

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة باجي مختار - عنابة

كلية: العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم: علوم المالية

مخبر الانتماء: الذكاء الاقتصادي و التنمية المستدامة

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

مدى مساهمة ادارة راس المال العامل في خلق القيمة في
المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة ميدانية -

الشعبة: مالية المؤسسات

للطالب: بن كشرود رضوان

جامعة عنابة

أستاذ محاضر - أ -

مدير أطروحة التخرج: سامي جمال

امام اعضاء اللجنة

جامعة عنابة

رئيسا

استاذ محاضر _ أ _

- خياري زهيدة

جامعة عنابة

مقررا

استاذ محاضر _ أ _

- سامي جمال

جامعة سوق اهراس

عضوا

استاذ التعليم العالي

- بن رجم محمد خميسي

جامعة عنابة

عضوا

استاذ محاضر _ أ _

- هـوام لمياء

جامعة سوق اهراس

عضوا

استاذ محاضر _ أ _

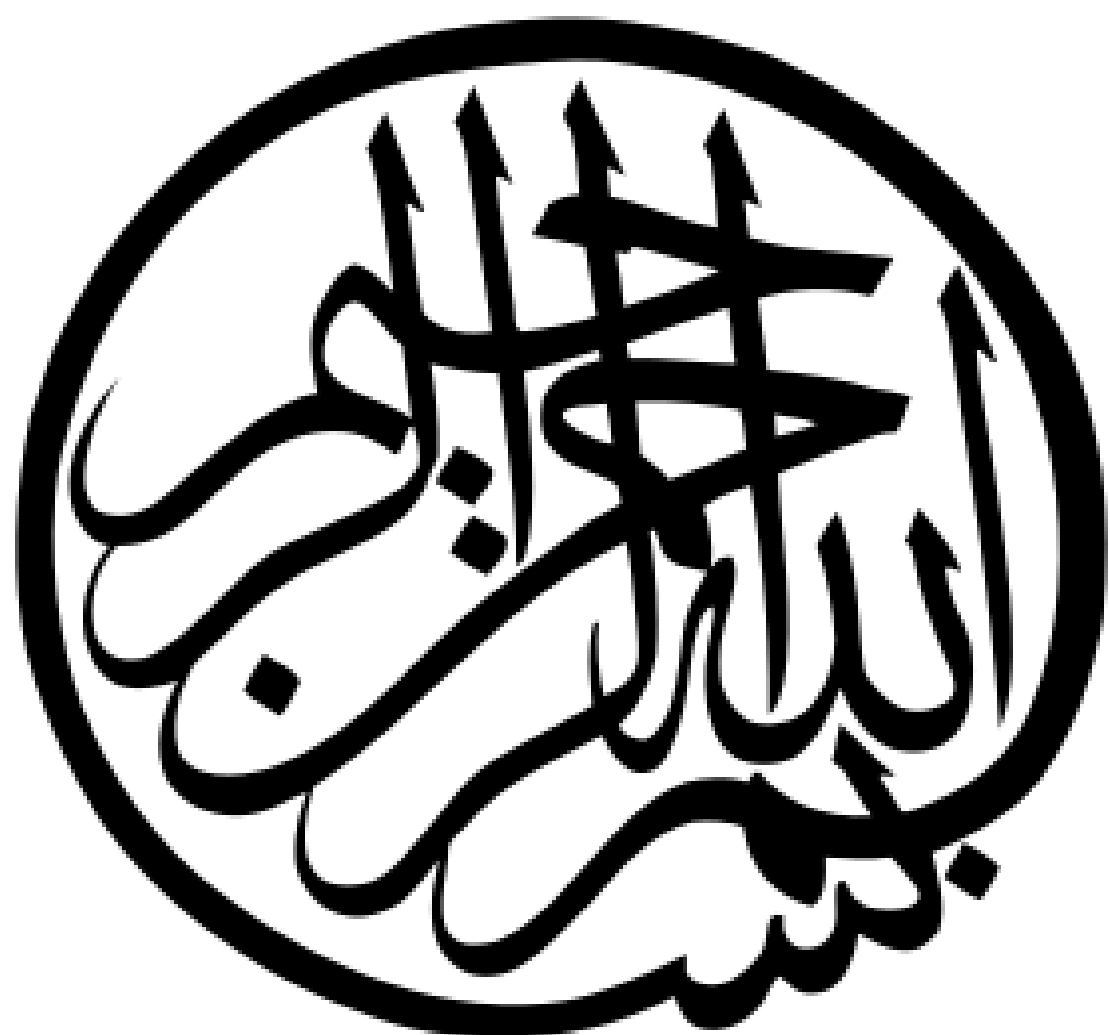
- بهلول نور الدين

جامعة قالم

عضوا

استاذ محاضر _ أ _

- مريمـت عديلة



تصريح

أنا الممضي أسفله الطالب الباحث: بن كشرود رضوان، أصرح بشرفي أن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة دكتوراه الموسومة: "مدى مساهمة إدارة رأس المال العامل في خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة ميدانية -"، و المقدم لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم المالية هو عمل اكايمي خاص بي، كما انه غير مقدم لا جزء منه و لا كله لأية مؤسسة علمية اخرى بهدف نيل شهادة اكايمية او غير ذلك، و اتحمل المسؤولية كاملة عن كل ما جاء في مضمونه.

المعني بالأمر

المخلص:

بعد الازمة المالية العالمية لسنة 2008، او ما يسمى بأزمة السيولة، اضطرت المؤسسات الاقتصادية الى اعادة الاعتبار الى مفهوم ادارة راس المال العامل كجزء من الحل لهذه الازمة. ان تحديد الاحجام المثلى لمكونات راس المال العامل من شأنه ان يؤدي الى رفع كفاءة التشغيل، الامر الذي يؤدي الى توفير شروط البقاء و النمو، و بالتالي خلق القيمة. تهدف هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين ادارة راس المال العامل و خلق القيمة من خلال دراسة حالة مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2005 الى 2016. من اجل ذلك تم قياس الاثر بين متغيرات راس المال العامل و المؤشرات الحديثة لقياس خلق القيمة. تتمثل المتغيرات المستقلة في: معدلات دوران راس المال العامل و مكوناته، نسب الاستثمار في راس المال العامل و في مكوناته، نسبة تمويل راس المال العامل. تتمثل المتغيرات التابعة في: القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، العائد الكلي للمساهمين و نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية. لاختبار فرضيات الدراسة تم التركيز على القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع. لأغراض التحليل تم استخدام معامل ارتباط بيرسون و الانحدار الخطي البسيط باستعمال برنامج SPSS 13.0. من خلال النتائج المتحصل عليها لوحظ ان متغيرات ادارة راس المال العامل قادرة على تفسير التغير في مؤشر القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%، مما يسمح لمجمع صيدال بالتخطيط لخلق القيمة من خلال تحسين ادارة راس المال العامل.

الكلمات المفتاحية: ادارة راس المال العامل، ادارة المخزون، ادارة الذمم المدينة، ادارة النقدية، خلق القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة.

Résumé:

Après la crise financière mondiale de 2008, ou la soi-disant crise de liquidité, les entreprises ont été forcées de repenser le concept de gestion du fonds de roulement dans le cadre de la solution à cette crise. La détermination des tailles optimales des composantes du fonds de roulement peut conduire à une efficacité opérationnelle accrue, ce qui conduit à la fourniture de conditions de survie et de croissance, créant ainsi de la valeur. Cette étude vise à tester la relation entre la gestion du fonds de roulement et la création de valeur à travers une étude de cas de Sidal groupe pour la période 2005-2016. Pour ce faire, l'effet a été mesuré entre les variables du fonds de roulement et les indicateurs récents de mesure de la création de valeur. Les variables indépendantes sont: les taux de rotation du fonds de roulement et de ses composantes, le ratio de l'investissement au fonds de roulement et ses composantes, le ratio du financement du fonds de roulement. Les variables dépendantes sont: la valeur ajoutée économique, la valeur ajoutée du marché, le rendement total des actionnaires et le rapport entre la valeur du marché et la valeur comptable. Pour tester les hypothèses de l'étude, l'accent a été mis sur la valeur ajoutée du marché en tant que variable dépendante. Aux fins de l'analyse, le coefficient de corrélation de Pearson et la régression linéaire simple ont été utilisés à l'aide de SPSS 13.0. Les résultats obtenus montrent que les variables WCM sont capables d'expliquer l'évolution de la valeur ajoutée du marché à un niveau de confiance de 95%, permettant ainsi au Sidal groupe de planifier la création de valeur en améliorant la gestion du fonds de roulement.

Mots clés: gestion du fonds de roulement, gestion des stocks, gestion des créances, gestion de la trésorerie, création de valeur, valeur ajoutée économique, valeur ajoutée du marché.

Summary:

After the global financial crisis of 2008, or the so-called liquidity crisis, firms were forced to rethink the concept of working capital management as part of the solution to this crisis. Determining the optimal sizes of working capital components can lead to increased operating efficiency, which leads to the provision of conditions of survival and growth, thus creating value. This study aims to test the relationship between the working capital management and value creation through a case study of Sidal group for the period 2005 to 2016. For this purpose, the effect was measured between the working capital variables and the recent indicators for measuring value creation. The independent variables are: the turnover ratios of the working capital and its components, the ratio of investment in working capital and its components, the ratio of working capital financing. The dependent variables are: economic value added, market value added, total shareholders return and market to book ratio. To test the hypotheses of the study, emphasis was placed on the market value added as a dependent variable. For the purposes of analysis, Pearson correlation coefficient and simple linear regression were used using SPSS 13.0. The results obtained show that the WCM variables are capable of explaining the change in the MVA at a 95% confidence level, allowing the SIDAL group to plan for value creation by improving the management of working capital.

Keywords: working capital management, inventory management, receivables management, cash management, value creation, economic value added, market value added.

الاهداء

اهدي ثمرة هذا العمل المتواضع الى الوالدين الكريمين، حفظهما الله ورحمهما.

الى الاخوة و الاخوات

الى ابناء اخي

الى كل الاقارب و الأصدقاء و الزملاء

الى كل من ساهم في اتمام هذا العمل

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلوة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا محمد
وعلى آله وصحبه ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين، وبعد..

الشكر لله تعالى على فضله و توفيقه لإتمام هذا العمل، فله الحمد أولاً وآخراً، على
كل حال وفي كل حين.

ثم أشكر كل الذين سمرروا على تدريسي، خلال مشواري الدراسي، الابتدائي،
المتوسط، الثانوي و الجامعي.

كما أشكر أستاذي المشرف على الأطروحة، فضيلة الأستاذ الدكتور / سالم جمال
الذي لم يتردد يوماً في مساعدتي، حيث كان يثني على البحث، ويقوي عزيمتي
عليه فله من الله الأجر ومني كل تقدير.

كما أشكر القائمين على جامعة باجي مختار - عنابة بصفة عامة و كلية العلوم
الاقتصادية و علوم التسيير بصفة خاصة، فحفظهم الله ووفقهم لكل خير لما يبذلونه
من اهتمام وطلبة العلم.

كما أشكر كل من ساعدني على اتمام هذا العمل من قريب أو بعيد.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر إلى السادة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على
قبولهم مناقشة هذه الأطروحة و صرفهم جزء من وقتهم الثمين لأجل قراءتها.

فهرس المحتويات

الصفحة	التعيين
	التصريح
	الملخص باللغة العربية
	الملخص باللغة الفرنسية
	الملخص باللغة الانجليزية
	الاهداء
	التقدير و الشكر
	فهرس المحتويات
	قائمة الاشكال
	قائمة الجداول
	قائمة المختصرات و الرموز
أ_ ذ	المقدمة
98_1	الفصل الاول: ادارة راس المال العامل و مكوناته
2	تمهيد
24_3	المبحث الاول: راس المال العامل و ادارته
10_3	المطلب الاول: مفهوم و اصناف راس المال العامل
14_10	المطلب الثاني: طبيعة راس المال العامل
19_15	المطلب الثالث: ادارة راس المال العامل
24_20	المطلب الرابع: سياسات الاستثمار في راس المال العامل
44_25	المبحث الثاني: تمويل راس المال العامل
29_25	المطلب الاول: التمويل باستخدام الاموال الخاصة
35_29	المطلب الثاني: التمويل باستخدام الديون
40_35	المطلب الثالث: سياسات تمويل راس المال العامل
44_40	المطلب الرابع: علاقة راس المال العامل بالأزمة المالية 2008
63_45	المبحث الثالث: ادارة المخزون
52_45	المطلب الاول: طبيعة الاستثمار في المخزون
54_52	المطلب الثاني: ماهية ادارة المخزون
60_54	المطلب الثالث: تقنيات ادارة المخزون
63_61	المطلب الرابع: مقاييس كفاءة ادارة المخزون

80_64	المبحث الرابع: ادارة الذمم المدينة
68_64	المطلب الاول: طبيعة الاستثمار في الذمم المدينة
70_68	المطلب الثاني: ماهية ادارة الذمم المدينة
75_70	المطلب الثالث: سياسة الائتمان و سياسة التحصيل
80_75	المطلب الرابع: كفاءة ادارة حسابات الذمم المدينة
99-81	المبحث الخامس: ادارة النقدية
84-81	المطلب الاول: ماهية النقدية و ادارة النقدية
90-84	المطلب الثاني: تقنيات ادارة النقدية
95-91	المطلب الثالث: موازنة النقدية
98-95	المطلب الرابع: إدارة الإستثمارات المؤقتة
99	ملخص الفصل الاول
195_100	الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة
101	تمهيد
116-102	المبحث الاول: مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي
106-102	المطلب الاول: ماهية القيمة
112-106	المطلب الثاني: آراء الاقتصاديين حول القيمة و مصدرها
116-113	المطلب الثالث: نظريات القيمة
134-117	المبحث الثاني: مفهوم القيمة في الفكر المالي
119-117	المطلب الاول: الاستثمار و القيمة
124-120	المطلب الثاني: نظريات الهيكل المالي و القيمة
128-124	المطلب الثالث: سياسة توزيع الارباح و القيمة
134-128	المطلب الرابع: القيمة المحددة من خلال توازن السوق
155-135	المبحث الثالث: خلق القيمة
141-135	المطلب الاول: ماهية خلق القيمة
149-141	المطلب الثاني: ادوات، مصادر و استراتيجيات خلق القيمة
153-150	المطلب الثالث: خلق القيمة و حوكمة الشركات
155-153	المطلب الرابع: خلق القيمة و نظرية الوكالة
172-156	المبحث الرابع: تكلفة راس المال
161-156	المطلب الاول: ماهية تكلفة راس المال
169-161	المطلب الثاني: حساب تكلفة راس المال
172-169	المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال

194-173	المبحث الخامس: قياس خلق القيمة
180-174	المطلب الاول: المؤشرات المحاسبية
183-181	المطلب الثاني: المؤشرات المحاسبية المالية
186-184	المطلب الثالث: المؤشرات المالية
194-186	المطلب الرابع: مؤشرات السوق و نماذج خط القيمة
195	خلاصة الفصل الثاني
298_196	الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)
197	تمهيد
220-198	المبحث الاول: تقديم مجمع صيدال
200-198	المطلب الاول: صناعة الادوية في العالم
212-201	المطلب الثاني: مجمع صيدال
217-213	المطلب الثالث: مؤشرات النشاط لمجمع صيدال
220-218	المطلب الرابع: مؤشرات البورصة لمجمع صيدال
-221	المبحث الثاني: الاطار العام للدراسة التطبيقية
228-221	المطلب الاول: مجتمع و عينة الدراسة، الطريقة المستخدمة، متغيرات الدراسة
238-229	المطلب الثاني: حساب و تحليل قيم متغيرات راس المال العامل
251-239	المطلب الثالث: حساب و تحليل قيم متغيرات خلق القيمة
263-252	المبحث الثالث: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
258-252	المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و (EVA)
260-259	المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و (EVA)
261-260	المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و (EVA)
263-261	المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و (EVA)
280-264	المبحث الرابع: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA)
270-264	المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و (MVA)
273-270	المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و (MVA)
276-273	المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و (MVA)
280-276	المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و (MVA)
-281	المبحث الخامس: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة ل (M/B) و (TSR)
287-281	المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و (M/B)
288-287	المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و (M/B)
291-288	المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و (M/B)

296-292	المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و (M/B)
298-296	المطلب الخامس: تأثير متغيرات راس المال العامل على العائد الكلي للمساهم
299	خلاصة الفصل الثالث
308_300	الخاتمة
	المراجع
	الملاحق

قائمة الاشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1_1)	انواع راس المال العامل حسب المفهوم	08
(2_1)	انواع راس المال العامل و مصادر تمويلها	10
(3-1)	دورة التشغيل	13
(4_1)	اهداف مالية المؤسسة	18
(5_1)	سياسات الاستثمار في راس المال العامل	20
(6-1)	الحجم الامثل لراس المال العامل	23
(7-1)	السياسة المتحفظة	36
(8-1)	السياسة الهجومية	37
(9-1)	السياسة المعتدلة	38
(10-1)	المبادلة بين العائد و المخاطرة باستخدام استراتيجيات ادارة راس المال العامل	39
(11-1)	اثار الازمة المالية و الاقتصادية على راس المال العامل للمؤسسة	44
(12_1)	الحجم الاقتصادي للطلبية	59
(13_1)	مفاهيم اساسية للاستثمار في الحسابات المدينة	76
(14_1)	المستوى الامثل للاتتمان	79
(15_1)	نموذج بومول	88
(16_1)	نموذج ميلر و اور	89
(17_1)	خطوات اعداد الموازنة النقدية	94
(1-2)	الجوانب المختلفة لخلق القيمة	138
(2-2)	العوامل المحددة لقيمة المؤسسة	140
(3_2)	ادوات خلق القيمة	143
(4_2)	المصادر الاساسية لخلق القيمة	145
(5-2)	الاستراتيجية التنافسية لخلق القيمة	146
(6-2)	الاستراتيجية التنظيمية لخلق القيمة	147
(7-2)	الاستراتيجية المالية لخلق القيمة	148
(8-2)	استراتيجية المحفظة لخلق القيمة	149
(9_2)	وجهتي النظر لتكلفة راس المال	158
(10_2)	العلاقة بين التكلفة و حجم الاستثمارات	159
(11_2)	التكلفة المرجحة لراس المال	170
(12_2)	تطور المؤشرات المالية	173
(13-2)	تحليل نسب المردودية المالية و راس المال العامل	178
(14_2)	تعديلات مقترحة من طرف Stern Stewart لحساب (EVA)	182
(15_2)	نموذج رفع القيمة	192
(16_2)	نموذج مصفوفة الربحية	193
(17_2)	نموذج ماكنزي	194

205	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	(1-3)
212	قيمة التداول لاسهم مجمع صيدال	(2_3)
214	تطور الانتاج لمجمع صيدال	(3_3)
215	تطور الموارد البشرية للمجمع	(4_3)
217	تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال	(5_3)
219	الرسملة البورصية للمجمع	(6_3)
220	تطور مؤشر التوزيعات حسب السهم	(7_3)
220	تطور مؤشر الربح حسب السهم	(8_3)
231	نسبة الاستثمار في راس المال العامل في مجمع صيدال	(9_3)
232	نسبة التمويل قصير الاجل في المجمع	(10_3)
244	نسب الاموال الخاصة و نسب الديون	(11_3)
246	القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) خلال فترة الدراسة	(12_3)
248	القيمة السوقية المضافة (MVA) خلال فترة الدراسة	(13_3)
249	نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية	(14-3)
251	العائد الكلي للمساهم (TSR) خلال فترة الدراسة	(15_3)

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	مزايا و عيوب التمويل الذاتي	27
(2-1)	مزايا و عيوب الاسهم العادية	28
(3-1)	مزايا و عيوب الاسهم الممتازة	29
(4-1)	مزايا و عيوب السندات	31
(1_2)	التشوهات السعرية الملاحظة في اسواق راس المال	132
(2_2)	مضمون نظرية المالية السلوكية	134
(3_2)	تصنيف اليات حوكمة الشركات	152
(1-3)	الاسواق الاساسية للأدوية في العالم لسنة 2017	200
(2-3)	البطاقة التقنية لمجمع صيدال	209
(3_3)	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	210
(4_3)	مستوى الاقبال على اسهم مجمع صيدال	211
(5_3)	تطور الانتاج لمجمع صيدال	213
(6_3)	تطور الموارد البشرية للمجمع	215
(7_3)	تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال	216
(8_3)	الرسملة البورصية للمجمع	218
(9_3)	معدل دوران راس المال العامل لمجمع صيدال	229
(10_3)	نسبة الاصول المتداولة الى الاصول الثابتة لمجمع صيدال	230
(11_3)	نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول للمجمع	231
(12_3)	معدل دوران المخزون لمجمع صيدال	233
(13-3)	نسبة الاستثمار في المخزون خلال فترة الدراسة	234
(14_3)	معدل دوران الذمم المدينة خلال فترة الدراسة	235
(15-3)	نسبة الاستثمار في الذمم المدينة خلال فترة الدراسة	236
(16_3)	معدل دوران النقدية خلال فترة الدراسة	237
(17-3)	نسبة النقدية الى الاصول الجارية خلال فترة الدراسة	238
(18_3)	العائد على الاموال المستثمرة (ROCE) خلال فترة الدراسة	239
(19_3)	تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها الدفترية	240
(20_3)	تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية	241
(21_3)	تكلفة الاموال المقترضة	242
(22_3)	نسب الاموال الخاصة و نسب الديون	243
(23_3)	التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال وفق القيمة السوقية	245
(24_3)	القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) خلال فترة الدراسة	245
(25_3)	القيمة السوقية المضافة (MVA) خلال فترة الدراسة	247
(26_3)	نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) خلال فترة الدراسة	248
(27_3)	العائد الكلي للمساهم (TSR) خلال فترة الدراسة	250

252	متغيرات راس المال العامل الاجمالي و EVA	(28-3)
253	مصفوفة الارتباط (راس المال العامل الاجمالي و EVA)	(29-3)
255	نتائج تقدير نموذج الانحدار (WCTR- EVA)	(30-3)
256	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CATTA- EVA)	(31-3)
258	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CLTTA- EVA)	(32-3)
259	متغيرات ادارة المخزون و EVA	(33-3)
259	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و EVA)	(34-3)
260	متغيرات ادارة الذمم المدينة و EVA	(35-3)
261	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و EVA)	(36-3)
262	متغيرات ادارة النقدية و EVA	(37-3)
262	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و EVA)	(38-3)
264	متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و MVA	(39-3)
265	مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و MVA)	(40-3)
266	نتائج تقدير نموذج الانحدار (WCTR- MVA)	(41-3)
268	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CATTA- MVA)	(42-3)
269	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CLTTA- MVA)	(43-3)
270	متغيرات ادارة المخزون و MVA	(44-3)
271	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و MVA)	(45-3)
272	نتائج تقدير نموذج الانحدار (ITCA- MVA)	(46-3)
273	متغيرات ادارة الذمم المدينة و MVA	(47-3)
274	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و MVA)	(48-3)
275	نتائج تقدير نموذج الانحدار (ARTCA- MVA)	(49-3)
276	متغيرات ادارة النقدية و MVA	(50-3)
277	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و MVA)	(51-3)
278	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CTR- MVA)	(52-3)
279	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CTCA- MVA)	(53-3)
281	متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و M/B	(54-3)
282	مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و M/B)	(55-3)
283	نتائج تقدير نموذج الانحدار (WCTR- M/B)	(56-3)
285	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CATTA- M/B)	(57-3)
286	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CLTTA- M/B)	(58-3)
287	متغيرات ادارة المخزون و M/B	(59-3)
288	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و M/B)	(60-3)
289	متغيرات ادارة الذمم المدينة و M/B	(61-3)
289	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و M/B)	(62-3)
291	نتائج تقدير نموذج الانحدار (ARTCA- M/B)	(63-3)
292	متغيرات ادارة النقدية و M/B	(64-3)

293	مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و M/B)	(65-3)
294	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CTR- M/B)	(66-3)
295	نتائج تقدير نموذج الانحدار (CTCA- M/B)	(67-3)
297	متغيرات راس المال العامل بصفة كلية و TSR	(68-3)
297	مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة كلية و TSR)	(69-3)

قائمة المختصرات و الرموز

الرمز	الدلالة باللغة الاصلية	الدلالة باللغة العربية
ROE	Return On Equity	العائد على حقوق الملكية
NPV	Net Present Value	القيمة الحالية الصافية
CAF	Capacité d'Autofinancement	القدرة على التمويل الذاتي
MRB	Material Review Board	لوحة مراجعة المواد
WIP	Work-in-process	المواد قيد التشغيل
MRO	Maintenance, Repair and Operation	مستلزمات الصيانة والإصلاح والتشغيل
APICS	American Production and Inventory Control Society	شركة الإنتاج والمخزون الأمريكية
HML	High, Medium, Low	اعلى، متوسط، ادنى
VED	Vital, Essential, Desirable	حيوية، ضرورية، مرغوبة
FSN	Fast, Slow, Non Moving	سريعة الحركة، بطيئة الحركة، غير متحركة
SDE	Scarce, Difficult, Easy	مواد نادرة، صعبة الحصول عليها، سهلة الحصول عليها
GOLF	Government, Ordinarily, Local, Foreign	عرض حكومي، متوفر بشكل عادي، متوفر محلي، مصدر اجنبي
SOS	Seasonal, Off-Seasonal	مواد موسمية، مواد غير موسمية
JIT	Just In Time	نظم التوريد والانتاج عند الحاجة
EOQ	Economic Order Quantity	الحجم الاقتصادي للطليبة
OPA	offres publiques d'achat	عروض الاستحواذ
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
M-V	Mean-Variance	الوسط الحسابي - التباين
CAPM	Capital asset pricing model	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
PT	Prospect theory	نظرية التوقع
EUT	Expected Utility Theory	نظرية المنفعة المتوقعة
YTM	Yield To Maturity	العائد لفترة الاستحقاق
IRR	Internal Rate of Return	معدل العائد الداخلي
EPS	Earnings per share	عائد السهم
EBIT	Earnings before interest and taxes	الارباح قبل الفوائد و الضرائب
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization	الارباح قبل الفائدة، الضريبة، حصص التندني و الاهتلاك
ROCE	Return On Capital Employed	العائد على راس المال المستثمر
CFROI	Cash Flow Return on Investment	عائد التدفق النقدي على الاستثمار
NOPAT	Net Operating Profit After Tax	صافي ربح التشغيل بعد الضريبة
EVA	Economic Value Added	القيمة الاقتصادية المضافة
CRR	Cash Recovery Rates	معدلات استرداد النقد
EBE	L'excédent brut d'exploitation	إجمالي فائض التشغيل
AIB	Actif Immobilisé Brute	الأصول الثابتة الإجمالية

احتياجات رأس المال العامل	Besoin en Fonds de Roulement	BFR
إجمالي الاستثمار	Gross investment	GI
إجمالي التدفقات النقدية	Gross Cash-Flow	GCF
التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	Weighted Average Cost Of Capital	WACC
العائد على رأس المال المستثمر	Return On Invested Capital	ROIC
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
العائد الكلي للمساهم	Total shareholder return	TSR
نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية	Market to Book Ratio	M/B
القيمة السوقية	Market Value	MV
القيمة الدفترية	Book Value	BV
رأس المال المستثمر	Capital Invested	CI
القيمة النقدية المضافة	Cash Value Added	CVA
التدني الاقتصادي	Economic Depreciation	ED
رفع القيمة	Levier de Valeur	I _v
القيمة الاقتصادية	Valeur Economic	VE
المؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية	Pharmacie Centrale Algérienne	PCA
الربح حسب السهم	Bénéfice Par Action	BPA
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse	COSOB
شركة تسيير بورصة القيم المنقولة	La Société de Gestion de la Bourse des Valeurs Mobilières	SGBV
معدل دوران رأس المال العامل	Working Capital Turnover Ratio	WCTR
نسبة الاستثمار في رأس المال العامل	Current Assets To Total Assets	CATTA
نسبة تمويل رأس المال العامل	Current Liabilities To Total Assets	CLTTA
معدل دوران المخزون	Inventory Turnover Ratio	ITR
نسبة الاستثمار في المخزون	Inventory To Current Assets	ITCA
معدل دوران الذمم المدينة	Accout Receivables Turnover Ratio	ARTR
نسبة الاستثمار في الذمم المدينة	Accout Receivables To Current Assets	ARTCA
معدل دوران النقدية	Cash Turnover Ratio	CTR
نسبة النقدية الى الاصول المتداولة	Cash To Current Assets	CTCA
الحزمة الاحصائية للعلوم الاجتماعية	Statistical Package for the Social Sciences	SPSS

المقدمة

المقدمة:

تركز النظرية المالية المعاصرة على خلق القيمة كهدف حديث و استراتيجي للمؤسسة الاقتصادية و الذي يتحقق من خلال تعظيم قيمتها على المستويين، الداخلي و الخارجي. لبلوغ هذا الهدف كان هناك اهتمام بعدة جوانب منها: زيادة استخدام الديون (الرفع المالي)، اختيار المعلومات و تكنولوجيا التصنيع للقيام بعمليات الاستغلال و محاولة تطوير استراتيجيات التسويق المحلي و الدولي لبيع المنتج، لكن بعد الازمة المالية العالمية لسنة 2008 او ما يسمى بأزمة السيولة، اضطرت المؤسسات الى اعادة الاعتبار الى الطرق الخاصة بتحسين الربحية، تخفيض التكاليف و كفاءة التشغيل، اي إدارة راس المال العامل و الذي لم تول له المؤسسات اهتماما كافيا في السنوات السابقة. ان تحقيق التوازن بين الاصول المتداولة و الخصوم المتداولة و كذلك تحقيق التوازن بين المبيعات و كل فقرة من فقرات الاصول المتداولة بهدف توفير السيولة الكافية، تحقيق الربحية و الحد من المخاطر؛ من شأنه توفير شروط البقاء و النمو و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، على العكس من ذلك، فان فشل المؤسسة في تحقيق مثل هذا التوازن يؤدي الى ظهور المشاكل المتعلقة بالسيولة و بالتالي تفاقم المشاكل المالية التي قد تؤدي الى تصفية المؤسسة و خروجها من النشاط.

تعتبر ادارة راس المال العامل عنصرا هاما في الادارة المالية للمؤسسة لأنها تؤثر بشكل مباشر على ربحيتها، سيولتها و مخاطرها. فالتأثير السلبي او الايجابي على ربحية الشركة من شأنه ان يكون له تأثير سلبي او ايجابي على ثروة المساهمين، و باعتبار ان هؤلاء يسعون دائما الى زيادة ثروتهم، فلا بد ان يتمتع اداء الادارة بالكفاءة، حيث يؤثر كل قرار يتم اتخاذه فيما يتعلق براس المال العامل بشكل كبير على الاداء التشغيلي، و الذي يمكن بدوره ان يؤدي الى زيادة او نقصان في قيمة الشركة و ثروة مساهميها.

تشمل ادارة راس المال العامل الحفاظ على مستويات مناسبة من الاصول المتداولة و الخصوم المتداولة من طرف الشركة، مما يؤدي الى زيادة قيمتها، اي ان هناك مستوى معين من راس المال العامل يؤدي الى زيادة الارباح الى اقصى حد ممكن مع الحفاظ على السيولة و بالتالي تحقيق الهدف النهائي الذي تسعى الشركة للوصول اليه.

ان الحفاظ على التوازن الامثل بين مكونات راس المال العامل يعتبر هدفا اساسيا للإدارة المالية، فالزيادة في حجم الاستثمار في هذه المكونات بأكثر من المستوى الامثل من شأنه ان يؤدي الى زيادة الاصول دون زيادة مناسبة في العائد مما يؤدي الى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، و هذا يؤثر سلبا على قيمة الشركة. كما ان النقصان في حجم الاستثمار في مكونات راس المال العامل عن المستوى الامثل من شأنه ان يؤدي الى

نقصان في الاصول مع زيادة في معدل العائد على الاستثمار، لكنه يؤدي الى زيادة المخاطر و بالتالي يؤثر سلبا على قيمة الشركة.

ان تحديد المزيج الامثل لتمويل راس المال العامل، يعتبر ايضا هدفا اساسيا لإدارة راس المال العامل اذ من شأنه تخفيض تكلفة التمويل الى ادنى حد لها، مما يؤدي الى التأثير الايجابي على قيمة الشركة.

الاشكالية و الاسئلة الفرعية:

ان تحديد العوامل التي من شأنها ان تؤدي الى خلق القيمة او تدميرها يعتبر امرا في غاية الاهمية بالنسبة للشركة. و لعل هذا يقودنا الى التساؤل الجوهرى التالي:

الى اي مدى تساهم ادارة راس المال العامل كقرارات قصيرة اجل في خلق القيمة كهدف استراتيجي؟

يمكن تجزئة هذا السؤال الى الاسئلة الفرعية التالية:

- هل يمكن تفسير خلق القيمة من خلال ادارة راس المال العامل في المؤسسة الاقتصادية؟
- هل الادارة السليمة للمخزون تؤثر على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية؟
- هل الادارة السليمة للذمم المدينة تؤثر على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية؟
- هل الادارة السليمة النقدية و ما يماثلها تؤثر على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية؟

فرضيات الدراسة:

كإجابة مبدئية على هذه الاسئلة الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

الفرضية الاساسية الاولى: ادارة راس المال العامل قادرة على تفسير خلق القيمة

يمكن تقسيم هذه الفرضية الى الفرضيات الفرعية التالية:

- **الفرضية الفرعية الاولى:** معدل دوران راس المال العامل يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.
- **الفرضية الفرعية الثانية:** نسبة الاستثمار في راس المال العامل تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

- الفرضية الفرعية الثالثة: نسبة التمويل قصير الاجل تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

الفرضية الاساسية الثانية: الادارة السليمة للمخزون كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. يمكن تقسيم هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران المخزون يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في المخزون تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

الفرضية الاساسية الثالثة: الادارة السليمة للذمم المدينة كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. يمكن تقسيم هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران الذمم المدينة يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في الذمم المدينة تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

الفرضية الاساسية الرابعة: الادارة السليمة للنقدية كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. يمكن تقسيم هذه الفرضية الى الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران النقدية يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في النقدية تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%.

اهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة الى بيان ما يلي:

- مفهوم ادارة راس المال العامل و مكوناته المتمثلة في: المخزون، الذمم المدينة، النقدية؛

- مفهوم خلق القيمة في مجال الادارة المالية و اهم النماذج المستخدمة لقياسه؛

- تقييم اثر ادارة راس المال العامل على خلق القيمة؛
- تقييم اثر ادارة المخزون كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل على خلق القيمة؛
- تقييم اثر ادارة المخزون كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل على خلق القيمة؛
- تقييم اثر ادارة النقدية كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل على خلق القيمة،

اهمية الدراسة: تتمثل اهمية الدراسة في:

- اهمية ادارة راس المال العامل باعتباره قرارات استثمار قصيرة الاجل؛
- اهمية مفهوم خلق القيمة كهدف استراتيجي للمؤسسة؛
- اهمية العلاقة بين ادارة راس المال العامل و خلق القيمة و نمذجة هذه العلاقة؛
- المساعدة على التخطيط الافضل و الادارة الفعالة للشركات،
- تقديم صورة واضحة للعلاقة بين ادارة راس المال العامل و خلق القيمة.
- المساعدة على اتخاذ القرارات بالنسبة للإدارة المالية؛
- المساعدة على توفير المعلومات للأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة فيما يتعلق بكفاءة ادارة راس المال العامل و علاقته بخلق القيمة.

الدراسات السابقة: في اطار هذه الدراسة هناك العديد من الدراسات السابقة منها:

دراسة (ROBERT KIESCHNICK & al 2013): عنوان الدراسة هو: Working Capital Management and Shareholders' Wealth اي ادارة راس المال العامل و ثروة حملة الاسهم، و هي مقالة علمية منشورة في مجلة المالية العدد 17 / 2013، من طرف جامعة اوكسفورد. حيث كانت دراسة تجريبية للعلاقة بين ادارة راس المال العامل و ثروة حملة الاسهم في شركات امريكية للفترة من 1990 الى 2006. تم التوصل الى ان زيادة الاستثمار في الذمم المدينة له تأثير كبير على ثروة حملة الاسهم مقارنة بزيادة الاستثمار في المخزون.

دراسة (Amir Mosazadeh, Azim Aslani & Mohammad Hassanzadeh 2015): بعنوان:

The relationship between the measures of working capital and economic value added (EVA) a case study of companies listed on the Tehran Stock Exchange العلاقة بين مقاييس رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) دراسة حالة للشركات المدرجة في بورصة طهران. و هي مقالة علمية منشورة في المجلة الدولية للدراسات الانسانية و الثقافية، المجلد 2 العدد

2015/2. الهدف من الدراسة هو فحص العلاقة بين مقاييس رأس المال العامل والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في الشركات المدرجة في بورصة طهران. يتكون مجتمع الدراسة من 430 شركة التي تم قبولها في بورصة طهران حتى عام 2008. اما عينة الدراسة فتتكون من 127 شركة للفترة من 2009 الى 2012. تتضمن مقاييس إدارة رأس المال العامل: فترة تحصيل المستحقات، وفترة دوران المخزون، وفترة سداد الديون، ودورة التحويل النقدي. من خلال نتائج هذه الدراسة اتضح أن إدارة رأس المال العامل مرتبطة بالقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات المدرجة في بورصة طهران. وبعبارة أخرى، هناك علاقة بين فترة سداد الديون و EVA، وفترة تحصيل المستحقات و EVA، وفترة سداد الديون و EVA. كما أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين دوران المخزون والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للشركات المدرجة في بورصة طهران.

دراسة (R.M.S. Bandara 2015): بعنوان: Impact of Working Capital Management Policy on Market Value Addition، اي أثر سياسة إدارة رأس المال العامل على إضافة القيمة السوقية، و هي مقالة علمية منشورة في المجلة العالمية للبحوث المعاصرة في المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات الأعمال (GJCRA)، المجلد 1 العدد 2015/2. الهدف من هذه الدراسة هو دراسة تأثير سياسة إدارة رأس المال العامل (WCMP) على قيمة الشركة في الشركات السريلانكية، حيث تم جمع البيانات من 74 شركة مدرجة في بورصة كولومبو (CSE)، تغطي سبعة قطاعات أعمال في فترة العينة من 10/2009 إلى 2014/2013 والتي تضم 370 ملاحظة للسنة. تم استخدام سياسة استثمار رأس المال العامل للشركة (WCIP) وسياسة تمويل رأس المال العامل (WCFP) كمتغيرات مستقلة، و القيمة المضافة للسوق (MVA) كمتغير تابع في الدراسة. من خلال نتائج هذه الدراسة اتضح ان كل من WCIP و WCFP له علاقة سلبية مع MVA. وأظهرت النتائج علاقة سلبية كبيرة بين درجة عدوانية WCIP و MVA من الشركات في سريلانكا. وقدمت أدلة على أن الحد الأدنى لمستوى الاستثمار في الأصول المتداولة يؤدي إلى ارتفاع القيمة المضافة السوقية في الشركات في سريلانكا.

دراسة (Sherry Bulin & al 2016): بعنوان: Impact of working capital management on firm's profitability، اي اثر ادارة راس المال العامل على ربحية الشركة، و هي مقالة علمية منشورة في المجلة الدولية لإدارة الاعمال و المحاسبة العدد 2016/4، بمليزيا. هدفت الدراسة الى اثبات اثر ادارة راس المال العامل على الربحية في عينة من الشركات الماليزية المدرجة في البورصة خلال الفترة 2011 الى 2015. تم الاعتماد على معدل العائد على الاصول كمتغير تابع، اما المتغيرات المستقلة فهي معدل دوران المخزون، دورة التحويل

النقدي، فترة التحصيل و معدل دوران راس المال العامل. كشفت الدراسة على وجود علاقة ذات دلالة بين دورة التحويل النقدي و العائد على الاصول.

دراسة (Tanveer Bagh & Muhammad Imran Nazir 2016): بعنوان: The Impact of Working Capital Management on Firms Financial Performance اي اثر ادارة راس المال العامل على الاداء المالي للشركات، و هي مقالة علمية منشورة في المجلة الدولية للاقتصاد و القضايا المالية العدد 2016/6، في باكستان. الهدف من الدراسة هو استكشاف تأثير ادارة راس المال العامل على الاداء المالي في عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة باكستان، و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2005 الى 2014. تم استعمال دوران المخزون، دورة التحويل النقدي، متوسط فترة التحصيل و متوسط فترة التسديد كمتغيرات مستقلة، اما المتغير التابع الذي يعبر على قوة الاداء فقد تم التعبير عنه من خلال معدل العائد على الاصول، العائد على حقوق الملكية، الربح حسب السهم. نتائج الانحدار كشفت عن وجود اثر سلبي و هام لكل من متوسط فترة الدفع، دوران المخزون و دورة التحويل النقدي، على معدل العائد على الاصول. لكن متوسط فترة التحصيل لها تأثير ايجابي و هام على معدل العائد على الاصول. لكن متوسط فترة الدفع له تأثير سلبي و هام على العائد على حقوق الملكية. دوران المخزون له تأثير سلبي هام على الربح حسب السهم.

اما الدراسة الحالية فتختلف عن الدراسات السابقة من حيث تركيزها على معدلات دوران كل من راس المال العامل و مكوناته كمتغيرات مستقلة و القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع وذلك من خلال دراسة حالة لمجمع صيدال. تتمثل المتغيرات المستقلة في: معدل دوران راس المال العامل، نسبة الاستثمار في راس المال العامل نسبة تمويل راس المال العامل، معدل دوران المخزون، نسبة الاستثمار في المخزون، معدل دوران الذمم المدينة، نسبة الاستثمار في الذمم المدينة، معدل دوران النقدية، نسبة النقدية الى الاصول المتداولة. اما المتغير التابع فيتمثل في القيمة السوقية المضافة و التي تعد من اهم مؤشرات خلق القيمة. حيث تحاول الدراسة اختبار قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير في المتغير التابع، و ذلك على مستوى مجمع صيدال.

مبررات اختيار الموضوع:

تتمثل اسباب تناول هذا الموضوع فيما يلي:

- المساهمة في النقاش القائم حول الموضوع، خاصة بعد الازمة المالية العالمية لسنة 2008، اين رجع الكثير من الباحثين و الكتاب الى ادارة راس المال العامل كجزء من الحل للازمة المالية؛

- موضوع راس المال العامل يمثل انشغالا اساسيا بالنسبة للإدارة المالية، باعتباره يلعب دورا محوريا في نجاح المؤسسة من خلال المحافظة على الربحية و السيولة؛
- موضوع خلق القيمة كهدف استراتيجي للمؤسسة، يمثل كذلك انشغالا اساسيا للإدارة المالية، لكونه يحدد بقاء المؤسسة او خروجها من النشاط؛
- الكشف عن العلاقة بين متغيرات راس المال العامل و خلق القيمة، و ابراز هذه العلاقة بالشكل الذي بالتخطيط الافضل للإدارة المالية؛
- علاقة موضوع البحث بالتخصص العلمي.

تحديد اطار الدراسة:

يتمثل مجال الدراسة في الجانب النظري على دراسة ادارة راس المال العامل اي ادارة الاصول المتداولة المكونة من المخزونات، الذمم المدينة و النقدية؛ اضافة الى الخصوم اللازمة لتمويل الاصول الجارية. و دراسة مفهوم خلق القيمة في مجال الادارة المالية.

اما الجانب التطبيقي فيتمثل في تحليل بيانات مجمع صيدال خلال فترة زمنية تمتد من سنة 2005 الى سنة 2016.

المنهج والأدوات المستخدمة في البحث:

من اجل الاجابة على اشكالية البحث و اختبار الفرضيات التي تم وضعها و اعطاء تفسير علمي للظاهرة محل الدراسة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، اين تم التطرق في الجانب النظري الى اهم الاديات النظرية المتعلقة بكل من ادارة راس المال العامل و مكوناته، و خلق القيمة. اما الجانب التطبيقي فقد اعتمد فيه على منهج دراسة حالة كمنهج مساعد، لدراسة حالة منشأة صناعية دراسة تفصيلية لكل من جانب ادارة راس المال العامل و مكوناته، و جانب خلق القيمة، و ذلك لفترة محددة و محاولة تعميم النتائج المتحصل عليها على باقي السنوات، اضافة الى التخطيط للسنوات القادمة.

لبلوغ اهداف البحث و ابراز اهميته تم استخدام عدة ادوات علمية. بالنسبة للجانب النظري، تم الاعتماد على البحث المكتبي من اجل التأصيل النظري للموضوع، و ذلك من خلال المراجع المتوفرة في المكتبات و المراجع الالكترونية و مخابر البحث المتخصصة. اما الجانب التطبيقي، فقد اعتمد فيه على القوائم المالية و التقارير السنوية لمجالس الادارة للمؤسسة محل الدراسة، من اجل جمع البيانات اللازمة، اضافة الى

التقارير السنوية للبورصة. هذه البيانات تم معالجتها باستخدام برنامج Excel 2010 من اجل استخراج مختلف النسب و المعدلات. اما تحليل الارتباط و الانحدار فقد تم من خلال برنامج SPSS 13.0.

