتوبر Oct	2010 الربع الرابع Q4	2010 الربع الثالث Q3	
Number of Listed Companies						**عدد الشركات المدرجة**
Qatar Exchange	43	43	43	43	42	بورصـــة قطر
Market Capitalization						**القيمة السوقية**
Qatari Riyal (Million)	450,203	431,396	415,977	450,203	405,300	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	123,641	118,476	114,273	123,641	111,346	بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						**أحجام التداول**
Qatari Riyal (Million)	11,288.7	5,534.6	5,037.5	21,860.8	9,936.3	بالريال القطري (مليون)
In US Dollar (Million)	3,100.3	1,520.0	1,383.8	6,003.7	2,729.8	بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	347.3	141.9	145.4	634.6	299.0	عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	21	18	21	60	63	عدد ايام التداول
Average daily trading	147.6	84.4	65.9	100.1	43.3	متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	2.5	1.3	1.2	4.9	2.5	معدل دوران السهم (%)
New Issues						**الاصدارات الأولية**
Number of issues	-	-	-	-	-	عدد الاصدارات
Value of issues (Million $)	-	-	-	-	-	قيمة الاصدارات (مليون دولار)
Local Indices						**المؤشرات المحلية**
QE- Local index	8,681.7	8,142.1	7,796.0	8,681.7	7,694.9	مؤشر بورصـــة قطر
Change in index	6.6	4.4	1.3	12.8	11.5	نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	الريع (%)
AMF Index						**مؤشر صندوق النقد العربي**
Number of stocks in the sample	34	34	34	34	35	عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in $ US	85,316.7	79,567.7	77,056.4	85,316.7	76,901.6	القيمة السوقية (مليون دولار)
Index (Dec. 2001=100)	630.8	588.3	569.8	630.8	568.6	مؤشر الأسعار ديسمبر 2001=100
Change in index (%)	7.2	3.3	0.2	10.9	10.7	التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						**أسعار الصرف**
Exchange rate (end of period)	3.6412	3.6412	3.6402	3.6412	3.6400	أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	-0.0275	-0.0055	-0.0330	0.0357	نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

ملحق رقم(08)

القطاع	اسم الشركة	رمز الشركة
البنوك و المؤسسات المالية	الاهلي الخليجي التجاري بنك الدوحة الريان QNB الدولي المصرف	ABQK KCBK CBQK DHBK MARK QNBK QIIK QIBK
الصناعة	الخليج القابضة صناعات قطر التحويلية الاسمنت الطبية المتحدة للتنمية زاد	KHCD IQCD QIMD QNCD QGMD UDCD ZHCD
التأمين	الخليج الدوحة العامة قطر الاسلامية	AKHI DOHI QGRI QATI QISI
الخدمات	أعمال الميرة بروة دلالة إزدان الخليج الدولية مخازن الإسلامية القابضة مجمع المناعي مزايا الرعاية الاجارة السينما كهرباء وماء قطر للوقود ناقلات المواشي الملاحة قطروعمان كيوتل السلام فودافون قطر	AHCS MERS BRES DBIS ERES GISS GWCS IHGS MCCS MRDS MCGS NLCS QCFS QEWS QFLS QGTS QMLS QNNS QOIS QTEL SIIS VFQS