محتويات الدراسة:

لدراسة الموضوع، تم تقسيمه الى ثلاثة فصول، فضلا عن المقدمة و الخاتمة. يتضمن الفصل الاول ادارة راس المال العامل و مكوناته، حيث يتناول ماهية راس المال العامل و ادارته، تمويل راس المال العامل، كما يتطرق الى ادارة المخزون، ادارة الذمم المدينة، و ادارة النقدية، باعتبارها مكونات راس المال العامل. اما الفصل الثاني فيتضمن مفهوم القيمة و خلق القيمة، حيث يتعرض الى مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي، ثم مفهوم القيمة في الفكر المالي، مفهوم خلق القيمة، تكلفة راس المال و ادوات قياس خلق القيمة.

يتضمن الفصل الثالث تقديم مجمع صيدال و مختلف مؤشرات نشاطه، اضافة الى بعض المؤشرات المالية على مستوى البورصة و التي لها علاقة بالموضوع، الاطار العام للدراسة التطبيقية، تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA)، تحليل نتائج الدراسة بالنسبة ل (M/B) و (TSR). حيث تم دراسة تأثير متغيرات راس المال العامل على خلق القيمة، من خلال اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة و تحليل الانحدار.

الفصل الاول

ادارة راس المال العامل و
مكوناته

تمهيد:

تلعب ادارة راس المال العامل دور مهم في زيادة التدفقات النقدية للمؤسسة و تخفيض تكاليفها التشغيلية و التمويلية، الامر الذي من شأنه الحصول على الميزة التنافسية بالمقارنة مع باقي المؤسسات، حيث تشير ادارة راس المال العامل الى سياسة المؤسسة في ادارة و استخدام مكونات راس المال العامل المتمثلة في المخزون، الذمم المدينة و النقدية، و تحديد المزيج الامثل لتمويل هذه المكونات. تساعد ادارة راس المال العامل بشكل فعال في الحفاظ على السير الجيد لدورة التشغيل اي الحد الادنى من الوقت اللازم لتحويل الاصول المتداولة الى نقدية، كما تساعد في تحسين ارباح المؤسسة. كذلك، تتمثل الاهداف الرئيسية لإدارة راس المال العامل في الحفاظ على دورة تشغيل راس المال العامل و ضمان سيره بشكل منظم، و تقليل تكلفة راس المال المنفق على راس المال العامل و زيادة العائد على استثمارات الاصول المتداولة الى اقصى حد.

لهذا سيتم من خلال هذا الفصل، التعرض الى ادارة راس المال العامل و مكوناته في خمسة مباحث، و هي:

المبحث الاول يتناول مفهوم راس المال العامل و ادارته

المبحث الثاني يتناول تمويل راس المال العامل

المبحث الثالث يتناول ادارة المخزون

المبحث الرابع يتناول ادارة الذمم المدينة

المبحث الخامس يتناول ادارة النقدية

المبحث الاول: مفهوم راس المال العامل و ادارته

تنقسم استخدامات الأموال إلى جزأين أساسيين هما الاستخدامات طويلة الأجل و الاستخدامات قصيرة الأجل. تعرف الاستخدامات طويلة الأجل بالاستثمار الثابت او الأصول الثابتة، اين يتم استثمار جزء كبير من الأموال طويلة الأجل. يتم الاحتفاظ بهذه الأصول الثابتة في المؤسسة من اجل كسب الأرباح خلال العمر الاقتصادي لهذه الأصول. لتشغيل عمليات المؤسسة، يلزم أيضاً وجود أصول قصيرة الأجل و التي تعرف بالأصول المتداولة ، كما تعرف ايضاً براس المال العامل.

المطلب الاول: مفهوم و اصناف راس المال العامل

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم راس المال العامل في الفكر الاقتصادي، في الفكر المحاسبي و الفكر المالي، كما يتم التعرض الى اصناف راس المال العامل، من حيث المفهوم و من حيث الدورية.

اولاً_ مفهوم راس المال العامل:

يختلف مفهوم راس المال العامل بين الفكر الاقتصادي و الفكر المحاسبي و الفكر المالي، و ذلك كما يلي:

1- في الفكر الاقتصادي:

يعرف راس المال من الناحية الاقتصادية بانه " جميع العناصر التي يتم انتاجها بواسطة الانسان من اجل استعمالها في عمليات انتاجية لاحقة"⁽¹⁾.

راس المال هو عبارة عن جميع ما انتجه الانسان و يسهم في انتاج السلع و الخدمات النهائية مثل المعدات و الآلات و المكائن و المباني⁽²⁾.

من خلال هذين التعريفين يتضح ان هناك اجماع على ان راس المال هو وسائل الانتاج التي صنعها الانسان لمساعدته في انتاج السلع و الخدمات النهائية، مع استثناء جميع الموارد الطبيعية التي لم يصنعها الانسان، كما ان هذه التعاريف لم تركز على الجانب النقدي او الاموال السائلة باعتبارها ليست اصلاً اقتصادياً

(1) محمود الوادي، ابراهيم خريس، نضال الحواري و ضرار العتيبي، (2007): الاساس في علم الاقتصاد، دون طبعة، عمان: دار اليازوري، ص 49.

(2) يحيى محمد الياس محبوب، (2007): المختصر في التحليل الجزئي، الطبعة الاولى، جدة: خوارزم العلمية، ص1.

و انما هي وسيط في عملية التبادل. هناك عدة انواع لراس المال، لكن سيتم التركيز على انواع راس المال حسب تأثيره بالعملية الانتاجية و هي كما يلي⁽¹⁾:

- راس المال النقدي و راس المال العيني:

يشمل راس المال العيني الآلات و المعدات المستخدمة في العملية الانتاجية و بسبب حاجة المؤسسات الى تقييم راس المال بصورة نقدية فقد نشأ راس المال النقدي الذي يمثل النقود السائلة (كالأسهم و السندات).

- راس المال المنتج و راس المال الايرادي:

راس المال المنتج يستخدم في العملية الانتاجية و يساهم في صنع السلع المختلفة اما راس المال الايرادي فهو الذي يعطي دخلا دون ان يستخدم في العملية الانتاجية (كالأسهم و السندات).

- راس المال الثابت و راس المال المتغير:

راس المال الثابت هو الذي لا تنتهي منفعته من مجرد استخدامه مرة واحدة و يمكن استخدامه حتى يصل الى مرحلة الاهتلاك (المباني، الآلات) اما راس المال المتغير فهو الذي يستخدم مرة واحدة فقط في العملية الانتاجية مثل المواد الخام و الوقود.

- راس مال مادي و راس مال غير مادي:

راس المال المادي هو الذي يمكن استخدامه في العملية الانتاجية لإنتاج السلع و الخدمات مثل الآلات و المواد الخام اما راس المال الغير مادي فهو مساهمة الافراد من ابتكارات و ابداعات في مجال البحث العلمي.

- راس مال عام و راس مال خاص:

راس المال العام يعتبر من ممتلكات الدولة و القطاع الحكومي اما راس المال الخاص فيعتبر من ممتلكات الافراد و القطاعات الخاصة.

- راس مال وطني و راس مال اجنبي:

راس المال الوطني تمتلكه الدولة و مواطنيها بينما راس المال الاتي من مصادر خارجية يعمل في اقتصاديات الدول المختلفة.

(1) محمود الوادي، ابراهيم خريسن نضال الحواري و ضرار العتيبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 50-51.

من خلال ما سبق يظهر ان راس المال العامل في الفكر الاقتصادي هو جزء من راس المال الانتاجي، حيث يضم المواد الخام و السلع نصف مصنعة و المخزون من السلع تامة الصنع التي تسهم في انتاج السلع و الخدمات بصورة مباشرة، و يتغير بتغير مستوى الانتاج.

ب- في الفكر المحاسبي:

يتعامل الفكر المحاسبي مع راس المال العامل من خلال مجموعة الاصول المتداولة حيث تتضمن مجموع القيم الدفترية لكل من النقدية و الاوراق المالية و الحسابات المدينة و اوراق القبض و المخزون السلعي⁽¹⁾.

ج- في الفكر المالي:

يتعامل الفكر المالي مع راس المال العامل من خلال كونه انعكاسا لقرارات استثمار قصيرة الاجل اي تلك الاستثمارات الموجهة الى النقدية و اصول اخرى يمكن تحويلها داخل اطار النشاط الطبيعي للمنشأة الى نقدية و بدون خسارة في قيمتها خلال مدة لا تتجاوز السنة و هو الامر الذي يعكس اصرار الفكر المالي على اعادة النظر في مجموعة الاصول المتداولة و تحويلها الى مجموعة راس المال العامل⁽²⁾.

و حسب كل من الفكر المحاسبي و الفكر المالي يتم التمييز بين نوعين اساسيين لراس المال العامل و هما⁽³⁾:

- راس المال العامل الاجمالي و الذي يقصد به اجمالي الاصول المتداولة.
- راس المال العامل الصافي و الذي يقصد به صافي الاصول المتداولة بعد استبعاد ما يقابلها من خصوم متبادلة.

(1) نبيل عبد السلام شاكر، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية، ص347. (<https://www.kutub->)

(2) نفس المرجع السابق، ص 347. (pdf.com/downloading/9MRJI.html) تاريخ الزيارة: 2015/10/20، 14:20.

(3) نفس المرجع السابق، ص348.

ثانياً_ اصناف راس المال العامل:

يصنف راس المال العامل على اساس المفهوم ، كما يصنف على اساس الدورية، و يمكن توضيح ذلك كما يلي:

ا- على اساس المفهوم:

وفق هذا الاساس يمكن التمييز بين راس المال العامل الصافي، راس المال العامل الاجمالي، راس المال العامل الخاص و راس المال العامل الاجنبي. و فيما يلي شرح لكل صنف:

• راس المال العامل الصافي:

يمثل صافي راس المال العامل الفرق بين الموجودات المتداولة و الالتزامات المتداولة او يمثل الفرق بين الخصوم ذات طبيعة طويلة المدى بما فيها حقوق المساهمين و الاصول ذات الطبيعة طويلة المدى، كما انه الجزء من الموجودات المتداولة الممولة بالتمويل طويل الاجل⁽¹⁾.

كما يعتبر هامش السيولة الذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة، فتحقق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة يؤكد امتلاكها لهامش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات و ضمان استمرار توازن هيكلها المالي⁽²⁾.

و يمكن حسابه بالصيغة التالية⁽³⁾:

من اسفل الميزانية : راس المال العامل الصافي = الاصول المتداولة - الخصوم المتداولة

من اعلى الميزانية: راس المال العامل الصافي = اموال دائمة - اصول ثابتة

مما سبق يتضح ان راس المال العامل الصافي هو الفرق بين الاصول المتداولة و الخصوم المتداولة في تاريخ معين، و يحسب هذا الفرق من اسفل الميزانية؛ و يمكن الحصول على نفس الفرق من اعلى الميزانية و ذلك بطرح الاصول الثابتة من الاموال الدائمة، كما يعتبر هامش امان بالنسبة للدائنين.

⁽¹⁾ شعيب شنوف، (2008): محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الاول، بودواو: مكتبة الشركة الجزائرية، ص214.

⁽²⁾ PATRICK PIGET, (1998): La gestion financière, Paris: Edition Economica, p 89.

⁽³⁾ Claude- Annie Duplat, (2004): Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise, Paris: Librairie Vuibert, P 82.

• راس المال العامل الاجمالي:

راس المال العامل الاجمالي يمثل الاصول ذات طبيعة قصيرة المدى التي هي عبارة عن اجمالي الاصول المتداولة⁽¹⁾. هذا التعريف يقوم على اساس التمييز بين الاصول المتداولة و الاصول الثابتة، فالأولى دائمة الحركة و النشاط و هي في تغير مستمر بعكس الثابتة فهي ساكنة لا تتغير، اذ ان الهدف من الاصول المتداولة كثرة تداولها و سرعة تحويلها و عدم ابقائها على حالها⁽²⁾.

يقصد براس المال العامل حجم الاستثمار المتاح في الموجودات القصيرة الامد، اي الموجودات المتداولة اي الاستثمار في فقرات النقدية و الاستثمارات المؤقتة و الذمم المدينة و المخزون السلعي و غيرها من الفقرات المماثلة⁽³⁾. من خلال التعريفين يتضح ان راس المال العامل الاجمالي هو مجموع الاصول او الموجودات المتداولة.

• راس المال العامل الخاص:

يبين مدى تغطية الاموال الخاصة المتكونة من حقوق الملكية للمساهمين بمفردها للأصول الثابتة، من دون الاستعانة بالجزء المتبقي من الاموال الدائمة و المتمثل في القروض طويلة الاجل، او مدى اكتفاء المؤسسة بالأموال الخاصة من دون الاستعانة بالموارد المالية الاجنبية⁽⁴⁾. هو عبارة عن راس المال العامل الصافي بدون الاخذ بعين الاعتبار الديون الطويلة و المتوسطة لتمويل الاصول الثابتة، فهو عبارة عن الاموال الخاصة الموجهة او تسمح بتمويل الاصول الثابتة و يمكن حسابه بالصيغة التالية⁽⁵⁾:

$$\text{راس المال العامل الخاص} = \text{الاموال الخاصة} - \text{القيم الثابتة}$$

مما سبق يتضح ان راس المال العامل الخاص يمثل جزء من راس المال العامل الصافي. في حالة كونه موجب فهو يدل على ان الاصول الثابتة ممولة من خلال الاموال الخاصة دون الاعتماد على القروض الطويلة و متوسطة الاجل، و ان جزء من الاصول المتداولة ممول من خلال الاموال الخاصة.

(1) شعيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص215.

(2) ايمن الشنطي و عامر شقر، (2005): الادارة و التحليل المالي، الطبعة الاولى، عمان: دار البداية، ص131.

(3) حمزة محمود الزبيدي، (2008): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: الوراق للنشر و التوزيع، ص229.

(4) مبارك لسوس، (2004): التسيير المالي، دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ص39.

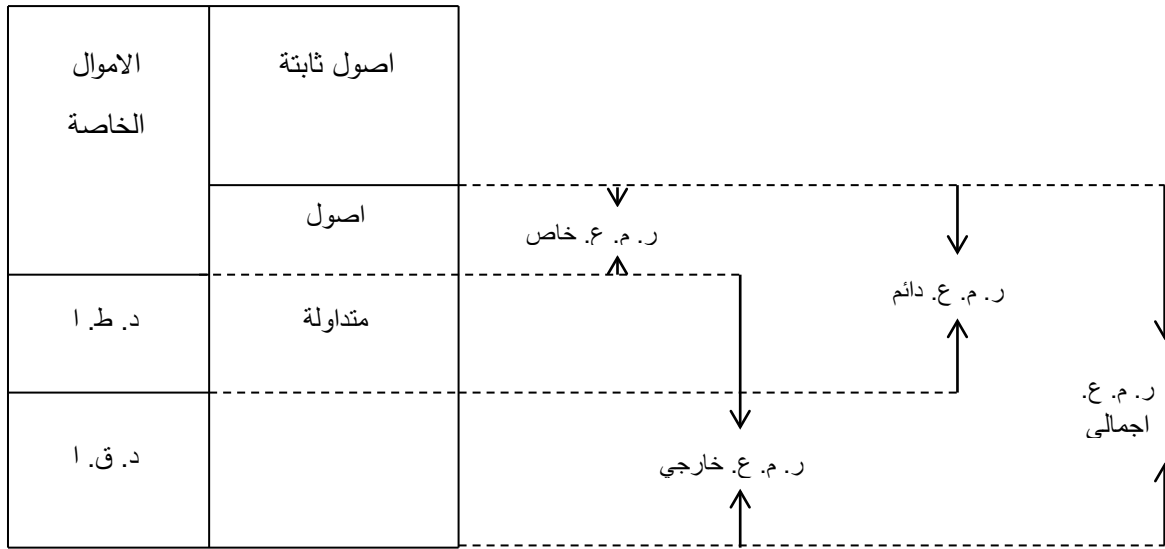
(5) اسماعيل ابراهيم عبد الباقي، (2016): ادارة البنوك التجارية، دون طبعة، عمان: دار غيداء للنشر و التوزيع، ص287.

• راس المال العامل الاجنبي:

هو ذلك الجزء من الديون الخارجية التي تمويل راس المال العامل الاجمالي، او الاصول المتداولة، حيث
 راس المال العامل الاجنبي = مجموع الخصوم - الاموال الخاصة (1).

و هو يمثل مجموع الديون التي بحوزة المؤسسة و التي تحصل عليها من الخارج لتمويل نشاطها و يحسب
 بالعلاقة التالية: الديون قصيرة الاجل مضاف اليها الديون طويلة الاجل او راس المال العامل الاجمالي - راس
 المال العامل الخاص (2).

الشكل رقم (1_1): انواع راس المال العامل حسب المفهوم



المصدر: ناصر دادى عدون، (1999): تقنيات مراقبة التسيير - التحليل المالي - الجزء الاول، الجزائر: دار المحمدية العامة، ص 48.

ب- على اساس الدورية:

وفق هذا الاساس يتم تقسيم راس المال العامل الاجمالي بعد تعريفه بانه مجموع الاصول الجارية على
 اساس الدورية الى قسمين، رأسمال عامل ثابت و رأسمال عامل متغير.

• راس المال العامل الثابت او الدائم:

يمثل الحد الأدنى من الاصول المتداولة (النقد و الاستثمارات المؤقتة و الحسابات المدينة و المخزون
 السلعي) اللازم وجودها داخل شركة الاعمال لمواصلة عملياتها التشغيلية اليومية، و لهذا فهو دائم طالما ان

(1) رائد محمد عبد ربه، (2012): نظرية المنظمة و المؤسسات، الطبعة الاولى، الاردن: الجنادرية للنشر و التوزيع، ص 196.

(2) شعيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص 216.

الفصل الاول: ادارة راس المال العامل و مكوناته

الشركة الاعمال مستمرة في نشاطها التشغيلي و لا يمكن الاستغناء عنه⁽¹⁾، و يتم تمويله من مصادر تمويل طويلة الاجل، و ينقسم هذا النوع الى قسمين:

- **راس المال العامل المبدئي:** الذي يتم تقديره في بداية حياة المشروع. و هو يمثل الحد الأدنى من الاستثمار المطلوب في راس المال العامل بعناصره المختلفة لبدا دورة اعمال المشروع و استمرارها حتى يتخطى المشروع تلك المرحلة الحرجة و يبدأ بعد ذلك في الشراء الاجل و البيع النقدي⁽²⁾.

- **راس المال العامل العادي:** يستمر باستمرار حياة المشروع. و يمثل الحد الأدنى الذي يضمن تداول الاصول المتداولة باستمرار دورة الاعمال عند معدلها العادي و المتعارف عليه⁽³⁾.

• راس المال العامل المتغير او المؤقت:

يستخدم راس المال العامل المتغير لتمويل الاصول المتداولة، التي تكون لازمة و ضرورية لمقابلة عملية استثمارية توسعية، بحكم بعض العوامل التي تكون اما عوامل دورية، او عوامل موسمية، او عوامل طارئة. و يلزم تمويله من مصادر تمويل قصيرة الاجل خلال الفترات التي تستغرقها تلك الظروف المتغيرة. و ينقسم هذا النوع الى ثلاثة انواع فرعية⁽⁴⁾:

- راس المال العامل الموسمي

- راس المال العامل الدوري

- راس المال العامل للطوارئ

اهمية التقسيم على اساس الدورية تكمن في تحديد طريقة التمويل، حيث يتم تمويل راس المال العامل الدائم عن طريق المصادر طويلة الاجل، اما راس المال العامل المتغير فيتم تمويله عن طريق المصادر قصيرة الاجل.

و يمكن توضيح اصناف راس المال العامل على اساس الدورية في الشكل الموالي:

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص354.

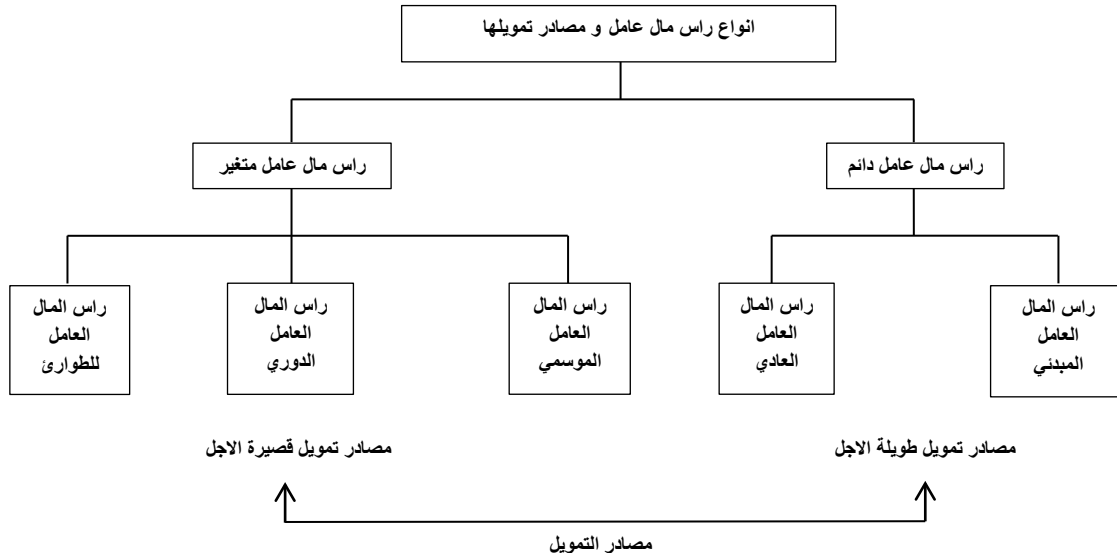
(2) نبيل عبد السلام شاكر، دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات الجديدة، ص 198. (<http://www.books-world.net/feasibility->)

(studies/#download) تاريخ الزيارة: 2016/05/26، 16:20.

(3) نبيل عبد السلام شاكر، الإدارة الفعالة للأموال و المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص355.

(4) وليد ناجي الحياي، (2007): التحليل المالي، منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ص 247.

الشكل رقم (2_1): انواع راس المال العامل و مصادر تمويلها



المصدر: وليد ناجي الحياي، (2007): التحليل المالي، منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك، ص247.

المطلب الثاني: طبيعة راس المال العامل

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مكونات راس المال العامل (الاصول المتداولة)، العوامل المؤثرة على راس المال العامل، دورة راس المال العامل (دورة التشغيل) و معدل دوران راس المال العامل.

اولا_ مكونات راس المال العامل (الاصول المتداولة):

حسب المعيار المحاسبي الدولي رقم 1 و الخاص بعرض البيانات المالية فان الاصول المتداولة تتكون اساسا من⁽¹⁾:

- الخزينة و ما يعادلها
- الاصول الموجهة للبيع او الاستهلاك في اطار دورة الاستغلال العادية للمؤسسة
- الاصول الموجهة للتحقيق في اجل 12 شهر بعد تاريخ الاغلاق
- الاصول التي تم حيازتها من اجل المعاملات

⁽¹⁾ Les normes comptables internationales IAS/IFRS, pages bleues internationales,2008. P15.

حسب النظام المحاسبي المالي الجديد، المادة 21 تحتوي الاصول الجارية على ما يأتي⁽¹⁾:

- الاصول التي يتوقع الكيان تحقيقها او بيعها او استهلاكها في اطار دورة الاستغلال العادية التي تمثل الفترة الممتدة بين اقتناء المواد الاولية او البضائع التي تدخل في عملية الاستغلال و انجازها في شكل سيولة الخزينة.
 - الاصول التي تتم حيازتها اساسا لأغراض المعاملات او لمدة قصيرة، و التي يتوقع الكيان تحقيقها خلال الاثني عشرة شهرا
 - السيولات او شبه السيولات التي لا يخضع استعمالها لقيود
- من خلال المعيار المحاسبي الدولي الاول و المادة 21 من النظام المحاسبي المالي الجديد نلاحظ وجود تطابق في المضمون لان النظام المحاسبي المالي الجديد قائم على اساس المعايير المحاسبية الدولية، حيث يعرف كل منهما الأصول المتداولة بانها الاصول التي تتحول الى نقد جاهز خلال دورة الاستغلال العادية، وتضم اساسا النقدية، المخزون و الذمم المدية.

ثانياً_ العوامل المؤثرة على راس المال العامل:

يتم تحديد راس المال العامل بواسطة الدراسات الدقيقة لجميع التغيرات التي تحدث لنشاط المشروع في جميع الفترات، و تتم دراسته بواسطة استخدام المؤشرات المتحركة او الارقام القياسية للتعبير عن العلاقة بين راس المال العامل بين الفترة الجارية و الفترات السابقة. اذ لا بد من ايجاد علاقة بين راس المال العامل و الطاقة التشغيلية. كذلك قد تتطلب زيادة الاستثمارات في الاصول المتداولة زيادة في حجم الاصول طويلة الاجل⁽²⁾.

يتأثر حجم راس المال العامل بمجموعة من العوامل، هذه الاخيرة لها تأثير على راس المال العامل الصافي كما لها تأثير على راس المال العامل الاجمالي⁽³⁾:

(1) النظام المحاسبي المالي الجديد، الجزائر: دار بلقيس، 2009، ص29.

(2) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 252.

(3) منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل و عبد الناصر نور، (2008): التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثالثة، عمان: دار وائل، ص ص

_ **طبيعة الانتاج:** كلما كانت دورة الانتاج طويلة كانت الحاجة الى راس مال عامل اكبر و بالتالي فان الوحدات الصناعية تحتاج الى راس مال عامل اكبر من الوحدات التجارية و في الصناعات الثقيلة اكبر من الصناعات التحويلية و الغذائية و هكذا.

_ **طبيعة المواد الاولية المستعملة:** اذا كانت المواد الاولية الضرورية للانتاج متوفرة في الاسواق بشكل دائم فانه لا توجد ضرورة لشراء كميات كبيرة منها و تخزينها، اما اذا كانت موسمية فيجب شراؤها عند موسمها و تخزينها.

_ **طبيعة العملية التسويقية:** كلما كانت سرعة دوران المنتجات مرتفعة كلما كانت الحاجة الى راس مال عامل قليلة و العكس صحيح.

_ **طبيعة الائتمان و التحصيل:** فكلما كانت فترة الائتمان الممنوحة للمدينين اقل من فترة تسديد الموردين كانت الحاجة الى حجم اقل من راس المال العامل و العكس صحيح.

مما سبق يتضح ان العوامل السابقة مرتبطة بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة و الذي يلعب دور اساسي في التأثير على حجم راس المال العامل. بالإضافة الى العوامل السابقة يمكن ذكر عوامل اخرى لها تأثيرها على راس المال العامل من حيث الزيادة و النقصان، منها: حجم المبيعات، فكلما كان حجم المبيعات كبير تطلب ذلك حجم كبير من راس المال العامل. العوامل الموسمية، حيث يزداد حجم الطلب في مواسم معينة دون مواسم اخرى مما يتطلب زيادة حجم راس المال العامل. سياسات الاستثمار، حيث تؤثر على راس المال العامل حسب السياسة المنتهجة من طرف الادارة. حجم المؤسسة، فاذا كانت المؤسسة كبيرة الحجم فان ذلك يتطلب حجم كبير من راس المال العامل. هذا اضافة الى عوامل اخرى مثل: افاق النمو، دورة التشغيل و سرعة الدوران، كفاءة التشغيل، هامش الربح، سياسة التوزيع و تعليمات الحكومة. و كل هذه العوامل يمكن اعتبارها كعوامل داخلية او خارجية لها تأثير مباشر او غير مباشر بالزيادة او النقصان في حجم راس المال العامل.

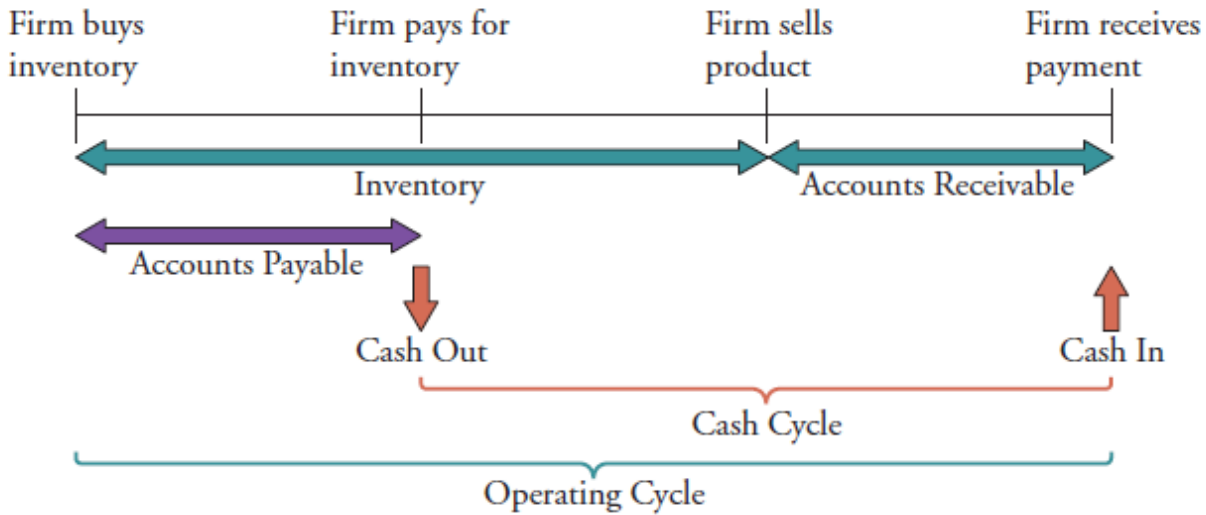
ثالثا_ دورة راس المال العامل (دورة التشغيل):

تعرف دورة التشغيل بانها الفترة الزمنية الممتدة بين الحصول على المخزون و تحصيل النقد من الذمم المدينة⁽¹⁾. كما تعرف ايضا بانها متوسط الفترة الزمنية بين حصول المؤسسة على مخزونها و حصولها على

⁽¹⁾ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe, (2002): Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, USA: The McGraw -Hill Companies, P 669.

النقد الناتج عن بيع منتجاتها⁽¹⁾. اذا دورة التشغيل تستغرق الدورة بأكملها، من الوقت الذي يتم فيه الحصول على المخزون إلى الوقت الذي يتم فيه تحصيل النقود، هذا ما يسمى دورة التشغيل. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-3): دورة التشغيل



source: Jonathan Berk, Peter DeMarzo and Jarrad Harford,(2012): FUNDAMENTALS OF Corporate Finance, SECOND EDITION , UNS: Pearson Education, p 567.

كما يوضح الشكل، فإن دورة التشغيل هي المدة الزمنية التي يستغرقها الحصول على المخزون، وبيعه المنتج، و تحصيل النقود. تتكون هذه الدورة من جزئين اساسيين، الجزء الأول هو الوقت المستغرق للحصول على المخزون وبيع المنتج، و تسمى فترة المخزون. الجزء الثاني هو الوقت الذي يستغرقه تحصيل النقود من الزبائن وهذا ما يسمى فترة الذمم المدينة.

و بالتالي يمكن التعبير عن دورة التشغيل بالمعادلة التالية⁽²⁾:

$$\text{Operating cycle} = \text{Inventory period} + \text{Accounts receivable period}$$

يتضح من خلال الشكل ايضا ان هناك اربعة تواريخ اساسية في دورة التشغيل و التي تؤثر على استثمار الشركة في راس المال العامل، و يمكن تحليلها حسب الخطوات التالية:

⁽¹⁾ Jonathan Berk, Peter DeMarzo and Jarrad Harford, (2012): FUNDAMENTALS OF Corporate Finance, SECOND EDITION , USA: Pearson Education, P 566.

⁽²⁾Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe, Op.cit. p 669.

الفصل الاول: ادارة راس المال العامل و مكوناته

- تقوم المؤسسة بطلب ثم استلام المواد الاولية التي تحتاجها للإنتاج المتوقع بيعه. لان الشركات تشتري المواد الاولية بالأجل فان هذه العملية تؤدي الى ظهور حساب الذمم الدائنة و بالتالي لا يوجد تأثير فوري على التدفق النقدي.
- العمل يستعمل لتحويل المواد الاولية الى منتجات تامة، و بالتالي الاجور المتراكمة تضاف الى حساب الذمم الدائنة.
- المنتجات التامة يتم بيعها بالأجل مما يؤدي الى ظهور حساب الذمم المدينة، اي لا يوجد تدفق نقدي داخل فورا.
- في وقت معين قبل دخول النقد، يجب على المؤسسة تسديد حساب الذمم الدائنة و الاجور المتراكمة، و هذا التدفق النقدي الخارج يجب ان يمول.
- تكتمل الدورة عند تحصيل حساب الذمم المدينة. في هذا الوقت يمكن للشركة ان تدفع الدين الذي استعملته لتمويل الانتاج، و يمكنها بعد ذلك تكرار الدورة.

كما يتضح من خلال الشكل ان دورة التشغيل تتكون من دورة النقدية، اي الفترة الممتدة من زمن الدفع للدائنين الى غاية التحصيل من المدينين، و فترة الذمم الدائنة، اي الفترة الممتدة من زمن الحصول على المخزون الى غاية زمن تسديد ثمن المخزون.

رابعاً_ معدل دوران راس المال العامل:

يقيس هذا المعدل كفاءة المؤسسة في استخدامها لراس المال العامل و ذلك من خلال تحديد عدد المرات التي يدورها خلال السنة المالية الواحدة. فكلما زادت معدلات دوران راس المال العامل كلما تضاعف هامش الربح بمقدار عدد المرات التي دارها و يحسب بالصيغة التالية⁽¹⁾:

معدل دوران راس المال العامل = صافي المبيعات / متوسط راس المال العامل = ...مرة

و يمكن حسابها بالأيام = 360 / معدل دوران راس المال العامل = ...يوم

حسب المعادلة الاخيرة فان دليل الاستثمار الجيد لراس المال العامل يتحدد على اساس اذا انخفضت عدد ايام دوران راس المال العامل زاد هامش الربح.

(1) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 95.

ارتفاع معدل الدوران يدل على كفاءة نشاط راس المال العامل و هو يأخذ احدى الحالتين التاليتين⁽¹⁾:

- ارتفاع معدل الدوران ينتج عن انخفاض راس المال العامل بنسبة ملحوظة مع ثبات صافي المبيعات
- انخفاض معدل الدوران ينتج عن ارتفاع راس المال العامل بنسبة ملحوظة مع ثبات صافي المبيعات.

المطلب الثالث: ادارة راس المال العامل

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى ادارة راس المال العامل الصافي او الاجمالي، مفهوم ادارة راس المال العامل، مشكلة ادارة راس المال العامل، اهداف ادارة راس المال العامل، اهمية ادارة راس المال العامل.

اولا_ ادارة راس المال العامل الصافي او الاجمالي؟

يوجد نوعين اساسيين لراس المال العامل و هما راس المال العامل الصافي و راس المال العامل الاجمالي، فما المقصود بإدارة راس المال العامل؟ هل يقصد ادارة راس المال العامل الصافي ام ادارة راس المال العامل الاجمالي؟

حسب فان اورن فان استخدام مصطلح راس المال العامل من طرف المحاسبين يعود عموما الى راس المال العامل الصافي الذي هو الفرق بين الاصول الجارية و الخصوم الجارية، باعتباره مقياس لمدى حماية المؤسسة من مشاكل السيولة. اما المحللين الماليين فيقصدون الاصول الجارية عند الحديث عن راس المال العامل، لذلك يكون تركيزهم على راس المال العامل الاجمالي. و لان المدير المالي معني بتحديد المبلغ الصحيح للأصول الجارية للشركة ككل فيجب تبني مفهوم راس المال العامل الاجمالي⁽²⁾.

حسب منير هندي ابراهيم، ان البعض من علماء الادارة المالية يؤكدون على ان راس المال العامل هو الموجودات المتداولة التي مولت بمصادر تمويل طويلة الاجل. و يقصدون بذلك صافي راس المال العامل، و لهذا فان الكثير من كتاب الادارة المالية يقترحون استخدام اصطلاح ادارة صافي راس المال العامل بدلا من ادارة راس المال العامل⁽³⁾.

(1) ايمن الشنطي و عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص133.

(2) James C. Van Horne and John M. Wachowicz, (2008): Fundamentals of financial management, 13th ed, USA: Prentice Hall, P206.

(3) حمزة محمود الزبيدي، (2004): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، عمان: الوراق، ص 331.

حسب جايمس ساقنر، هناك نظرتان لراس المال العامل (الصافي)، نظرة تقليدية و نظرة حديثة⁽¹⁾:

النظرة التقليدية: تقول بان راس المال العامل الصافي مكون ايجابي للميزانية، حيث كلما كانت نسبة التداول اكبر من واحد (1) كان ذلك تعبيراً عن الاداء الجيد. هذا التفكير يعبر عن موقف الدائنين و المحللين الماليين الذين ينظرون الى راس المال العامل باعتباره مخزن للقيمة من اجل تسديد الديون.

النظرة الحديثة: تقول بان راس المال العامل الصافي غير مرغوب فيه لأنه يشكل عائق امام الاداء المالي، حيث ان الاصول الجارية التي لا تساهم في العائد على حقوق الملكية (ROE) تعيق اداء الشركة. و بالتالي يجب تخفيض حسابات الاصول الجارية الى النقطة التي يمكن عندها تسديد الخصوم الجارية من خلال العمليات المستمرة للنشاط.

اذا حاول المدير المالي تخفيض راس المال العامل الصافي الى الصفر تقريبا، يجب عليه ان يدير بشكل نشيط كل صنف من اصناف الاصول الجارية و الخصوم الجارية.

من خلال ما سبق يلاحظ ان استعمال عبارة ادارة راس المال العامل يقصد بها ادارة راس المال العامل الاجمالي كما يقصد بها ادارة راس المال العامل الصافي، لان هذه الاخيرة تهدف الى تخفيض راس المال العامل الصافي و هذا لا يكون الا بتحديد المبالغ المتلى لعناصر الاصول الجارية و المزيج الامثل لتمويل هذه العناصر و بالتالي ادارة راس المال العامل الاجمالي.

ثانياً_ مفهوم ادارة راس المال العامل:

ادارة راس المال العامل هي فن - و على نحو متزايد علم- لتنظيم المصادر قصيرة الاجل للشركة لتحمل النشاطات المستمرة، تعبئة الاموال و تحسين السيولة⁽²⁾.

ادارة راس المال العامل هي ادارة الاصول الجارية للشركة - يعني النقدية، الاوراق المالية الرائجة، الذمم المدينة و المخزون - و التمويل اللازم لدعم الاصول الجارية (خاصة الخصوم الجارية)⁽³⁾.

من خلال التعريفين يتضح ان التعريف الاول يركز على ادارة راس المال العامل الصافي بينما يركز التعريف الثاني على ادارة راس المال العامل الاجمالي، و كما سبق الاشارة اليه، فان الهدف المنشود هو نفسه

⁽¹⁾ James S. Sagner, (2014): Working capital management: applications and cases, USA: John Wiley & Sons, P8.

⁽²⁾ James S. Sagner, Op.cit. P 10.

⁽³⁾ James C. Van Horne and John M. Wachowicz, Op.cit. P.206.

من حيث تقليل تكلفة التمويل و تحديد المستوى الامثل للأصول المتداولة، و كذلك المستوى الامثل لكل عنصر من العناصر التي تكون الاصول المتداولة، مما يؤدي الى تعظيم قيمة حملة الاسهم.

ثالثا_ مشكلة ادارة راس المال العامل:

تتوضح اهتمامات الادارة المالية و مضمون قراراتها الخاصة بتحديد حجم المستثمر في راس المال العامل (الموجودات المتداولة) و طرق تمويلية خلال الزمن، من خلال طرح السؤالين التاليين و الاجابة عليهما⁽¹⁾:

- ما هو حجم الاستثمار المناسب في راس المال العامل (الموجودات المتداولة) من ناحية المقدار و من ناحية الانواع من الاستثمارات الفرعية اللازمة للوفاء بتلبية حجم معين و محدد من المبيعات؟
- كيف يتم تمويل هذا المستوى من الاستثمار في راس المال العامل؟

مما سبق نجد ان الاجابة على السؤالين المطروحين تعتمد على المبادلة بين المخاطر و الربحية من جهة و اعتماد طريقة تمويل موضوعية لراس المال العامل من جهة اخرى.

رابعا_ اهداف ادارة راس المال العامل:

الهدف المعياري للإدارة المالية هو تعظيم ثروة حملة الاسهم و المعبر عنه بزيادة سعر السهم الخاص بالشركة، وهذا يأتي من خلال مجموعة من القرارات:⁽²⁾

- قرارات الاستثمار التي تميز و تختار فرص الاستثمار التي تؤدي الى تعظيم التدفقات النقدية الصافية المتوقعة في صيغة القيمة الحالية الصافية (NPV).
- قرارات التمويل التي تفرز بين مصادر اموال محتملة مطلوبة لدعم الاستثمارات، تقييم العائد المتوقع لكل واحد، و اختيار المزيج الامثل الذي يؤدي الى تقليل تكلفة راس المال.

كما يضيف Robert Alan Hill هدف اساسي اخر و هو⁽³⁾: لتعظيم الثروة يجب على الشركة المحافظة على بذل الجهد من اجل تقليل الاصول الجارية و تعظيم الخصوم الجارية، وذلك تحت قيد الحفاظ على وضعية صحيحة للسيولة التي تؤدي ايضا الى تعظيم فرص الاستثمار في الاصول الثابتة، تعظيم التدفقات النقدية الداخلة.

(1) حمزة محمود الزبيدي، 2004، مرجع سبق ذكره، ص 339.

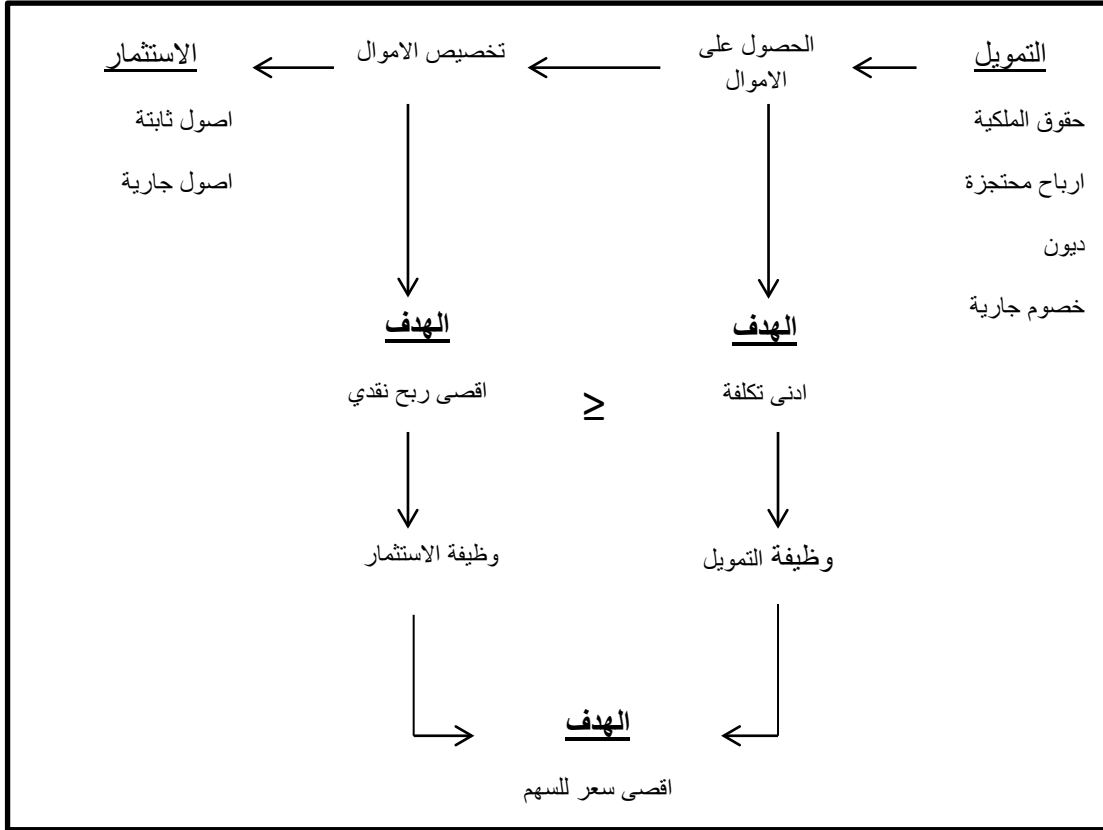
(2) Robert Alan Hill, (2013): Working Capital Management Theory and Strategy, 1st ed , Robert Alan Hill & bookboon.com, P 13.

(3) Ibid, P 40.

الفصل الاول: ادارة راس المال العامل و مكوناته

و الشكل الموالي يوضح اهداف مالية المؤسسة من خلال قرارات التمويل و قرارات الاستثمار و هي الوصول الى اقصى سعر للسهم في السوق المالي مما يؤدي تعظيم قيمة حملة الاسهم.

الشكل رقم (1_4): اهداف مالية المؤسسة



Source: Robert Alan Hill, (2013): Working Capital Management Theory and Strategy, 1st ed , Robert Alan Hill & bookboon.com, p 14.

يوضح المخطط بان المؤسسة التي تريد تعظيم السعر السوقي لسهمها لا يمكنها استخدام الاموال ما لم يكن العائد الهامشي يطابق على الاقل معدل العائد الذي يستطيع المستثمرين تحقيقه في مكان اخر. و بالتالي فالإدارة الكفوة للأصول الجارية و الخصوم الجارية تطرح مشكلتين اساسيتين:

- عند مستوى مبيعات معين و اعتبارات التكلفة، يجب تحديد امثل استثمار في المخزون، الذمم المدينة و الارصدة النقدية.
- عند تحديد الكميات المثلى، يجب الحصول على التركيبة المالية باقل تكلفة.

خامسا_ اهمية ادارة راس المال العامل:

تعتبر ادارة راس المال العامل من الاهمية بمكان لعدة اسباب⁽¹⁾:

- يشكل راس المال العامل نسبة كبيرة من مجموع موجودات الشركة، بالرغم من اختلاف مستوى راس المال العامل من صناعة الى اخرى، الا ان عموم الشركات الصناعية تحتفظ براس مال عامل يزيد عن نصف مجموع موجوداتها، و ان هذه الموجودات في تغير و تقلب مستمرين، لذلك يكرس المدير المالي معظم قراراته لإدارة هذه الموجودات.
- يستنفذ المدير المالي معظم وقته، اذ يخصص وقتا اكبر للقرارات التشغيلية اليومية، المتمثلة بإدارة راس المال العامل.
- العلاقة المباشرة بين نمو الشركة و الحاجة الى زيادة راس المال العامل، فنمو الشركة ممثلا بزيادة حجم مبيعاتها يتطلب مستويات عالية من راس المال العامل لدعم هذا النمو في الانتاج و المبيعات.
- التأثير المباشر لراس المال العامل على السيولة و الربحية، فالمزيج المناسب من مكونات راس المال العامل يحافظ على سيولة الشركة، من حيث امكانية تحويل هذه المكونات الى نقد دون خسائر. و بنفس الوقت يؤثر في ربحية الشركة، حيث ان تمويل الزيادة في راس المال العامل تحمل الشركة بتكاليف التمويل و الفوائد.
- يعود السبب في ذلك لارتباط راس المال العامل المتكامل و المباشر مع العمليات التشغيلية اليومية لشركات الاعمال، اضافة الى التأكيد الدائم من ان زيادة كفاءة الادارة المالية في ادارة راس المال العامل، انما يعني زيادة كفاءة العمليات التشغيلية لها⁽²⁾.

(1) محمد علي ابراهيم العامري، (2007): الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع، ص 213.

(2) حمزة محمود الزبيدي، 2008، مرجع سبق ذكره، ص 227.

المطلب الرابع: سياسات الاستثمار في راس المال العامل

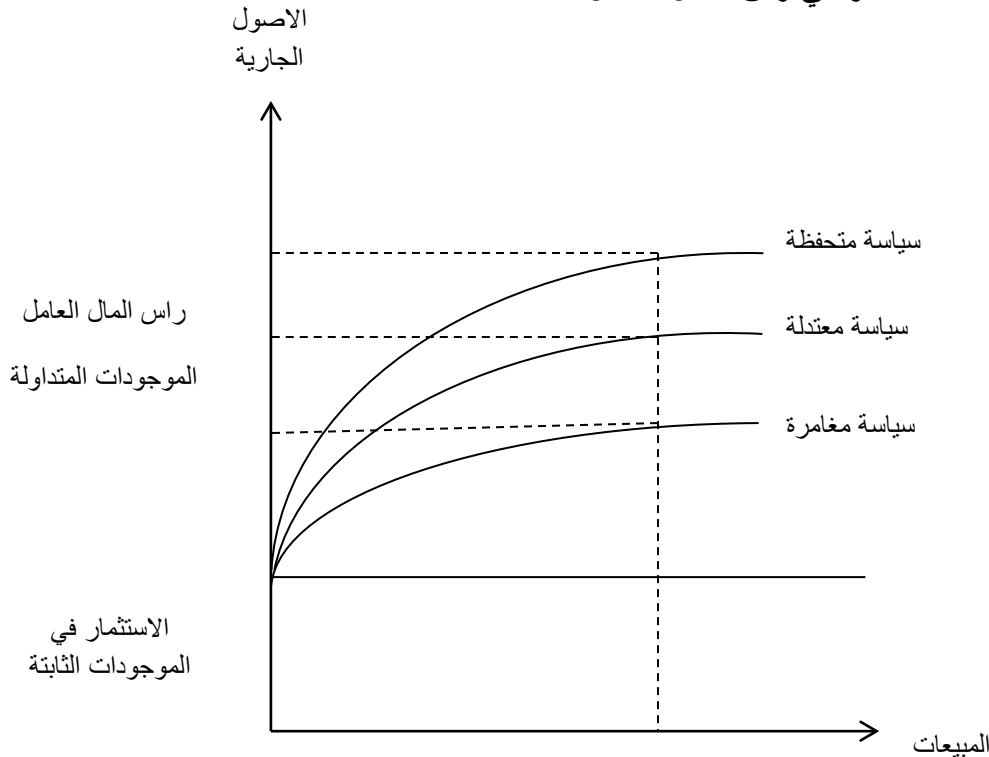
من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مختلف السياسات البديلة للاستثمار في راس المال العامل، المبادلة بين العائد و الخطر، الحجم الامثل لراس المال العامل.

اولا_ مضمون سياسات الاستثمار في راس المال العامل:

بالإضافة الى العوامل المؤثرة على راس المال العامل، التي سبق ذكرها، فان سياسات الاستثمار تلعب دورا مهما في تحديد الحجم المناسب للأصول المتداولة الذي يتناسب مع المبيعات المتوقعة.

إن مقدار الأصول الجارية المتداولة هو قرار سياسي، والذي يؤثر على الربحية⁽¹⁾. لتحديد حجم الاستثمار في راس المال العامل تلجأ الادارة المالية الى عدد من السياسات البديلة، و هي السياسة المتحفظة، السياسة المعتدلة و السياسة المغامرة، حيث تؤثر كل سياسة على حجم الاستثمار في الموجودات المتداولة، و ذلك عند مواجهة مستوى معين من المبيعات. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1_5): سياسات الاستثمار في راس المال العامل



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، (2008): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: الوراق للنشر و التوزيع، ص 236.

⁽¹⁾Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, (2011): Financial Management: Theory and Practice, Thirteen Edition, USA: South-Western Cengage Learning, p 643.

يوضح الشكل ثلاث سياسات للاستثمار في راس المال العامل و هي السياسة المتحفظة و التي تمثل المنحنى العلوي، السياسة المغامرة التي تمثل المنحنى في الاسفل، و السياسة المعتدلة و التي تمثل المنحنى المتوسط بين المنحنيين السابقين. كما يبين الشكل حجم الاستثمار في راس المال العامل و ذلك من خلال المنحنيات الموضحة، حيث تظهر حركة المنحنيات ان الادارة المالية يمكن ان تخلق نفس المستوى من المبيعات و لكن بمستويات مختلفة من راس المال العامل. حسب الشكل، يدل المنحنى العلوي على أن الشركة لديها الكثير من النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق والمبالغ المستحقة القبض والمخزونات المتعلقة بمبيعاتها. إذا كانت الذمم المدينة مرتفعة، فلدی الشركة سياسة انتمائية تحررية تؤدي إلى مستوى مرتفع من الحسابات المستحقة القبض، و تسمى هذه السياسة بالسياسة المتحفظة. من ناحية أخرى، إذا كانت الشركة لديها سياسة مغامرة، فإنها تقوم بتقليص اصولها المتداولة إلى الحد الأدنى. اما السياسة المعتدلة فهي تقع بين السياستين السابقتين.

ا- سياسة الاستثمار المتحفظة:

بموجب هذه السياسة فان الادارة المالية تكون اكثر متحفظة اتجاه حجم الاستثمار في راس المال العامل (الموجودات المتداولة) باعتباره الاستثمار الذي من خلاله تسعى لمواجهة الالتزامات المستحقة على الشركة، لذلك تهتم هذه السياسة بزيادة الاستثمار و بمبالغ كبيرة في فقرات راس المال العامل كالنقدية و الاستثمارات المؤقتة و الذمم المدينة و المخزون السلعي سعيا لمواجهة الزيادة المتوقعة في المبيعات⁽¹⁾. تتضح هذه السياسة من خلال المنحنى العلوي، اذ تعتمد على زيادة الاستثمار و بمبالغ كبيرة في فقرات راس المال العامل كالنقدية و الاستثمارات المؤقتة و الذمم المدينة و المخزون السلعي، و ذلك لمواجهة الارتفاع المتوقع في المبيعات. كما تسعى من خلال هذه السياسة لمواجهة الالتزامات المستحقة على الشركة. من جهة اخرى تلجا الشركة الى هذه السياسة في حالة عدم التأكد اين تكون المعلومات غير متوفرة بدقة.

ب- سياسة الاستثمار المعتدلة:

تشير هذه السياسة الى الاعتدال في نسبة الموجودات المتداولة التي تحتفظ بها المنشأة لمواجهة الزيادة او النمو في المبيعات، بحيث تكون هذه النسبة لا مرتفعة و لا منخفضة⁽²⁾. تتضح هذه السياسة من خلال الشكل، اذ تعتمد على الاستثمار المعتدل في فقرات راس المال العامل و ذلك عند مواجهة متطلبات الارتفاع المتوقع في المبيعات. و اساس هذه العلاقة هو ان الارتفاع المتوقع في المبيعات يحتاج الى حجم استثمار معتدل في الموجودات المتداولة.

(1) حمزة محمود الزبيدي، 2008، مرجع سبق ذكره، ص 237.

(2) محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 220.

ج- سياسة الاستثمار المغامرة:

تعتمد هذه السياسة على تخفيض حجم الاستثمار في مكونات راس المال العامل و ذلك عند مواجهة الارتفاع المتوقع في المبيعات، و ذلك بسبب ظروف معينة او اسباب معينة، و يتضح ذلك جليا من خلال الشكل.

من خصائص هذه السياسة هي انخفاض نسبة الموجودات المتداولة الى ادنى حد ممكن، من حيث الاحتفاظ بأدنى كمية من النقد، و التعامل بالحد الأدنى الممكن من المخزون، و بذلك تتخلص الشركة من كلفة خزن البضاعة، كلف التلف، كلف التقادم، بالإضافة الى تخفيض كلفة راس المال المستثمر بالمخزون. و تحافظ على اقل ما يمكن كحسابات مدينة⁽¹⁾.

ثانيا_ المبادلة بين الربحية و الخطر:

ان المبادلة بين ربحية الشركة و مخاطرها شيء لا بد من وجوده. الربحية في هذا السياق، تعني العلاقة بين المبيعات و تكاليف المبيعات التي تم توليدها عن طريق استخدام اصول الشركة المتداولة و الثابتة ضمن النشاط الانتاجي. ان ربح الشركة يمكن ان يزيد عن طريق زيادة المبيعات او تخفيض التكاليف. اما المخاطرة في اطار ادارة راس المال العامل فيمكن تعريفها على انها احتمالية عدم قدرة الشركة على دفع التزاماتها حين استحقاقها⁽²⁾. يعتمد المدير المالي على المبادلة بين الربحية و الخطر كمنهج تحليلي لكل القرارات التي يقوم باتخاذها بما فيها السياسات البديلة للاستثمار في راس المال العامل. عند نفس مستوى المبيعات المتوقعة يتغير مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة وفق شكل السياسة المعتمدة في حين يبقى حجم الاستثمار في الموجودات الثابتة مستقرا، فالتباين في حجم الاستثمار في راس المال العامل يؤدي الى تباين في النتائج و المؤشرات. حيث ان السياسة المتحفظة تؤدي الى ارتفاع نسبة الاستثمار في راس المال العامل الى الموجودات الثابتة مما يؤدي الى انخفاض مستوى العائد و كلما انخفض الاستثمار كلما زاد معدل العائد على الاستثمار. لكن التأثير السلبي لزيادة الاستثمار في راس المال العامل على العائد المتوقع سوف يضمن تخفيض واضح في درجة الخطر التي تتعرض لها ادارة الشركة، كذلك زيادة الاستثمار في راس المال العامل سوف تدعم السيولة لتقلل المخاطر الى ادنى حد لها مما يؤدي الى تخفيض احتمالات العسر المالي، و عليه فان ما تحققه السياسة المتحفظة هو عائد اقل مع مخاطر اقل. حسب المبادلة بين الربحية و الخطر فان زيادة الاستثمار في

(1) نفس المرجع السابق.

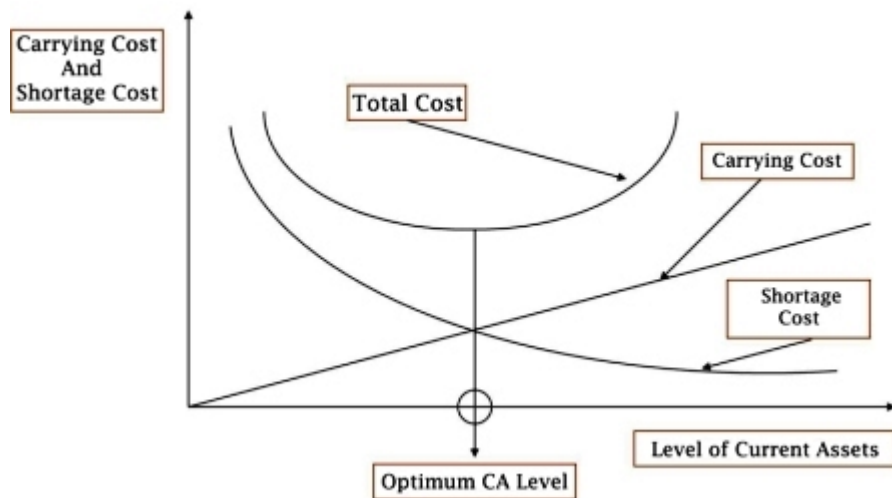
(2) فايز سليم حداد، (2009): الادارة المالية، الطبعة الثانية، عمان: دار الحامد، ص 332.

الموجودات المتداولة من المؤكد ان يترتب عليه انخفاض في مخاطر العسر المالي بسبب زيادة نسبة التداول لكنه من جانب اخر يؤدي الى انخفاض في معدل العائد على الاستثمار داخل الشركة، و عليه فان ربحية الشركة سوف ترتفع في حالة السياسة المغامرة و تقع بين الاثنتين في حالة السياسة المعتدلة. اما مخاطر العسر المالي سوف تبلغ اشدّها في حالة السياسة المغامرة و ادناها عند السياسة المتحفظة و اعتدالها عند السياسة المعتدلة، و هكذا تظهر اهمية الموازنة بين الربحية و الخطر عند تقييم قرارات الاستثمار في الموجودات المتداولة.

ثالثا_ الحجم الامثل لراس المال العامل:

ان إيجاد المستوى الأمثل لراس المال العامل يعتبر الهدف الرئيسي لأي مدير مالي. حيث يهدف المدير المالي الى الوصول الى الحجم الامثل للأصول المتداولة و الذي يؤدي الى تعظيم قيمة حملة الاسهم. في هذا الاطار،يحاول استخدام جميع تقنيات إدارة رأس المال العامل من اجل إيجاد المستوى الأمثل لرأس المال العامل، لأن كل من الزيادة والنقص في رأس المال العامل ينطوي على تكلفة بالنسبة إلى الأعمال. يحمل رأس المال العامل الزائد تكلفة الاحتفاظ الخاصة برأس المال غير المستغل. في حين ان النقص في رأس المال العامل يحمل تكلفة النفاذ او تكلفة الانقطاع التي تشمل الاضطراب في خطة الإنتاج، والخسارة في الإيرادات... الخ. إحدى الطرق الهامة للعثور على المستوى الأمثل من رأس المال العامل هو نقطة تقاطع تكلفة الاحتفاظ و تكلفة النفاذ او النقص، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-6): الحجم الامثل لراس المال العامل



<https://efinancemanagement.com/working-capital-financing/techniques-for-finding-optimal-level-of-working-capital>, consulté le: 10/10/2016.

يتضح من خلال الشكل وجود تكلفتين اساسيتين و هما تكلفة الاحتفاظ (Carrying cost) و تكلفة النفاذ (Shortage cost) و كلاهما يرتبط بمستوى الاصول المتداولة. كلما زاد حجم هذه الاخيرة كلما زادت تكلفة الاحتفاظ و نقصت تكلفة النفاذ في نفس الوقت. و العكس صحيح، اي كلما انخفض مستوى الاصول المتداولة كلما انخفضت تكلفة الاحتفاظ و زادت تكلفة النفاذ. التكلفة الكلية التي تجمع كل من التلفتين السابقتين، تكون عند ادنى حد لها عند تقاطع منحنى تكلفة الاحتفاظ مع منحنى تكلفة النفاذ. في هذه النقطة يكون مستوى الاصول المتداولة مستوى امثل و هو ما يريد المدير المالي الوصول اليه.

المبحث الثاني: تمويل رأس المال العامل

يمكن تعريف مصادر التمويل بانها مجموعة من الوسائل و الاساليب و الادوات التي تستخدمها ادارة المؤسسة للحصول على الاموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية⁽¹⁾. كذلك يقصد بها التدفق المالي الداخل للوحدة المحاسبية، من ذات الوحدة الاقتصادية و من خارجها و الذي يستخدم في الاستثمارات المتعددة التي تبدأ من اللحظة الاولى لإنشاء المشروع و حتى التصفية الفعلية له⁽²⁾. مما سبق يتضح تكامل التعريفين حيث ان مجموعة الوسائل و الاساليب و الادوات تمثل تدفقات مالية داخلية الى الوحدة المحاسبية. و يمكن تصنيف مصادر التمويل كما يلي⁽³⁾:

_ من حيث المصدر: تتمثل في المصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة و مخصصات الاستهلاك و بيع الاصول الرأسمالية، و المصادر الخارجية كزيادة راس المال و الاقتراض و اصدار الاسهم و تسهيلات الموردين، ...الخ؛

_ من حيث الملكية: تتمثل بالمصادر المملوكة كراس المال و الارباح المحتجزة و الاحتياطات، و المصادر المقترضة كالقروض و التسهيلات البنكية و التجارية و الاستئجار التمويلي...الخ؛

_ من حيث المدة: تتمثل بالمصادر طويلة و متوسطة و قصيرة الاجل.

المطلب الاول: التمويل باستخدام الاموال الخاصة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى المصادر الداخلية و المصادر الخارجية للأموال الخاصة. حيث تتمثل الاموال الخاصة في وسائل التمويل طويلة الاجل سواء كانت داخلية ام خارجية، و يدخل ضمن التمويل الداخلي للمؤسسة كل من التمويل الذاتي و التنازل عن الاستثمارات، اما التمويل الخارجي في هذا الاطار فيتمثل في الزيادة في راس المال سواء عن طريق طرح اسهم للاكتتاب او الدعم و المساعدات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات اقتصادية معينة⁽⁴⁾. في هذه الحالة الجزء الذي يمول الاصول الجارية هو راس المال العامل الخاص.

(1) دريد كامل ال شبيب، (2007): مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة، ص 197.

(2) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 103.

(3) فيصل محمود الشواورة، (2013): مبادئ الادارة المالية، عمان: دار المسيرة، ص 78.

(4) سلمان عبد الله معلا، (2015): التمويل و المؤسسات التمويلية: مفهوم و اهداف و سياسات، الطبعة الاولى، عمان: دار امجد للنشر و التوزيع، ص 74-75.

اولا_ المصادر الداخلية:

يعرف بانه مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء الى الخارج، اي مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة⁽¹⁾. و تتمثل في:

ا_ التمويل الذاتي:

يمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية، أي تلك النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال، لينتج عنها فائض نقدي محقق بوسطه النشاط المخصص لتمويل النمو المستقبلي⁽²⁾. كما يعرف ايضا بانه امكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، و هذه العملية لا تتم الا بعد الحصول على نتيجة الدورة، هذه النتيجة يضاف اليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة، و هما الاهتلاكات و المؤونات⁽³⁾. من خلال التعريفين يتضح ان التمويل الذاتي ناتج عن النشاط الاساسي للمؤسسة و يتكون من نتيجة الدورة بعد توزيع الارباح، الاهتلاكات و المؤونات. و يحسب التمويل الذاتي بالطريقة التالية⁽⁴⁾:

التمويل الذاتي = الاهتلاكات + الاحتياطات + المؤونات + الارباح المحتجزة

(1) حسن محمد القاضي، (2014): الادارة المالية العامة، الطبعة الاولى، عمان: دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، ص 270.

(2) الياس بن ساسي و يوسف قريشي، (2006): التسيير المالي، الطبعة الأولى، عمان: دار وائل للنشر، ص 420-421.

(3) حسن محمد القاضي، مرجع سبق ذكره، ص 270.

(4) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ـ مزايا و عيوب التمويل الذاتي:

يمكن عرضاهم مزايا و عيوب التمويل الذاتي من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (1-1): مزايا و عيوب التمويل الذاتي

المزايا	العيوب
<p>ـ التمويل الذاتي يزيد من رأس المال الخاص للمؤسسة ويجنبها الوقوع في أزمات السيولة الطارئة، الناتجة عن زيادة الأعباء الثابتة، كتسديد فوائد وأقساط القروض؛</p> <p>ـ يرفع من القدرة المالية و الاقتراضية للمؤسسة كما يكسبها حرية واسعة في التصرف في أموالها الخاصة؛</p> <p>ـ يشجع المؤسسة على القيام باستثمارات جديدة وخاصة الاستثمارات التي تكون تكاليفها مرتفعة وإمكانيات إنجازها تتطلب خبرات فنية مما يجعل درجة المخاطرة فيها مرتفعة؛</p> <p>ـ الحصول على الوفورات الضريبية نتيجة الإعفاءات الناتجة عن إعادة استثمار الأموال الخاصة؛</p> <p>ـ تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسة مما يؤدي إلى رفع قدرتها التشغيلية؛</p> <p>ـ التقليل من التكاليف، وخاصة الفوائد والعمولات البنكية التي ترتفع بارتفاع حجم الأموال المقترضة؛</p>	<p>ـ يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المؤسسات إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمؤسسة؛</p> <p>ـ يكون التمويل الذاتي عائقا لتطور المؤسسة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية، فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية وإما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها و بالتالي تفويت الفرصة؛</p> <p>ـ إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الإهلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار والذي يكون على حساب المستهلك وكذا انخفاض تنافسية المؤسسة في السوق؛</p> <p>ـ لا يعتبر التمويل الذاتي حافزا للعمال لزيادة إنتاجيتهم حيث أنهم قد يحرمون من موارد مالية كانت قد توجه للتوزيع مما يضعف من القدرة الشرائية لهم، خاصة عند ارتفاع مستوى الأسعار، مما يعكس سلبا على الأداء ومنه على المؤسسة، حيث تنخفض إنتاجيتها؛</p> <p>ـ الاعتماد المفرط على هذا النوع من المصادر يؤدي إلى النمو البطيء وحرمان المؤسسة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة.</p>

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على : احمد بوراس، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، دون طبعة، الجزائر: دار العلوم للنشر و التوزيع، ص 31-32.

ب_ التنازل عن الاستثمارات:

يمثل التنازل عن الاستثمارات خروج الاصول الثابتة الخاصة بالمؤسسة، سواء تعلق الامر بالأصول المادية، المعنوية او المالية و يشمل⁽¹⁾:

- ـ التخلي عن الأصول الثابتة غير الملموسة والمادية: وهي منتجات قابلة للاستبدال وليست جزءاً من التسيير، وبالتالي، مستبعدة من القدرة على التمويل الذاتي (CAF)؛
 - ـ التخلي أو تخفيض الأصول المالية الثابتة؛
- يعتبر التدفق النقدي الناتج عن عملية تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها بمثابة مورد داخلي يشكل

⁽¹⁾Dov Ogien, (2008): Gestion financière de l'entreprise , Paris: Dunod, P 56.

إلى جانب التمويل الذاتي مجموعة الموارد الداخلية للمؤسسة .وتسمى عملية تنازل المؤسسة عن أصل أو مجموعة من أصولها بعملية الاستثمار السلبي الذي يتخذ أشكال متعددة، كما أن المؤسسة لا تلجأ إليه إلا في بعض الحالات الخاصة.

ثانياً_ المصادر الخارجية:

يمكن التمييز بين نوعين أساسيين و هما الاسهم العادية و الاسهم الممتازة، و فيما يلي تعاريف لهذين النوعين مع التركيز على اهم المزايا و العيوب لكل منهما.

ا_ الاسهم العادية:

يشير مصطلح الاسهم العادية الى معاني مختلفة لدى من يسمعه من الافراد، الا انه يبقى يستخدم للإشارة الى ذلك السهم الذي لا يمتلك اية تفضيلات او اسبقيات خاصة، سواء اكان ذلك في دفع المقسوم ام في حالة تصفية المؤسسة. و تمثل الاسهم العادية مصلحة المالكين في المؤسسة، كما انها تعد الاساس لهدف المؤسسة في تعظيم قيمتها في سوق الاوراق المالية. حيث ان زيادة سعر السهم في السوق يشير الى تعظيم تلك القيمة و العكس من ذلك في حال انخفاض سعره في السوق⁽¹⁾.

_ مزايا و عيوب الاسهم العادية:

يمكن ذكر اهم المزايا و العيوب المرتبطة بالأسهم العادية كمصدر للتمويل في الجدول التالي:

جدول رقم (1-2): مزايا و عيوب الاسهم العادية

المزايا	العيوب
- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية؛	- ارتفاع العائد المطلوب من المستثمرين بسبب المخاطر ذات تكلفة مرتفعة؛
- لا يجوز لحاملها استردادها و لكن بيعها؛	- لا تعطي الشركة اية وفر في الضريبة بسبب ان التوزيعات لا تعتبر من التكاليف (المصروفات)، اضافة الى انها تخصم من صافي الربح النهائي.
- زيادة راس المال يؤدي الى تخفيض نسبة المديونية و بالتالي زيادة للطاقة الاقتراضية مستقبلا.	

المصدر: محمد مفلح عقل، (2010): مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الاولى، عمان: مكتبة المجمع العربي للنشر و التوزيع، ص ص 90-91.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و رسمية ذكي قرياقص، (2001): اساسيات الادارة المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص 384.

ب_ الاسهم الممتازة:

يعتبر السهم الممتاز مستند ملكية، مثله مثل السهم العادي حيث يمتلك قيمة اسمية و قيمة سوقية، الا انه يتميز عن السهم العادي ببعض المميزات، منها انه يحظى بتوزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة عن قيمته الاسمية، كذلك يتمتع حملة الاسهم الممتازة بالأولوية على حملة الاسهم العادية في حالة تصفية المؤسسة، لكن يفقد حملة هذه الاسهم حق التصويت في الجمعية العامة⁽¹⁾.

_ مزايا و عيوب الاسهم الممتازة:

يمكن ذكر اهم المزايا و العيوب المرتبطة بالأسهم الممتازة كمصدر للتمويل في الجدول التالي:

جدول رقم (1-3): مزايا و عيوب الاسهم الممتازة

المزايا	العيوب
- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات و في حالة التوزيعات فهي محددة بنسبة معينة؛	- تكلفة تمويلية مرتفعة و لا تحقق اي وفر مقارنة بالأسهم العادية؛
- للمنشأة الحق في استدعاء اصحاب هذه الاسهم لغرض شرائها (في حالة انخفاض اسعار الفائدة عن نسبة توزيعات الارباح المحددة)؛	- ملاك الاسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر اعلى من المقرضين و ذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الارباح لذلك يطالبون بنسبة مرتفعة من الارباح.
- لا يحق لهم التصويت في الجمعية.	

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، (2009): اساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الاولى، عمان: الوراق للنشر و التوزيع، ص 54.

المطلب الثاني: التمويل باستخدام الديون

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى الديون طويلة الاجل، الديون قصيرة الاجل، و العوامل الاساسية لاختيار البنك للتعامل معه. فالديون هي مصادر التمويل المتمثلة في اموال الاستدانة (الاقتراض)، لاستكمال ما عجزت عن توفيره الاموال الخاصة، او استجابة للسياسات المالية للمؤسسة، حيث تتضمن الديون الطويلة و المتوسطة و قصيرة الاجل. كما تمثل الديون ما يسمى براس المال العامل الاجمالي، حيث⁽²⁾:

$$\text{راس المال العامل الاجمالي} = \text{ديون طويلة} + \text{متوسطة الاجل} + \text{ديون قصيرة الاجل}$$

و من بين المصادر الاساسية للتمويل في هذا المجال ما يلي:

(1) منير ابراهيم هندي، (2000): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، من دون طبعة، الاسكندرية: منشأة المعارف للنشر، ص 22.

(2) رائد محمد عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 196.

اولا_ الديون طويلة الاجل:

و هي عبارة عن مجموع المطلوبات التي تنشأ في ذمة الوحدة الاقتصادية، و التي لا تحتاج الى اصول متداولة لتصفيتها خلال السنة المالية او خلال دورة التشغيل الحالية، و انما تمتد الى عدة سنوات. و في الغالب يتم استثمار هذا النوع من الالتزامات في تمويل الاستثمارات طويلة الاجل. و تشمل كل من: السندات، و الادون المستحقة طويلة الاجل، و التزامات عقود الايجار طويلة الاجل، و القروض طويلة الاجل، و عقود توريد الاصول الثابتة و... غيرها⁽¹⁾. بما ان الموضوع يدور حول تمويل راس المال العامل، فانه يمكن التعرض لنوعين اساسيين و هما القروض طويلة الاجل و السندات.

ا_ السندات:

يعرف بانه أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المفترض) ووحدات الفائض (المقرض) فهو عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعى السند⁽²⁾. كذلك، تعد السندات من الادوات المالية طويلة الاجل التي تصدرها منشآت الاعمال. من خصائصها انها تكون ذات عائد ثابت و تتمتع بالقابلية على التداول في السوق المالي، و تمثل اتفاق طويل الاجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحملة السندات التي تمثل كلفة تتحملها المؤسسة المصدرة لها عن استخدام الاموال اضافة الى اعادة اصل القيمة الاسمية للسند لحامله. و تتراوح اجال السندات (20-30 سنة)، الا انه قد سادت في السنوات الاخيرة سندات بأجال تتراوح بين (7-10 سنوات)⁽³⁾.

(1) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 105.

(2) محمد محمود الداغر، (2005): الاسواق المالية، الطبعة الاولى، الاردن: دار الشروق للنشر و التوزيع، ص 197.

(3) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و رسمية ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 383.

_ مزايا و عيوب السندات:

يمكن ذكر اهم المزايا و العيوب المرتبطة بالسندات كمصدر للتمويل في الجدول التالي:

جدول رقم (1-4): مزايا و عيوب السندات

المزايا	العيوب
- تعتبر الفائدة على السندات ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الارياح؛	- يؤدي الفشل في سداد الفوائد الى تعريض المنشأة للإفلاس؛
- يمكن ان يعطي عقد اصدار السندات للمؤسسة حق استدائها اذا كان مناسباً في حالة انخفاض اسعار الفائدة بشكل كبير و استبدالها بسندات تحمل معدلاً منخفضاً نسبياً؛	- تؤثر بشكل مباشر على مبيعات الشركة و تنعكس بشكل مباشر على ربحية السهم العادي ففي حالة انخفاض المبيعات بنسبة معينة قد تؤدي الى بسبب مصاريف التمويل الى انخفاض الربحية بشكل اكبر؛
- يعتبر التمويل بالسندات اقل تكلفة من التمويل بالأسهم.	- غير متاح لجميع المنشآت و تحديدا الشركات ذات المركز الائتماني المالي الضعيف او الشركات الصغيرة.

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، (2009): اساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الاولى، عمان: الوراق للنشر و التوزيع، ص 55.

ب_ القروض المصرفية طويلة الاجل:

تعد احدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الاجل و التي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف و شركات التامين او من مؤسسات خارجية و تكون مدتها اكثر من سنة، و بخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر من خلال انتقال الاموال من المقرض الى المقترض وفقاً لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما⁽¹⁾. يجمع هذا التعريف بين القروض طويلة الاجل و القروض متوسطة الاجل في نوع واحد و هو القروض طويلة الاجل في حين تفصل مراجع اخرى بين النوعين.

_ خصائص الديون طويلة الاجل:

مما سبق يمكن ذكر الخائص التالية و التي يتمتع بها هذا النوع من مصادر التمويل⁽²⁾:

_ الالتزام طويل الاجل عبارة عن حق بالمديونية حيال الوحدة الاقتصادية ينتج نتيجة عملية او عمليات اقتصادية، و الذي يتطلب تسديد المستحقات المترتبة عنه في فترة زمنية قادمة.

(1) عبد الغفار حنفي، (2008): الادارة المالية - مدخل اتخاذ القرارات، من دون طبعة، الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ص 589.

(2) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص ص 105-106.

_ لا تحتاج الالتزامات طويلة الاجل الى اصول متداولة لتصفيتها خلال السنة المالية او دورة التشغيل الحالية، و انما تحتاج الى ذلك في فترات محاسبية قادمة قد تمتد الى عدة سنوات مالية.

_تستخدم الالتزامات طويلة الاجل في الغالب لتمويل الاستثمارات طويلة الاجل للاستفادة من العائد الذي تحققه هذه الاخيرة لصالح المساهمين.

غالبا ما تكون الالتزامات طويلة الاجل موثقة بعقود تتضمن شروطا ملزمة للدائن و المدين، بهدف حماية حقوق و مصالح الطرفين عند اي خلاف بينهما.

ثانيا_ الديون قصيرة الاجل:

يطلق مصطلح الديون قصيرة الاجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال و تكون قصيرة الاجل لأنها لا تتجاوز السنة⁽¹⁾. وتنقسم الى نوعين اساسيين هما الائتمان المصرفي و الائتمان التجاري بالإضافة الى المستحقات.

ا_ المستحقات:

و تشمل بعض الالتزامات المترتبة على المنشأة و التي يتوجب تسديدها بعد حين و خلال مدة لا تزيد عن سنة. و من امثلة المستحقات: الرواتب و الاجور المستحقة، الضرائب المستحقة، الفوائد المستحقة، الايجارات المستحقة و غير ذلك من المستحقات⁽²⁾. تؤلف المستحقات للغير او المصروفات المستحقة غير المدفوعة فقرة مهمة من بين المطلوبات المتداولة، و هي لذلك تعتبر مصدرا تمويليا قصير الاجل، كما ان المستحقات تؤلف مصدرا تمويليا تلقائيا، أي انها ترتفع بتزايد نشاط او عمليات المنشأة⁽³⁾.

ب_ الائتمان التجاري:

هو عبارة عن تمويل قصير الاجل يمنحه المورد الى المشتري عند شراء بضاعة بقصد اعادة البيع او استخدامها في العملية الانتاجية⁽⁴⁾. و يلعب الائتمان التجاري دور بالغ الأهمية في تمويل الكثير من المؤسسات خاصة التجارية منها، والمؤسسات الصغيرة التي تجد صعوبة في الحصول على القروض المصرفية ذات التكلفة المنخفضة، أو تعاني من عدم كفاية رأس مالها العامل في تمويل احتياجاتها التجارية⁽⁵⁾. يتميز هذا النوع من التمويل بسهولة الحصول عليه من جهة و المرونة و انخفاض لتكلفة من من جهة اخرى، كما يمكن التمييز بين اسلوبين لمنح الائتمان التجاري هما⁽¹⁾:

(1) علي عباس، (2008): الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: اثراء للنشر و التوزيع، ص 257.

(2) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و رسمية ذكي قرياقس، مرجع سبق ذكره، ص 381.

(3) عبد الستار مصطفى الصباح و سعود جايد مشكور العامري، (2003): الادارة المالية - اطر نظرية و حالات عملية - الطبعة الاولى، عمان: دار

وائل للنشر، ص 256.

(4) دريد كامل ال شبيب، (2006): مبادئ الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج، ص 221.

(5) جميل احمد توفيق و علي شريف بقة، (1998): الادارة المالية، بيروت: الدار الجامعية، ص 388.

_ الحساب الجاري: هو من اسهل اشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة و عدم تعقيد الاجراءات الخاصة بمنحه، اذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل كونه يتمتع بملاءة مالية جيدة و سمعة في السوق و قدرة على التسديد، و مدة من 30 الى 60 يوما، و تظهر في ميزانية المورد و العميل في حسابات الذمم المدينة و الدائنة.

_ اوراق الدفع او الكمبيالات: هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة اليه في تاريخ محدد، و تعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن انكارها، و الميزة الاساسية للبيع بهذه الطريقة هي امكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عند حلول موعد الاستحقاق، و في حالة التأخير عن التسديد يمكن احالة اوراق الدفع الى القضاء و احتمال اشهار افلاس المشتري.

و يتحدد حجم الائتمان التجاري بعاملين اساسيين و هما: حجم المشتريات الآجلة، و مدة الائتمان⁽²⁾. هناك ثلاث عوامل تزيد من اهمية الائتمان التجاري كمصدر للتمويل هي⁽³⁾: المنشأة غير القادرة على الحصول على القروض المصرفية، المنشآت التي لا تحسب بدقة كلفة الشراء الاجل، استخدام البائعين الائتمان التجاري كوسيلة لترويج مبيعاتهم.

ج_ الائتمان المصرفي (قروض الاستغلال):

يعتبر الائتمان المصرفي ثاني اكبر مصدر من بين مصادر التمويل قصيرة الاجل بعد الائتمان التجاري. يقصد بالائتمان المصرفي القروض المصرفية قصيرة الاجل و هي قروض لا تتم بشكل تلقائي و انما تخضع للتفاوض بين المؤسسة و بين المصرف⁽⁴⁾.

نشاطات الاستغلال هيكل العمليات التي تقوم بها المؤسسات في الفترة القصيرة والتي لا تتعدى في الغالب 12 شهرا، ومن أهم هذه القروض⁽⁵⁾:

* **القروض العامة:** سميت بالقروض العامة لكونها موجهة لتمويل الأصول المتداولة بصفة إجمالية وليس موجهة لتمويل أصل بعينه، ويمكن تقسيمها إلى:

-**تسهيلات الصندوق:** هي عبارة عن قروض معطاة لتخفيف صعوبات السيولة المؤقتة.

-**المكشوف:** هو عبارة عن قرض بنكي لفائدة الزبون الذي يسجل نقصا في الخزينة ناجم عن عدم كفاية رأس المال العامل.

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشنة، (2007): اساسيات الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة، ص 146.

(2) عبد الستار مصطفى الصباح و سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 242.

(3) نفس المرجع السابق، ص 243.

(4) احمد بوراس، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، من دون طبعة، الجزائر: دار العلوم للنشر و التوزيع، ص 36.

(5) طاهر لطرش، (2001): تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ص ص 57-61.

-**قرض الموسم:** هو نوع خاص من القروض البنكية، وتنشأ عندما يقوم البنك بتمويل نشاط موسمي لأحد زبائنه.

-**قروض الربط:** هو عبارة عن قرض يمنح إلى الزبون لمواجهة الحاجة إلى السيولة المطلوبة لتمويل عملية مالية في الغالب، تحققها شبه مؤكد ولكنه مؤجل فقط لأسباب خارجية.

* **قروض خاصة:** خلافا للقروض السابقة توجه هذه القروض عموماً إلى تمويل أصل محدد بعينه، تأخذ احد الأشكال التالية:

-**تسبيقات على البضائع:** هو عبارة عن قرض يقدم إلى الزبون لتمويل مخزون معين، والحصول مقابل ذلك على بضائع كضمان للمقرض، ويستعمل هذا القرض لتمويل المواد الأساسية، ويستعمل في الجزائر لتمويل السلع المصنعة ونصف المصنعة.

-**تسبيقات على الصفقات العمومية:** تعرف الصفقة العمومية على انها اتفاقيات للشراء أو لتنفيذ أشغال لفائدة السلطات العمومية ممثلة في الإدارة المركزية (الوزارات) (أو الجماعات المحلية أو المؤسسات العمومية ذات الطابع الاداري من جهة والمقاولين أو الموردين من جهة أخرى).

-**الخصم:** هو شكل من أشكال القروض القصيرة التي تمنحها البنوك وتعد عملية الخصم بالنسبة للمؤسسة وسيلة من وسائل الدفع.

- خصائص الائتمان المصرفي:

تتسم القروض المصرفية قصيرة الاجل، التي تسمى كذلك ب "القروض التجارية" بمجموعة من الخصائص المميزة لها، و اهمها ما يأتي⁽¹⁾:

_ الاستحقاق، او الاجل: فهذه القروض تمتد لأقل من سنة واحدة، و هي غالباً ما تكون لعدة شهور (3-6) فهي تمول التوسع الموسمي و تسدد او تحدد اذا كان المركز الائتماني للمنشأة رصيناً؛
_ انواعها: هناك عدة انواع من هذه القروض.

(1) عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 247.

ثالثا_ العوامل الرئيسية لاختيار البنك للتعامل معه:

- اختيار البنك من المسائل المهمة بالنسبة للمؤسسات التي تتطلع الى الائتمان المصرفي لذا على مثل هذه المؤسسات و قبل ان تقرر مع أي بنك تتعامل ان تقوم بدراسة العوامل التالية⁽¹⁾:
- _ **الحجم:** هناك قيود اقتصادية و قانونية على مقدار القروض التي يمكن لاي بنك منحها للعميل الواحد لذا يجب على المؤسسة البحث عن بنك يكون بمقدوره تلبية طلبها عند الحاجة، و خاصة اذا كانت الشركة كبيرة و احتياجاتها المالية مرتفعة؛
 - _ **سياسة البنك الائتمانية:** يكون اهتمام المقرض عادة منصبا على: مقدار ما يمكن اقتراضه، مدة القرض الممكن الحصول عليه، كلفة الاقتراض، سرعة انجاز القرض، مدى معرفة البنك لطبيعة العمل المطلوب تمويله. و هذه السياسات موضوعة في كل بنك لذا على المقرض ان يختار من بين البنوك التي تتبع سياسة تسليفية اقرب الى تلبية الاحتياجات؛
 - _ **الولاء للعملاء:** تتفاوت البنوك في مدى دعمها لعملائها في الظروف الصعبة؛
 - النصح و المشورة: كثيرا ما تقدم البنوك النصح و المشورة لعملائها خاصة في المرحلة الاولى من تأسيس مشاريعهم؛
 - _ **مدى المخاطر التي يقبل بها البنك:** تتبع البنوك سياسات مختلفة فيما يتعلق بقبول المخاطر؛
 - _ **سلامة المركز المالي للبنك؛**
 - _ **علاقة البنك مع البنوك الاخرى؛**
 - _ **خبرة البنك و تخصصه.**

المطلب الثالث: سياسات تمويل راس المال العامل

بعد التعرض لمصادر التمويل المختلفة لراس المال العامل، فإن الخطوة التالية هي كيفية تمويل متطلبات رأس المال العامل، اين يتم التركيز على ثلاث سياسات بديلة يمكن للمؤسسة الاعتماد عليها.

تحتاج الشركات رأس المال - أي الأموال المستثمرة في المصنع والآلات والمخزونات والحسابات المستحقة القبض وجميع الأصول الأخرى التي تحتاجها لتشغيل الشركة بكفاءة .عادة، لا يتم شراء هذه الأصول دفعة واحدة ولكن يتم الحصول عليها تدريجيا مع مرور الوقت مع نمو الشركة. تُسمى التكلفة الإجمالية لهذه الأصول احتياجات رأس المال الإجمالي للشركة⁽²⁾. و بالتالي تحتاج الشركة إلى تطوير استراتيجية معقولة تسمح لها

(1) ايمن الشنطي و عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص ص 69-70.

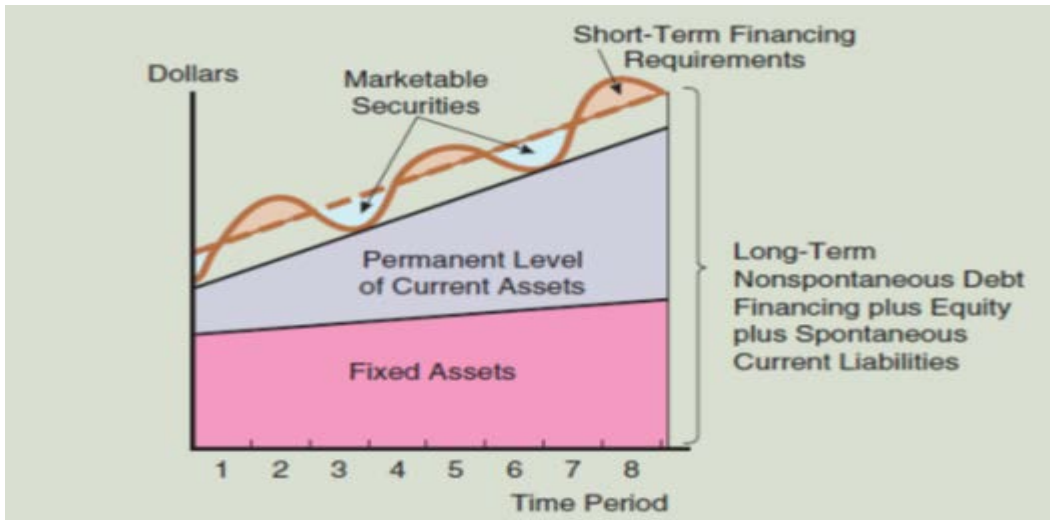
(2) Brealey, Myers and Marcus, (2003): Fundamentals of Corporate Finance, Fourth Edition, USA: The McGraw-Hill Companies, P 513.

بتمويل أهدافها على المدى الطويل، لكن احتياجات رأس المال الإجمالية للشركة لا تنمو بنفس الوتيرة التي تنمو بها الأصول، مما يفرض على الشركة أن تكون قادرة على تلبية الاحتياجات المؤقتة للحصول على المال.

اولا_ السياسة المتحفظة (Conservative Policy):

حسب هذه السياسة فان المؤسسة تقوم بتمويل الأصول الثابتة والأصول المتداولة الدائمة وجزء من الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق مصادر التمويل طويلة الأجل مثل الأسهم، السندات و القروض المصرفية طويلة الاجل ، بينما يتم تمويل جزء بسيط من الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق مصادر تمويل قصيرة الأجل كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل رقم (1-7): السياسة المتحفظة



source: Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, (2011): Financial Management: Theory and Practice, Thirteen Edition, USA: South-Western Cengage Learning, p 646.

يبين الشكل ان الخط المتقطع يقع فوق الخط الذي يحدد الأصول المتداولة الدائمة، مما يشير إلى أن رأس المال طويل الأجل يستخدم لتمويل جميع الأصول الدائمة وأيضاً لتلبية بعض الاحتياجات الموسمية. في هذه الحالة، تستخدم الشركة كمية صغيرة من الائتمان قصير الأجل لتلبية متطلباتها القصوى، ولكنها تقي أيضاً بجزء من احتياجاتها الموسمية من خلال تخزين السيولة في شكل أوراق مالية قابلة للتداول. تمثل الحدود الموجودة اعلى من الخط المتقطع تمويل قصير الاجل، بينما تمثل الاحواض الموجودة تحت الخط المتقطع اوراق مالية قصيرة الاجل.

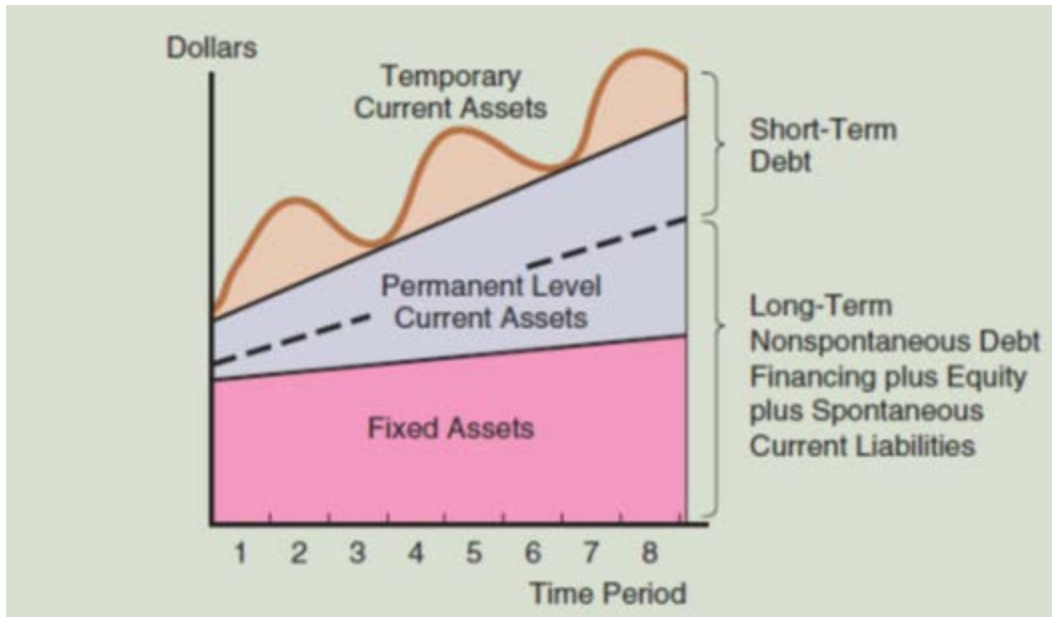
إن سياسة التمويل المحافظة هذه آمنة إلى حد ما، وقد تم توضيح حكمة استخدامها في عام 2009: عندما قل الائتمان، تمكنت المؤسسات التي تمتلك حيازات نقدية كافية من العمل بشكل أكثر فعالية من تلك

التي اضطرت إلى تقليص عملياتها لأنهم لم يستطيعوا طلب مخزونات جديدة أو دفع القوى العاملة العادية⁽¹⁾. تتضمن السياسة المتحفظة تكلفة أكبر على المؤسسة لان المصادر طويلة الاجل تكون اكثر تكلفة من المصادر قصيرة الاجل، في حين ان المخاطرة تكون منخفضة جدا لان المؤسسة لها متسع من الوقت لسداد التزاماتها طويلة الاجل. من جهة اخرى، يكون راس المال العامل الصافي، في ظل هذه السياسة، مرتفع مما يعني توفر هامش الامان بالنسبة للدائنين، و بالتالي تجنب حالة الوقوع في العسر المالي الفني.

ثانياً_ السياسة الهجومية (Aggressive Policy):

السياسة الهجومية او العدائية هي عكس السياسة المتحفظة، حيث يتم تمويل الأصول المتداولة المؤقتة وجزء من الأصول المتداولة الدائمة (أو جميعها) من خلال مصادر التمويل قصير الأجل ، بينما يتم تمويل باقي الأصول من خلال مصادر التمويل طويل الأجل.

الشكل رقم (1-8): السياسة الهجومية



source: Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, (2011): Financial Management: Theory and Practice, Thirteen Edition, USA: South-Western Cengage Learning, p 646.

يبين الشكل ان الخط المتقطع يقع تحت الخط الذي يحدد الأصول المتداولة الدائمة، مما يشير إلى أن الديون قصيرة الأجل تستخدم لتمويل جزء من الأصول المتداولة الدائمة وأيضاً لتلبية الاحتياجات الموسمية . يمكن أن يكون هناك درجات مختلفة من الهجومية. مثلاً، كان من الممكن أن يتم رسم الخط المتقطع تحت

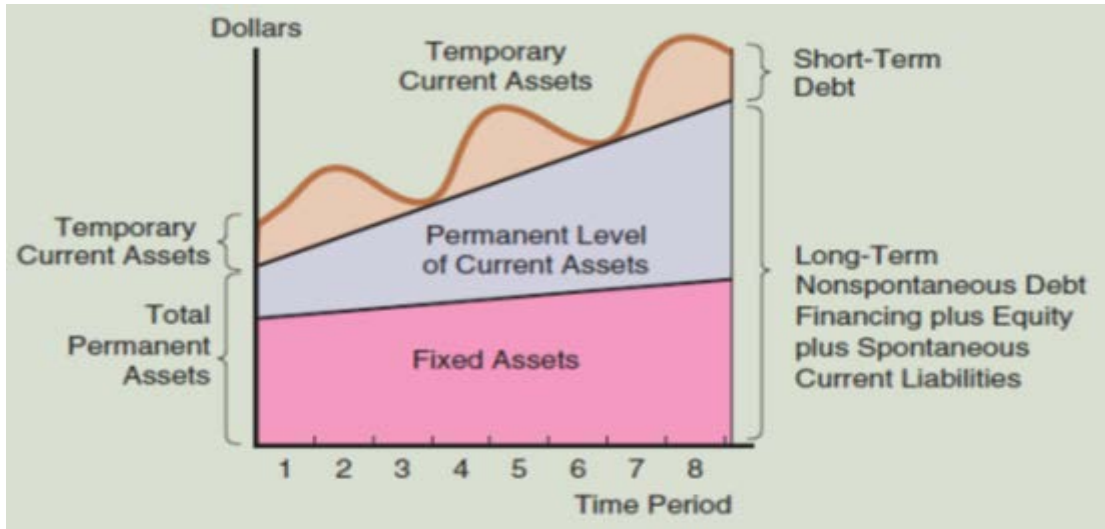
⁽¹⁾Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, Op. cit. P 647.

الخط الذي يحدد الأصول الثابتة، مما يشير إلى أن جميع الأصول المتداولة وجزء من الأصول الثابتة قد تم تمويلها من خلال ائتمان قصير الأجل. ستكون هذه السياسة موقفاً عدوانياً للغاية، وستكون الشركة عرضة لمخاطر تجديد القرض وكذلك مشاكل ارتفاع أسعار الفائدة. ومع ذلك، فإن أسعار الفائدة قصيرة الأجل عادة ما تكون أقل من أسعار الفائدة طويلة الأجل، وبعض المؤسسات على استعداد للمقامرة باستخدام كمية كبيرة من الديون قصيرة الأجل وقصيرة الأجل على أمل الحصول على أرباح أعلى⁽¹⁾. لكن ارتفاع المخاطرة قد يعرضها لمشاكل العسر المالي الفني او حتى الحقيقي، خاصة في فترات الركود الاقتصادي كما حدث في 2009، حيث يكون راس المال العامل الصافي منخفض جداً.

ثالثاً_ السياسة المعتدلة (Moderate Policy):

السياسة المعتدلة او سياسة مقابلة تواريخ الاستحقاق تتوسط بين السياسة المتحفظة وبين السياسة الهجومية حيث أنها تقوم على تمويل الأصول الثابتة والأصول المتداولة الدائمة عن طريق مصادر التمويل طويل الأجل، بينما تقوم بتمويل الأصول المتداولة المؤقتة من خلال مصادر التمويل قصير الأجل.

الشكل رقم (1-9): السياسة المعتدلة



source: Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, (2011): Financial Management: Theory and Practice, Thirteen Edition, USA: South-Western Cengage Learning, p 646.

يبين الشكل بان تمويل جميع الأصول الثابتة بالإضافة إلى الأصول المتداولة الدائمة يتم من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، بينما يتم تمويل الأصول الجارية المؤقتة بالديون قصيرة الأجل. وسيتم تمويل

⁽¹⁾Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, Op. cit. , P 645.

المخزون المتوقع بيعه في غضون 30 يوماً بقرض مصرفي مدته 30 يوماً؛ وسيتم تمويل آلة من المتوقع أن تستمر لمدة 5 سنوات بقرض لمدة 5 سنوات؛ سيتم تمويل بناء لمدة 20 عاماً برهن عقاري لمدة 20 عاماً؛ وما إلى ذلك، وبالتالي فهذه السياسة تحقق الموازنة بين التكاليف وبين المخاطر. الا ان عدم التأكد من المدة الخاصة بالأصل يجعل عملية المقابلة امر صعب.

رابعاً_ الادارة الشاملة لراس المال العامل:

لتشخيص المبادلة بين العائد و المخاطرة لكل من سياسة التمويل و الاستثمار في راس المال العامل، يتطلب ذلك مجموعة من الاستراتيجيات لإدارة حجم مكونات ارس المال العامل، اين يتم تحليل القرارات بشكل متزامن من اجل تحديد الاثر المشترك لقرارات التمويل و الاستثمار على العائد و المخاطرة.

الشكل رقم (1-10): المبادلة بين العائد و المخاطرة باستخدام استراتيجيات ادارة راس المال العامل

استراتيجية التمويل	مجازفة	معتدل عائد/مخاطرة	عالي عائد/مخاطرة
	متحفظة	عائد /مخاطرة منخفض	عائد/مخاطرة معتدل
		متحفظة	مجازفة

استراتيجية الاستثمار

المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، (2007): الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع، ص 231.

من خلال الشكل يمكن تمييز الاستراتيجيات التالية⁽¹⁾:

ا_ الاستراتيجية المتحفظة:

مدخل انخفاض العائد، انخفاض المخاطرة لإدارة راس المال العامل، فالاستراتيجيات المتحفظة تتضمن الاحتفاظ بموجودات سائلة، و خصوصاً النقد و الاوراق المالية زيادة عن الاحتياجات المتوقعة. و تدنية مقدار القروض قصيرة الاجل المستخدمة في التمويل.

(1) محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 231-232.

ب_ الاستراتيجيات المعتدلة:

مدخل اعتدال العائد، اعتدال المخاطرة في ادارة راس المال العامل، و ان اغلب الشركات تتبع الاستراتيجيات المعتدلة، و بموجبها تستخدم مستويات وسط من الموجودات المتداولة و المطلوبات المتداولة فهي استراتيجيات تأخذ بمبدأ المقابلة او مبدأ التحوط، اي مقابلة استحقاقات التمويل مع طول الفترة الزمنية لاستخدامات التمويل. بموجب هذه الاستراتيجية تمول الاحتياجات قصيرة الاجل بتمويل قصير الاجل، و الاحتياجات طويلة الاجل بتمويل طويل الاجل. و تنتج هذه الاستراتيجية من تعويض الاستراتيجية المجازفة في التمويل باستراتيجية متحفظة في الاستثمار، او الاستراتيجية المتحفظة في التمويل باستراتيجية مجازفة في الاستثمار، و الناتج هو استراتيجية شاملة تتصف باعتدال العائد و المخاطرة.

ج_ الاستراتيجيات المجازفة:

مدخل ارتفاع العائد و المخاطرة في ادارة راس المال العامل، تتضمن هذه الاستراتيجية تدنية مقدار الموجودات السائلة، و تعظيم الاستخدام للتمويل قصير الاجل في التمويل.

المطلب الرابع: علاقة راس المال العامل بالأزمة المالية 2008

قبل التطرق الى علاقة راس المال العامل بالأزمة المالية، يمكن ذكر اهم الاسباب التي ادت الى حدوث هذه الازمة و كذلك المراحل التي مرت بها.

اولا_ اسباب الازمة المالية 2008:

من بين الاسباب التي ادت الى حدوث الازمة المالية ما يلي⁽¹⁾:

- التوسع الائتماني غير المحسوب؛
- القروض العقارية الرديئة؛
- تعاظم الاستهلاك الترفي عن طريق الاقتراض؛
- ضعف الرقابة على المؤسسات المالية؛
- النمو غير العادي للتجارة في الاصول التمويلية و الالتجاء الى توريق بعضها؛

(1) إيمان محمود عبد اللطيف، (2011): الازمات المالية العالمية الاسباب والآثار والمعالجات، اطروحة دكتوراه، جامعة سانت أليمنتس العالمية، قسم الاقتصاد العام، العراق، ص ص 118 - 125.

- تحرير اسواق الائتمان العقاري مع ضعف القيود على اسعار الفائدة؛
- ظهور و تنامي ادوات مالية جديدة للتعامل في البورصات و اهمها المشتقات؛
- فساد وكالات التقويم.

ثانياً_ اهم المراحل الكبرى للازمة المالية 2008:

يمكن ايجاز المراحل الكبرى في الازمة المالية التي اندلعت في بداية العام 2007 في الولايات المتحدة و بدأت تطل اوروبا⁽¹⁾:

_ فيفري 2007: عدم تسديد تسليفات الرهن العقاري (المنوحة لمدينين لا يتمتعون بقدرة كافية على التسديد)، فاصبح يتكثف في الولايات المتحدة و يسبب اولى عمليات الافلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة؛

_ اوت 2007: البورصات تتدهور امام مخاطر اتساع الازمة، و المصارف المركزية تتدخل لدعم سوق السيولة،

_ اكتوبر 2007 الى ديسمبر 2007: عدة مصارف كبرى تعلن انخفاضاً كبيراً في اسعار اسهمها بسبب ازمة الرهن العقاري؛

_ جانفي 2008: الاحتياطي الاتحادي الامريكي (البنك المركزي) يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة ارباع النقطة الى 3.5، و هو اجراء ذو حجم استثنائي. ثم جرى التخفيض تدريجياً الى 2 بين شهري جانفي و افريل؛

_ 17 فيفري 2008: الحكومة البريطانية تؤمم بنك " نورذرن روك"

_ مارس 2008: تضافر جهود المصارف المركزية مجدداً لمعالجة سوق التسليفات؛

_ 15 سبتمبر 2008: اعتراف بنك الاعمال " ليمان براذرز" بإفلاسه بينما يعلن احد ابرز المصارف الامريكية و هو " بنك اوف اميركا" شراء بنك اخر للأعمال في بورصة وول ستريت هو بنك "ميريل لينش"

_ السلطات الامريكية تعلن انها تعد خطة بقيمة 700مليار دولار لتخليص المصارف من اصولها غير القابلة للبيع.

(1) فتحي ذياب سبيتان، (2011): قضايا عالمية معاصرة، من دون طبعة، عمان: الجندرية للنشر و التوزيع، ص ص 138-140.

_ 29 سبتمبر: مجلس النواب الامريكي يرفض خطة الانقاذ و بورصة وول ستريت ينهار بعد ساعات قليلة من تراجع البورصات الاوربية بشدة، في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من اعادة تمويل ذاتها،

_ 1 نوفمبر 2008: مجلس الشيوخ الامريكي يقر خطة الانقاذ المالي المعدلة.

ثالثا_ اثار الازمة المالية على الاقتصاد الحقيقي:

من بين اهم الاثار التي خلفتها الازمة المالية على الاقتصاد الحقيقي ما يلي⁽¹⁾:

_ انخفاض خطير في الإنتاج الصناعي العالمي؛ في أوروبا وفي الولايات المتحدة، انخفضت مؤشرات الإنتاج بنحو 20% خلال بضعة أشهر وكان لهذا الانخفاض الكبير في الأداء الاقتصادي آثاره على سوق العمل.

_ ارتفع معدل البطالة في أوروبا من حوالي 7 % إلى ما يقرب من 10 % وفي الولايات المتحدة من حوالي 4.5% إلى حوالي 10% .

_ أظهرت أسواق المواد الخام فقط إيجابية .قبل الأزمة، وصلت أسعار المواد الخام إلى أعلى القيم بسبب المضاربة .ولكن نتيجة لانخفاض الطلب خلال الأزمة، انخفضت أسعار النفط والغاز الطبيعي بشكل كبير.

_ تضررت صناعة السيارات بشدة من الأزمة الاقتصادية .وقد أدت الأزمة الهيكلية في هذه الصناعة، والتي نجمت عن ارتفاع أسعار الوقود في السنوات السابقة، إلى إعادة تخصيص الطلب لصالح السيارات الصغيرة .

وقد تأثر ذلك أكثر بفشل الشركات في الاستثمار في أسطول مركباتها، وكذلك بسبب عدم وجود طلب من جانب المستهلكين الخاصين المتوترين .وهكذا ، انخفض إنتاج السيارات في جميع أنحاء العالم بنسبة 0.9 % في عام

2008 وبنسبة 10.4 % في عام 2009، وهو أول انخفاض في حجم الإنتاج منذ عام 2001.

_ بسبب الوضع الاقتصادي الصعب ، سجلت العديد من الشركات تخفيضات في الارباح أو خسائر ، أو حتى

اضطرت إلى تقديم طلب للإفلاس . حتى الشركات الكبيرة اضطرت إلى تحريك إجراءات الإعسار، على سبيل المثال ، جنرال موتورز (حوالي 243000 موظف)، كرايسلر (حوالي 132000 موظف)، Arcandor (حوالي

86000 موظف) ، (Quelle (حوالي 3400 موظف) وكارمان (3500 موظف).

⁽¹⁾ Erik Hofmann , Daniel Maucher , Sabrina Piesker and Philipp Richter, (2011): Ways Out of the Working Capital Trap, Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, PP 1-4.

_ ووفقاً لدراسة، يقدر المسؤولون في مجال الإفلاس أن 34% من التماس حالة الإفلاس بدأت بسبب الأزمة وأن أكثر من 17% من حالات الإعسار في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم هي حصراً بسبب الأزمة المالية.

_ صعوبات في الحصول على الائتمان ذو الحجم الكبير. وعلى وجه الخصوص، اشتكت الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم من سياسة الإقراض المقيدة من جانب البنوك، وذلك أساساً بسبب انعدام أمن المؤسسات المالية في ضوء التطورات غير المتوقعة في السوق.

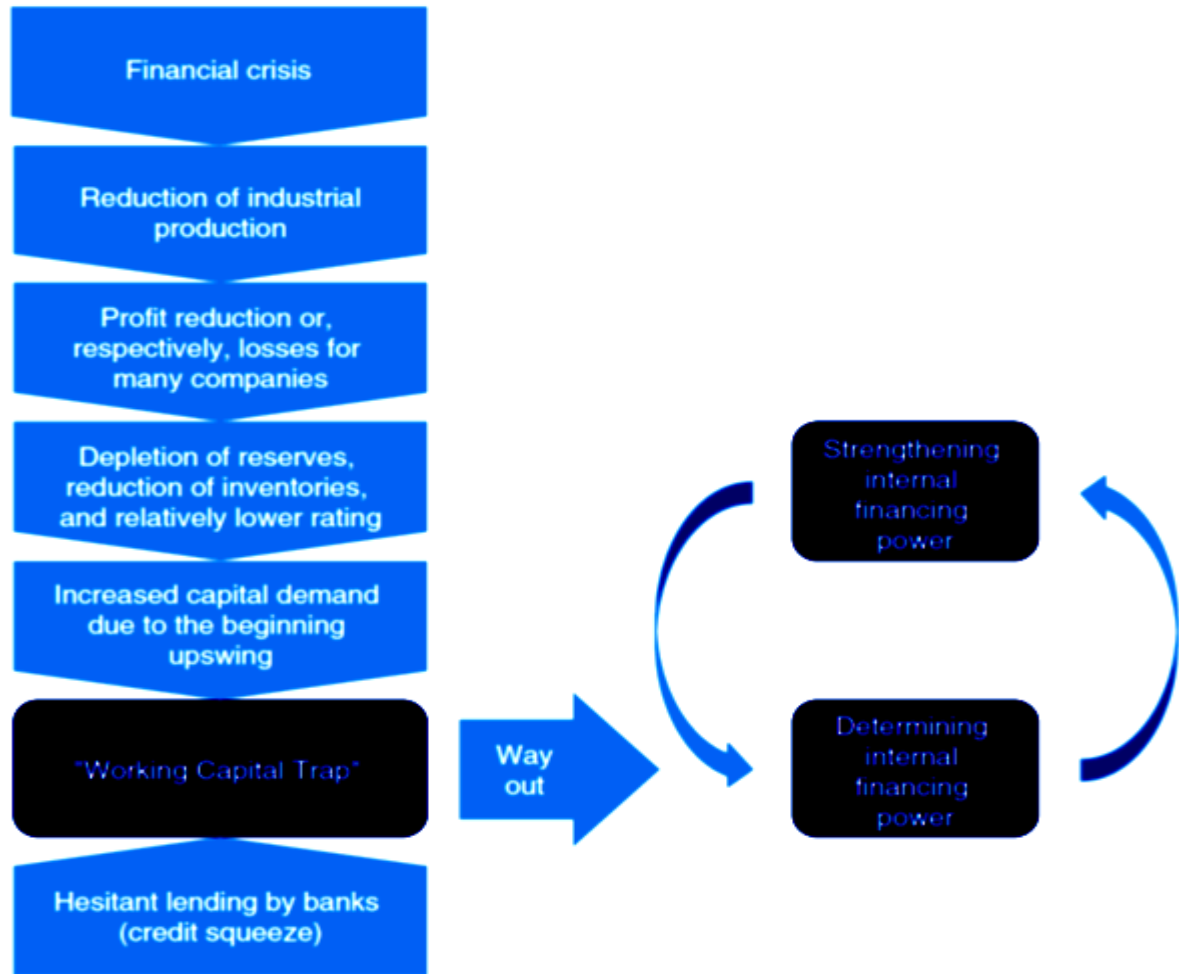
_ انخفضت القروض الممنوحة للشركات بنسبة 0.7% أو 35 مليار يورو مقارنة بالشهر السابق. كان هذا أكبر انخفاض منذ بدء جمع هذه الإحصائيات في عام 2003.

رابعاً_ فح راس المال العامل:

بسبب تدابير تشديد الحزام التي اتخذت خلال الأزمة، فإن القدرات التي تم تقليصها غير متوفرة الآن . وتعتبر الاستثمارات في المصانع الجديدة والزيادات في مخزون الموظفين ضرورية ويجب تمويلها. إن الجمع بين الطلب المتزايد على السيولة لدى الشركة من خلال النمو وانخفاض متوسط مستويات المخزون مع إعاقة الوصول إلى رأس المال الخارجي في نفس الوقت بسبب ممارسات الإقراض المحدودة للمؤسسات المالية يمكن وصفها بأنها "فح رأس المال العامل"⁽¹⁾. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

⁽¹⁾Erik Hofmann , Daniel Maucher , Sabrina Piesker and Philipp Richter, OP. cit. P 4.

الشكل رقم (1-11): اثار الازمة المالية و الاقتصادية على راس المال العامل للمؤسسة



Source: Erik Hofmann , Daniel Maucher , Sabrina Piesker and Philipp Richter, (2011): Ways Out of the Working Capital Trap, Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, p 5.

يوضح الشكل تأثير الأزمة المالية والاقتصادية (Financial crisis) على الشركات حيث أدت إلى انخفاض الإنتاج الصناعي (Reduction of industrial production)، والذي أدى بدوره إلى انخفاض الأرباح أو حدوث خسائر بالنسبة للعديد من الشركات (Profit reduction or, respectively, losses for many companies)، هذا الأخير أدى إلى استنزاف الاحتياطيات، انخفاض المخزونات، والذي بدوره أدى إلى زيادة الطلب على رأس المال بسبب بداية التحسن، و أمام تردد البنوك في منح القروض (Hesitant lending by banks (credit squeeze)) و جدت الشركات نفسها فيما يسمى ب "فخ رأس المال العامل" ("Working Capital Trap"). كما يوضح الشكل الطرق الممكنة للخروج من هذا الفخ، والتي تتمثل في تحديد أولاً قوة التمويل الداخلية للشركة وتتخذ بعد ذلك إجراءات لتعزيز قوة التمويل الداخلية، و تتم هذه العملية بشكل تكراري.

المبحث الثالث: ادارة المخزون

يعتبر المخزون انعكاس لقرارات الادارة المالية في الامد القصير، حيث يحتل اهمية بالغة على مستوى المؤسسات باختلاف انواعها، و يرجع السبب الى الوظائف المهمة التي يضطلع بها المخزون، ليس فقط من اجل استمرار عمليات الانتاج، و انما الى حجم المواد و التكاليف المرتبطة بها و التي ينبغي ان تدار بكفاءة عالية. كما يعتبر موضوع المخزون من الموضوعات الهامة للإدارة المالية باعتباره مكون اساسي من مكونات راس المال العامل حيث يمثل نسبة تصل من 30 الى 70% من مجموع اصول الشركة.

من المنظور المالي يستمد المخزون اهمية كبيرة من زاويتين: اولهما تتعلق بحجم و تكلفة الاستثمار في المخزون، و خاصة اذا كان يمثل نسبة كبيرة من جملة الاستثمار في راس المال العامل، مع ارتفاع تكلفة عمليات الشراء و التخزين، و ثانيهما تتعلق بدورة راس المال العامل، الامر الذي يعكس الاثار الايجابية او السلبية على الربحية و السيولة كأهداف تشغيلية، و ايضا على قيمة المنشأة التي تمثل الهدف المحوري للمنشأة⁽¹⁾.

المطلب الاول: طبيعة الاستثمار في المخزون

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم المخزون، انواع المخزون، دوافع الاحتفاظ بالمخزون، اهداف المخزون، العوامل المؤثرة على حجم المخزون و التكاليف المرتبطة به.

اولا_ مفهوم المخزون:

هناك العديد من التعاريف الخاصة بالمخزون من بينها ما يلي:

"المخزون يعبر عن أية كمية من المواد (خامات أو أجزاء أو منتجات تحت التشغيل أو منتجات تامة) تحت سيطرة مشروع ما يحتفظ بها لفترة زمنية معينة في حالة ساكنة نسبيا، انتظارا لاستخدامها أو بيعها"⁽²⁾.

كما يعرف المخزون بانه كمية المواد و السلع التي تحتفظ بها المنظمة بشكل عاطل نسبيا في انتظار استخدامها او بيعها، اي ان المخزون عملية خمود مؤقتة (Temporary Lull) بين نشاطين هما العرض و الطلب حيث ان المخزون يحقق التوازن بين العرض في وقت و الطلب في وقت اخر، لهذا يمكن ملاحظة ان

(1) نبيل عبد السلام شاكرا، ادارة عناصر راس المال العامل، ص 172. (<https://www.noor-book.com>) كتاب-إدارة-عناصر-راس-المال-العامل-ل-د-نبيل-عبد-السلام-شاكرا (pdf) تاريخ الزيارة: 2016/06/25، 16:10.

(2) سليمان محمد مرجان، (2002): بحوث العمليات، الطبعة الاولى، بنغازي، ليبيا: دار الكتب الوطنية، ص 210.

توافق العرض و الطلب في نفس الوقت و المكان يجعل المخزون غير ضروري و لا حاجة للاحتفاظ به، و كلما كان هناك تفاوت بين العرض و الطلب في المكان و الزمان كلما برزت الحاجة الى المخزون⁽¹⁾.

يشمل المخزون جميع المواد و الأجزاء و التجهيزات و الأدوات و البضاعة الجاهزة المسجلة في سجلات المؤسسة و المتواجدة ماديا في المخازن او المستودعات او المعامل او المحلات العائدة لتلك المنظمة⁽²⁾.

من خلال هذه التعاريف يتضح ان المخزون هو جزء من الاصول المتداولة اي راس المال العامل الاجمالي و يشمل جميع السلع و المواد التي تمتلكها المؤسسة و المسجلة في سجلاتها و المتواجدة ماديا في مخازنها بهدف اعادة بيعها او استخدامها في عمليات الانتاج للحصول على منتجات للبيع، و تبرز الحاجة الى المخزون بسبب التفاوت الزمني و المكاني بين العرض و الطلب، لان توافق هذين الاخيرين في الزمان و المكان يلغي حاجة المؤسسة الى المخزون لأنه غير ضروري. و بالتالي فان ادارة المخزون تمثل جزء مهم من ادارة راس المال العامل.

ثانياً_ انواع المخزون:

تختلف أنواع المخزون المتواجدة في المؤسسات حسب اختلاف نوع هذه المؤسسات، كما تختلف حسب الاستعمال و يسمى هنا بالتوصيف الهيكلي، و تختلف حسب الوظيفة و يسمى بالتوصيف السلوكي. و يمكن ذكر الانواع التالية⁽³⁾:

- المخزون الانتقالي: و هذه الفئة من المخزون يتكون نتيجة لاستمرار عملية الانتاج او عملية النقل. في الانتاج يكون بفعل العمل المستمر عليه فهو مخزون تحت العملية او في الانتقال بين مراكز العمل و يدعى مخزون العملية (Process stock)، و في عملية النقل يكون في حالة انتقال (In Transit) بين المراكز و يدعى ايضا (Pipeline stock)؛
- مخزون الدورة: و هذه الفئة هي الشكل الشائع للمخزون بفعل الطلبية او بفعل وجبة الانتاج، و المخزون في هذه الدورة يكون في حده الاعلى عند استلام الطلبية و في حده الادنى قبل استلام الطلبية الجديدة (اي عند المخزون صفر في حالة عدم استخدام مخزون الامان)؛

(1) عبود نجم نجم، (2013): مدخل الى ادارة العمليات، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع، ص 264.

(2) عبد الرحمان عطية، (2009): المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي، من دون طبعة، الجزائر: دار النشر حيطالي، ص 47.

(3) عبود نجم نجم، مرجع سبق ذكره، ص ص 264-265.

- مخزون الامان: و هذه الفئة من المخزون يحتفظ بها لمواجهة عدم التاكيد في الاحتياجات المستقبلية حيث ان هذه الاحتياجات (الطلب) يتم تقديره عادة عن طريق التنبؤ (Forecasting) و لكن التنبؤات دائما تحمل قدرا من الخطا (Error) مما يتطلب التحسب له باستخدام مخزون الامان (Safety stock)؛
 - المخزون الموسمي: و هذه الفئة من المخزون تتكون عندما يكون الطلب او الاحتياجات تختلف بشكل كبير من وقت لآخر، فتكون هناك فترة ركود في الطلب (طلب منخفض) و فترة رواج (فترة ذروة الطلب) لهذا يتم تكوين المخزون في الفترة الاولى من اجل استخدامه في الثانية بما يحقق مزايا اقتصادية؛
 - المخزون لأسباب اخرى: و هذه الفئة تخدم اغراضا عديدة كما هو الحال في المخزون الذي يحتفظ به للاستفادة من الخصم او لتحقيق المزايا جراء توقع ارتفاع الاسعار بشكل كبير في المستقبل.
- كما يصنف المخزون ايضا حسب المرحلة في عملية الانتاج و ذلك كما يلي¹:
- المواد الخام: المواد التي سيتم معالجتها أو إعادة تجميعها أو تجميعها في المنتج النهائي .
 - المواد تحت التفتيش: المواد التي تخضع حاليا لنوع من التفتيش. مصطلح آخر يستخدم هو MRB ، والتي تعني لوحة مراجعة المواد. لدى بعض الشركات أنظمة متطورة لإجراء عمليات التفتيش للمواد الواردة.
 - المواد قيد التشغيل: (WIP) مادة موجودة حالياً في مرحلة غير كاملة من المعالجة . بالنسبة لبعض الشركات، يمكن أن يكون WIP كبيراً. مع التخطيط الفعال، من الممكن تقليل WIP للحد من متطلبات المساحة والقضاء على الفوضى في أرضية المحل.
 - الأجزاء المكتملة جزئياً: هي مكونات فرعية تنتج داخل الشركة من المواد الخام. يتم تخزينها مؤقتاً وإصدارها في وقت لاحق للاستخدام في إكمال عنصر نهائي أو أمر مبيعات.
 - السلع التامة الصنع: المنتجات النهائية جاهزة للشحن إلى العملاء. اعتماداً على البيئة، يمكن زيادة تصنيف هذا النوع من المخزون بين مراكز التوزيع في المواقع الجغرافية المختلفة.
 - مستلزمات الصيانة والإصلاح والتشغيل: (MRO) لا يتم استخدام هذه المواد مباشرة كجزء من المنتج النهائي؛ يتم استخدامها للمعدات التي تعالج المنتج النهائي. ومن أمثلة ذلك الشحوم، وعجلات الطحن،

¹Ed C. Mercado, (2008): Hands-on inventory management, USA: Auerbach Publications, PP 16-17.

ولقم الثقب، واللوازم المكتبية، ومواد التغليف، وما إلى ذلك. من الناحية الفنية، يتم اعتبارها مستخدمة في عملية الإنتاج.

ثالثاً_ دوافع الاحتفاظ بالمخزون:

ان دوافع و اسباب الاحتفاظ بالمخزون يمكن ان تكون ذات طبيعة انتاجية، او تسويقية او اقتصادية و من هذه الدوافع ما يلي⁽¹⁾:

- العرض الموسمي للمواد، مما يتطلب تخزين كميات مناسبة من هذه المواد لتلبية احتياجات التشغيل في اوقات الندرة؛
- الطلب الموسمي على منتجات المنظمة فمن المعروف ان الطلب يزداد على بعض المواد تبعاً للظروف المناخية او فصول السنة، او تبعاً للمناسبات و الاعياد و غيرها. و بالتالي لا بد من تخزين المنتجات الجاهزة من اوقات ضعف الطلب الى حين مواسم زيادة الطلب.
- ضمان الامداد المستمر للعمليات الانتاجية بمختلف انواع الاحتياجات و حماية المنظمة من نفاذ المخزون؛
- دافع المضاربة اي الشراء بكميات كبيرة من المواد حين انخفاض اسعارها و تخزينها لحين زيادة اسعارها و بيعها و هو دافع يخص المنظمات التجارية و يعد غير مفضلاً في المنظمات الانتاجية؛
- للاستفادة من خصم الكمية يتم الشراء بكميات تزيد عن الحاجة و تخزينها.

من خلال الدوافع الخاصة بالاحتفاظ بالمخزون يتضح ان هناك ثلاثة دوافع رئيسية، الدافع الرئيسي الاول يتمثل في دافع المعاملات او دافع النشاط اين تحتفظ المؤسسة بالمخزون لمواجهة احتياجاتها لأغراض الانتاج او التشغيل و من اجل الوفاء باحتياجات العملاء. في هذا الاطار تختلف حاجة المؤسسة للمخزون حسب طبيعة نشاطها من جهة و حسب المتغيرات المتعلقة بالبيئة الخارجية من جهة اخرى. الدافع الرئيسي الثاني يتمثل في دافع الاحتياط، اين تحتفظ المؤسسة بقدر من المخزون لمواجهة الاحداث الطارئة او غير المتوقعة المصاحبة لحالة عدم التأكد. الدافع الرئيسي الثالث و يتمثل في دافع المضاربة، اين تحتفظ المؤسسة بقدر من المخزون للاستفادة من فرص التغيرات في اسعار المخزون او للاستفادة من الخصومات النقدية المقدمة من الموردين في اوقات محددة.

(1) محمد ابيدوي الحسين، (2004): تخطيط الانتاج و مراقبته، الطبعة الثانية، عمان: دار المناهج، ص 146.

رابعاً_ اهداف المخزون:

للمخزون اهداف متعددة نذكر منها⁽¹⁾:

- القدرة على التنبؤ: من أجل المشاركة في تخطيط القدرات وجدولة الإنتاج، تحتاج إلى التحكم في مقدار المواد الخام وقطع الغيار و التجميعات الفرعية التي تقوم بمعالجتها في وقت معين؛
 - التقلبات في الطلب: توفير المخزون في متناول اليد هو حماية من التقلبات؛
 - عدم موثوقية العرض: المخزون يحمي من الموردين الذين لا يمكن الاعتماد عليهم أو عندما يكون هناك بند نادر وأنه من الصعب ضمان إمداداته بشكل ثابت؛
 - حماية السعر: إن شراء كميات المخزون في الأوقات المناسبة يساعد على تجنب تأثير التضخم في التكاليف؛
 - خصومات الكمية: غالباً ما تكون الخصومات الأكبر متوفرة إذا كنت تشتري بكميات كبيرة بدلاً من كميات صغيرة؛
 - انخفاض تكاليف الطلب: إذا كنت تشتري كمية أكبر من البند بأقل تكرار، فإن تكاليف الطلب تكون أقل من شراء كميات أصغر مراراً وتكراراً.
- يمكن اضافة الاهداف التالية⁽²⁾:

_ تهدئة العمليات: في حالات كثيرة يكون الطلب غير مستقر و يتغير على اساس موسمي اي انخفاض الطلب في موسم الركود و ارتفاعه في موسم الرواج، او على اساس دورة الاعمال و لمعالجة مثل هذه التذبذبات في الطلب يتم تقدير ذروة الطلب و فتراتها من اجل الاحتفاظ بالمخزون من فترات الركود و انخفاض الطلب لاستخدامه في فترة الذروة، و بهذا يتم استقرار الانتاج و ابعاده عن التأثير بتذبذبات الطلب.

_ كمية الطلب الاقتصادية: ان كمية الطلب الكبيرة نسبياً قد تحقق مزايا اقتصادية من خلال تقليص عدد الطلبات و الكلف المترافقة معها، و قد تكون هذه المزايا اكبر من او متكافئة مع الكلف التي يتم تحملها جراء الاحتفاظ بهذه الكمية كمخزون.

⁽¹⁾ Max Muller, (2003): ESSENTIALS OF INVENTORY MANAGEMENT, USA: AMACOM, P 45.

⁽²⁾ عيود نجم، مرجع سبق ذكره، ص ص 265-266.

_ الوقاية من نفاذ المخزون: ان تذبذب الطلب بشكل غير قابل للتنبؤ يحمل في طياته مخاطرة نفاذ المخزون و تدني مستوى الخدمة و ظهور الطلبات المؤجلة لعدم القدرة على الايفاء بها، لهذا يتم الاحتفاظ بكميات مناسبة من اجل تجنب هذه المخاطر، و الكلف الاضافية المترافقة معها بما في ذلك التأثير السلبي على سمعة الشركة.

_ الاقتصاد في نظام الرقابة على المخزون: في احيان كثيرة يكون الاحتفاظ بكمية كبيرة من المخزون سببا في تقليص الجهد المطلوب في السيطرة على المخزون نفسه.

_ الاستفادة من تقلبات الاسواق: ان تقلبات السوق تخلق ميزة اقتصادية للاحتفاظ بالمخزون، لهذا فان المنظمات تستخدم المخزون لتحقيق هذه المزايا من خلال الاحتفاظ بكمية اكبر عند توقع ارتفاع حاد في الاسعار.

خامسا_ العوامل المؤثرة على حجم المخزون:

المواد الخام: يتأثر حجم المخزون من المواد الخام بعدة اعتبارات اهمها (1):

- حجم الانتاج المتوقع: فزيادة حجم الانتاج المتوقع تعني زيادة الاستثمار في مخزون المواد.
- الفترة بين مواعيد الشراء و الصنع: تتزايد الاموال اللازم استثمارها في المواد الخام في المخازن اذا كانت المواد الخام يلزم تجهيزها بطريقة خاصة قبل عملية الانتاج و ذلك مثل صناعة الكتان.
- شروط الشراء: فكثير ما يسمح المورد بشروط سخية لعملائهم لإغرائهم على طلب كميات كبيرة من المواد الخام و مثال ذلك منح خصم نقدي كبير او منح مدة سداد طويلة.
- سهولة الحصول على المواد الخام عند الحاجة اليها: فيجب ان تؤخذ ظروف عرض المواد الخام في الاعتبار، فاذا تبين احتمال انخفاض في العرض مستقبلا فالأمر يستلزم الاستعداد لهذا الموقف بتخزين كميات كبيرة من هذه الاصناف.
- بذل الوقت لتقصير الوقت الذي تستغرقه دورة الانتاج و ذلك ان طول دورة الانتاج يعني زيادة الاستثمار في المخزون.

المنتجات التامة: يتأثر مخزون المنتجات التامة اساسا بعوامل اخرى اهمها (2):

(1) جمال الدين المرسي و احمد عبد الله الحليج، مرجع سبق ذكره، ص ص 385-386.

(2) نفس المرجع السابق، ص 387.

- درجة تقلب المبيعات: فاذا كانت مبيعات المنشأة تخضع للتقلبات الموسمية اثر ذلك على مقدار الاموال اللازم استثمارها اذ ان المنشأة تحتاج الى زيادة البضاعة المخزنة لديها قبل بدء الموسم استعدادا له؛
- الفترة اللازمة للبيع: اذا كان معدل دوران المبيعات قليل بمعنى ان المشروع يستغرق فترة طويلة لتصريف السلع المصنوعة فان ذلك يستلزم اموالا اكثر لتمويل البضاعة خلال هذه الفترة.
- طبيعة المنافسة في السوق: فاذا كان العرف في السوق يجري على تسليم المشتري ما يرغبه فورا تقدمه بطلب الشراء، فان الامر يستلزم الاحتفاظ بقدر كاف من المخزون من السلع تامة الصنع لمواجهة اي طلبات محتملة للعملاء.

سادسا_ التكاليف المرتبطة بالمخزون:

فيما يلي التكاليف ذات الصلة بالمخزون (1):

- **السعر:** في الواقع، يمكن تحليل هذا السعر وصولا الى السعر المدفوع كئمن للمواد والتكاليف الأخرى للحصول على المواد المستلمة من طرف المؤسسة. وقد تشمل تكاليف الاقتناء الشحن والتأمين والتعريفات، وربما تكاليف التفتيش والاختبار وإصدار الشهادات المطلوبة.
- **تكاليف حفظ المخزون:** هذه هي التكاليف التي تتكبدها الشركة لأنها تحتفظ بالمخزون. عادة، الاحتفاظ بالمزيد من المخزونات، يؤدي الى ارتفاع تكاليف حفظ المخزون، حيث تتأثر هذه التكلفة بالمبلغ المسجل في المؤسسة.
- **تكاليف الطلب:** وتسمى تكاليف الطلب أيضا تكاليف التجديد. هذه هي التكاليف المتكبدة عند شراء المخزون من المورد.
- وعندما يتم الحصول على المخزون من إدارة داخلية، يغطي هذا النوع من التكاليف عموما نفقات وضع أوامر العمل الداخلية وأنشطة مراقبة الإنتاج.
- **تكلفة النقص:** عندما يحتاج العميل إلى منتج غير متوفر حاليا، سيكون هناك تكلفة تتكبدها المؤسسة لأنه مطلوب منها تنفيذ العديد من الأنشطة الأخرى التي لم تكن من قبل بسبب الضرورة. و بالتالي عليها أن تضع نظاما احتياطيا وأن تراقب تنفيذه. إذا كان العميل ليس على استعداد للانتظار، سيكون هناك فقدان فرصة للربح من البيع. وأخيرا وليس آخرا، يصبح العميل غير راض للغاية. على الرغم من

(1) Ed C. Mercado, OP. cit. P 5.

أنه من الصعب تقدير تكلفة عدم رضا العملاء ، فهناك اتفاق عالمي على أن تكلفة عدم رضا العملاء ليست بالمبلغ الضئيل.

- **التكاليف الأخرى:** تشمل التكاليف الأخرى غير المحسوبة عادة تكلفة أعمال مراقبة المخزون، و دورة الحساب، و تحليل التناقضات، ومناولة المواد.

المطلب الثاني: ماهية ادارة المخزون

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم ادارة المخزون، اهداف ادارة المخزون، مستلزمات الادارة الفعالة للمخزون

اولا_ مفهوم ادارة المخزون:

تعرف ادارة المخزون بانها: "النشاط الذي يتم بمقتضاه استخدام أساليب العلمية في تحديد كمية المواد الأولية و البضاعة نصف المصنعة و كذلك البضاعة المصنعة، وبما يتضمن تلبية متطلبات وظروف التشغيل وطلبات الزبائن بأقل تكاليف ممكنة"⁽¹⁾.

تعرف شركة الإنتاج والمخزون الأمريكية (APICS) إدارة المخزون كفرع لإدارة الأعمال المعنية بالتخطيط ومراقبة المخزون. دور إدارة المخزون هو الحفاظ على مستوى المخزون المطلوب من المنتجات أو العناصر المحددة. يجب أن تستند الأنظمة التي تخطط وتراقب المخزون إلى المنتج والعميل والعملية (المصنعة أو المشتراة) التي تجعل المنتج متاحا. تكلفة الحفاظ على المخزون في جميع أنحاء العملية برمتها هو تكلفة خفية، ولكن مع ذلك يصبح جزءا من تكلفة المنتج⁽²⁾.

⁽¹⁾ محمد ابيوي الحسين، مرجع سبق ذكره، ص 144.

⁽²⁾John w. Toomey, (2000): INVENTORY MANAGEMENT: Principles, Concepts and Techniques, USA: Springer, p 1.

ثانياً_ اهداف ادارة المخزون:

تتمثل اهداف ادارة المخزون في النقاط التالية⁽¹⁾:

- لضمان إمدادات كافية من المنتجات للعملاء وتجنب النقص إلى أقصى حد ممكن.
- التأكد من أن الاستثمار المالي في المخزونات هو الحد الأدنى (أي أن نرى أن يتم حظر رأس المال العامل إلى أدنى حد ممكن).
- يعتبر الشراء الفعال للمواد وتخزينها واستهلاكها والمحاسبة هدفا هاما.
- الحفاظ على سجل في الوقت المناسب من المخزون من جميع البنود والحفاظ على المخزون في غضون الحدود المطلوبة.
- ضمان اتخاذ إجراءات في الوقت المناسب لتجديد الموارد.
- توفير رصيد احتياطي للتغيرات في الفترات الزمنية لتسليم المواد.
- توفير قاعدة علمية للتخطيط القصير الأجل والطويل الأجل للمواد.

اضافة الى الاهداف السابقة يمكن ذكر الاهداف التالية⁽²⁾:

- تجنب المخزون الزائد او المخزون المنخفض؛
- الحفاظ على تكلفة المواد تحت السيطرة مما يساهم في تخفيض تكلفة الانتاج و التكاليف العامة؛
- القضاء على الازدواجية في طلب المخزون؛
- الحد من الخسائر الناتجة عن السرقات، الهدر و الاضرار؛

يتضح من خلال الاهداف السابقة ان هناك تركيز على نوعين من الاهداف ، اهداف تشغيلية تتمثل في وجوب توفر المواد الاولية و قطع الغيار بكميات كافية حتى لا يتعطل العمل بسبب المخزون، و اهداف مالية تعني ان الاستثمار في المخزون لا يجب ان يبقى عاطل و ان راس المال العامل يجب ان يكون عند حده الادنى.

⁽¹⁾S. ANIL KUMAR and N. SURESH, (2008): Production and Operations Management, 2 ed., New Delhi, New Age International, P 92.

⁽²⁾ Kirti Pandey, (2016): Financial Management, INDIA: LAXMI BOOK PUBLICATION, P.210.

ثالث_ مستلزمات الادارة الفعالة للمخزون:

حتى تتمكن ادارة المخازن من ادارة المخزون بشكل فعال لا بد لها من توفر المستلزمات التالية⁽¹⁾:

- التنبؤ بالطلب، اي تحديد الطلب المتوقع على المخزون
- تخطيط الاحتياجات المادية؛
- حركة المواد و معدلات استخدامها و ارصدها في المخازن؛
- تحديد دقيق للوقت اللازم لطلب المواد و استلامها Lead Time و هو الوقت الفاصل بين طلب المادة و استلامها؛
- تقدير دقيق لكلفة الاحتفاظ بالمخزون Carrying Cost، كلفة اعداد الطلبية Ordering Cost، و كلفة نقص المواد Shortage Cost.

المطلب الثالث: تقنيات ادارة المخزون

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى العديد من التقنيات المستعملة لإدارة المخزون اهمها، المراقبة الانتقائية للمخزون، تحديد المستويات المختلفة للمخزون، ادارة المخزون بطريقة Just In Time، الحجم الاقتصادي للطلبية EOQ، الحجم الاقتصادي للطلبية EOQ في ظل خصم الكمية.

اولا_ المراقبة الانتقائية للمخزون:

تتطلب الادارة الفعالة للمخزون فهم و معرفة طبيعة المخزونات، و هذا يتطلب بعض التحليل و التصنيف⁽²⁾:

_ **تحليل ABC**: في هذا التحليل، يعتمد تصنيف المخزون على اساس الاستهلاك السنوي و القيمة السنوية للمواد. سياسة المراقبة يمكن ان تصاغ كما يلي: المواد صنف A: رقابة صارمة جدا، المواد تكون ذات قيمة عالية، الرقابة تمارس من طرف اعلى مستوى من السلطة. المواد صنف B: رقابة متوسطة، المواد تكون ذات قيمة متوسطة، الرقابة تتم من طرف مستوى متوسط من السلطة. المواد صنف C: المواد ذات قيمة منخفضة، الرقابة يمكن ان تتم من طرف مستوى ادنى من السلطة.

(1) محمد ابيدوي الحسين، مرجع سبق ذكره، ص 145.

(2) S. ANIL KUMAR, N. SURESH., OP. cit. P 94.

_ **تحليل HML:** في هذا التحليل يعتمد تصنيف المخزون الى اساس سعر الوحدة للمواد، (High) اي مواد لها اعلى سعر، (Medium) مواد متوسطة السعر و (Low) مواد منخفضة السعر.

_ **تحليل VED:** في هذا التحليل يعتمد تصنيف المخزون على اهمية المواد، و هي مصنفة كمواد حيوية (Vital)، ضرورية (Essential) و مرغوبة (Desirable). و يستعمل اساسا في مخزن قطع الغيار.

_ **تحليل FSN:** عندما يتم التحليل على اساس معدل حركة المواد في المخازن أو على اساس نمط الاستهلاك من المكونات، يعرف التحليل باسم تحليل FSN. و الحروف الثلاث تدل على: (Fast) سرعة الحركة، (Slow) بطيئة الحركة و (Non Moving) غير متحرك. وهذا التصنيف يكون في متناول اليد عندما يكون من الضروري السيطرة على التقادم.

_ **تحليل SDE:** يتم تحليل SDE عموما على اساس المشاكل التي يتم مواجهتها عند شراء عنصر معين. هذه الحروف تدل على: المواد النادرة (Scarce)، و أشياء يصعب الحصول عليها (Difficult)، وتلك التي يسهل الحصول عليها (Easy).

_ **تحليل GOLF:** في هذا التحليل يتم تصنيف المخزون الموجود اعتمادا على مصادر المواد. و تصنف كعرض حكومية (Government)، متوفر بشكل عادي (Ordinarily) توفر محلي (Local) و مصدر اجنبي لعرض المواد (Foreign).

_ **تحليل SOS:** في هذا التحليل يتم تصنيف المخزون الموجود اعتمادا على طبيعة عرض المواد. و هي مصنفة الى مواد موسمية (Seasonal) و مواد غير موسمية (Off-Seasonal).

ثانياً_ تحديد المستويات المختلفة للمخزون:

المستويات المختلفة للمخزون التي تحددها ادارة المخزون هي المستوى الاقصى، المستوى الادنى، مستوى الطلب او اعادة الطلب و مستوى الخطر. هذه المستويات تعمل كمؤشرات لبدء العمل في الوقت المناسب، و بذلك فان كل كمية من المواد المحتفظ بها تكون تحت المراقبة. مستويات المخزون يمكن تعديلها حسب تغيرات العوامل التي تحدد المستويات.

الصيغ المستعملة لتحديد مختلف المستويات هي⁽¹⁾:

Maximum level= Reordering level – Expected minimum consumption units during least time to obtain delivery + Reordering quantity.

Minimum level= Reorder level – Average usage per period * Average time to obtain delivery

Reorder level = Maximum reorder period * Maximum usage

Average level= (Maximum level + Minimum level)/2

مستوى الخطر يثبت عادة تحت المستوى الادنى، عندما يبلغ المخزون هذا المستوى يجب القيام بإعادة الطلب في الحال

ثالثاً_ ادارة المخزون بطريقة Just In Time:

تعرف الجمعية الأمريكية لمراقبة الإنتاج والمخزون (APICS) ال JIT بانها: فلسفة التصنيع على أساس القضاء المخطط على جميع النفايات والتحسين المستمر للإنتاجية. وهو يشمل التنفيذ الناجح لجميع أنشطة التصنيع المطلوبة لإنتاج المنتج النهائي، بدءاً من هندسة التصميم وحتى التسليم، بما في ذلك جميع مراحل التحويل من المواد الخام فصاعداً. وتشمل العناصر الأساسية وجود المخزون المطلوب فقط عند الحاجة؛ لتحسين الجودة إلى صفر العيوب؛ للحد من وقت الانتظار من خلال تقليل عدد مرات الإعداد، الوقوف في

⁽¹⁾ CHANDRA BOSE, (2006): INVENTORY MANAGEMENT, Prentice-Hall of India, P.39.

الطوابير لمدة طويلة وأحجام الكمية؛ إجراء مراجعة تدريجية للعمليات نفسها؛ وتحقيق هذه الأشياء بأقل تكلفة ممكنة⁽¹⁾.

تعتمد هذه الطريقة على مبادئ بسيطة، بدلا من الاحتفاظ بالمخزون والسماح للمشاكل بالظهور، يجب النظر الى المشاكل وحلها، و يمكن تلخيص اسباب استخدامها على النحو التالي⁽²⁾:

- يتم الاحتفاظ بالمخزون في المؤسسة لتغطية التغير قصير الأجل وعدم اليقين في العرض والطلب؛
- هذه المخزونات لا تخدم أي غرض مفيد - فهي لا توجد إلا بسبب ضعف التنسيق فيما يخص تطابق عرض المواد مع الطلب؛
- طالما كان المخزون محتفظ به، لا توجد مشاكل واضحة ولا حافز للمديرين لتحسين تدفق المواد؛
- استمرار تسيير العمليات بشكل سيئ، مع المشاكل المخبأة من قبل المخزون؛
- الجواب الحقيقي هو تحسين العمليات، والعتور على أسباب الاختلاف بين العرض والطلب، ثم اتخاذ أي إجراء ضروري للتغلب على الاختلافات.

هناك العديد من الفوائد لهذا النظام، منها⁽³⁾:

- تخفيض مستويات المخزون؛
- تقليل الحاجة إلى معدات مناولة المواد؛
- الحد من الأطر الزمنية بين التسليم والإنتاج؛
- تحسين كبير في الجودة؛
- إدراج الموظفين في التحسين المستمر للجودة.

(1) Max Muller, OP. cit. PP 137-138.

(2) Donald Waters, (2003): Inventory Control and Management, England: Wiley, P.344.

(3) Max Muller, OP. cit. P 138.

رابعاً_ الحجم الاقتصادي للطلبية EOQ :

في عام 1915، قام F. W. Harris من شركة جنرال إلكترونيك بتطوير نموذج كمية الأمر الاقتصادي (EOQ) لمساعدة مسيري المخزونات من تحديد كمية المنتجات التي يجب شراؤها⁽¹⁾. لكن الحساب غالباً ما يُنسب إلى ويلسون Wilson (1934) الذي قام بشكل مستقل بتكرار العمل وتسويق النتائج⁽²⁾.

- الفرضيات: يعتمد نموذج EOQ على عدة افتراضات⁽³⁾:
- معدل الطلب ثابت (لا توجد اختلافات) ، متكرر ومعروف.
 - التكلفة المستحقة وتكلفة الطلب مستقلة عن الكمية المطلوبة (بدون خصومات).
 - المهلة الزمنية ثابتة ومعروفة. وبالتالي ، فإن أوقات الطلب المقدمة تؤدي إلى وصول طلبات جديدة تماماً عندما يصل مستوى المخزون إلى الصفر.
 - الصيغة يمكن التعامل مع نوع واحد فقط من عنصر في وقت واحد.
 - وصول الطلبيات في دفعة واحدة (لا توجد مخزونات للموردين أو backorders).

يعتمد هذا النموذج على تكلفتين أساسيتين، تكلفة الاحتفاظ بالمخزون (Holding cost) و تكلفة الطلب او اعادة الطلب (Ordering cost). التكلفة الكلية هي مجموع التكاليفتين السابقتين. للحصول على صيغة النموذج يتم تقليل دالة التكلفة الكلية. اي⁽⁴⁾:

$$\text{Holding cost} = \text{order quantity}/2 \times \text{cost of item} \times \text{annual holding cost}$$

$$\text{Ordering cost} = (\text{annual usage}/\text{order quantity}) \times \text{unit ordering cost}$$

$$\text{Total cost} = \text{holding cost} + \text{ordering cost}$$

$$\text{Economic Order Quantity} = \frac{\sqrt{(2 \times \text{annual usage}) \times \text{unit ordering cost}}}{\text{cost of item} \times \text{annual holding cost}}$$

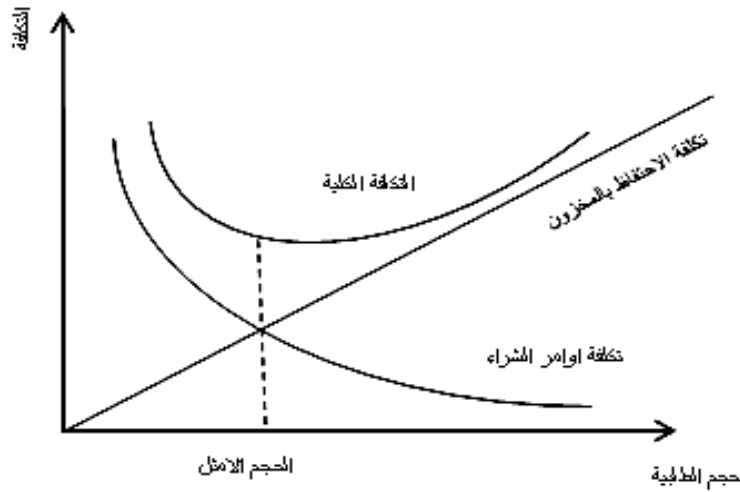
(1) Ibid. P 127.

(2) Donald Water, OP. cit. P 66.

(3) Maxe Muller, Op. cit. PP 127-128.

(4) Ed C. Mercado, OP. cit. P 66.

الشكل رقم (12_1) : الحجم الاقتصادي للطلبية



المصدر: جمال الدين المرسي و احمد عبد الله الحبح، (2007): الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، دون طبعة، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص392.

يتضح من خلال الشكل ان الحجم الامثل للمخزون يتحدد عند ادنى تكلفة كلية يمكن ان تتحملها المؤسسة و هي نقطة التقاطع بين منحنى تكلفة الاحتفاظ بالمخزون و منحنى تكلفة اوامر الشراء (تكلفة الطلب). تضم تكلفة التخزين العديد من التكاليف في سبيل الاحتفاظ بالمخزون، و منها تكلفة راس المال المستثمر في المخزون، تكلفة تدبير مساحة مناسبة بظروف مناسبة لتخزين المواد، تكلفة التأمين على المخزون و تكاليف اليد العاملة بالمخزن، اضافة الى تكلفة التقادم و تكلفة العجز في المواد المخزنة. اما تكلفة اوامر الشراء فهي عبارة عن كافة التكاليف التي تتحملها المؤسسة في حالة تكرار طلب التوريد من موردي المؤسسة حيث تشمل تكلفة الاعداد للطلب، تكلفة الاتصالات، تكلفة الفحص و الاستلام و تكاليف ادارية اخرى. اما في حالة وجود خصم الكمية فانه يؤثر علة نموذج الحجم الاقتصادي للطلبية EOQ.

خامسا_ الحجم الاقتصادي للطلبية EOQ في ظل خصم الكمية:

من الامور الاخرى الشائعة هي الحصول على خصم عند شراء كمية كبيرة، اذ ربما كانت تكلفة الاحتفاظ بالخزين الاضافي هي اكثر بكثير من التخفيض الناتج من سعر شراء تلك الكمية. ان اكثر الطرق المباشرة لمعرفة فيما اذا طلبت كميات كبيرة هي بمقارنة الزيادة الحاصلة في تكلفة الخزين مع الانخفاض الحاصل في تكلفة الشراء، و هنا لا نحتاج الى صيغ جديدة بل نطبق نفس الصيغ السابقة⁽¹⁾.

(1) دلال صادق الجواد و حميد ناصر الفتال، (2010): بحوث العمليات، الطبعة الاولى، الاردن: دار اليازوري العلمية، ص 204.

ان تغير الكمية المشتراة يؤدي الى الغاء الفرضية الخاصة بوجود معدل طلب ثابت (لا توجد اختلافات)، متكرر ومعروف. و بالتالي يصبح امام المؤسسة ثلاثة تكاليف اساسية يجب اخذها بعين الاعتبار عند حساب الحجم الاقتصادي للطلبية، هذه التكاليف هي تكلفة شراء المواد، تكلفة الاحتفاظ بالمواد و تكلفة الطلب. و يمكن الحصول على الحجم الاقتصادي كما يلي⁽¹⁾:

- نحدد الحجم الاقتصادي اعتمادا على سعر الشراء الاصلي فاذا كان الحجم الاقتصادي اكبر من الكمية اللازمة للخصم فانه لا توجد مشكلة و يمكن اصدار الطلبية بالحجم الاقتصادي و بسعر الخصم. اما اذا كان الحجم الاقتصادي اقل من الكمية اللازمة للحصول على الخصم فنذهب الى الخطوة التالية.
- نحسب كلفة الخزين و كلفة الشراء اعتمادا على سعر الشراء قبل الخصم.
- نحسب مقدار التخفيض بسعر الشراء باستعمال سعر الخصم.
- نفرض ان حجم الطلبية هو الحد الادنى للكمية اللازمة للحصول على الخصم و نحسب الزيادة بكلفة الخزين اعتمادا على هذا الحجم ثم نقارن هذه الزيادة مع مقدار التخفيض بسعر الشراء فاذا كان الفرق في سعر الشراء اكبر من الزيادة الحاصلة بكلفة الخزين فإننا نطلب الحد الادنى لكمية الخصم، اما اذا كان العكس فإننا نطلب الحجم الاقتصادي اعتمادا على سعر الشراء قبل الخصم.

(1) نفس المرجع السابق، ص ص 204 - 205.

المطلب الرابع: مقاييس كفاءة ادارة المخزون

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى بعض المقاييس التي تدل على كفاءة الادارة في تسييرها للمخزون و من بين هذه المقاييس: نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، معدل دوران المخزون، متوسط فترة التخزين و العائد على الاستثمار في المخزون.

اولا_ نسبة التداول:

تُقِّم نسبة التداول السيولة الإجمالية للمنظمة وتشير إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل . وبعبارة أخرى ، فإنها تقيس ما إذا كانت الشركة قادرة على دفع فواتيرها أم لا . من الناحية الفنية، تشير نسبة التداول إلى عدد الدولارات من الأصول التي لدينا لكل دولار من الخصوم التي ندين بها⁽¹⁾. يتم حساب النسبة الحالية على النحو التالي⁽²⁾:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

و يتضح من خلال هذه النسبة عدد مرات قابلية اصول الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الاجل. و تعتبر اصول الشركة ضمانا لالتزاماتها في جميع الاحوال، سواء في الاقتراض او التصفية. باعتبار ان الاصول المتداولة تضم المخزون فان الحجم الكبير لهذا الاخير يؤدي بالضرورة الى زيادة نسبة التداول، لكن في حالة وجود مخزون راكد فان هذا المؤشر يصبح مضلل، لان المخزون الراكد لا يتحول الى سيولة في المدة المعيارية المحددة. لهذا السبب يتم اللجوء الى مؤشر اخر و هو نسبة السيولة السريعة.

ثانيا_ نسبة السيولة السريعة:

تقارن نسبة السيولة السريعة بين الأصول المتداولة الأكثر سيولة في المؤسسة إلى المطلوبات المتداولة. يتم حساب النسبة السريعة على النحو التالي⁽³⁾:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{المطلوبات المتداولة}}$$

من خلال استبعاد المخزون يمكن معرفة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل من خلال اصولها الاكثر سيولة.

⁽¹⁾Maxe Muller, Op.cit. P 28.

⁽²⁾ فهمي مصطفى الشيخ، (2008): التحليل المالي، الطبعة الاولى، فلسطين، رام الله، ص 31.

⁽³⁾Max Muller, Op.cit. P 29.

ثالثا_ معدل دوران المخزون:

يقيس في المتوسط عدد المرات التي يتم فيها استبدال المخزون خلال فترة معينة، بصيغة اخرى، دوران المخزون يحدث كل مرة يتم فيها استلام المواد، استعمالها او بيعها و من ثم استبدالها. اذا كانت الوحدات المحتفظ بها في المخزن هي مرتين في السنة حيث تستعمل و تباع ثم تستبدل فيكون معدل الدوران هو مرتين في السنة. اذا حدث ذلك مرة في الشهر فسيكون 12 دورة في السنة. معدل دوران المخزون هو مقياس مهم لكون القدرة على تحريك المخزون بسرعة يؤثر مباشرة على سيولة الشركة. يحسب هذا المعدل كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{تكلفة البضاعة المباعة} / \text{متوسط المخزون}$$

يؤثر حجم المخزون على معدل الدوران، فاذا كان الحجم كبير فان ذلك يؤدي الى نقصان في معدل الدوران و العكس اذا كان الحجم صغير. لكن تحديد الحجم المناسب للمخزون من شأنه اعطاء الرقم المناسب لمعدل الدوران الذي يعبر عن دوران المخزون الامثل.

رابعا_ متوسط فترة التخزين:

تشير متوسط فترة التخزين الى عدد الايام بالمعدل التي مكث فيها المخزون في المخاون قبل بيعه، و بشكل عام، كلما قصرت هذه المدة كلما كانت درجة السيولة اعلى و عملية بيع المخزون اسهل⁽²⁾.

$$\text{و تحسب كما يلي}^{(3)}: \text{متوسط فترة التخزين} = 360 / \text{معدل دوران المخزون} = \text{يوم}$$

توجد علاقة عكسية بين طول متوسط فترة التخزين و درجة كفاءة المؤسسة في ادارة الاستثمار في المخزون، كما توجد علاقة عكسية بين معدل دوران المخزون و طول متوسط فترة التخزين، حيث ان انخفاض معدل دوران المخزون يعني طول متوسط فترة التخزين اي انخفاض كفاءة المؤسسة في ادارة مخزونها.

⁽¹⁾ Ibid. p30.

⁽²⁾ محمود عبد الحليم الخلايلة، (2007): التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، الطبعة 4، عمان: مطابع الدستور التجارية، ص.29.

⁽³⁾ نبيل عبد السلام شاكر، ادارة عناصر راس المال العامل، مرجع سبق ذكره، ص.183.

خامسا_ العائد على الاستثمار في المخزون:

ويحسب كما يلي⁽¹⁾: العائد على الاستثمار في المخزون = الربح السنوي الصافي / متوسط المخزون

من اجل ربح سنوي صافي معطى، فان المؤسسة التي يكون لديها اقل متوسط مخزون يكون لديها اعلى عائد على الاستثمار في المخزون. لكن تقليل المخزون الى درجة مبالغ فيها يحمل في طياته مخاطر نفاذ المخزون، كما ان المخزون الراكد من شأنه اضعاف هذا المؤشر، و بالتالي فان الحجم المناسب للمخزون يمكن ان يقلل من العائد على الاستثمار في المخزون مقابل تقليل المخاطر.

⁽¹⁾ Ed C. Mercado, Op.cit. P.30.

المبحث الرابع: ادارة الذمم المدينة

عادة ما تتبع الشركات منتجاتها على الحساب او بالأجل، بدلاً من البيع النقدي. تؤدي هذه العملية الى توليد الائتمان التجاري (عادة قصير الأجل) للبائع والدين التجاري (عادة قصير الأجل) للعميل. يؤدي الائتمان التجاري الى ظهور حسابات الذمم المدينة حيث تمثل هذه الاخيرة نسبة كبيرة من أصول الشركة في جميع أنحاء العالم، الا انها تختلف من حيث الحجم من مؤسسة لأخرى لأسباب عديدة مثل طبيعة النشاط، حجم المؤسسة... الخ. كما يعتبر الائتمان التجاري بمثابة الجسر الذي يتم من خلاله تحريك السلع من مراحل الانتاج و التسويق حتى يصل الى المستهلك النهائي. الا انه يعتبر كتجميد للأموال المستثمرة خلال فترة الائتمان مما يتطلب تحليل حذر و ادارة سليمة. وتتعامل إدارة الذمم المدينة ، التي يطلق عليها أيضا اسم إدارة الائتمان ، مع صياغة سياسة الائتمان ، من حيث الليبرالية أو التقيدية ، فيما يتعلق بمعيار الائتمان والفترة الائتمانية ، والخصم المقدم لتعجيل الدفع وسياسة تحصيل الأموال والإجراءات المتخذة. تحدد هذه المتغيرات مجتمعة المستوى الأمثل للاستثمار في الذمم المدينة، حيث يكون العائد على هذا الاستثمار هو الحد الأقصى للشركة.

المطلب الاول: طبيعة الاستثمار في الذمم المدينة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم الذمم المدينة، خصائص الذمم المدينة، اهداف الاحتفاظ برصيد الذمم، اهداف الاحتفاظ برصيد الذمم، محددات حجم الاستثمار في الذمم المدينة، التكاليف المرتبطة بالذمم المدينة.

اولا_ مفهوم الذمم المدينة:

يشير رصيد الذمم Account Receivable الى مستحقات المشروع لدى الغير و الناتجة عن بيع السلع و الخدمات دون تحصيل قيمتها. و ترجع اهمية ادارة الذمم الى انه من النادر ان توجد منشأة اقتصادية تعتمد كلية على البيع النقدي حيث جرى العرف التجاري على منح العملاء ائتمانا يمكنهم بموجبه تأخير عملية سداد قيمة المبيعات. ان رصيد الذمم او المدينون يمثل احد الاصول المتداولة الرئيسية في المشروع و التي يجب تمويلها بصفة مستمرة⁽¹⁾.

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العبد، (2004): الادارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص

يعني استثمار اموال الشركة في الذمم المدينة بان الشركة ستخسر القيمة الزمنية لهذه الاموال و تحمل خطر عدم السداد من قبل الزبائن. في مقابل تحمل هذه المخاطر، فان الشركة تقوي من مركزها التنافسي، و تجذب و تستبقي زبائنها، و تحافظ و تحسن مبيعاتها و ارباحها. و بشكل عام، فان المدراء الماليين في الشركة يراقبون الذمم المدينة من خلال تقييم و ادارة سياسة الائتمان، و التي تتضمن تقييم الائتمان، تقييم ادارة الائتمان، معايير التسهيلات الائتمانية، و شروط الائتمان⁽¹⁾.

من خلال التعريفين يتضح ان الذمم المدينة تظهر عند قيام المؤسسة ببيع السلع او تقديم الخدمات عن طريق الائتمان التجاري، فهي تمثل حقوق للمؤسسة تجاه الغير (الزبائن) لمدة اقل من السنة. باعتبارها جزء من الاصول المتداولة فهي تحمل في طياتها عنصري الربحية و المخاطر مما يجعلها عنصرا هاما عند ادارة عناصر راس المال العامل بالشكل الذي يعظم قيمة المؤسسة.

ثانياً_ خصائص الذمم المدينة:

تتميز حسابات الذمم المدينة الناتجة عن البيع الاجل بما يلي⁽²⁾:

- تضمن عنصر الخطر: الذمم المدينة تتضمن عنصر الخطر، حيث يتم الدفع في فترة مستقبلية و المستقبل غير مؤكد وبالتالي يجب التحليل بحذر؛
- تعتمد على القيمة الاقتصادية: حسابات الذمم المدينة تعتمد على القيمة الاقتصادية. القيمة الاقتصادية في السلع او الخدمات تمر من المشتري حاليا بالمقابل البائع يتوقع قيمة مكافئة من المشتري فيما بعد.
- تدل على المستقبل: المشتري سيدفع قيمة السلع او الخدمات المستلمة ن طرفه في المستقبل (بعد فترة الائتمان)

هذه الخصائص الثلاث للذمم المدينة، عنصر المخاطرة والقيمة الاقتصادية والمستقبلية، تفسر الأساس والحاجة إلى الإدارة الفعالة لمستحقات المؤسسة. إذ يجب تحليل عنصر الخطر بعناية، فالمبيعات النقدية تعتبر خالية من المخاطر تماماً ولكن الامر يختلف بالنسبة للمبيعات الآجلة، حيث لم يتم تحصيل قيمتها بعد. بالنسبة للمشتري، فإن القيمة الاقتصادية في السلع والخدمات تتم على الفور في وقت البيع، في حين يتوقع البائع الحصول على قيمة مماثلة في وقت لاحق اين سيتم الدفع النقدي

(1) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 371.

(2) Manika Garg, (2015): Working Capital Management ,INDIA: Education Publishing, p 92.

للسلع والخدمات التي يتلقاها المشتري في فترة مستقبلية. ويطلق على الزبون الذي تجمع منه مستحقات أو ديون كتابية في المستقبل اسم المدين التجاري ويمثل حساب ذمم مدينة.

ثالثاً_ اهداف الاحتفاظ برصيد الذمم:

تحتفظ المنشأة بالأصول المختلفة لتساهم في تحقيق الهدف النهائي و هو تعظيم القيمة الحالية للمنشأة. و تساهم الذمم في تحقيق هذا الهدف من خلال⁽¹⁾:

ا_ زيادة معدل نمو المبيعات:

ان المنشأة التي تتبع سياسة البيع الاجل تستطيع ان تحقق حجم مبيعات اكبر من المنشأة التي تتمسك بتحصيل قيمة مبيعاتها نقداً. فالشركات التجارية المشتريه لا تكون دائماً مستعدة للدفع الفوري و انما تفضل في معظم الحالات الانتظار حتى تقوم ببيع المواد المشتراة ثم تقوم بالسداد بعد ذلك و بالتالي فان السماح بتأجيل السداد يؤدي الى تنشيط المبيعات.

ب_ زيادة الارباح:

اذا كانت النتيجة المباشرة لمنح الائتمان هي زيادة المبيعات فان ذلك سوف يؤدي الى زيادة معدل الربح و لكن بشرط ان تكون الزيادة المتوقعة في مجال الربح اكبر من التكاليف الاضافية الناتجة عن منح الائتمان، فاذا لم يكن الحال كذلك فمن الافضل ان تتبع المنشأة سياسة البيع النقدي.

ج_ مواجهة المنافسة:

عادة ما تكون شروط منح الائتمان للعملاء واحدة داخل اطار الصناعة الواحدة لذلك تحرص الشركات العاملة في كل صناعة على الالتزام بهذه الشروط حتى لا تفقد عملائها.

⁽¹⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 194.

رابعاً_ محددات حجم الاستثمار في الذم المدينة:

هناك العديد من العوامل التي تحدد حجم الاستثمار في الذم المدينة منها ما يلي⁽¹⁾:

- حجم المبيعات الآجلة: حجم المبيعات الآجلة هو العامل الاساسي الذي يؤثر على مستوى الاستثمار في الذم المدينة. حيث يزداد الاستثمار في الذم المدينة عندما تبيع المؤسسة نسبة كبيرة من السلع و العكس صحيح.
- سياسة الائتمان: هناك نوعين اساسيين من سياسة الائتمان، السياسة الانكماشية و السياسة التوسعية. تتجه المؤسسة التي تتبع السياسة التوسعية للبيع على الحساب للزبائن بأكثر حرية، مما يؤدي الى زيادة حجم الذم المدينة، من جهة اخرى فان المؤسسة التي سياسة ائتمان انكماشية سيكون لديها حجم ضئيل من الذم المدينة.
- شروط التجارة (الائتمان): و هي اهم عامل (متغير) في تحديد مستوى الاستثمار في الذم المدينة. اهم شروط الائتمان هي فترة الائتمان و الخصم النقدي. اذا كانت فترة الائتمان طويلة عند مقارنتها مع المؤسسات الاخرى او الصناعات، فان الاستثمار في الذم المدينة سيكون مرتفع. الخصم النقدي يخفض الاستثمار في الذم المدينة لأنه يشجع على الدفع المبكر.
- موسمية النشاط: المؤسسة التي تمارس نشاط موسمي يجب عليها البيع بالأجل في الفصول الاخرى، فعندما تقدم المؤسسة الائتمان فان مستوى الذم المدينة سيرتفع بصفة الية مقارنة بمستوى المبيعات في الفصل، لان المؤسسة في اوانها ستبيع بالنقد فقط.
- سياسة التحصيل: سياسة التحصيل مطلوبة لأنه ليس كل الزبائن يدفعون قيمة فواتيرهم في الوقت المناسب. سياسة التحصيل التحررية التي تتبعها المؤسسة لن تكون قادرة على تخفيض الاستثمار في الذم المدينة، لكن في المستقبل قد تزيد المبيعات. من جهة اخرى، المؤسسة التي تتبع سياسة تحصيل انكماشية ستخفض الذم المدينة.
- خصم فاتورة و الإظهار: خصم قيمة الفاتورة و إظهار الفاتورة إلى الطرف الثالث، والذي يتعين على المؤسسة دفعه، سيقبل حجم الاستثمار في الذم المدينة. إذا تم تحصيل الفواتير في التاريخ المستحق، مرة أخرى فإن الاستثمار في المستحقات سيزيد أو يخفض الفواتير.

⁽¹⁾ Sudhindra Bhat, (2008) :Financial Management:Principles and Practice, 2 ed Edition, NEW DELHI: EXCEL BOOKS, P 647.

خامسا_ التكاليف المرتبطة بالذمم المدينة:

هناك عدة عناصر للتكاليف المتعلقة بمنح الائتمان التجاري و حسابات الذمم المدينة⁽¹⁾:

- كلفة التحصيل: و هي النفقات التي تدفعها المنشأة في سبيل تحصيل ديونها مثل المصاريف الادارية و ايجار المكاتب و توظيف العاملين او الاستعانة بأطراف اخرى لأغراض التحصيل و عليه فان الديون التي تمنحها المنشأة للغير او التسهيلات الائتمانية لابد ان ينتج عنها تكاليف لغرض تحصيلها بعد انتهاء الفترة المتفق عليها و هذه الكلفة عادة ما تكون العناصر انفة الذكر.
- كلفة الاموال: و هي استخدام الاموال الاضافية في حسابات الذمم حيث ان الاستخدام ينتج عنه كلفة معينة على المنشأة بحيث كان من الممكن استخدام تلك الاموال في استخدامات اخرى مربحة.
- كلفة التأخير كما يحصل في الذمم المدينة: و هي الكلفة التي تنشأ من عدم ايفاء الزبائن بالتزاماتهم مما يؤدي بالمنشأة الى مقاضاة الزبائن و الحجز على الاموال و ما يترتب عن ذلك من دفع اتعاب المحامين و المصاريف البريدية و الادارية.
- كلفة الديون المعدومة: و ذلك في حالة اعتبار الديون المترتبة بذمة الزبائن بمثابة ديون معدومة و هي تشكل احد عناصر الكلفة في حساب الارباح و الخسائر للشركة بتعبير اخر اذا اعتبر دين بذمة احد الزبائن دينا معدوما و انه يشكل عنصرا من عناصر التكلفة يتم تحميله على ارباح تلك السنة المالية.

المطلب الثاني: ماهية ادارة الذمم المدينة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم ادارة الذمم المدينة، الهدف من ادارة الذمم المدينة، مراقبة وضع الذمم المدينة.

اولا_ مفهوم ادارة الذمم المدينة:

ادارة حسابات الذمم المدينة تعني اتخاذ قرارات متعلقة بالاستثمار في هذه الاصول المتداولة كجزء مكمل لعملية التشغيل، حيث الهدف هو تعظيم العائد على الاستثمار في الذمم المدينة. بعبارة اخرى، تتضمن ادارة حسابات الذمم المدينة الحفاظ على الذمم المدينة عند مستوى امثل، حجم المبيعات الآجلة و سياسة التحصيل⁽¹⁾.

⁽¹⁾ عبد الستار مصطفى الصياح و سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص163-164.

ثانياً_ الهدف من ادارة الذمم المدينة:

تهدف ادارة الذمم المدينة الى جعل العلاقة المتبادلة بين الارباح و المخاطر متوازنة اي ان قرار زيادة و تسهيل الائتمان التجاري يجب ان يكون مستندا الى عملية المقارنة بين الارباح و بين التكلفة المترتبة على تحديد الحجم الامثل لحسابات الذمم المدينة و على هذا الاساس فان هدف ادارة الذمم يتلخص في ايجاد علاقة تبادلية بين الارباح و المخاطر⁽²⁾. كما تهدف إدارة الذمم المدينة الى⁽³⁾:

- زيادة التدفق النقدي؛
- ارتفاع مبيعات الائتمان والهوامش؛
- انخفاض خسارة الديون المعدومة؛
- انخفاض التكلفة الإدارية في دورة الإيرادات بأكملها؛
- انخفاض الخصومات وخسائر التنازلات؛
- تعزيز خدمة العملاء؛
- انخفاض العبء الإداري على قوة المبيعات.

ان الهدف الأساسي لإدارة الذمم المدينة هو تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تحقيق المبادلة بين الارباح و المخاطر. حيث ان الغرض من إدارة الذمم المدينة ليس تعظيم المبيعات، ولا تقليل مخاطر الديون المعدومة. فإذا كان الهدف هو زيادة المبيعات إلى الحد الأقصى، فإن المؤسسة سوف تبيع بالائتمان لجميع العملاء. على العكس من ذلك، إذا كان الهدف هو تقليل مخاطر الديون المعدومة، فإن الشركة لن تبيع بالائتمان لأي زبون. و بالتالي يجب على المؤسسة إدارة حسابات الذمم المدينة الخاصة بها بطريقة يتم بها توسيع المبيعات إلى حد يبقى فيه الخطر ضمن حدود مقبولة، مما يؤدي الى تعظيم القيمة.

ثالثاً_ مراقبة وضع الذمم المدينة:

يتحدد الحجم الاجمالي لحسابات الذمم في اي وقت وفقا لعاملين هما: حجم المبيعات بالائتمان و متوسط المدة الزمنية الفاصلة بين المبيعات و التحصيل، و يمكن التعبير عن ذلك باستخدام المعادلة التالية⁽⁴⁾:

⁽¹⁾Sudhindra Bhat, (2008): Op. cit. P 644.

⁽²⁾عبد الستار مصطفى الصياح و سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 163.

⁽³⁾John G. Salek, (2005): Accounts Receivable Management Best Practices, USA: John Wiley & Sons, P 2.

⁽⁴⁾Eugen F. Brigham and Joel F. Houston, (2004): Fundamentals of financial management, Tenth edition, USA: Thomson/South-Western, p 710.

$$\text{Accounts receivable} = \text{Credit sales per day} * \text{Length of collection period}$$

عند تغير حجم المبيعات الآجلة او طول فترة التحصيل فان مثل هذه التغيرات سوف تنعكس في حسابات الذمم المدينة. و بما ان المبيعات اليومية تمثل دالة لكل من حجم المبيعات و السعر فانه يمكن كتابة ما يلي (1):

$$\text{Accounts receivable} = f(\text{Sales Volume}, \text{Sales Price}, \text{Days Credit to Customers})$$

المطلب الثالث: سياسة الائتمان و سياسة التحصيل

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم سياسة الائتمان، صياغة سياسة التحصيل، الارقان الاساسية لسياسة الائتمان.

اولا_ مفهوم سياسة الائتمان:

يقصد بالسياسات الائتمانية، مجموعة القرارات المتعلقة بمعايير و فترة الائتمان و اجراءات التحصيل و الخصم المسموح به في الشركة (2). يعتمد نجاح او فشل المؤسسة بشكل اساسي على الطلب على المنتجات، و كقاعدة عامة فان المؤسسة التي تحقق اعلى مبيعات، هي الاكبر ارباح و الاعلى سعر للسهم. تعتمد المبيعات على عدد من العوامل بعضها خارجي لا يمكن التحكم فيه و بعضها داخلي يكون تحت سيطرة المؤسسة. المحددات الرئيسية للطلب التي يمكن مراقبتها هي اسعار البيع، نوعية المنتج، الاشهار و سياسة الائتمان. هذه الاخيرة، تشمل المتغيرات الاربعة التالية (3):

- فترة الائتمان: و هي طول الفترة الممنوحة للمشتريين لدفع ثمن مشترياتهم؛
- الخصم: و يمثل الخصومات التي تمنح عن الدفع المبكر، متضمنة نسبة الخصم، و سرعة الدفع المؤهل للحصول على الخصم؛
- معايير الائتمان: التي تشير الى القوة المالية المطلوبة من الزبائن المقبولين من حيث الائتمان؛
- سياسة التحصيل: و التي يتم قياسها من خلال صلابتها او تهاونها في محاولة جمع الحسابات بطيئة الدفع.

(1) Lorenzo A. Preve and Virginia Sarria-Allende, (2010): WORKING CAPITAL MANAGEMENT, New York: Oxford University Press, P22.

(2) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص.325.

(3) Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, OP. cit. PP 714-715.

تقوم المؤسسة التي البيع بالأجل بتحديد السياسة التي يكون فيها المتغير الأكثر أهمية هو ما إذا كان يجب القيام بالمبيعات الائتمانية أم لا، فإذا كانت الإجابة بنعم، فإلى أي مدى ينبغي أن يتم البيع على أساس النقد وما هي النسبة المئوية للمبيعات بالأجل. في هذا الاطار تعتمد السياسة الائتمانية بشكل أكبر على قوى السوق وبشكل أقل على العوامل الخاصة بالمؤسسة. ففي الفترات التي تكون فيها المنافسة قوية، تكون المؤسسة مجبرة على تقديم الائتمان. اما في حالة الاحتكار فان المؤسسة هي التي تحدد ما اذا كانت تريد تقديم الائتمان او لا. لكن في الواقع، يجب أن تستند السياسة الائتمانية إلى تحليل الفوائد و التكاليف لهذه العوامل. السياسة الائتمانية قد تكون توسعية او انكماشية.

1_ السياسة الائتمانية التوسعية:

هي السياسة التي يقوم فيها البائع ببيع السلع اجل ائتمان و معايير اكثر تحرر. بعبارة اخرى، تباع السلع الى زبائن ذو وضعية ائتمانية لا تتوافق مع المعايير او وضعيتهم المالية سيئة⁽¹⁾. تتضمن هذه السياسة بعض المزايا التي يمكن ان تستفيد منها المؤسسة، كما تتضمن بعض العيوب التي يجب اخذها بعين الاعتبار، من بين هذه المزايا و العيوب يمكن ذكر ما يلي⁽²⁾:

مزايا السياسة التوسعية:

- زيادة في المبيعات: السياسة الائتمانية التوسعية تؤدي الى زيادة المبيعات شروط الائتمان التحررية و الحوافز الملائمة الممنوحة للعملاء.
- اعلی الارباح: الزيادة في المبيعات تؤدي الى الزيادة في الارباح، لان لعلی مستوى للإنتاج و المبيعات يخفض التكلفة.

عيوب السياسة التوسعية:

- خسائر الديون المعدومة: المؤسسة التي تتبع سياسة ائتمانية توسعية قد تعاني من خسائر الديون المعدومة التي ترجع الى المبيعات الآجلة غير المدفوعة.
- مشكل السيولة: السياسة الائتمانية التوسعية لا تزيد فقط من خسائر الديون المعدومة، لكنها تؤدي الى مشكل السيولة، لان المؤسسة التي تكون غير قادرة على تحصيل حقوقها في تاريخ استحقاقها، قد تصبح عاجزة عن دفع التزاماتها الجارية المستحقة.

(1) Sudhindra Bhat, OP. cit. P 647.

(2) Ibid., PP 647-648.

ب_ السياسة الائتمانية الانكماشية:

في السياسة الائتمانية الانكماشية، يقوم الباعة ببيع السلع بالأجل على اعلى قدر من الانتقاء للزبائن، مثل الزبائن الذين يتمتعون بوضعية مالية سليمة، و تتضمن هذه السياسة مزايا و عيوب منها⁽¹⁾:

المزايا:

- نقص الديون المعدومة: المؤسسة التي تتبنى سياسة الائتمان الانكماشية سيكون لديها ادنى مستوى من الديون المعدومة، لأنها تمنح الائتمان للزبائن ذوو الجدارة الائتمانية.
- وضعية سليمة للسيولة: المؤسسة التي تتبع سياسة ائتمان انكماشية سيكون لديها وضعية سليمة للسيولة، تعود لتحصيل كل المستحقات من الزبائن في تواريخها، و بالتالي تستطيع المؤسسة ان تدفع بسهولة التزاماتها الجارية المستحقة.

العيوب:

- نقص المبيعات: السياسة الائتمانية الانكماشية تحد من المبيعات، لأنها لا توسع الائتمان الى الزبائن ذوو الجدارة الائتمانية المتوسطة
- نقص الارباح: نقص المبيعات يخفض بصفة الية الارباح، لان المؤسسة غير قادرة على انتاج السلع اقتصاديا و غير قادرة على استعمال الموارد بكفاءة مما يؤدي الى زيادة تكلفة الانتاج الوجدوية.

ثانيا_ صياغة سياسة التحصيل:

تشير سياسة الائتمان الى الاجراءات التي تتبعها المنشأة لتحصيل الحسابات السابقة المستحقة. و ان عملية التحصيل قد تبدأ بتذكير الزبون بشكل مهذب، و تستمر بخطوات متصاعدة، و تنتهي بوضع الحساب تحت تصرف وكالة التحصيل. و هي منشأة تخصص في تحصيل الحسابات. و في ادناه الخطوات التي يمكن اعتمادها لتحصيل تلك الحسابات⁽²⁾:

- 1- عند مرور بضعة ايام على تاريخ استحقاق الحساب، يتم ارسال رسالة لتذكير الزبون بالمبلغ المستحق و بشروط الائتمان.

⁽¹⁾ Sudhindra Bhat, OP. cit. P 648.

⁽²⁾ عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشنة، (2015): اساسيات في الادارة المالية، الطبعة الثانية، عمان: دار المسيرة، ص 299.

ب- و عند مرور شهر على تاريخ الاستحقاق، يتم اجراء اتصال هاتفي مع الزبون يتم تنكيهه بالمبلغ المستحق عليه. شروط الائتمان، و جهود تحصيل الحساب عن طريق الرسالة التي كانت قد ارسلت اليه سابقا.

ج- و بعد مرور اكثر من شهرين على تاريخ الاستحقاق، تقوم الشركة مانحة الائتمان بوضع الحساب تحت تصرف وكالة التحصيل لاتخاذ الاجراءات التي تراها ضرورية لتحصيل المبالغ المستحقة.

تعتبر سياسة التحصيل في غاية الاهمية بالنسبة للمؤسسة لأن جميع العملاء لا يدفعون قيمة الفاتورة في الوقت المناسب، حيث هناك بعض العملاء الذين يدفعون بشكل بطيء وبعضهم غير قادر على الدفع. لذا، يجب أن تهدف سياسة التحصيل إلى تسريع تحصيل الأموال من أصحاب الدفع البطيء وغير الدائمين والحد من خسائر الديون المعدومة. في اطار تصميم اجراءات التحصيل، فان على ادارة الائتمان ان تضع في الحسبان ان الاجراءات المتشددة في التحصيل قد تؤدي الى فقدان المبيعات المستقبلية. كما ان عليها ان تضع في الحسبان ايضا ظروف الزبائن. حيث يجب على الشركة أن تكون حذرة للغاية في اتخاذ الخطوات من أجل التحصيل من العملاء الذين يدفعون بشكل بطيء، إذا كانت الشركة صارمة في سياسة تحصيلها مع العملاء الدائمين، الذين هم في حالة بطء بشكل مؤقت بسبب ظروفهم الاقتصادية، فسوف يتعرضون للإهانة وقد ينتقلون إلى المنافسين وقد تخسر الشركة أعمالها الدائمة. في ظل اتباع سياسة تحصيل مثالية يجب على الشركة مقارنة التكلفة مع المنافع .

ثالثا_ الاركان الاساسية لسياسة الائتمان:

تتمثل هذه الاركان في نظام الخصائص الخمسة، توفير المعلومات الائتمانية، استخدام المعايير لمنح الائتمان، و يمكن توضيح هذه الاركان كما يلي:

ا_ نظام الخصائص الخمسة (The Five Cs System):

و هذا النظام لقياس نوعية الائتمان، يعتمد على تقييم خمسة جوانب يجب ان تحظى باهتمام كبير من اجل تحديد المتانة الائتمانية للزبون، سواء اكان فردا ام منشأة اعمال. و هذه الجوانب الخمسة هي عبارة عن خمس خصائص او سمات يجب ان تتوفر في الزبون ليكون مؤهلا للائتمان. و يطلق عليها (Five Cs) و هذه الخصائص هي (1):

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص.296.

- **الشخصية:** و هي تلك المؤشرات المحتملة التي تؤثر فيما اذا كان الشخص، سواء معنوياً ام طبيعياً، سيقوم بتسديد قيمة الائتمان الممنوح له، وذلك من خلال السجل التاريخي الائتماني.
- **المقدرة:** و تقاس مقدرة الزبون على السداد لكافة التزاماته من خلال مقدرته على تحقيق التدفقات النقدية الكافية لتأمين كلفة الائتمان (خدمة الدين).
- **راس المال:** و تقاس هذه الخاصية عن طريق المركز المالي للزبون، و الذي يمكن تحديده من خلال القوائم المالية. و عند تحديد هذه الخاصية فيجب ان يعطى اهتمام خاص بنسب المخاطرة مثل: نسبة المديونية (الخصوم/الاصول)، نسبة التداول (الاصول المتداولة/الخصوم المتداولة)، و نسبة عدد مرات تغطية الفوائد (الارباح قبل الفوائد و الضرائب/ الفوائد).
- **الضمانة:** و تتمثل هذه الخاصية في الاصول التي يقدمها الزبون كضمانة بهدف الحصول على الائتمان. و هذه الخاصية قد تساعد في تأهيل الزبون من الناحية الائتمانية.
- **الظروف:** و تشير هذه الظروف الى اتجاهات المؤشرات الاقتصادية العامة و الخاصة و التطورات التي يمكن ان تطرأ عليها في مواقع جغرافية او قطاعات اقتصادية محددة التي يمكن ان تؤثر في امكانية الزبون للإيفاء بالتزاماته.

معايير منح الائتمان التي تتبعها المؤسسة لها تأثير على المبيعات و الذمم المدينة. من المرجح أن يكون مستوى المبيعات و الذمم المدينة مرتفعاً، إذا كانت معايير منح الائتمان متساهلة نسبياً. وفي المقابل، إذا كان لدى المؤسسة معايير ائتمان متشددة نسبياً، فمن المتوقع أن يكون مستوى المبيعات و المستحقات منخفض نسبياً.

ب/ توفير المعلومات الائتمانية: لتوفير المعلومات الائتمانية عن كل من العوامل الخمسة او ثقة الذكر، التي تمكن المنشأة من اتخاذ قرار ائتماني سليم، هناك مصدرين اساسيين: المصدر الاول هو مجموعة من جمعيات الائتمان، التي تتبادل المعلومات الائتمانية فيما بينها. اما المصدر الثاني للمعلومات الائتمانية الخارجية هي وكالات التقارير الائتمانية، التي تقوم بجمع المعلومات الائتمانية عن مجموعة كبيرة من الزبائن و اناحة هذه المعلومات لمن يحتاج اليها لقاء ثمن⁽¹⁾.

ج/ استخدام المعايير لمنح الائتمان: على الرغم من ان اغلب القرارات الائتمانية تكون ذات طابع ذاتي او شخصي، الا اننا نجد اليوم العديد من منشآت الاعمال تستخدم بعض الطرق الاحصائية للمساعدة في اتخاذ

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشنة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص.297.

القرارات الائتمانية و من بين هذه الطرق ما يطلق عليها بالتحليل التمييزي المتعدد. و تشبه هذه الطريقة تحليل الانحدار المتعدد . و يهدف استخدام هذه الطريقة على تحديد اي من الخصائص هي الافضل لوصف مقدرة الزبون و استعداده لتسديد قيمة الائتمان فيما اذا تم منحه، و هذه الطريقة للتقييم يطلق عليها اصطلاحا بأنظمة ترتيب الائتمان (Credit – Scoring Systems)⁽¹⁾.

المطلب الرابع: كفاءة ادارة حسابات الذمم المدينة

من خلال هذا المطلب و من اجل تحقيق الكفاءة في ادارة الذمم المدينة يتم التعرض الى بعض المؤشرات المستخدمة من طرف المحللين الماليين، و منها: معدل دوران الذمم المدينة، متوسط فترة التحصيل، جداول التقادم، استخدام الحاسوب، الحجم الامثل للذمم المدينة.

اولا_ معدل دوران الذمم المدينة:

تستخدم هذه النسبة كمؤشر للحكم على كفاءة ادارة الائتمان في المشروع على تحصيل الديون. و يرتبط ذلك بعدد المرات التي يمكن فيها تحصيل الديون خلال السنة. و كلما ارتفع المعدل عن السنوات السابقة (او عن المعدلات المعيارية) فهو يشير على تحسن اداء الادارة المختصة في تحصيل ديونها، ونجاح سياستها الائتمانية. و تتضح هذه النسبة في المعادلة التالية⁽²⁾:

$$\text{معدل دوران المدينين} = \text{صافي المبيعات الآجلة} / \text{متوسط رصيد المدينين} = \text{مرة}$$

و من هذه النسبة، يتم اشتقاق نسبة ثانية تسمى (نسبة متوسط فترة التحصيل) التي تستخدم لأغراض تقييم نوعية ديون المشروع. و تستخرج هذه النسبة بالصيغة التالية:

$$\text{ثانيا_ متوسط فترة التحصيل} = 365 / \text{معدل دوران المدينين}$$

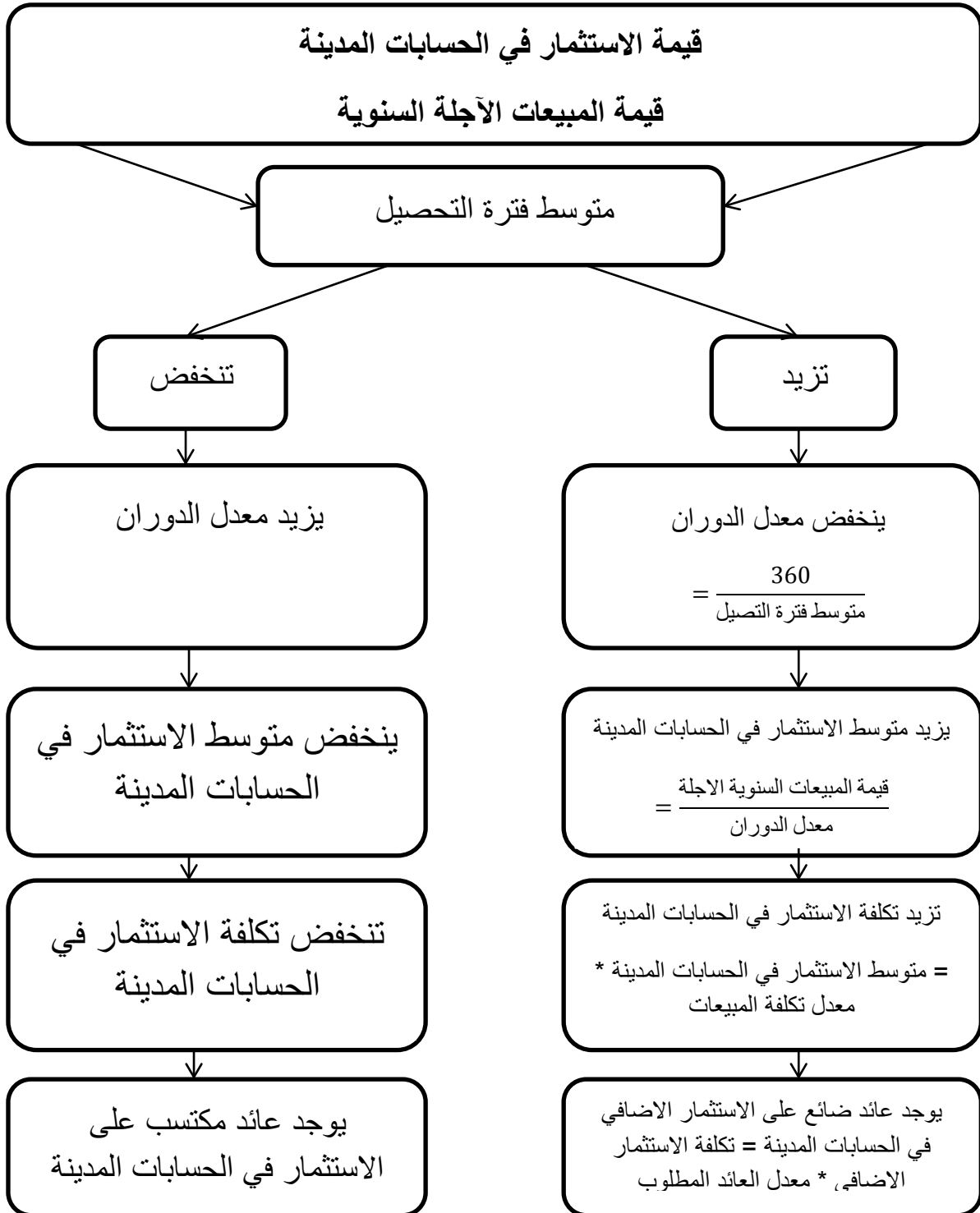
بوجه عام يجب ان لا يزيد بحال من الاحوال معدل فترة التحصيل عن 1.3 مرة من مدة الائتمان الممنوحة للعملاء. فاذا كانت فترة الائتمان 30 يوم مثلا فان معدل فترة التحصيل يجب ان لا يزيد عن 39 يوم باي حال من الاحوال. ووفقاً لطريقة متوسط فترة التحصيل، تعتبر ادارة حسابات الذمم المدينة جيدة اذا كانت متوسط

(1) نفس المرجع السابق.

(2) وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص ص 159-160.

الفترة اقل من الفترة المعيارية او النمطية المحدد، اما إذا تجاوزت متوسط الفترة المعيار المحدد، فتعتبر عملية التحصيل بطيئة.

شكل رقم (13_1): مفاهيم اساسية للاستثمار في الحسابات المدينة



المصدر: نبيل عبد السلام شاكر، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية و المهنية، ص143. (<https://www.kutub.com/pdf.com/downloading/9MRJI.html>) تاريخ الزيارة: 2015/10/20، 14:20.

ثالث_ جداول التقادم:

جدول التقادم هو تقرير يوضح المدة التي مضت على بعض حسابات الذمم المدينة دون سداد، ثم استخراج النسبة للذمم التي تجاوزت تاريخ السداد بفترة محددة. حيث تعمل هذه الجداول على توزيع و تصنيف ذمم الشركة بحسب مدة الحساب. ان جداول التقادم لا يمكن بناؤها باستخدام ملخص البيانات التي تتضمنه القوائم المالية، بل يعتمد اعدادها على سجلات حسابات الذمم و منذ سنوات قليلة بدأت الشركات استخدام اجهزة الكمبيوتر، و ذلك بإدخال الذمم في الحاسب الالى بحيث اصبح تحديد عمر كل فاتورة اكثر سهولة و بالتالي تصنيفها و اعداد جداول دقيقة بها اكثر سهولة من السابق. لحسبان ظروف المنشآت المشابهة⁽¹⁾.

اذا، من خلال جداول التقادم يتم تقسيم الذمم المدينة الخاصة بالمؤسسة حسب عمر الحساب، و الغرض من ذلك هو الحصول على رقابة أوثق على جودة الحسابات الفردية. للقيام بذلك، يجب العودة إلى دفتر حسابات الذمم المدينة، حيث تتوفر تواريخ عمليات الشراء والدفع لكل عميل. قد يُعتبر من المرغوب مقارنة هذه المعلومات مع تصنيف العمر الأقدم في تلك المؤسسة، وأيضاً لمقارنة هذه المعلومات مع خبرة الشركات الأخرى التي تنتمي الى نفس النشاط، حيث يقوم المديرون الماليون بإعداد مثل هذا الجدول الزمني على فترات دورية لغرض المراقبة، كما تتم مقارنة الجدول الزمني الفعلي للتقادم مع بعض جداول التقادم القياسية لتحديد ما إذا كانت حسابات الذمم المدينة تحت السيطرة. و يشار إلى وجود مشكلة إذا كان الجدول الزمني الفعلي للتقادم يبين نسبة أكبر من المستحقات، مقارنة بالجدول الزمني للتقادم المعياري.

رابعاً_ استخدام الحاسوب:

ان التطور الحاصل في اجهزة الحاسوب مكن من توسيع استخداماتها في العديد من المجالات و من بينها ادارة الحسابات المدينة بدءاً بتسجيل المبيعات، الى ارسال الفواتير، الى اعطاء الاشارة عند استحقاق التسديد، الى اشعار مدير الائتمان بان الحساب قد اصبح مستحقاً، و من ثم التأكد من ان الاجراءات قد اتخذت لتحصيل الحسابات المستحقة و لم تسدد. اضافة لما تقدم فان الحاسوب يمكن ان يساعد بإعداد خلاصة موجزة عن تاريخ التسديد لكل زبون التي تمكن ادارة الائتمان من وضع حدود ائتمانية لكل زبون و تصنيف الزبائن⁽²⁾.

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص.331.

(2) نفس المرجع السابق، ص.81.

خامسا_ الحجم الامثل للذمم المدينة:

التميز في إدارة الذمم المدينة يتطلب المبادلة (trade-off) بين الأهداف المتضاربة. وتحقيق أفضل توازن بين المبادلات وفقاً للأهداف الاستراتيجية للشركة. لتحسين المبادلة، يجب فهم الترتيب النسبي لهذه الأهداف الاستراتيجية⁽¹⁾:

- نمو المبيعات؛
- الربحية؛
- توليد النقد؛
- الحصة السوقية؛
- تحمل المخاطر.

الأهداف المتعارضة التي يجب المبادلة بينها هي⁽²⁾:

- قبول معايير سياسة ائتمان توسعية لتعزيز المبيعات مقابل تشديد الضوابط الائتمانية لتقليل الاستثمار في الذمم المدينة والتعرض لخسائر فادحة في الديون؛
 - تحقيق نتائج قوية لإدارة الذمم المدينة وتوفير خدمة مالية ممتازة للعملاء مقابل تقليل تكلفة الوظيفة.
- يمكن تحديد الحجم الامثل للاستثمار في الذمم المدينة، اما عن طريق المقارنة بين العوائد الحدية و التكاليف الحدية لهذا الاستثمار، او عن طريق تقليل التكلفة الكلية لهذا الاستثمار.

- مقارنة العوائد الحدية مع التكاليف الحدية:

يتعين على المنشأة ان تتوسع في الاستثمار في المدينين الى النقطة التي يتساوى فيها معدل العائد على هذا الاستثمار مع معدل العائد المطلوب عليه، عند هذه النقطة يتم تحقيق اقصى ثروة للمساهمين. بمعنى اخر، لتحديد الحجم الامثل لمستوى المدينين فان ذلك يركز على المقارنة بين العوائد الحدية لهذا الاستثمار و بين تكاليفه الحدية، حيث:

العوائد الحدية: يتم حسابها من المعادلة التالية: معدل العائد الحدي للاستثمار في المدينين = الربح الحدي قبل الضرائب/ الاستثمار الحدي في المدينين

التكاليف الحدية: هي التكاليف الناتجة من استثمار كل دينار اضافي في المدينين و تحسب بتكلفة الفرصة البديلة للأموال الاضافية التي تم ربطها في الحسابات المدينة.

⁽¹⁾ John G. Salek, OP. cit. p 6.

⁽²⁾ Ibid.

- تقليل التكلفة الكلية:

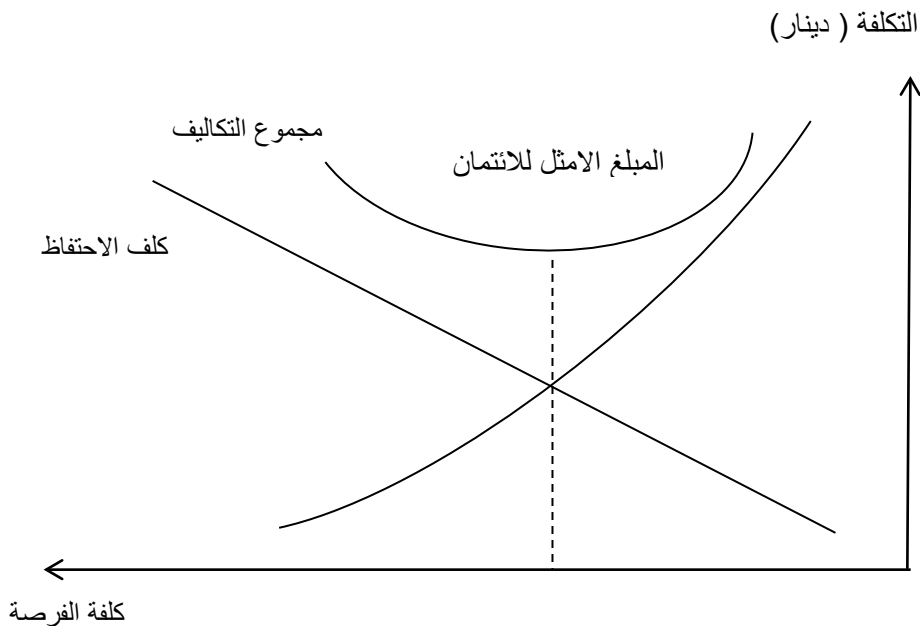
في حالة قيام المؤسسة بالبيع نقدا دون منح الائتمان فانه لن تكون هناك ديون معدومة، و لن تكون هناك ادارة او قسم للبيع الاجل، و لن يكون هناك عدد كبير من العملاء. لكن في حالة قيام المؤسسة بالبيع الاجل فهذا يعني انه سوف تكون هناك تكلفة بسبب الديون المعدومة، و وجود ادارة او قسم للبيع الاجل، الا انه في المقابل سوف يكون هناك عدد كبير من العملاء.

تحدد تكلفة الائتمان في شكل مبلغ ثابت لكل دينار ممنوح للعملاء كائتمان، اما تكلفة عدم منح الائتمان فتتمثل في التكاليف الثابتة الخاصة بوجود قسم او ادارة للبيع و بالتالي يتجه نصيب الوحدة من هذه المصاريف الى النقص الشديد مع الزيادة في منح الائتمان.

عند تحديد الحجم الامثل للائتمان يجب النظر الى هذين النوعين من التكاليف، التكاليف الخاصة بكل دينار ممنوح كائتمان، و تكلفة المبيعات المفقودة في حالة عدم منح الائتمان و التي تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة.

و يمكن التعبير عن ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (14_1): المستوى الامثل للائتمان



المصدر: عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، اسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى، (2014): الادارة المالية - النظرية و التطبيق - الطبعة الخامسة، عمان: دار المسيرة، ص 302.

ان السياسة المثلى للائتمان، اي المستوى الامثل للاستثمار في الذمم المدينة، يعتمد على الظروف التشغيلية الخاصة بالمؤسسة. فاذا كانت هذه الظروف مناسبة لسياسة ائتمان اكثر تحرر، مثل انخفاض تكاليف الانتاج المتغيرة و وجود فائض في الطاقة التشغيلية، فان ذلك سوف يؤدي الى زيادة رصيد الذمم المدينة، اما اذا كانت الظروف غير مناسبة اي ان المؤسسة تعمل بكامل طاقتها التشغيلية و تحقق هامش ربح متواضع، فإنها ستطبق سياسة ائتمان اقل تحرر او متشددة، وبالتالي يكون رصيد الذمم المدينة منخفض. ومنه فان حجم الاستثمار الامثل في الذمم المدينة يختلف من مؤسسة لأخرى، كما يختلف بالنسبة لنفس المؤسسة من وقت لآخر، و بالتالي يمكن تحليل كفاءة السياسة الائتمانية للمؤسسة ضمن الاطار العام او الشامل.

من الشكل اعلاه فان المنحنى ذو الميل المتنازل يمثل العوائد المتحققة من توسيع الائتمان و زيادة المبيعات. ان التوسع في منح الائتمان من قبل المنشأة سيؤدي الى زيادة حجم المبيعات، الامر الذي سيؤدي الى زيادة الايرادات المتوقعة استلامها من قبل المنشأة. و يمثل المنحنى ذو الميل المتصاعد الكلف المصاحبة للائتمان التجاري الممنوح. ان الزيادة في الائتمان التجاري الممنوح يتطلب كلف ادارية اكبر و كذلك كلف اكبر من الديون المعدومة. الشكل رقم يظهر العلاقة بين مبلغ الائتمان الامثل، الذي يمثل حجم الاستثمار في الحسابات المدينة، و بين الكلف المرتبطة بتلك السياسة. و يظهر من الشكل ان النقطة التي يتقاطع فيها منحنى كلف الاحتفاظ بالمخزون مع منحنى الكلف الفرصية هي التي تحدد السياسة المثلى للائتمان.

المبحث الخامس: ادارة النقدية

تعتبر النقدية أحد المكونات الهامة للأصول المتداولة و هي ضرورية لعمليات المؤسسة. كما تعتبر النقدية المدخلات الأساسية التي تحافظ على استمرار العمل بشكل دائم. و هي أيضا الناتج النهائي المتوقع تحقيقه من خلال بيع السلع و المنتجات و تقديم الخدمات من طرف المؤسسة. يصف البعض النقدية في المؤسسة، بانها تشبه جريان الدم في جسم الانسان، و ذلك لأنها تعطي حيوية لأعمال المؤسسة. والنقدية هي بداية دورة رأس المال العامل (الصافي) ونهايتها ، أي الانطلاق من النقدية ثم المخزونات ثم الذمم المدينة و بعدها العودة الى النقدية. لذلك ينبغي أن تكون إدارة النقدية في جميع المؤسسات أكثر أهمية من بداية دورة الأعمال الى نهايتها، كما ينبغي أن تكون النقدية عند الحد الأدنى، و هو امر مطلوب لاستخدام الأموال على النحو الأمثل وتجنب وضع الأرصدة النقدية العاطلة. و بالتالي فان الإدارة الفعالة للنقدية تعتبر عامل رئيسي في إدارة رأس المال العامل.

المطلب الاول: ماهية النقدية و ادارة النقدية

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم النقدية، دوافع الاحتفاظ بالنقدية، مفهوم ادارة النقدية، اهداف ادارة النقدية.

اولا_ مفهوم النقدية:

هي عنصر من عناصر الاصول المتداولة تحتفظ بها المؤسسة لغرض مواجهة عملياتها العادية او مواجهة ظروف غير عادية او لاغتنام فرص الربح من خلال المضاربة⁽¹⁾.

ويعرف النقد لأغراض التخطيط المالي : بأنه النقد بصورته القانونية، والأرصدة لدى البنوك، وشبه النقد كالودائع المربوطة والأوراق المالية القابلة للتسييل السريع⁽²⁾.

الخزينة هي مجموع الاموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة الاستغلال اي مجموع الاموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فوراً⁽³⁾.

(1) مفلح محمد عقل، (2010): مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الاولى، عمان: مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، ص186.

(2) نفس المرجع السابق.

(3) زغيب مليكة و مولود بوشنقىير، (2010): التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ص53.

تركز التعاريف الثلاثة على النقدية باعتبارها عنصر من عناصر الاصول المتداولة، او مجموع الاموال الجاهزة سواء كانت في صورتها القانونية ، او ارصدة لدى البنوك، او شبه نقدية كالودائع و الاوراق المالية قصيرة الاجل، حيث تحتفظ بها المؤسسة بغرض مواجهة عملياتها العادية او مواجهة ظروف غير عادية او من اجل المضاربة. اما التعريف الاخير فيركز على حساب الخزينة من خلال الفرق بين الموارد و الاحتياجات او الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة في تاريخ محدد و ذلك لمعرفة مدى توفر السيولة للمؤسسة في ذلك التاريخ. كما ان هذه التعاريف تركز على نقطتين اساسيتين و هما مدى توفر النقد لدى المؤسسة لمواجهة التزاماتها قصيرة الاجل و سرعة تحول الاستثمارات المؤقتة الى نقد من اجل مواجهة الالتزامات قصيرة الاجل في وقتها.

ثانياً_ دوافع الاحتفاظ بالنقدية:

تركز اغلبية مراجع الادارة المالية على الدوافع الثلاثة الاساسية التي حددها الاقتصادي الشهير كينز، حيث تحتفظ المؤسسات، باختلاف انواعها، بالنقدية لمواجهة مجموعة من الاحتياجات اهمها ما يلي (1):

ا_ احتياجات التمويل العادي (دافع المعاملات):

التي تتمثل في عمليات الشراء و البيع و تتباين احتياجات المنشآت من النقدية مع تباين و اختلاف طبيعة و حجم النشاط و اساليب الشراء و البيع بالإضافة الى درجة انتظام دورة الاعمال و مدى سلامة العلاقة بين مواعيد سداد المشتريات و مواعيد تحصيل قيمة المبيعات.

ب_ احتياجات الظروف الطارئة (دافع الاحتياط):

تتمثل الظروف الطارئة في مجموعة المواقف التي تواجه المنشأة خارج نطاق التوقع، مثل الارتفاع المفاجئ في اسعار المشتريات او الانخفاض المفاجئ في حجم المبيعات او نشاط التحصيل.

ج_ احتياجات المضاربة:

اي الاستعداد لاستغلال اي فرص ربحية غير متوقعة من خلال توفير قدر من النقدية السائلة لمواجهة هذا الاحتمال، حيث يمكن حصر هذه الفرص في الاتي:

- امكانية الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح للمنشأة من الموردين.

(1) نبيل شاكر عبد السلام، ادارة مكونات راس المال العامل، مرجع سبق ذكره، ص ص 9-10.

- امكانية تخفيض سعر بيع المنتجات بهدف تدعيم الموقف التنافسي للمنشأة.
- إمكانية الاستثمار المريح في الاوراق المالية.

د_ الرصيد المعوض:

حسب Eugen F.B فان البنك يقوم بإقراض الاموال المودعة لديه، و بالتالي البنك الاكثر و دائع يكون في وضعية افضل من حيث الربح. اذا كان يقدم خدمات للزبون فهو قد يطلب منه ترك رصيد ادنى في حسابه لمساعدة البنك على موازنة تكاليف تقديم الخدمات. كذلك قد تطلب البنوك من المقرضين الاحتفاظ بودائعهم في البنك، و كلا النوعين يعرف بالأرصدة المعوضة⁽¹⁾.

ثالثا_ مفهوم ادارة النقدية:

هي عبارة عن الاحتفاظ بنسبة سيولة مناسبة و كافية للوفاء بالالتزامات المالية في مواعيد استحقاقها⁽²⁾. ادارة النقدية هي عملية ادارة الموجودات السائلة للشركة. و تشمل الموجودات السائلة النقد و الموجودات التي يسهل تحويلها الى نقد و هي الاوراق المالية ذات السيولة العالية او القابلة للتسويق العاجل⁽³⁾.

اذا، يشير مفهوم إدارة النقد إلى إدارة الموارد النقدية بطريقة يمكن من خلالها تحقيق أهداف المؤسسة و في هذا السياق، تتحدد اهداف المؤسسة للمبادلة بين تحقيق اقصى عائد ممكن في ظل مستوى مقبول من السيولة، من اجل ضمان اداء ثابت. من جهة اخرى يشير مفهوم ادارة النقدية الى الوظائف الاساسية التي تقوم بها الادارة من تخطيط، تنظيم، توجيه و مراقبة النقدية بالشكل الذي يؤدي الى تعظيم قيمة المؤسسة.

رابعا_ اهداف ادارة النقدية:

ان الهدف الرئيسي لإدارة النقدية هو تقليل مخاطر السيولة على المؤسسة و يكون ذلك على النحو التالي⁽⁴⁾:

- مواجهة الاحتياجات النقدية و هذا يتم من خلال:
- اعداد التنبؤات للتدفقات النقدية الداخلة و الخارجة.
- توفير التمويل للاحتياجات المتوقعة و غير المتوقعة.

⁽¹⁾ Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, Op. cit., p 658.

⁽²⁾ ايمن الشنطي و عامر شقر، مرجع سبق ذكره، ص 135.

⁽³⁾ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 237.

⁽⁴⁾ عبد الحليم كراجه، علي رابعة، ياسر السكران و موسى مطر، (2006): الادارة و التحليل المالي (اسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، عمان: دار صفاء، ص ص 132-133.

- تقليل الاحتياجات النقدية و هذا يكون من خلال:
 - تقليل تسرب النقد من المؤسسة.
 - الاسراع في تحصيل ديون المؤسسة.
 - التأخير في دفع المستحقات على المؤسسة الى اقصى حد ممكن مسموح به من قبل الدائنين دونما اضرار بسمعة المؤسسة الائتمانية.
- تقليل كلفة النقد، و يتم ذلك من خلال:
 - تقليل الحاجة الى النقد.
 - الاقتراض بأفضل شروط ممكنة.
 - البحث عن افضل الفرص لاستثمار الفائض من النقد.

و يضيف جمال الدين المرسي الهدف التالي⁽¹⁾:

- تحديد مقدار الرصيد النقدي الذي يجب الاحتفاظ به مع مراقبة حركة تدفق النقدية في المشروع.

المطلب الثاني: تقنيات ادارة النقدية

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى تحديد مستوى النقدية اللازمة، اساليب ادارة النقدية، نموذج بومول، نموذج ميلر و اور.

اولا_ تحديد مستوى النقدية اللازمة:

الهدف هنا هو تخفيض مستوى النقدية الى ادنى حد ممكن دون التضحية بالقدرة على مقابلة الالتزامات عندما يصل ميعادها، و يمكن اظهار العوامل التي تحدد الرصيد النقدي كما يلي⁽²⁾:

ا- الانحرافات المتوقعة بين التدفق الداخل و التدفق الخارج للنقدية:

هذه الانحرافات قد تحدث خلال فترات متباعدة او متقاربة. لان الاقتراض لمقابلة مثل هذه الانحرافات صعب، فيجب ان يكون الرصيد النقدي كافيا لمقابلة هذه الحالات. لكن اذا كان هناك عجز لفترات طويلة فانه يتوجب المفاضلة بين الاحتفاظ بأرصدة نقدية عاطلة لمقابلة العجز او اقتراض الاموال اللازمة. و يمكن للإدارة

(1) جمال الدين المرسي و احمد عبد الله اللحج، مرجع سبق ذكره، ص.357.

(2) رضوان وليد العمار، (1997): اساسيات في الادارة المالية " مدخل الى قرارات الاستثمار و سياسات التمويل"، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع، ص ص 265-268. (بتصرف)

النقدية ان تتمكن من تخفيض الانحرافات بما يمكن من الاكتفاء برصيد نقدي اصغر و ذلك من خلال سياسة الائتمان و التحصيل مثلا. اما الانحرافات التي تبقى مستمرة فإنها تستدعي عملية موازنة نقدية.

ب- الانحرافات غير المتوقعة بين التدفق الداخل و التدفق الخارج:

هذه الانحرافات تستوجب الاحتفاظ بجزء من الرصيد النقدي لمقابلتها، مع تحمل تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن بقاء هذه الارصدة عاطلة. و اعتبار النقدية المحتفظ بها كنوع من التامين و تكلفة التامين على درجة الخطر التي تتعرض لها المنشأة في هذه الاحوال.

ج- مدى توفر مصادر التمويل الاخرى:

في هذه الحالة يتوقف حجم الرصيد النقدي على مدى توفر مصادر اخرى للتمويل، و هذا يرتبط بالمركز الائتماني للشركة. فكلما كان المركز الائتماني قوي احتاجت الشركة الى ارصدة نقدية اصغر.

د- العلاقات مع البنوك:

يتوقف مستوى الرصيد النقدي للشركة جزئيا على عدد البنوك التي يحتفظ فيها بإيداعات و على حجم الايداع الضروري لتعويض البنك عما يقدمه من خدمات. كما يجب الاهتمام بمسألة اختيار البنك كمصدر للحصول على الائتمان و ذلك من خلال دراسة بعض النسب المالية للبنك المحتمل التعامل معه.

ثانياً_ اساليب ادارة النقدية:

يمكن تصنيف اساليب ادارة النقدية الى ثلاث فئات هي (1):

- مراقبة التدفقات النقدية: و هي الحالة التي تتوازن فيها التدفقات النقدية للداخل مع التدفقات النقدية للخارج الى الحد الذي يسمح للشركة بالاحتفاظ بحد ادنى من الارصدة.
- تسريع عملية تحصيل الذمم المدينة: هناك اساليب عديدة تستخدم لتسريع عملية التحصيل و توجيه الاموال الى حيث تكون الحاجة اليها ضرورية و من هذه الاساليب ما يلي:
 - الصندوق المقل: هو اجراء يستخدم لتسريع عملية التحصيل باستخدام صناديق البريد في المناطق التي يقيم فيها الدافع، و يعتبر هذا الاجراء من اقدم الاساليب المستخدمة في ادارة النقدية، و

(1) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 307-310. (بتصرف)

- بموجب هذا النظام يتم ارسال الشيكات الى صناديق البريد بدلا من مراكز ادارة الشركة، حيث يقوم البنك المعتمد يوميا بجمع ما يوجد في الصندوق و ايداعها في حساب الشركة.
- الديون مسبقة التفويض: تتيح هذه الطريقة فرصة التحويل التلقائي للأموال من حساب العميل الى حساب الشركة في التواريخ المحددة، و تسمى هذه الطريقة ايضا " بالعملية اللاورقية " لأنها تتم دون استخدام الشيكات الورقية التقليدية، الا ان سجل الدفع يظهر في البيانات البنكية للطرفين.
 - التركيز البنكي: يقصد به اعتماد بنك كبير توجه اليه الاموال من بنوك الايداع المحلية التي تقوم بجمع الشيكات من الصناديق المقفلة او الاموال التي تودع فيها مباشرة لحساب الشركة.
 - شيك التحويل الايداعي: هو شيك مقيد الاستخدام عند ايداعه في حساب معين لدى بنك معين، هذا الاسلوب الحديث نسبيا في ميدان تحويل الاموال، و الذي يعرف "بالتحويل الايداعي الالكتروني" و يتم من خلال شبكة اتصال الكترونية توفر الفرصة لإرسال البيانات من بنك لآخر.
 - الإبطاء في عملية الدفع: توجد اساليب يمكن اتباعها دون المساس بسنعة الشركة و هي:
 - الصرف المركزي: و يقصد به تركيز الدفع بالمركز الرئيسي للشركة و من حساب موحد. ميزة هذه الطريقة هي في عامل الوقت الذي يمر بين تحرير طلب الحصول على النقدية و عملية الدفع.
 - تجنب الدفع المبكر: اي ان تدفع الشركة التزاماتها للموردين في اخر فرصة ممكنة.
 - استخدام الشيكات كوسيلة للدفع: حيث يتيح ذلك اعطاء الشركة بضعة ايام اخرى تستطيع الشركة خلالها الاستفادة من النقدية.
 - الالتزامات المنتظمة الدفع: اذا قررت الادارة المالية دفع الاجور و الرواتب اسبوعيا فانه لن يكون بمقدورها الاستفادة من النقدية بنفس المستوى الذي يكون عليه دفع الالتزامات شهريا.

ثالثا_ نموذج بومول:

الفكرة الاساسية لهذا النموذج هي ان الشركة تحتاج الى النقدية لإجراء نشاطها، لذلك تقوم بوضع مبلغ اولي من النقدية و الذي يستعمل مع مرور الوقت اثناء القيام بالعمليات. عندما يصل الرصيد النقدي الى الصفر او المستوى المثالي الادنى تقوم الشركة بإعادة ملء رصيدها النقدي و تستأنف الدورة. هذه العملية المتكررة تنتج عنها تكلفتين اساسيتين، التكلفة الاولى تتعلق بالرصيد المتوسط المحتفظ به او ما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة او تكلفة الاحتفاظ بالنقدية و التكلفة الثانية هي تكلفة المعاملات المالية لترتيب الحصول على الاموال.

ا_ تكلفة الاحتفاظ بالنقدية (تكلفة الفرصة البديلة):

هي دالة متزايدة لمتوسط الحصاص النقدية (بمعنى اخر، اعلى رصيد نقدي يشير الى اعلى تكلفة فرصة بديلة). اي تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بمتوسط الرصيد النقدي هي دالة للعائد المتوسط الذي يمكن للشركة الحصول عليه من خلال استثمار اصولها. هكذا، يمكن تقدير تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية كما يلي⁽¹⁾:

$$\text{تكلفة الفرصة البديلة} = r \times \frac{C}{2}$$

حيث C هو الرصيد النقدي المبدئي، و r هو الذي يمكن الحصول عليه من خلال الاستثمارات غير النقدية.

ب_ تكلفة المعاملات (تكلفة الحصول على الاموال):

هي دالة متناقصة على متوسط الحصاص النقدية (بمعنى اخر اعلى رصيد نقدي يشير الى اقل حاجة لتصفية الاصول او الالتجاء الى البنك). هذه التكلفة تواجهها الشركة في كل مرة تعيد فيها ملء رصيدها النقدي. لقياس التكلفة الكلية للمعاملات يجب تحديد عدد المرات التي تحتاج فيها الشركة ملء ارصدها النقدية خلال السنة. لتقدير هذا العدد، يتم تقسيم المبلغ الكلي النقدي الذي تستعمله الشركة خلال السنة على المبلغ النقدي المتحصل عليه في كل مرة. يمكن تقدير تكلفة المعاملات كما يلي⁽²⁾:

$$\text{تكلفة المعاملات} = \frac{T}{C} \times tc$$

حيث T هو المبلغ الكلي الذي تحتاجه الشركة خلال فترة معينة، C هي الرصيد المبدئي عند بداية كل فترة. tc هي تكلفة الطلبية الواحدة للحصول على الاموال.

ج_ تقليل دالة التكلفة الكلية:

تهدف ادارة النقدية الى اختيار مستوى الرصيد النقدي C الذي يقلل دالة التكلفة الكلية التالية⁽³⁾:

$$\text{التكلفة الكلية} = \frac{C}{2} \times r + \frac{T}{C} \times tc$$

بعد تقليل دالة التكلفة نتحصل على الصيغة الموالية و التي تعبر على الارصدة النقدية المثلى⁽¹⁾:

⁽¹⁾Lorenzo A. Preve and Virginia Sarria-Allende, OP. cit. P 62.

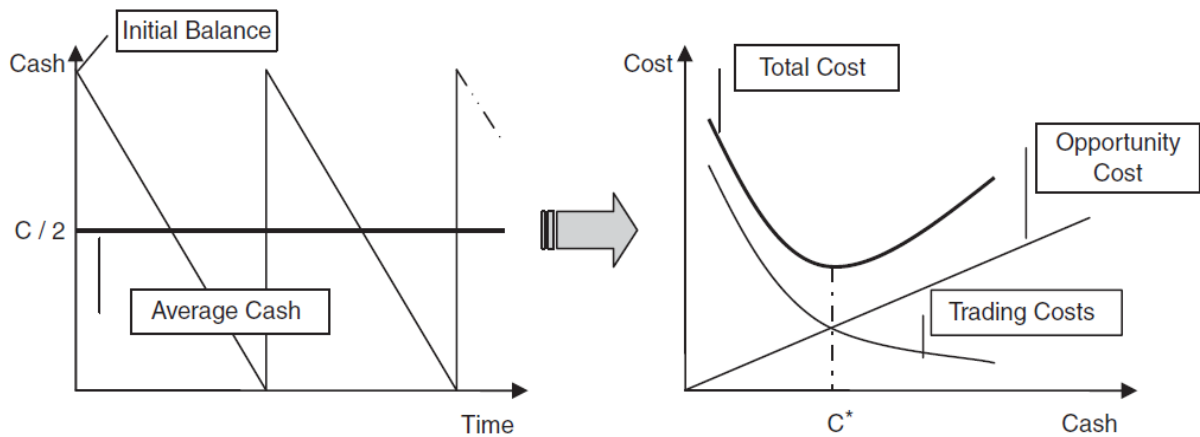
⁽²⁾Ibid.

⁽³⁾Ibid. P 63.

$$C = \sqrt{\frac{2 \times T \times tc}{r}}$$

حسب هذه العبارة فان الاستثمار الامثل في الارصدة النقدية يعتمد ايجابيا على المبلغ الكلي الذي تحتاجه الشركة لإنجاز صفقاتها T ، مستوى تكلفة الطلبية الواحدة tc ، و تعتمد عكسيا على تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية r . لذلك الشركة التي يتطلب نشاطها مستوى مرتفع من الصفقات النقدية ستحتاج الى معدل مرتفع للحصص النقدية. كذلك عندما تكون تكلفة الطلبية مرتفعة يجب على الشركة الاحتفاظ بأرصدة مرتفعة. و يكون العكس بالنسبة لتكلفة الفرصة البديلة حيث كلما كانت هذه التكلفة مرتفعة كلما رغبت الشركة في الاحتفاظ بأقل رصيد نقدي.

الشكل رقم (15_1): نموذج بومول



source: Lorenzo A. Preve and Virginia Sarria-Allende, (2010): Working capital management, USA: Oxford University Press, p 63.

د_ انتقاد نموذج بومول:

افتراض نموذج بومول ان ضخ مبلغ نقدي إضافي لا يتم الا مع استنفاد ما لدى الشركة من نقدية تماما، و هذا يفترض غياب عنصر المفاجأة و القدرة العالية على تقدير حركة التدفقات مستقبلا. لجاوز هذا الاشكال يمكن للشركة ان تحتفظ برصيد امان اي ان تقوم بضخ مبلغ نقدي كلما اقترب الرصيد الفعلي من رصيد الامان، لكن رغم ذلك يبقى قانون حجم النقدية الامثل على حاله لان اضافة ثابت الى الدالة لا يغير في الاشتقاق شيئاً.

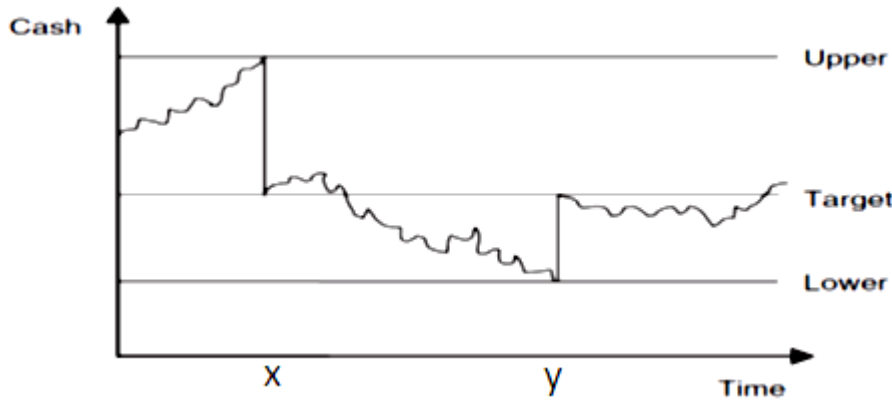
⁽¹⁾Ibid.

رغم اضافة الرصيد الاحتياطي لا يزال النموذج يفترض ضمنا ان الحاجة الى النقدية مستقرة، و هذا الامر يخالف وضع الشركات التي لها طابع موسمي او الشركات سريعة النمو و غيرها من الشركات التي تفتقد الى استقرار تدفقاتها النقدية. لذلك جاء نموذج ميلر و اور للتعامل مع تقلب التدفقات النقدية.

رابعاً_ نموذج ميلر و اور:

قام كل من مرتون ميلر (Merton Miller) و دانيال اور (Daniel Orr) بتطوير نموذج ينبني على نظرة بومول لكن بتدفقات نقدية عشوائية، حيث يستطيع المدراء حسب هذا النموذج تحديد الارصدة النقدية المثلى و كذلك الحد الاعلى و الحد الادنى اللذين يتقلب بينهما الرصيد النقدي. و بالتالي يشير النموذج الى انه في كل مرة يصل فيها الرصيد النقدي الى احد هذه الحدود، يجب على الشركة اعادة تعديل مستوى النقدية نحو القيمة المستهدفة. و هذا مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (16_1): نموذج ميلر و اور



source: Lorenzo A. Preve and Virginia Sarria-Allende, (2010): Working capital management, USA: Oxford University Press, p 65.

تحسب الحدود كما يلي:

- الحد الادنى يوضع من طرف الشركة.

- المستوى الامثل يحسب كما يلي⁽¹⁾:

$$C^* = L + \left(\frac{3}{4} \times F \times \frac{\partial^2}{R} \right)^{\frac{1}{3}}$$

⁽¹⁾ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan, (2010): Fundamentals of corporate finance, Ninth Edition, USA: The McGraw-Hill/Irwin, P 640.

حيث L هو الحد الادنى. F هي التكلفة حسب عملية شراء او بيع الاوراق المالية، و يفترض انها ثابتة. R هي تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقدية اي معدل الفائدة حسب الفترة على الاوراق المالية. θ^2 هو تباين صافي التدفق النقدي حسب الفترة (يوم او اسبوع)

$$H = (3 \times C^*) - (2 \times L) \quad \text{- الحد الاعلى يساوي(1):}$$

$$\frac{(4C^* - L)}{3} \quad \text{متوسط الرصيد النقدي يساوي(2):}$$

بالتشابه مع نموذج بومول، يقترح نموذج ميلر و اور اهداف النقدية المثلى التي لها علاقة ايجابية مع مستوى تكلفة المعاملات الخاصة بالحصول على الاموال و علاقة سالبة مع معدل الفائدة المتخلي عنه. كما يقترح علاقة موجبة بين بين الارصدة النقدية المثلى و تباين التدفقات اليومية. يبين الشكل كيف يعمل نموذج ميلر و اور ، حيث يعمل الحد الاعلى H (Upper)، و الحد الادنى L (Lower) كحدود رقابة و الرصيد النقدي المستهدف C^* . تسمح الشركة لرصيدها النقدي المستهدف بالتجول بشكل عشوائي ضمن الحدود الادنى و الاعلى، طالما ان الرصيد النقدي بين H و L فالشركة لن تقوم باي صفقة. عندما يصل الرصيد النقدي الى H مثل النقطة X تقوم الشركة بشراء $C^* - H$ وحدات من الاوراق المالية. هذا الاجراء يؤدي الى تخفيض الرصيد النقدي الى C^* . بنفس الطريقة عندما ينخفض الرصيد النقدي الى L مثل النقطة Y يجب على الشركة بيع $C^* - L$ وحدات من الاوراق المالية و زيادة الرصيد النقدي الى C^* .

(1) Ibid.

(2) Ibid.

المطلب الثالث: موازنة النقدية

تعتبر الموازنة النقدية الاسلوب الاكثر استعمالا في مجال الادارة النقدية، حيث تضم التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة و التي يتم اعدادها على اساس سنوي او نصف سنوي او ربع سنوي او شهري او اسبوعي او يومي. لكن من الملاحظ ان اعداد الموازنة النقدية على اساس سنوي يكون قليل الفائدة و لا يفي بكل الاحتياجات التخطيطية و الرقابية للنقدية، و بالتالي يفضل القيام بالموازنة النقدية على اساس شهري او اسبوعي او يومي وذلك لما يوفره من معلومات كافية و لازمة لتخطيط و رقابة المركز النقدي للشركة.

اولا_ مفهوم موازنة النقدية:

حسب نور الدين خبابة، تعتبر الميزانية التقديرية النقدية الجدول الزمني للتدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة المتوقعة لفترة زمنية محددة. ويتم اعداد الميزانية التقديرية النقدية بغرض الكشف عن الفائض او العجز في النقدية و توقيت حدوثه حتى تتمكن الادارة من اعداد خطة مستقبلية لمعالجة ذلك⁽¹⁾.

حسب محمد صالح الحناوي، لا تقتصر الميزانية التقديرية على اظهار كمية التمويل المطلوب، بل انها تحدد ايضا توقيت الحصول على الاموال. و تعتبر هذه الميزانية من اهم ادوات المدير المالي، حيث انها تظهر حاجة المنشأة من الاموال شهريا و اسبوعيا او احيانا يوميا⁽²⁾.

حسب عبد الغفار حنفي، التنبؤ المالي قصير الاجل، و الذي يركز اساسا على الميزانية النقدية التقديرية، و التي تعتبر جزء من نظام الميزانيات التقديرية داخل المشروع، الذي يساعد على عملية التخطيط المالي و الرقابة⁽³⁾.

تركز التعاريف السابقة على حركة المقبوضات و المدفوعات النقدية وما يترتب عنها من فائض او عجز نقدي خلال فترة معينة و سبل المواجهة. و بالتالي مساهمتها في عملية التخطيط المالي و الرقابة.

(1) نور الدين خبابة، (1997): الادارة المالية، الطبعة الاولى، بيروت: دار النهضة العربية، ص 184.

(2) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و رسمي ذكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 158.

(3) عبد الغفار حنفي و رسمية ذكي قرياقص، (2002): مدخل معاصر في الادارة المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص 335.

ثانياً_ خطوات اعداد الموازنة النقدية:

لإعداد الموازنة النقدية يتم اتباع الخطوات التالية⁽¹⁾:

ا_ المتحصلات النقدية:

تشمل المتحصلات النقدية كل العناصر التي ينتج عنها التدفق النقدي الداخل في اي شهر. و العناصر الاساسية للمتحصلات النقدية هي المبيعات النقدية، تحصيل الذمم و اوراق القبض، المتحصلات الاخرى.

المتحصلات النقدية الاخرى: تتم من مصادر اخرى غير المبيعات. و من امثلة ذلك التوزيعات النقدية، الفوائد، بيع بعض الاصول نقداً، تصفية المخزون، عوائد السندات و الاوراق المالية، المتحصلات من تأجير بعض الاصول للغير.

ب_ المدفوعات النقدية:

تشمل المدفوعات النقدية كل المصروفات النقدية خلال فترة محددة، و من اهم بنود المدفوعات النقدية ما يلي:

المشتريات النقدية، سداد اوراق الدفع، دفع توزيعات نقدية، دفع الإيجار، بنود المرتبات و الاجور النقدية، الضرائب، الاضافات الرأسمالية، سداد اقساط القروض المستحقة، اعادة شراء جزء من الاسهم المتداولة في سوق المال.

ج_ صافي التدفق النقدي: (فائض او عجز التشغيل):

يتحدد هذا البند بمعرفة الفرق بين المدفوعات و المتحصلات النقدية في لحظة معينة حيث يتم حساب صافي التدفق النقدي بطرح المدفوعات النقدية من المتحصلات النقدية الخاصة بكل شهر.

يلاحظ ان الفائض او العجز لا يمثل ربحاً او خسارة في نتائج اعمال الشركة و لكنه يمثل في واقع الامر فائضاً او عجزاً تشغيلياً يرتبط بحركة التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة المتوقعة و الناتجة من التفاعل بين حركتي الشراء و البيع و التعاملات الاخرى.

(1)نبيل عبد السلام شاكر، ادارة عناصر راس المال العامل، مرجع سبق ذكره، ص ص 13- 16.

د_ صافي الرصيد النقدي المتوقع:

يمثل المحصلة النهائية للتفاعل الحسابي بين اربعة عناصر هي: فائض او عجز التشغيل يضاف الى رصيد النقدية اول الشهر فينتج رصيد النقدية اخر الشهر وهذا الاخير يضاف الى الحد الادنى للنقدية الواجب الاحتفاظ به و بما ان الحساب يتم في نهاية الشهر فان الحد الادنى للنقدية يعامل معاملة العجز من اجل تجديده في بداية الشهر التالي.

هـ_ اعلان مقترحات العلاج المسبق:

و ذلك بالاستعداد المسبق لمواجهة الموقف النقدي المتوقع، فاذا كان الرصيد المتوقع موجب في جميع شهور الخطة فلا بد من التخطيط المسبق لاستثمار الفائض، اما اذا كان سالبا في جميع شهور الخطة فيتعين على الشركة الاستعداد المسبق لمواجهة الموقف من خلال:

- تنشيط و دفع التدفقات النقدية الداخلة.
- تحجيم التدفقات النقدية الخارجة.

اما اذا كان الرصيد يظهر بقيم متباينة خلال شهور الخطة، احيانا موجبة و احيانا سالبة، فيمكن مواجهته بمحاولة تحريك جزء من التدفقات النقدية الداخلة من شهور الفائض الى شهور العجز من خلال تعديل السياسات المالية المؤثرة في هذا الاتجاه، او بدراسة احتمال الاقتراض لتغطية العجز على ان يكون السداد من شهور الفائض. يبين الشكل التالي الخطوات التفصيلية المكونة للموازنة النقدية:

الشكل رقم (17_1): خطوات اعداد الموازنة النقدية



المصدر: نبيل عبد السلام شاكر، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية، ص320. (<https://www.kutub.com/pdf.com/downloading/9MRJI.html>) تاريخ الزيارة: 2015/10/20، 14:20. (بتصرف)

يوضح الشكل السابق خمسة خطوات متتابعة يعتمد عليها لإعداد الموازنة النقدية ابتداءً بتقديرات المقبوضات الشهرية المتوقعة، ثم تقديرات المدفوعات الشهرية المتوقعة، بعد ذلك يتم حساب فائض او عجز التشغيل المتوقع من خلال الفرق بين المقبوضات المتوقعة و المدفوعات المتوقعة، بعد ذلك يتم حساب صافي الرصيد النقدي المتوقع من خلال اضافة فائض او عجز التشغيل الى رصيد نقدية اول الشهر للحصول على

رصيد نقدية اخر الشهر، و هذا الاخير يضاف الى الحد الادنى للنقدية. و اخيرا يتم اعلان مقترحات العلاج المسبق.

المطلب الرابع: إدارة الإستثمارات المؤقتة:

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم الاستثمارات المؤقتة، اسباب اقتنائها، انواع الاستثمارات المؤقتة، المخاطر المترتبة على الاستثمارات المؤقتة، القواعد الاساسية الحاكمة للاستثمار في الاوراق المالية.

اولا_ مفهوم الاستثمارات المؤقتة:

هي تلك الاستثمارات التي يمكن تحويلها الى نقد بأسرع وقت ممكن و من دون خسارة في اصل الاستثمار، و ان كل من ادارة النقد و ادارة الاستثمارات القابلة للتسويق لا يمكن الفصل بينهما، حيث ان احدهما تكمل الاخرى، فان المبلغ الذي قد تستثمره المنشأة في الاستثمارات القابلة للتسويق يعتمد بشكل اساسي على احتياجاتها للنقد في المدى القريب⁽¹⁾. كما تعد الاوراق المالية القابلة للتسويق استثمارات قصيرة الاجل و تمتاز بانها: ذات عوائد (الفوائد على تلك الاوراق)، امكانية تحويلها الى نقد بسرعة. و تصنف الاوراق المالية القابلة للتسويق من ضمن الموجودات السائلة للشركة اذ تستعملها الشركة للحصول على العوائد و يكون بالإمكان تسويقها⁽²⁾.

ثانيا_ اسباب اقتنائها:

من المعروف ان الاستثمارات القابلة للتسويق تحقق عوائد اقل من العوائد التي تحققها الاصول التشغيلية الاخرى، لكن يمكن ذكر بعض الاسباب التي تجعل الشركة تحتفظ بأصول ذات عوائد منخفضة⁽³⁾:

- كبديل للنقد: ينظر اغلب مدراء المالية الى هذه الاستثمارات كمكافئ لأرصدة النقدية المؤقتة الا انها لا تحقق عوائد خلال المدة التي لا تحتاج المنشأة فيها للنقد لتسديد التزاماتها و استثماراتها طويلة الاجل. في مثل هذه الحالات فان الاستثمارات القابلة للتسويق يمكن ان تستخدم كبديل لأرصدة المعاملات، او ارصدة التحوط، او ارصدة المضاربة او لجميع هذه الارصدة في ان واحد.
- كاستثمار مؤقت: تقوم المؤسسة باقتناء هذه الاستثمارات بهدف مواجهة الحالات ادناه:

⁽¹⁾عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص 240.

⁽²⁾ جليل كاظم مدلول العارضي، (2014): الادارة المالية المتقدمة - مفاهيم نظرية و تطبيقات عملية - الطبعة الاولى، عمان: دار صفاء، ص 250.

⁽³⁾عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، اسامة عزمي سلام وشقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 281.

- لتمويل العمليات الموسمية او الدورية في المنشآت ذات سياسة التمويل المتحفظة.
- لتلبية الاحتياجات المالية المعروفة

ثالثا_ انواع الاستثمارات المؤقتة:

تعتبر الاستثمارات التي توفر كل من الامان و السيولة في ان واحد اغلب الادوات المالية المتداولة في سوق النقد، و من هذه الادوات ما يلي:

ا_ القبولات المصرفية:

هي عبارة عن أدوات دين قصير الأجل (من 30 الى 180 يوم) لا تحمل فائدة وتصدر عن بنك تجاري امدة زمنية محددة من أجل تمويل عمليات الاستيراد التي يقوم بها المستوردين، و تختلف القبولات المصرفية عن الاوراق التجارية بانها تحمل ضمانا من البنك المصدر لها عن طريق ختم الكمبيالات بكلمة " مقبولة " و بذلك تتشاء اداة مالية يمكن تداولها في سوق الاوراق المالية (1).

ب_ شهادات الايداع:

و تمثل شهادات المديونية التي تصدرها المصارف و التي تصدر بمبالغ كبيرة جدا، و هذه الاداة تصدر بأجال قد تزيد عن السنة الواحدة، و قد تكتنف هذه الاداة مخاطرة النكول (عدم السداد) (2).

ج_ الاوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية قصيرة الأجل و تتراوح مدتها ما بين يوم واحد و تسعة أشهر وهي غير مضمونة، و تصدر بقيم كبيرة تبلغ مئة ألف مليون دولار و بالتالي تقوم المؤسسات المعروفة بتصنيفاتها الائتمانية العالية من بين البنوك التجارية و شركات التامين و صناديق التقاعد الخ..) بإصدارها، ومع ذلك بدأت من خلال السنوات الأخيرة شركات تتسم بمراتب ائتمانية أدنى بإصدار الأوراق المذكورة (3).

(1) خالد امين عبد الله و اسماعيل ابراهيم الطراد، (2011): ادارة العمليات المصرفية (المحلية و الدولية)، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل، ص. 336.

(2) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشنة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص. 243.

(3) محمد عوض عبد الجواد و علي ابراهيم الشديفات، (2006): الاستثمار في البورصة (اسهم، سندات، اوراق مالية)، الطبعة الاولى، عمان: دار الحامد، ص. 84.

د_ ودائع الاورو دولار: يطلق عليها ودائع العملات الحرة و هي تمثل القروض و شهادات الايداع التي تصدرها المصارف المحلية بعملات اجنبية و تكون هذه الودائع بمبالغ كبيرة جدا و بأجال قد تزيد عن (06) اشهر و قد تواجه هذه الاستثمارات مخاطر عدم السداد⁽¹⁾.

هـ_ عقود اعادة الشراء:

وهي اتفاقيات بعقد على قروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد أو أسبوعين وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، و ذلك عن طريق شراء هذه الاذونات في وقت سدادها و ذلك بمبلغ أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشترية لها⁽²⁾.

و_ اذونات الخزينة:

وهي عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، يتم تداولها في السوق النقدية، وتعتبر أداة من أدوات الدين الحكومية، من خلال إرتباط إصدارها بوزارة المالية (البنك المركزي). و يهدف البنك المركزي من خلال إصدار اذونات الخزينة، إلى تحقيق عدة أهداف مرتبطة بحاجة الحكومة والاقتصاد، ومنها توفير إيرادات مالية عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الإنفاق الحكومي⁽³⁾.

رابعاً_ المخاطر المترتبة على الاستثمارات المؤقتة:

عند التعامل مع هذا النوع من الاستثمارات لا بد من الاخذ في الحسبان تلك الاستثمارات التي توفر الامان و السيولة و عند تقييم الامان و السيولة لا بد من النظر الى المخاطر التي يمكن ان تتجم عن الاستثمارات القابلة للتسويق و من بين هذه المخاطر ما يلي⁽⁴⁾:

ا_ مخاطر عدم القدرة على السداد:

و هي تلك المخاطر التي تظهر عندما لا يتمكن المصدر لتلك الاستثمارات من دفع الفوائد و/او الاصل حسب الموعد المحدد المتفق عليه.

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص.243.

(2) محمد عوض عبد الجواد، مرجع سبق ذكره، ص.84.

(3) فليح حسن خلف، (2006): الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الاولى، عمان: عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، ص. 269.

(4) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015)، مرجع سبق ذكره، ص.242.

ب_ مخاطر القوة الشرائية:

و هي تلك المخاطر الناجمة عن معدلات التضخم التي تؤدي الى تخفيض القوة الشرائية للنقود التي يتم استلامها سواء من الفوائد و/او الاصل في المستقبل.

ج_ مخاطر معدل الفائدة:

و تتجم هذه المخاطر جراء التقلب الذي قد يحصل في معدلات الفائدة، و التي تؤدي الى تغيير في قيمة الاستثمار.

د_ مخاطر معدل اعادة الاستثمار:

و هي تلك المخاطر التي تظهر من جراء التغيير في معدلات الفائدة التي تؤثر في معدلات العائد التي يمكن تحقيقها في حالة اعادة استثمار الفوائد و الاصل.

هـ_ مخاطر السيولة:

و هي التي تشير الى تلك المخاطر المرتبطة بالقابلية التسويقية لتلك الاستثمارات، و هي مخاطر عدم القدرة على تحويل الاستثمار الى نقد بقيمته الحقيقية على اقل تقدير بسبب انخفاض الطلب على ذلك النوع من الاستثمار.

خامسا_ القواعد الاساسية الحاكمة للاستثمار في الاوراق المالية:

الواقع ان هناك اتفاقا في مجال العلاقة بين الاستثمار في النقدية و الاستثمار في الاوراق المالية يؤكد ان اختيار نوعية و اسلوب استثمار فائض النقدية المتاحة للمنشأة في الاوراق المالية يرتبط بضرورة توافر ثلاث شروط اساسية و هي⁽¹⁾:

- الضمان و انخفاض المخاطر؛
- سهولة البيع؛ ارتفاع العائد.

(1) نبيل عبد السلام شاكر، ادارة عناصر راس المال العامل، مرجع سبق ذكره، ص 75.

خلاصة الفصل الاول:

من خلال هذا الفصل تتضح اهمية ادارة راس المال العامل في حياة المؤسسة الاقتصادية، و الدور الذي يلعبه في تحسين ربحيتها، و ذلك من خلال زيادة التدفقات النقدية و تخفيض تكلفة راس المال المنفق على الاصول الجارية، الامر الذي يؤدي بالضرورة الى خلق القيمة للمساهمين و لباقي الاطراف الاخرى ذات المصلحة. فالغرض من القرارات المتخذة من طرف الادارة المالية بخصوص راس المال العامل، هو الوصول الى الحجم الامثل لراس المال العامل (الاصول المتداولة) و المزيج التمويلي الامثل لتمويل هذا الحجم الامثل من الاصول. و بالتالي ينتج عن هذا الاخير تخفيض في تكاليف الاحتفاظ الاجمالية التشغيلية، بينما ينتج عن المزيج التمويلي الامثل تخفيض في تكلفة التمويل. من جهة اخرى يتضح ان مكونات راس المال العامل يجب ان تكون هي ايضا عند مستويات مثلى. فادارة المخزون تبحث عن المستوى الامثل لرصيد المخزون الذي من خلاله يتم خلق القيمة للمساهمين. فزيادة العائد على هذا الاصل في ظل تكلفة تمويل منخفضة من شأنه المساهمة في رفع كفاءة ادارة راس المال العامل. كذلك الامر بالنسبة لإدارة الذمم المدينة التي تسعى الى تحديد المستوى الامثل للائتمان من خلال الموازنة بين الاهداف المتعارضة، كزيادة المبيعات و التشدد في معايير منح الائتمان، تحقيق نتائج قوية لإدارة الذمم المدينة و تخفيض تكلفة وظيفة التحصيل و هذا من شأنه زيادة معدل العائد على هذا الاصل مما يؤدي الى خلق القيمة و هو الهدف الاساسي للمؤسسة. كما يتضح ايضا ان ادارة النقدية هي الاخرى تهدف الى تحديد المستوى الامثل في رصيد النقدية من خلال الموازنة بين تكاليف الاحتفاظ بالنقدية و تكلفة الفرصة البديلة، هذا المستوى الذي يمكن المؤسسة من خلق القيمة.

الفصل الثاني

القيمة و خلق القيمة

تمهيد:

يعتبر خلق القيمة الهدف الاساسي الذي تسعى كل مؤسسة الى تحقيقه من خلال انتاج السلع او تقديم الخدمات. في النطاق الواسع، يتم خلق القيمة من خلال العمل و هو ما جاءت به النظريات الاقتصادية المختلفة حيث كان هناك جدلا واسعا على مر العصور. في المجال المالي يتم التفريق بين الربح المحاسبي و الربح الاقتصادي، هذا الاخير الذي تعتبره النظرية المالية الحديثة، المقياس الفعلي لأداء المؤسسة و ما اذا كانت قد قامت بتعظيم القيمة لمساهميها او تدميرها. بالنظر الى التاريخ، يتضح ان الثورة الصناعية ساهمت في خلق القيمة من خلال التركيز على الانتاج الميكانيكي الضخم. من جهة اخرى فان الثورة المعلوماتية ساهمت بدورها في خلق القيمة من خلال انتاج اكثر ابداعا و تخصصا. و بالتالي فان جاذبية الصناعة و الميزة التنافسية من شأنهما تمكين المؤسسة من خلق القيمة مقارنة بالمنافسين. ان مفهوم خلق القيمة يتضمن العديد من الدلالات، حيث يرى الكثير من المختصين بان هذا المفهوم يعود ضمنا الى خلق القيمة للمساهمين باعتبارهم الممثل الحقيقي المعني بهذا المفهوم. في حين يرى البعض ان مفهوم خلق القيمة يعود الى جميع الاطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، من مساهمين، موظفين، زبائن و المجتمع ككل.

في هذا الفصل، سيتم التعرض الى مفهوم القيمة و خلق القيمة من خلال خمسة مباحث، و هي:

المبحث الاول يتناول مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي

المبحث الثاني يتناول مفهوم القيمة في الفكر المالي

المبحث الثالث يتناول مفهوم خلق القيمة

المبحث الرابع يتناول تكلفة راس المال

المبحث الخامس يتناول قياس خلق القيمة

المبحث الاول: مفهوم القيمة في الفكر الاقتصادي

يتم من خلال هذا المبحث التطرق الى مفهوم القيمة في اللغة العربية و اللغة الاجنبية، القيمة بالمفهوم الاقتصادي، اراء بعض الاقتصاديين حول القيمة و مصدرها عبر مرور الزمن، ابتداء من الفيلسوف ارسطو و وصولا الى الفريد مارشال، ثم النظريات المستتبطة من هذه الآراء (نظريات القيمة) و اهم الانتقادات الموجهة اليها.

المطلب الاول: ماهية القيمة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم القيمة في اللغة العربية، في اللغة الاجنبية، القيمة بالمفهوم الاقتصادي، القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية، العلاقة بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية، اهمية القيمة (اهمية جهاز الثمن).

اولا_ مفهوم القيمة:

ينتمي هذا المفهوم الى مجالات كثيرة مما يجعل اعطاء معنى دقيق له امر في غاية الصعوبة، لكن من المنظور السيكولوجي، يعرفها ادلر بانها "احكام يصدرها الناس على الاشياء"⁽¹⁾، و هذا التعريف ينطبق ايضا على مفهوم القيمة في المجال الاقتصادي. قبل التطرق الى المفهوم الاقتصادي للقيمة، يمكن التعرض الى مفهوم القيمة في اللغة العربية و مفهومها في اللغة الاجنبية.

ا_ القيمة في اللغة العربية:

القيمة هي ثمن الشيء بالتقويم⁽²⁾. وقوم السلعة واستقامها أي قدرها، والقيمة واحدة القيم، وأصله الواو لأنه يقوم مقام الشيء، فالقيمة إذن هي ثمن الشيء بالتقويم، يقال: تقاوموه فيما بينهم، ويقال: قامت الأمة بكذا أي بلغت قيمتها كذا. والأمر القيم هو الأمر المستقيم، وفي الحديث ورد: ذلك الدين القيم أي المستقيم الذي لا يزيغ عن الحق⁽³⁾.

(1) اشرف قادوس، (2015): الاب الالكتروني، من دون طبعة، مصر: المكتب العربي للمعارف، ص73.

(2) <https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9/?page=1> (consulte le 12/06/2017 à 18:55)

(3) <http://www.maaber.org/philosophy/value.htm> (consulte le 12/06/2017 à 19:00)

ب_ القيمة في اللغة الأجنبية:

أما في اللغات الأجنبية فمصطلح القيمة Value يرجع في أصله الاشتقاقي إلى الفعل اللاتيني Valeo الذي يدل على القوة، ومعناه الأصلي أنا قوي، أو أنا أتمتع بصحة جيدة، فيشتمل من هذه الناحية على معاني الشجاعة والصلابة والقوة، ومعانٍ أخرى مختلفة كالتأثير في الأشياء، والقدرة على ترك بصمات قوية عليها. ويبدو أنّ معنى القوة والشجاعة من أقرب المعاني⁽¹⁾.

من خلال المعنى الذي تحمله القيمة في اللغة العربية و اللغة الاجنبية نجدها تعني ثمن الشيء بالتقويم وما اذا كان هذا الثمن صحيحا، و لعل السؤال المطروح الى حد الان (هل ذلك حقا سعر عادل؟)⁽²⁾ يعلل ذلك.

ج_ القيمة بالمفهوم الاقتصادي:

في المجال الاقتصادي يتم التمييز بين نوعين من القيمة و هي قيمة الاستعمال و قيمة التبادل حيث يرى البعض ان: السلع و الخدمات ليست لها قيمة في حد ذاتها و انما تستمد قيمتها من المنفعة التي يحصل عليها الافراد المستهلكين من استهلاكها، فلا فائدة او بمعنى اخر لا منفعة من تخزين كميات كبيرة من سلعة معينة لن تستخدم في الحاضر او المستقبل، و يتم في مجال الدراسات الاقتصادية التمييز بين نوعين من القيمة اي قيمة الشيء: قيمة الاستعمال و قيمة المبادلة⁽³⁾.

ثانيا_ القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية:

لماذا تكون بعض الأشياء الأكثر نفعا هي الأشياء الأقل قيمة في السوق، على حين أن بعض الأشياء الأقل نفعا تستحوذ على أعلى سعر؟⁽⁴⁾، هذا السؤال تم طرحه من طرف الفيلسوف اليوناني ارسطو، حيث لاحظ ان هناك اشياء لا يمكن للإنسان ان يستغني عنها لأنها مفيدة جدا مثل الخبز و لكن ثمنه منخفض، في حين هناك اشياء يمكن للإنسان ان يستغني عنها لأنها اقل نفعا و لكن ثمنها مرتفع مثل الالبسة الحريرية، الاحجار الكريمة. هذا السؤال جعل الكثير من الاقتصاديين الى غاية منتصف القرن التاسع عشر يحاولون ايجاد سبب الفرق بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية.

⁽¹⁾ <http://www.maaber.org/philosophy/value.htm> (consulte le 12/06/2017 à 19:00)

⁽²⁾ جون كنيث جالبرت، (2000): تاريخ الفكر الاقتصادي، ترجمة: احمد فؤاد بليغ، مراجعة: اسماعيل صبري عبد الله، سلسلة عالم المعرفة، الكويت: المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب، ص 27.

⁽³⁾ محمود الطنطاوي الباز، (1995): مدخل لدراسة الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الاسكندرية: مؤسسة الثقافة الجامعية، ص.79.

⁽⁴⁾ جون كنيث جالبرت، مرجع سبق ذكره، ص 27.

فكر الرائد الاقتصادي الاول ادم سميث في كيفية تقرير القيمة، و ما اذا كانت تتقرر قيمة السلعة بمنفعتها ام بنفقات انتاجها، و قد بدى له هذا الامر غامضا عندما وجد الماء و هو ذو نفع كبير اقل في القيمة من الماس و هو ذو نفع قليل بالنسبة للإنسان، ازاء هذه الحيرة رأى ادم سميث ان يميز بين قيمة السلعة في الاستعمال و بين قيمتها في الاستبدال. و قد رأى ادم سميث بهذا التمييز ان يخرج من المأزق الذي وضع نفسه فيه و الذي سمي ب "لغز القيمة"⁽¹⁾. كما اعطى الاقتصاديون اهتماما كبير لمشكلة القيمة. و قد اثار التساؤل: لماذا يكون ثمن سلعة ما جنيهاً مثلا و ثمن سلعة اخرى جنيهاً واحداً فقط⁽²⁾. من خلال ما سبق يمكن التركيز على جانبين اساسيين للقيمة، الجانب الاول هو الفرق بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية و هو ما اطلق عليه ادم سميث ب "لغز القيمة"، اما الجانب الثاني، فهو الفرق بين القيم التبادلية للسلع.

ا_ القيمة الاستعمالية:

قيمة استعمال البضاعة تكمن في قدرتها على تلبية حاجة اجتماعية⁽³⁾. مصطلح الرزق عند ابن خلدون يذهب الى ما اصطلح عليه في ادبيات اقتصادية " قيمة استعمالية" و يوضح ابن خلدون شروط القيمة الاستعمالية بشكل منفرد النظير، و يمكن ايجاز هذه الشروط في النقاط التالية: الحصول الفعلي على السلعة و اقتناءها، حصول المنفعة من الشيء المقتنى، قدرة المنفعة على اشباع حاجة و تحقيق مصلحة خاصة⁽⁴⁾.

مما سبق يتضح ان هناك تركيز على قيمة المنفعة التي تحتوي عليها سلعة او خدمة معينة كقيمة استعمالية، كما ان هذه الاخيرة تكون ناتجة عن حكم فردي او شخصي فيما اذا كان الشيء نافع او غير نافع، او ما اذا كانت منفعته ضئيلة او كبيرة، فمثلا قطعة الخبز للفقير تعني الشيء الكثير في حين انها تكاد لا تعني شيئا للغني. كما ان القيمة الاستعمالية لا تحتاج الى العديد من الافراد لتحديدها، فهي مرتبطة بالمواصفات المميزة للشيء.

ب_ القيمة التبادلية:

لقد قيل ان البضاعة هي شكل ناتج عملية الانتاج الرأسمالي. هذا الناتج مخصص للسوق: ففيه يتم تبادل البضائع. اما الجوهر المشترك الذي يسمح بتبادل البضائع فهو قيمتها. ان تبادلها ممكن لأنها تثمن⁽⁵⁾.

(1) عامر علي سعيد، (2012): مقدمة في الاقتصاد الجزئي، الطبعة الاولى، عمان: دار البداية، ص 79.

(2) اسامة محمد الفولي و مجدي محمود شهاب، (1998): اساسيات الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة، ص 309.

(3) عبد اللطيف بن اشنهو، (2000): مدخل الى الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، ص 122.

(4) الطبيب داودي، (2001): نظرية القيمة عند ابن خلدون، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الاول، ص 29.

(5) عبد اللطيف بن اشنهو، مرجع سبق ذكره، ص 123.

يقصد بالقيمة التبادلية قابلية الشيء لأن يكون محلا للمبادلة أي قدرته على ان يتبادل بشيء آخر. و تتوقف هذه القدرة على أن يكون الشيء نافعا اجتماعيا أي نافع للآخرين. و لذلك توصف قيمة المبادلة بأنها قيمة اجتماعية لا يمكن أن توجد إلا اذا وجد افراد عديدون و قامت اسواق و مبادلات للأشياء و تمتعت الأشياء بندرة نسبية⁽¹⁾.

مما سبق نجد ان القيمة التبادلية هي قدرة البضاعة على المبادلة مقابل بضائع اخرى، و هي تتطلب وجود سوق و العديد من الافراد إضافة الى عملية التداول للأشياء حتى يتم تحديدها. و يتم قياسها بالنقود التي تعبر عن الثمن.

ج_ العلاقة بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية:

من الضروري ان تكون هناك علاقة بين قيمة الاستعمال و قيمة المبادلة، لان السلعة او الخدمة لا يمكن أن تكون لها قيمة مبادلة إن لم تكن نافعا. كما أن المنفعة لا تكفي وحدها لأن يكون للسلعة او الخدمة قيمة، اذ لا بد من توفر عنصر الندرة بالنسبة للحاجات.

لكي تكون للسلعة قيمة تبادلية في السوق لا بد أن تكون نافعة. لذا يمكن أن تكون السلعة نافعة دون أن تكون لها قيمة تبادلية (كالهواء) على سبيل المثال، ولكن لا يمكن أن يكون هناك سلعة لها قيمة تبادلية دون أن تكون نافعة لأحد، حتى ولو كانت هذه المنفعة مخالفة للقانون أو للأعراف⁽²⁾.

اذا، حتى يكون للشيء قيمة تبادلية يجب ان تكون له قيمة استعمالية اي يجب ان يكون نافعا، كذلك لا بد ان يكون الشيء نادرا، بالإضافة الى ان يكون هذا الشيء من السلع الاقتصادية و ليس من السلع الحرة. و العكس صحيح، فاذا كان الشيء غير نافع فلن تكون له قيمة تبادلية، و اذا كان نافعا و لكن ليس نادر اي متوفر للجميع و في كل زمان و مكان و دون عناء، فلن تكون له قيمة تبادلية، و اذا كان الشيء من السلع الحرة مثل الفاكهة في الغابة، السمك في البحر، فلن تكون له ايضا قيمة تبادلية رغم منفعته و ندرته.

(1) فرحي كريمة و فراح رشيد، (2013/2014): محاضرات في مدخل للاقتصاد، مطبوعة، كلية العلوم الاقتصادي و التجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة، ص 42.

(2) عابد فضلية و رسلان خضور، (2015): التحليل الاقتصادي الجزئي، الطبعة الاولى، دمشق: دار الملايين للنشر و الترجمة و التوزيع، ص6.

ثالثا_ اهمية القيمة (اهمية جهاز الثمن):

تلعب نظرية القيمة او ما يعرف بجهاز الاثمان في نظام السوق الحر اهمية كبيرة، تلك الاهمية التي تظهر من خلال ما يلي (1):

- يساعد جهاز الاثمان في تحديد اسعار السلع و الخدمات المختلفة و بذلك فانه اداة تساعد في تحديد القدرة او القوة الشرائية للأفراد، حيث ان انخفاض الاسعار تعني زيادة القوة الشرائية و ارتفاع الاسعار تعني انخفاض القوة الشرائية.
- يساعد جهاز الاثمان في توزيع الموارد الاقتصادية بين الاستعمالات البديلة لها، حيث عن طريق الاسعار يمكن توجيه مورد ما (عنصر انتاجي) لاستخدام معين دون الاستخدامات الاخرى.
- يساعد جهاز الاثمان على توزيع الدخل بين عناصر الانتاج و ذلك حسب مساهمتها في تكوين او انتاج ذلك الدخل.
- يساعد جهاز الاسعار او الثمن في تحديد الطريقة او الاسلوب الذي يتم به انتاج ناتج معين، اذا اخذنا بعين الاعتبار بان لكل اسلوب تكاليفه و ان هذه التكاليف ما هي الا نوع من الاسعار لعناصر الانتاج.

المطلب الثاني: اراء الاقتصاديين حول القيمة و مصدرها

اثار مفهوم القيمة انتباه الفلاسفة و الاقتصاديين على مر العصور، حيث حاول كل منهم اعطاء تفسير لكيفية تسعير السلع، الشيء الذي نتج عنه العديد من الافكار و النظريات التي طرحت و تطورت مع مرور الزمن الى ان وصلت الى ما هي عليه في الوقت الحاضر و بما يطلق عليه بنظرية العرض و الطلب، حيث لم يكن تحديد القيمة وفق هذه النظرية سابقا و انما كانت هناك اساليب اخرى. و فيما يلي اهم الافكار التي وردت حول القيمة و مصدرها.

اولا_ القيمة عند ارسطو (322-384 ق.م):

يلاحظ ارسطو في تحليله لطبيعة البضاعة ان الحصول على اي شيء او استعماله يحمل طابعا مزدوجا، فأى شيء (منتج او سلعة) هي اما للاستهلاك الذي يحقق الهدف المباشر منها، او يمكن استخدامه من اجل المبادلة، فالاستهلاك (او الاستعمال) هي الحالة الطبيعية، اما المبادلة فهي حالة غير طبيعية لان البضاعة لم توجد اطلاقا من اجل المبادلة، و يكون ارسطو بهذا قد كشف في الحقيقة عن القيمة الاستعمالية و القيمة

(1) محمد حسين الوادي، احمد عارف العساف و وليد احمد صافي، (2013): الاقتصاد الجزئي، الطبعة الرابعة، عمان: دار المسيرة، ص ص 72-73.

التبادلية في البضاعة⁽¹⁾. كذلك، شغلت ارسطو مشكلة ضلت مستمرة بالنسبة للاقتصاديين و هي لماذا تكون الاشياء الاكثر نفعاً للإنسان هي الاشياء الاقل قيمة في السوق بينما ان بعض الاشياء الاقل نفعاً تكون الاعلى قيمة في السوق، فمثلاً المياه و الخبز سلعتان مفيدتان للإنسان و لكنهما رخيصة الثمن نسبياً، بينما الذهب و الحرير اقل نفعاً للإنسان و اعلى ثمناً. و قد استمر النقاش حول سبب الفرق بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية⁽²⁾. من جهة اخرى، يقول ارسطو بفكرتين متضاربتين مؤدى الفكرة الاولى ان قيمة المبادلة تشتق بطريقة او بأخرى من قيمة الاستعمال، يضاف الى ذلك انه من الضروري ان نجد مقياساً مشتركاً بين الاشياء المتبادلة. وفقاً للفكرة الاخرى التي نجدها عند ارسطو، يتم تصور تبادل السلع كتبادل الاعمال⁽³⁾. و بالتالي، تتمثل مساهمة ارسطو في الكشف عن الطابع المزدوج لقيمة السلعة اي القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية لكنه لم يحدد سبب الفرق بينهما. كما اكتشف ان تبادل الاشياء يتم على اساس التكافؤ لكنه لم يكشف الاساس الذي يعتمد عليه التكافؤ.

ثانياً_ القيمة عند توما الاكويني (1225-1274 م):

لم يبحث توما الاكويني مفهوم القيمة بتفصيل و وضوح تام على الرغم من تضمينه اياها في نظريته للسعر العادل، مما ترك المجال مفتوحاً لجميع التفسيرات، اذ ان غياب مفهوم محدد للقيمة في الفكر الاكويني دفع الباحثين الى بيان وجهات نظر مختلفة ازاء ذلك⁽⁴⁾. فكرة الثمن العادل، مؤدى هذه الفكرة انه يوجد لكل سلعة ثمن عادل يرتكز اساساً على نفقة الانتاج، ابتداءً من نفقة الانتاج هذه يستطيع البائع ان يحقق ربحاً معقولاً يسمح له بالحياة (هو و من يعولهم) وفقاً لمستوى المعيشة الذي يتمتع به افراد طبقتهم. و تكون كل محاولة لتحقيق كسب اكبر مخالفة لقواعد الاخلاق. هنا يسعى الفكر الى تحديد الثمن العادل و ليس الى تفسير الثمن الجاري في السوق⁽⁵⁾. و قد فقدت فكرة الثمن العادل اهميتها مع التوسع في النشاط التجاري و تعميم انتاج المبادلة و قيام قوى السوق التلقائية بتنظيم النشاط الاقتصادي في نهاية القرون الوسطى⁽⁶⁾. اذا مما سبق يتبين ان توما الاكويني ركز على فكرة الثمن العادل الذي يرتكز على تكلفة الانتاج، لكن اتساع النشاط التجاري ادى الى ابطال هذه الفكرة.

(1) عبد على كاظم المعموري، (2012): تاريخ الافكار الاقتصادية، الطبعة الاولى، عمان: دار الحامد، ص 103.

(2) ابراهيم مشورب، (2002): الاقتصاد السياسي (مبادئ- مدارس- انظمة)، الطبعة الاولى، لبنان: درا المنهل اللبناني، ص 27.

(3) محمد دويدار، (2002): مبادئ الاقتصاد السياسي: الجزء الاول الاساسيات، لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية، ص 116.

(4) عبد على كاظم المعموري، مرجع سبق ذكره، ص 139.

(5) محمد دويدار، مرجع سبق ذكره، ص 148.

(6) زينب حسين عوض الله و سوزي عدلي ناشد، (2006): مبادئ الاقتصاد السياسي، الطبعة الاولى، لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية، ص 48.

ثالثا_ القيمة عند ابن خلدون (1332- 1406 م):

ميز ابن خلدون بين خاصيتين للبضاعة، القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية. بالنسبة الى القيمة الاستعمالية يقسمها الى فئتين: الرزق و هو المواد الاستهلاكية التي تستخدم و تستهلك في اشباع حاجات الانسان، و اما الكسب (اي الملكية) فهو ما يمتلكه الانسان بفضل عمله و كفاءته. اذا فجميع القيم الاستعمالية ليست الا نتاج العمل " فلا بد من الاعمال الانسانية في كل مكسوب و متمول"⁽¹⁾.

كذلك، يعتبر ابن خلدون ضمن الرواد الاوائل الذين تعرضوا بالتحليل لمقولة القيمة. اذ يؤكد ان كل كسب هو في النهاية نتاج العمل، فالعمل هو مصدر القيمة، و المنفعة هي شرط لها. كما تطرق ابن خلدون الى مقولة الثمن اي التعبير النقدي عن قيمة السلع و في تحليله لمحددات الثمن في السوق يركز ابن خلدون على نفقة الانتاج و تأثيرها على القيمة، كما اعتمد على قوى العرض و الطلب في تفسير تقلبات الاثمان، كما اشار الى ان فرض الضرائب يؤدي الى ارتفاع الاثمان⁽²⁾. و بالتالي، حسب ابن خلدون، فان للقيمة عدة محددات و المحدد الاساسي لها هو العمل، اما المنفعة فهي شرط للقيمة، و بالتالي فان تكافؤ البضائع يتمثل في تكافؤ كمية العمل المبذول في انتاجها.

رابعا_ القيمة عند كانيتون:

جعل كلفة الانتاج اساسا للقيمة، ساعيا الى وضع مقياس موضوعي لهذه التكلفة، و كل انتاج يستخدم عاملين هما الارض و العمل و لهذا يجب⁽³⁾:

- تقدير كمية العمل الذي ساهم في انتاج السلعة؛
 - تقدير مقدار الارض التي ساهمت في انتاج السلعة؛ لكن المقياس المشترك بالنسبة لكانيتون هو الارض جوهر القيمة الحقيقي.
- حسب كانيتون فان التكلفة الفعلية التي تعد مقياسا للقيمة، يمكن الحصول عليها من خلال تقدير كمية العمل الذي ساهم في انتاج السلعة، و ذلك بواسطة قياس كمية العمل مقابل المقدار اللازم من الارض لتأمين معيشة الاشخاص الذين ساهموا في الانتاج. اضافة الى تحديد المقدار الضروري من الارض اللازمة لتقديم المواد الاولية التي تدخل في الانتاج.

(1) بن حمود سكينه، (2006): دروس في الاقتصاد السياسي، الطبعة الاولى، الحراش، الجزائر: دار الملكية، ص 45.

(2) زينب حسين عوض الله و سوزي عدلي ناشد، مرجع سبق ذكره، ص ص 87-88.

(3) بن حمود سكينه، مرجع سبق ذكره، ص 110.

خامسا_ القيمة عند وليام بيتي (1623 - 1686 م):

تميز بيتي عن الماركنتليين بانه نقل البحث من ميدان التداول الى تحليل الانتاج و اعتبره الثروة في البضاعة، حيث يقول بان قيمة السلعة تتحدد بالعمل المتجسد فيها، و هو يفرق بين السعر الطبيعي للبضائع و الذي يمثل بكمية العمل المبذول في الانتاج و على اساس كمية العمل المتضمن في البضائع يجري تبادل هذه البضائع، و تتحدد القيمة بكمية العمل مقيسة بزمن العمل⁽¹⁾.

كما يؤكد وليام بيتي على ان العمل هو اساس تحديد القيمة و ذلك بعبارته الشهيرة " العمل هو الاب و الاساس الفاعل للثروة بينما الارض هي الام". و يؤكد ذلك عندما يتحدث عن ثروة الامة التي يعتبرها نتيجة عمل سابق او عمل بذل في الماضي، و يقول بيتي ان العنصرين الانتاجيين الاصليين هما العمل و الارض، و حاول ان يوجد صلة ما بين قيمة الارض و قيمة العمل و ذلك بمحاولة تحديد مساحة الارض اللازمة لإنتاج غذاء يوم لرجل بالغ، و اعتبر ان قيمة هذا الناتج من الغذاء تساوي قيمة يوم عمل⁽²⁾. مما سبق يتضح ان هدف وليام بيتي هو ايجاد وحدة قياس او معيار صالح لقياس الكميات المتاحة من الارض او من العمل على حد سواء و بالتالي امكانية التعبير عن القوة الانتاجية المؤلفة من الارض و من العمل.

سادسا_ القيمة عند ادم سميث (1723 - 1790 م):

اخذ الباحثون و المفكرون (جوزيف شومبيتر، جون كينيث جالبرت، اريك رول) على ادم سميث انه ظل ينتقل من مفهوم الى اخر للقيمة دون بيان اسباب ذلك، مما يبدو للقارئ ان اراءه تتسم بالتقلب و التناقض و الغموض، اذ يحدد هؤلاء ان ادم سميث اورد ثلاث مفاهيم للقيمة و هي⁽³⁾:

الاول: العمل هو المصدر الوحيد للقيمة، و هو ما برره شومبيتر على انه استقراء لحالة المجتمعات البدائية.

الثاني: نظرية كمية العمل، اي ان قيمة اي شيء يمتلكه الانسان تقاس في نهاية الامر بكمية العمل المبذول في انتاجها.

الثالث: ان تكاليف عناصر الانتاج هي التي تحدد قيمة السلعة، و هو ما جاء به ادم سميث في سياق بيان المجتمعات المتطورة اي التي في ظروف الانتاج الرأسمالي لا تستطيع تجاوز او اهمال كل من الربح و راس المال.

(1) بن حمود سكينه، مرجع سبق ذكره ، ص 111.

(2) محمد عمر ابو عيدة و عبد الحميد محمد شعبان، (2009): تاريخ الفكر الاقتصادي، من دون طبعة، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، ص ص 118-119.

(3) عبد على كاظم المعموري، مرجع سبق ذكره، ص ص 323-324.

حاول ادم سميث معالجة مصادر القيمة من خلال الاجابة على سؤالين، الاول هو: ما الذي يحدد القيمة؟ و الثاني هو: ما هو افضل مقياس للقيمة؟ بعد التمييز بين القيمة الاستعمالية و القيمة التبادلية، فان المنفعة حسب ادم سميث تلعب دور ثانوي في التسعير و اعتبرها شرط لوجود القيمة التبادلية و بالتالي يركز على القيمة التبادلية و تفسيرها. حيث يرى بان العمل هو المصدر الوحيد للقيمة، و هي حالة المرحلة البدائية للمجتمع، هذا الاخير الذي يعتمد على الصيد من اجل العيش. كما يشير الى ان كمية العمل هي المقياس للقيمة التبادلية. اما في حالة المجتمع المتقدم، اين تكون الارض تحت الملكية الخاصة و راس المال شرط مسبق لكل انتاج، فان الامور سوف تتغير، حيث يطلب مالك الارض الايجار، كما يتطلب راس المال الربح. و بالتالي فان قيمة السلعة تتكون من ثلاثة اجزاء، العمل و الايجار و الربح.

سابعا_ القيمة عند دفيد ريكاردو(1772 - 1823 م):

يفرق ريكاردو بين نوعين من السلع عند تحديد القيم التبادلية هما⁽¹⁾:

- السلع القابلة للتجديد: و هي تشمل غالبية السلع المتاحة للناس كالقمح و السلع الصناعية الجارية.

- السلع غير القابلة للتجديد: و هي اللوحات النادرة و الكتب الاثرية و التحف الغريبة.

فالسلع الاولى تتوقف قيمتها على كمية العمل الذي بذل في انتاجها، اما السلع الثانية فتباع بسعر معين تبعا للأذواق او انها تباع بسعر احتكاري لا يستند الى قيمتها.

تراجع ريكاردو في رسالة بعث بها الى ماك كوخ بتاريخ 13/06/1820 مدعيا ان قيمة البضاعة تحددها كميات العمل النسبية فقط اذا لم يبذل اي شيء اخر غير العمل⁽²⁾.

حاول دافيد ريكاردو الاجابة على نفس الاسئلة التي طرحها ادم سميث مع رفضه لنظرية القيمة لهذا الاخير، من حيث ان القيمة التبادلية للسلعة تعتمد على كمية العمل النسبية اللازمة لإنتاجها. يعود ذلك الى التعريف الدقيق للبضائع و التمييز بين نوعين من البضائع، اين لاحظ عدم الثبات في قيمة العمل. لكن بغض النظر عن الاستثناءات، فان معظم البضائع تستمد قيمتها من العمل المتضمن في السلعة. بالنسبة لريكاردو فان نظرية القيمة في المرحلة البدائية الخاصة بأدم سميث صحيحة وصالحة في المجتمعات المتقدمة حيث يعتبر ان الايجار ليس جزء اساسي من القيمة و ان الربح يعتبر جزء من السعر، و بالتالي ليس من الضروري التفريق بين نوعين من المجتمع.

(1) بن حمود سكينه، مرجع سبق ذكره، ص 115.

(2) عبد على كاظم المعموري، مرجع سبق ذكره، ص 336.

ثامنا_ القيمة عند جون ستيوارت ميل:

تم تطوير نظرية القيمة على يد ميل بصورة ملموسة حيث اعتبر ان المحددات المباشرة و الاساسية للقيمة هي (1):

- عنصر رأس المال و تكلفة استخدامه؛
- قيمة السلعة الى جانب تكلفة العمل،
- الارباح المدفوعة نتيجة المخاطر و الجهود المبذولة في تنظيم الانتاج.

و بالتالي فان نظرية القيمة عند جون ستيوارت ميل و بالاعتماد على المحددات السابقة، لا تركز على عنصر العمل وحده كمحدد للقيمة و انما تركز على كل النفقات التي تدخل في انتاج البضاعة.

تاسعا_ القيمة عند كارل ماركس:

تقرر نظرية القيمة عند ماركس بشكل محدد ان العمل هو المصدر الاساسي في خلق القيمة و بالتالي الثروة، اذ يرى ماركس الى انه لا تتولد ذرة واحدة من القيمة عن اصحاب رؤوس الاموال (2). كما يرى ايضا بان العامل المشترك بين جميع السلع ذات القيمة هو وجود عنصر العمل فيها جميعا، و هو جهد انساني اتخذ صورة ظاهرة (عمل حي) او صورة عمل مخزن او متراكم (عمل ميت) (3). ان العمل المقصود منه ان يكون مصدر القيمة و مقياسا لها هو العمل الاجتماعي المجرد، اي كمية العمل المتوسط اجتماعيا و الضروري و المتجسد في الاشياء، و تتحدد قيمة عنصر العمل ذاته بكمية العمل الضروري لإنتاج المواد الغذائية و الاشياء الاخرى و التي تعتبر ضرورية لبقاء العامل و تكفيه لإعاشة أسرته (4). و بالتالي المنتجات التي تحتوي على كميات متساوية من العمل الانساني المتجسد فيها تكون لها قيمة واحدة (5).

عاشرا_ القيمة عند كارل منجر:

اصرت النظرية الحدية على ان المنفعة هي العنصر المقرر للقيمة و بالتالي الطلب، مما افقد عملية تقرير القيمة قاعدتها الموضوعية المتمثلة بتكاليف الانتاج فتصوروا ان اكتشافهم لمفهوم المنفعة الحدية قد اوصلهم الى

(1) محمد عمر ابو عيدة، مرجع سبق ذكره، ص 249.

(2) نفس المرجع السابق، ص 385.

(3) نفس المرجع السابق، ص 386.

(4) محمد دويدار، مرجع سبق ذكره، ص 256.

(5) محمد عمر ابو عيدة و عبد الحميد محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 308.

الحقيقة الكبرى في علم الاقتصاد. فالذاتية التي انغمست فيها المدرسة الحدية تعد الفكرة المركزية و المرتكزة على المنفعة الحدية اي منفعة الوحدة الاضافية الاخيرة، و التي تحتل الاهمية في تقرير سلوك الفرد منتجا او مستهلكا من دون الاهتمام بالمنفعة الكلية⁽¹⁾. كذلك، يربط كارل منجر بين الاشباع المتحقق من السلعة و قيمتها، اذ تعد عملية الاشباع المستمر من السلعة تخفيفا من شدة الحاجة اليها، لهذا فان الوحدة الاخيرة المستهلكة من السلعة في جدول رغبات المستهلك، اذا لم تكن ذات نفع له نتيجة توفرها فان قيمة هذه الوحدة (الاخيرة) تصل ربما الى الصفر او دونه و طالما ان المنفعة تعد قيمة، فعلى وفق هذا المنطلق تصبح المنفعة الحدية حاملة لقيمة الشيء⁽²⁾. مما سبق يتبين ان كارل منجر اهمل الجانب المتعلق بالعمل و تكاليف الانتاج، و ركز على المنفعة الحدية كمحدد اساسي للقيمة.

احدى عشر_ القيمة عند الفرد مارشال:

يرى مارشال ان قيمة كل سلعة في المبادلة لا تتوقف على نفقة انتاجها او على منفعتها الحدية و حسب بل على الاثنين معا. و يرى مارشال ان اثر هذين العاملين في قيمة المبادلة شبيهة بحدي المقص، حيث يقطع هذان الحدان قطعة الورق سواء تحرك كلاهما او احدهما، كذلك من العبث ان نقول ان نفقة الانتاج وحدها او المنفعة الحدية وحدها هي التي تحدد القيمة، و كما ان حدي المقص هما اللذان يقطعان سوية قطعة الورق فان نفقة الانتاج و المنفعة الحدية هما اللتان تحددان معا قيمة السلعة⁽³⁾.

و لقد انتهى الخلاف حول مصدر القيمة بفضل الاقتصادي الانجليزي الشهير الفريد مارشال (1842-1924) حيث نسق بين الآراء المتعارضة و انتقد الكلاسيك لتركيزهم على نفقة الانتاج (و بالتالي جانب العرض وحده) و انتقد انصار نظرية المنفعة لتركيزهم على المنفعة وحدها (و بالتالي جانب الطلب وحده) ثم بين ان كلا النظريتين لحدي المقص هامتان، و خرج مارشال بفكرة موحدة و متكاملة⁽⁴⁾.

(1) عبد على كاظم المعموري، مرجع سبق ذكره، ص ص 403-404.

(2) نفس المرجع السابق، ص 406.

(3) طارق حجاج، (1997): تحليل الاقتصاد الجزئي، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة، ص 50.

(4) محمود الطنطاوي الباز، مرجع سبق ذكره، ص 82.

المطلب الثالث: نظريات القيمة

من خلال اراء الاقتصاديين حول القيمة و مصدرها، يمكن ملاحظة ان هناك اربعة نظريات للقيمة، نظرية العمل، نظرية تكاليف الانتاج، نظرية المنفعة الحدية و نظرية العرض و الطلب.

تعتبر هذه النظرية من النظريات الاساسية في علم الاقتصاد و خاصة عند التقليديين منهم الذين عرفوا علم الاقتصاد بانه "علم الاثمان" للدلالة على ما لهذا الموضوع من اهمية كبيرة لدى هؤلاء، مما جعلهم يصرفون اكثر اهتمامهم في البحث عن العوامل المحددة لقيمة السلع و الخدمات و لعناصر الانتاج⁽¹⁾. حيث مرت نظرية القيمة بعدة مراحل من التطور الى ان وصلت الى ما وصلت عليه في الوقت الحاضر، و هذا يعني ان ما هو سائد في الوقت الحاضر من اسلوب لتحديد سعر سلعة او خدمة معينة و ذلك من خلال تفاعل قوى العرض و الطلب، فان هذا الاسلوب لم يكن الاسلوب الاول الذي تم فيه معالجة موضوع تحديد القيمة لدي الاقتصاديين الكلاسيك و انما كان هذا الاسلوب وليد او نتيجة للعديد من الافكار و النظريات التي طرحت و تطورت حتى وصلت الى ما يسمى بنظرية العرض و الطلب⁽²⁾.

اولا_ نظرية العمل و الانتقادات الموجهة اليها:

من خلال اراء الاقتصاديين حول القيمة و التي تعتبر نظريات، تعتبر نظرية العمل من النظريات المهمة التي ساهمت في تطور نظرية القيمة، الا انه تم انتقادها من طرف الاقتصاديين سبب عدم شموليتها.

ا_ نظرية العمل:

تعتبر هذه النظرية من النظريات القديمة التي عالجت موضوع القيمة، حيث يرى اصحابها امثال ريكاردو، كارل ماركس، بان قيمة السلعة او الخدمة تتحدد استنادا الى كمية العمل المبذول في انتاجها. لقد اعتبرت هذه النظرية فيما بعد نقطة الاختلاف الرئيسية بين الفكرين الرأسمالي و الاشتراكي خاصة ما يتعلق بفائض القيمة و درجة الاستغلال... الخ⁽³⁾.

(1) محمد حسين الوادي، احمد عارف العساف و وليد احمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

(2) نفس المرجع السابق، ص 73.

(3) نفس المرجع السابق، ص 74.

ب_ الانتقادات الموجهة لنظرية العمل:

على الرغم من اهمية هذه النظرية في انها تمثل البادرة لمعالجة مثل هذا الموضوع، الا انها واجهت بعض الانتقادات التي منها ما يلي⁽¹⁾:

- انها اعطت اهمية للعمل و اهملت عناصر الانتاج الاخرى و خاصة راس المال.
- انها نظرت الى وحدات العمل و كأنها متجانسة دون ان تعطي اهمية للمهارة و الكفاءة و الخبرة.
- انها اعطت اهمية لجانب العرض (اي وقفت الى جانب المنتج) و لم تعطي اهمية لجانب الطلب، بمعنى ان المهم ان تنتج السلعة و يحدد ما بذل في انتاجها من جهد ثم تحدد قيمتها استنادا الى كمية العمل دون الاخذ بنظر الاعتبار مدى فائدة تلك السلع للمستهلك.

ثانيا_ نظرية تكاليف الانتاج و الانتقادات الموجهة اليها:

ادت الانتقادات الموجهة لنظرية العمل الى ايجاد نظرية اخرى و هي نظرية تكاليف الانتاج، الا ان هذه الاخيرة تم انتقادها.

ا_ نظرية تكاليف الانتاج:

تعتبر هذه النظرية امتداد للنظرية السابقة و تشذبا لها و قد اعتقد اصحابها - جون ستيوارت ميل- بان قيمة السلعة تتحدد استنادا الى تكاليف انتاجها، و هذا يعني من وجهة نظر اصحاب هذه النظرية ان السلعة التي يكلف انتاجها (20) دينار لا بد و ان يكون لها قيمة ضعف قيمة السلعة التي يكلف انتاجها (10) دينار⁽²⁾.

ب_ الانتقادات الموجهة لنظرية تكاليف الانتاج:

على الرغم من ان هذه النظرية تمثل مساهمة في سلم التطور التاريخي لنظرية القيمة، الا انها واجهت بعض الانتقادات التي منها ما يلي⁽³⁾:

- انها ركزت على جانب العرض (ركزت على الندرة) و اهملت جانب الطلب (المنفعة)، اي انها اهملت المنفعة و مدى اهميتها في تحديد قيمة السلعة.

(1) نفس المرجع السابق.

(2) نفس المرجع السابق، ص 75.

(3) نفس المرجع السابق.

- انها لم تعطي اهمية للتقدم العلمي و التكنولوجيا في تخفيض تكاليف الانتاج، حيث انه اذا تم الاستناد الى هذه النظرية في تحديد قيمة السلعة، فان السلعة التي تنتج في بلد نامي يعتمد على وسائل انتاج بسيطة و ما يترتب عليها من ارتفاع تكاليف الانتاج، لا بد ان تحدد لها قيمة اكبر لسلعة مماثلة تنتج في بلد متقدم يعتمد على احدث انواع التكنولوجيا، و هذا عادة غير صحيح و يخالف المنطق و الواقع.
- لم تعطي اهمية للنوعية و انما نظرت الى السلع و كأنها متجانسة.

ثالثا_ نظرية المنفعة الحدية و الانتقادات الموجهة اليها:

بعد نظرية تكاليف الانتاج و بسبب الانتقادات الموجهة اليها، ظهرت نظرية المنفعة الحدية التي اعطت تفسير اخر لقيمة السلعة، حيث ساهمت في حل لغز القيمة، لكنها لم تسلم من الانتقاد.

ا_ نظرية المنفعة الحدية:

استمرت نظرية نفقة الانتاج للقيمة تسود الفكر الاقتصادي حتى العقد الثامن في القرن التاسع عشر، حينما ظهرت نظرية المنفعة الحدية على يد زعماء مدرسة التحليل الحدي " ستانلي جيفونز و كارل منجر و ليون فالراس". فقد توصل هؤلاء الى نتيجة واحدة متبعين في ذلك طرق مختلفة من مقتضاها ان قيمة الاشياء تتحدد بمنفعتها، و لكن ليس بمنفعتها الكلية مثل الماء او الماس و انما بالمنفعة النهائية المستمدة من الوحدات الاخيرة منها اي انها اتخذت جانب الطلب و اهملت جانب العرض⁽¹⁾.

و هكذا نجد ان (لغز القيمة) الذي وقع فيه ادم سميث قد حل بطريقة مرضية، و على ذلك نجد ان هذه النظرية ترى ان العلاقة الحقيقية بين قيمة الشيء و منفعته لا توجد مباشرة بين القيمة و المنفعة الكلية للشيء و انما توجد بين قيمة الشيء و منفعته الحدية⁽²⁾.

كما تعرف هذه النظرية باسم النظرية الشخصية للقيمة⁽³⁾. حيث اتجه بعض الاقتصاديين الى الاعتماد على جانب الطلب في تفسير القيمة التبادلية معتقدين ان قيمة سلعة ما تتحدد بعامل واحد فقط هو المنفعة.

(1) عامر علي سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) نفس المرجع السابق، ص 85.

(3) محمد مروان السمان، محمد ظافر محبك و احمد زهير شامية، (1998): مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي و الكلي)، الطبعة الثانية، عمان: مكتبة الثقافة، ص 82.

ب_ الانتقادات الموجهة لنظرية المنفعة الحدية:

رغم سلامة الاسس التي بنيت عليها هذه النظرية و رغم انها استطاعت ان تحل لغز القيمة فإنها مع ذلك لم تسلم من النقد، و اهم الانتقادات التي توجه الى هذه النظرية هي (1):

- تركز هذه النظرية على امكان قياس المنفعة و هذا لم يثبت صحته للآن.
- انها نظرية طلب و املت جانب العرض.

رابعاً_ نظرية العرض و الطلب:

اتجه الاقتصاديون بدءاً من الفرد مارشال و حتى الان الى تفسير القيمة بالاستناد الى تفاعل كل من جانب العرض و الطلب معا معتقدين ان لكل من المنفعة من جهة و تكلفة الانتاج من جهة اخرى دوراً هاماً في تحديد القيمة. و قد عرفت هذه باسم نظرية العرض و الطلب. و قد قدمها الفرد مارشال مع بداية القرن الحالي (العشرين) حيث توصل اليها بعد القيام بدراسة و تحليل و نقد مختلف نظريات القيمة السابقة(2).

و لكي يكون لأي سلعة او خدمة ثمن لا بد ان تتصف بصفتي الندرة و المنفعة في ان واحد، و عادة فان المنفعة تمثل جانب الطلب، اي ان المستهلك هو الذي يحدد ما اذا كانت السلعة نافعة ام لا. و الندرة تمثل جانب العرض، اي لماذا لا يستطيع المنتج انتاج الكمية من السلعة التي يرغب فيها و الجواب على ذلك انه يتحدد بمدى ندرة عوامل الانتاج اللازمة لإنتاج تلك السلعة. و تعتبر هذه النظرية من احدث النظريات التي توصل اليها علم الاقتصاد في معالجة موضوع القيمة و التي تعتبر هي السائدة في الوقت الحاضر في نظام السوق(3).

(1) عامر علي سعيد، مرجع سبق ذكره، ص 191.

(2) محمد مروان السمان، محمد ظافر محبك و احمد زهير شامية، مرجع سبق ذكره، ص 82.

(3) محمد حسين الوادي، احمد عازف العساف و وليد احمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 77.

المبحث الثاني: مفهوم القيمة في الفكر المالي

حسب محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، " عندما نتحدث عن القيمة، فإننا نعني القيمة السوقية للمنشأة، و التي تتوقف على التدفقات النقدية المستقبلية (المتوقعة) و التي تستطیع المنشأة توليدها خلال عمرها و هو ما يأتي عكس النموذج المحاسبي و الذي يركز فقط على كمية الأرباح (صافي الربح) و الذي يمثل مقياسا مشوها للقيمة و لا يمكن من خلاله فهم الاداء الاقتصادي للمنشأة"⁽¹⁾. تهتم الإدارة المالية بشراء الأصول وتمويلها وإدارتها مع وضع الهدف العام في الاعتبار. وبالتالي يمكن تقسيم القرار إلى ثلاثة مجالات رئيسية: الاستثمار والتمويل وقرارات إدارة الأصول⁽²⁾. تتضمن مهام التمويل ثلاثة قرارات رئيسية يجب على الشركة اتخاذها: قرار الاستثمار، وقرار التمويل، وقرار توزيع الأرباح / اعادة شراء الأسهم حيث يجب النظر في هذه القرارات فيما يتعلق بهدفنا؛ فالمزيج المثالي من القرارات الثلاثة سيؤدي الى خلق القيمة⁽³⁾. من خلال ما تقدم يتضح ان القيمة في الفكر المالي تنصرف الى القيمة السوقية للمؤسسة، هذه الاخيرة تتأثر بثلاث قرارات اساسية، هي قرارات التمويل، قرارات الاستثمار و قرارات التوزيع. الا ان قيمة المؤسسة يمكن ان تتأثر بعوامل خارجية مرتبطة بالسوق المالي. في هذا الاطار كان هناك الكثير من الاعمال التي قدمها المفكرين في مجال المالية، سواء في مجال قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، قرارات توزيع الأرباح، او مجال الاسواق المالية.

المطلب الاول: الاستثمار و القيمة

قرار الاستثمار هو أهم القرارات الثلاثة عندما يتعلق الأمر بخلق القيمة. استثمار رأس المال هو تخصيص رأس المال للاستثمار في المستقبل. لأن الفوائد المستقبلية ليست معروفة على وجه اليقين فان المقترحات الاستثمارية تتطوي بالضرورة على المخاطر⁽⁴⁾. في اطار الاستثمار و تأثيره على القيمة، هناك عدة مساهمات من بينها:

اولا_ مساهمة ايرفينغ فيشر 1907:

تم تطوير مبادئ التقييم الحديث من طرف Irving Fisher في كتابين - معدل الفائدة (1907) و نظرية الفائدة (1930). اقترح في هذين الكتابين اربعة مداخل بديلة لتحليل الاستثمارات، و ادعى بانها سوف تسفر

(1) محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، (2002): الادارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، من دون طبعة، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص480.

(2) James C. Van Horne and John M. Wachowicz Op.cit. P 2.

(3) James C. Van Home, (2002): Financial management and policy, 12th ed, USA: Prentice-Hall, P 6.

(4) Ibid.

على نفس النتائج. و قال إنه عندما تواجه استثمارات متعددة، يجب ان تختار الاستثمار (ا) الذي لديه اعلى قيمة حالية بسعر الفائدة في السوق، (ب) حيث القيمة الحالية للمنافع تتجاوز القيمة الحالية للتكاليف اكثر من غيرها، (ج) مع " معدل العائد على التضحية" الذي يتجاوز اكثر من سعر الفائدة في السوق او (د) انه، بالمقارنة مع الاستثمار المقبل الاكثر تكلفة، ينتج معدل عائد على التكلفة الذي يتجاوز سعر الفائدة في السوق⁽¹⁾. مما سبق يتبين ان المدخلين الاولين يمثلان قاعدة صافي القيمة الحالية، المدخل الثالث هو نوع من معدل العائد الداخلي، و المدخل الاخير يمثل مدخل معدل العائد الهامشي.

ثانياً_ مساهمة جون بر ويليامز 1938:

لقد كان اول ظهور للمفهوم الاساسي للقيمة في النظرية المالية على يد الباحث Williams سنة 1938، فقد حدد قيمة الاصل سواء كان ماليا ام ماديا بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيولدها هذا الاصل، و ان كان فيشر Fisher قد تعرض لهذا التحليل من قبل سنة 1907⁽²⁾.

استخدم المحللون على مر السنين العديد من المعادلات لتحديد قيمة الشركة الذاتية، فبعضهم مغرم بالطرق المختزلة: نسب السعر المتدني الى الارباح، و السعر الى القيمة الدفترية، و عوائد ارباح الاسهم العادية، لكن النظام الافضل - كما يراه بفت- تقرر قبل اكثر من ستين سنة على يد جون بر ويليامز (John Burr Williams)، حيث يستخدم بفت و كثيرون غيره نمط عائد ربح السهم المحسوم الذي عرضه ويليامز في كتابه نظرية قيمة الاستثمار اذ تعتبر الطريقة المثلى لتحديد قيمة الورقة المالية⁽³⁾.

و تفسيراً لما كتبه ويليامز، يخبرنا بفت ان قيمة العمل هي مجموع التدفقات النقدية الصافية (ارباح المالكين) المتوقع تحقيقها خلال حياة هذا العمل مخصوصاً وفق سعر فائدة مناسب، و هو يعنيه انسب المعايير لقياس رزمة تضم انواعاً مختلفة من الاستثمارات: سندات حكومية و سندات شركات و اسهما عادية و عمارات سكنية و ابار نفط و مزارع⁽⁴⁾.

(1) Aswath Damodaran, (2005): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, USA: now Publishers, P697-698.

(2) مواعي بحرية، (2016): التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة العمومية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، و علوم التسير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، ص 43.

(3) روبرت ج. هاغستروم، (2007): الاستثمار في الأسهم: على طريقة وورن بفت، الطبعة العربية الاولى، نقله الى العربية مروان ابو جيب، المملكة السعودية: العبيكان، ص ص 184-185.

(4) نفس المرجع السابق.

ويعرف السيد وليمز قيمة الاستثمار بأنها "القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية أو القسائم والأصل في المستقبل". وهو يرى أنه "نو أهمية عملية لكل مستثمر لأنه القيمة الحرجة التي لا يستطيع شراءها أو الاحتفاظ بها دون مخاطر إضافية وإذا اشترى رجل ورقة مالية أقل من قيمتها الاستثمارية لا يحتاج إلى أن يخسر ... إذا كان يشتريها فوق قيمتها الاستثمارية، فإن أمله الوحيد في تجنب الخسارة هو البيع لشخص آخر يجب أن يأخذ بدوره الخسارة في شكل دخل غير كاف" (1).

ثالثاً_ مساهمة قراهام و د. دود 1934: D. DODD و B.GRAHAM

قام هذان الباحثان بانتقاد نموذج وليامز من حيث اهماله لعامل الخطر، اذ قدما التعريف التالي: "القيمة الجوهرية للسهم هي ببساطة مثل القيمة المبررة بالأحداث أو الوقائع، وهذا يعني الأصول، الأرباح، الأرباح الموزعة، الآفاق الواضحة" (2)، و قد حددوا علاقة بين توزيعات الارباح و قيم السهم، لكن ليس من خلال نموذج التدفقات المخصومة. و اختاروا تطوير بدلا من ذلك سلسلة من مقاييس الفحص، التي تضمنت انخفاض العائد على راس المال، توزيعات ارباح مرتفعة، نمو معقول و خطر منخفض، التي تبرز الاسهم التي تكون مقيمة باقل من قيمتها باستعمال نموذج التوزيعات المخصومة (3).

رابعاً_ مساهمة جوردن و شابيرو: Gordon and Shapiro

تعتبر طريقة التدفقات المستقبلية المخصومة للعائد من خلال نسخة Myron J.Gordon et Eli Shapiro 1956 و كتاب Gordon 1962، الاساس لكل المحللين الماليين (4). حيث يتميز عمل جوردن شابيرو من خلال صيغتين، الصيغة الاولى المبسطة و ما يسمى بالصيغة الثانية المطورة. حيث تغطي الصيغة الاولى افتراضات جد مختزلة لمعادلة ارفينغ فيشر (5): الفرضية الاولى: نمو الارباح يكون ثابت بمعدل g مع استقرار دفع التوزيعات. الفرضية الثانية: الفترة المعتبرة n تميل نحو اللانهاية.

من خلال هذه المساهمات يتضح ان قيمة الاستثمار تعتمد على التدفقات النقدية المستقبلية، تاريخ هذه التدفقات و معدل الخصم الذي يقابل درجة المخاطر المصاحبة لهذا الاستثمار، حيث يمكن الحصول على قيمة الاستثمار من خلال قانون القيمة الحالية الذي يستعمل المتغيرات الثلاثة السابقة.

(1) George W. Edwards, The Theory of Investment Value. by John Burr Williams, Journal of the American Statistical Association, Vol. 34, No. 205 (Mar., 1939), P 195. Accessed: 14/06/2014.

(2) مواعي بحرية، مرجع سبق ذكره، ص 44.

(3) Aswath Damodaran, Op. cit. P702.

(4) Christian Walter, (2010): Nouvelles normes financières: S'organiser face à la crise, France: Springer-Verlag, P 98.

(5) Pascal BARNETO et Georges GREGORIO, (2009): Finance: MANUEL ET APPLICATIONS, 2e édition, Paris: Dunod, P27.

المطلب الثاني: نظريات الهيكل المالي و القيمة

القرار الرئيسي الثاني للمؤسسة، هو قرار التمويل، فالمدير المالي معني بتحديد أفضل مزيج من التمويل أو هيكل رأس المال. إذا كانت الشركة قادرة على تغيير تقييمها الإجمالي من خلال تغيير هيكل رأس المال الخاص بها، فسيكون هناك مزيج تمويل مثالي، والذي يمكن فيه زيادة سعر السوق إلى الحد الأقصى⁽¹⁾. في هذا الاطار هناك العديد من الاعمال المقدمة، حيث قام (David Durand)⁽²⁾ سنة 1952 بعرض اسلوبين متطرفين لتقييم قيمة المنشأة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل راس المال و هما اسلوب صافي الربح و اسلوب صافي ربح العمليات. هذان الاسلوبان اثارا جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر على طرفي النقيض فيما يتعلق بوجود او عدم وجود هيكل مثالي لراس المال يترتب عليه تدنية التكلفة و تعظيم قيمة المنشأة.

اولا_ النظريات التي تفسر الهيكل المالي في ظل كمال الاسواق:

في هذا الاطار يمكن التعرض الى: مدخل صافي الربح (Net Income Approach)، مدخل صافي ربح العمليات (Net Operating Income Approach)، المدخل التقليدي و مدخل مودقلياني و ميلر (1958).

ا_ مدخل صافي الربح: (Net Income Approach)

يقوم هذا المدخل على افتراض يتمثل في ثبات تكلفة الديون والأموال الخاصة، حتى بتغير نسبة الديون (الرفع المالي) في الهيكل المالي، إذ أن ارتفاع أو انخفاض حجم الديون لا ينجر عنه ارتفاع أو انخفاض في معدل المردودية الذي يطالب به مانحو الأموال (المقرضون والمالكون) بسبب المخاطر المصاحبة للاستدانة⁽³⁾. و طالما ان تكلفة الاقتراض اقل من تكلفة اصدار اسهم جديدة فان الاعتماد على القروض في التمويل بنسبة اكبر من اموال الملكية يؤدي الى انخفاض التكلفة الكلية للأموال و بالتالي ارتفاع قيمة المنشأة⁽⁴⁾. حسب هذا المدخل، بإمكان المؤسسة تقليل التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال و بالتالي زيادة قيمتها، بالإضافة الى زيادة السعر السوقي للسهم و ذلك باستعمال نسبة مرتفعة من الديون، و هذا في ظل الفرضيات القائمة.

⁽¹⁾ James C. Van Home, Op. cit. P7.

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، (1997): اساسيات الادارة المالية ، دون طبعة، الاسكندرية: مكتبة الاشعاع ، ص354.

⁽³⁾ هواري سويسي، (2008/2007): تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، ص 198.

⁽⁴⁾ محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 361.

ب_ مدخل صافي ربح العمليات: (Net Operating Income Approach)

يؤكد المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة الهيكل المالية للمؤسسة فكرة استقلالية مخاطر الاعمال عن تكلفة راس المال و ايضا عن تشكيلة الهيكل المالية، و هو ما يعني ان القيمة السوقية للمؤسسة تبقى ثابتة رغم التغيرات التي ستطرأ في مستويات الرفح المالي. مما يعني ان التغيرات في الهيكل المالية لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة و ايضا لا تأثير لها على تكلفة راس المال الامر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالية مثلى غير مقبولة⁽¹⁾. يخالف هذا المدخل مدخل صافي الربح، حيث يعتبر ان التغير في هيكل راس المال لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة و التكلفة الكلية لراس المال تبقى ثابتة بغض النظر عن طريقة التمويل.

ج_ المدخل التقليدي:

على عكس مدخل صافي ربح العمليات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل مالي امثل اي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الاموال الى حدها الادنى تصل عندها قيمة المنشأة الى حدها الاقصى، كذلك يفترض هذا المدخل ان معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون و ملاك) يزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، و ذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. و يقوم هذا المدخل على فكرة ان تكلفة الاموال تنخفض تدريجيا مع زيادة الاموال المقترضة، الى ان تصل نسبة الاقتراض الى حد معين تأخذ بعده تكلفة الاموال في الارتفاع⁽²⁾. يعتبر هذا المدخل كمدخل وسيط بين المدخلين السابقين، حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة مبدئيا، و تخفيض تكلفة راس المال من خلال استعمال متزايد للديون ما دامت الديون ارخص مصدر للتمويل مقارنة بأموال الملكية، و بالتالي الهيكل المالي الامثل يمكن الحصول عليه من خلال المزيج المناسب بين الديون و حقوق الملكية.

د_ مدخل مودقلياني و ميلر (1958):

تعتبر اول نظرية تتعلق بهيكل راس المال، حيث تفترض هذه النظرية وجود سوق راس مال مثالي (سوق كفوءة)، لا وجود لتكاليف المعاملات و تكلفة الافلاس، و توفر المعلومات بصورة كلية. و بالتالي ترى هذه النظرية ان الافراد و المؤسسات تقترض بنفس سعر الفائدة، و بدون وجود الضرائب، و قراراتهم الاستثمارية لن تتأثر بقرارات التمويل. بالإضافة الى الافتراضات السابقة، فان مودقلياني و ميلر يريان ان قيمة المؤسسة مستقلة

⁽¹⁾عربي حمزة، (2016/2015): السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة دروس، جامعة محمد بو ضياف - المسيلة، ص18.

⁽²⁾محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، (2009): الادارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الطبعة الاولى، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص

عن طريقة تمويلها، لان قيمة المؤسسة تعتمد على ربحيتها، و بالتالي فان المؤسسة ليس لها هيكل راس مال امثل⁽¹⁾. يشبه هذا المدخل مدخل صافي ربح العمليات، باعتباره يرى بان قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، كما يؤكد على ان التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال لا تتغير مع تغير تركيبة هيكل راس المال، و بالتالي فان قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار و القوة الايرادية للمؤسسة، و لا تتوقف على قرارات التمويل.

ثانياً_ النظريات التي تفسر الهيكل المالي في ظل عدم كمال الاسواق:

في هذا الاطار يمكن التعرض الى: اثر الضريبة و تكلفة الافلاس، نظرية الوكالة، نظرية الترتيب السلمي (The Pecking Order Theory)

ا_ اثر الضريبة و تكلفة الافلاس:

قدم موديقلياني وميلر سنة 1963 تحليلا جديدا للهيكل المالية، وذلك بإدخال كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس، فاعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين، أثر إيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي Tax Shield وأثر سلبي يتمثل في تكلفة الإفلاس⁽²⁾. حيث ان قيمة المنشأة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض و ملكية سوف تفوق القيمة السوقية لمنشأة مماثلة غير انها تعتمد فقط على اموال الملكية في هيكل رأسمالها. و ذلك بافتراض ان الفرق بين هاتين القيمتين يتمثل اساسا في قيمة الوفورات الضريبية المحققة. ومن ثم فان قيمة المنشأة الكلية التي تستخدم قروض تتمثل في قيمة العائد المتاح للمستثمرين (ملاك و مقروضون)، مخصوم بتكلفة الاموال الكلية⁽³⁾. كما ان تكاليف الافلاس تشمل مجموعتين من التكاليف: " المجموعة الاولى تضم تكاليف مباشرة (تكاليف ادارية، تكاليف اعادة التنظيم، تكاليف مالية، و تكاليف البيع القصري و المستعجل للأصول و التكاليف الاجتماعية) بينما تضم المجموعة الثانية التكاليف غير المباشرة (تكاليف المصدقية المالية و التجارية و تكاليف ضياع الفرصة) و من الصعب قياسه، و تكون نتيجة انخفاض في ارباح المؤسسة او بسبب النقص في الكفاءة التشغيلية، و الذي يحدث عادة قبل الافلاس اما بسبب زيادة كميات الفوائد المستحقة للزيادة في الديون او زيادة اسعار الفائدة"⁽⁴⁾.

(1) صابر عباسي، (2016/2015): دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر - بسكرة، ص 91.

(2) غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص22.

(3) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 382.

(4) منير ابراهيم هندي، (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الاولى، الاسكندرية: منشأة المعارف، ص247.

و عليه، فانه حسب نظرية مودقلياني و ميلر و بادخال الاقتصاد الضريبي و تكلفة الافلاس، فان القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا اليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الافلاس⁽¹⁾.

ب_ نظرية الوكالة:

حسب (Jensen et Meckling 1971) و (Jensen 1986)، تتكون تكاليف الوكالة من جزئين: من جهة، تكاليف الوكالة للأموال الخاصة بين المساهمين و المسيرين، و التي تحدث من خلال المراقبة التي يجب على المساهمين القيام بها على المسيرين من اجل قيام المسيرين بتخفيض سلوكهم الانتهازي. من جهة اخرى، تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون المالية بين المساهمين و الدائنين، حيث تحدث هذه التكاليف من خلال المراقبة المطبقة من طرف الدائنين لتأديب المساهمين و المسيرين⁽²⁾.

الهيكل المالي الامثل ينتج عن مستوى الديون المستهدف، و الذي يسمح بالموازنة بين مزايا الديون، مثل الوفورات الضريبية على اعباء الديون و تخفي تكلفة الوكالة للأموال الخاصة، و عيوب الديون، مثل تكلفة الافلاس و تكلفة الوكالة للديون المالية⁽³⁾. وجود تكاليف الوكالة المرتبطة بالديون المالية يؤدي الى رفع معدل الفائدة مما يجعل المساهمين يطالبون بمعدل عائد اعلى، الامر الذي يؤدي الى رفع تكلفة الاموال الكلية وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، و للحصول على الهيكل المالي الامثل الذي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة يجب الموازنة بين مزايا و عيوب الديون المالية.

ج_ نظرية الترتيب السلمي: The Pecking Order Theory

Modigliani & Miller سنة 1963 يجادلان بان المستثمرين يصلون على معلومات كاملة لان الاسواق مثالية، الا ان هذا الافتراض لا يتلاءم مع العالم الحقيقي، لان المسيرين يبحثون عن المعلومات حول افاق المؤسسة من طرف مستثمرين خارجيين، و بعبارة اخرى المعلومات غير المتماثلة تلعب دور كبير في هذا العالم و هذا هو السبب في وصف النظرية ب: pecking order⁽⁴⁾. و تقوم نظرية الترتيب السلمي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، فحسب Myers (1984) صاحب نظرية الترتيب السلمي و الذي تأثر بالأدبيات المالية السابقة و بما

⁽¹⁾عربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 23.

⁽²⁾Mazen Kebewar, (2012): La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail: analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises , Thèse de doctorat, Economies et finances, Université d'Orléans, P 16.

⁽³⁾Ibid.

⁽⁴⁾صابر عباسي مرجع سبق ذكره، ص.94.

في ذلك كتاب (Donaldson 1961)، فقد اثبت بان الاختيار العكسي Adverse Selection في المؤسسة يؤدي الى تفضيل الارباح المحتجزة و التي هي افضل من الديون، و الديون بدورها افضل من الاسهم من ناحية التمويل⁽¹⁾.

بالإضافة الى النظريات السابقة الخاصة بعدم كمال الاسواق، يمكن ذكر نظرية توقيت السوق The Market Timing Theory و التي تنسب الى Baker & Wurgler (2002)، وكجزء من هذه النظرية، تصدر الشركات أسهمها عند ارتفاع أسعار السوق وإعادة شراء أوراقها المالية عندما تكون قيمتها منخفضة في السوق. في هذه الحالة، فإن الهياكل المالية تكون أكثر ارتباطا بتاريخ القيم السوقية من أداء الشركة.

المطلب الثالث: سياسة توزيع الارباح و القيمة

يعتبر موضوع توزيع الارباح او احتجازها داخل الشركة بغرض اعادة استثمارها من الموضوعات المهمة في الادارة المالية المعاصرة، حيث ظهرت وجهات نظر مختلفة، منها من يرى بان توزيع الارباح دون احتجازها يؤثر على القيمة السوقية للسهم مما يؤدي الى تعظيم ثروة الملاك، و منها من يرى بان توزيع الارباح ليس له علاقة بالقيمة السوقية للسهم و بالتالي فان توزيع الارباح او احتجازها لن يؤدي الى تعظيم ثروة الملاك. يختلف اصحاب الراي الاول من حيث طريقة التوزيع حيث توجد عدة نظريات مثل نظرية توزيع المتبقي من الارباح، نظرية والتر، نظرية جوردن و نظرية عدم ملائمة توزيع الارباح لمودكلياني و ميلر و التي تعبر عن اصحاب الراي الثاني.

اولا_ ملائمة التوزيعات:

من بين النظريات التي تقول بوجود علاقة بين توزيع الارباح و قيمة المؤسسة، ما يلي:

ا_ نظرية توزيع المتبقي من الارباح:

طبقا لسياسة الفائض في توزيع أرباح السهم Residual Dividend ، فإن المؤسسة تقوم بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية. وتبعاً لهذه السياسة، فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة للمساهمين، حيث إن أغلبها تقوم بتوزيع أرباح

(1) غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص.25.

منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن تفسير ذلك على وجود درجة ثقة عالية بين المؤسسة ومستثمريها⁽¹⁾. و المديرون يعتقدون ان الاحتفاظ العالي يسبب المزيد من النمو للمؤسسة⁽²⁾.

تركز هذه النظرية على المقارنة بين معدل العائد على الاستثمار و تكلفة الاموال او معدل العائد المطلوب، فاذا كان الاول اكبر من الثاني، يتم اعطاء الاولوية لاحتجاز الارباح لتمويل المشاريع المربحة مما يؤدي الى ارتفاع قيمة الشركة، و من ثم توزيع المتبقي من الارباح على المساهمين.

ب_ سياسة توزيع ارباح مستقرة:

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة Constant Dividend من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع. وفق هذا الإجراء، فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنويا من الأرباح المتحققة⁽³⁾. و تعني ان اختيار نسبة التوزيعات تكون محددة سلفا، و لا يتم الزيادة في هذه النسبة الا اذا وافقتها زيادة في الارباح و هذا في ظل التأكد حول امكانية القدرة على المحافظة على هذا المستوى الجديد من التوزيعات، فهذه الطريقة تقوم على قاعدة عدم التخفيض من نسبة التوزيعات حتى في اوقات الازمات المالية، فهي بالتالي تقوم على نسبة مستهدفة من التوزيعات دون السماح بتقلبها و تذبذبها⁽⁴⁾.

وفق هذه السياسة فان توزيع الارباح يكون بنسبة ثابتة و لا يرتبط مباشرة بمقدار الارباح المحققة، و بالتالي تمثل سياسة توزيع بعيدة المدى تهدف اساس الى تحقيق الاستقرار في المبالغ الموزعة لكل سهم، و هذا يساعد الكثير من المستثمرين الذين يفضلون توزيع مستقر للأرباح.

ج_ نموذج والتر (Models Walter):

يعتمد نموذج والتر على توضيح الدور الاساسي الذي يلعبه معدل العائد الداخلي و تكلفة التمويل في سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية للسهم، و قد بني هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات، و هي⁽⁵⁾:

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الارباح المحتجزة فقط؛

(1) غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص28.

(2) صابر عباسي، مرجع سبق ذكره، ص102.

(3) غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص.28.

(4) عاطف جابر طه عبد الرحيم، (2008): اساسيات التمويل و الادارة المالية، الطبعة الاولى، مصر: الدار الجامعية، ص399.

(5) محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، (2005): الادارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الاعمال، مصر: الدار الجامعية، ص.362.

- ثبات كل من معدل العائد الداخلي و تكلفة التمويل؛
- يتم اعتماد سياسة توزيعات ارباح واحدة، و هي اما توزيع كل الارباح او احتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الارباح و التوزيعات و استمرارية المؤسسة؛

و قد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية للسهم في ظل الافتراضات السابقة⁽¹⁾:

$$P = \frac{D + \frac{R(B - D)}{k_e}}{k_e}$$

حيث R تمثل معدل العائد على الاستثمار و D هي توزيع أرباح السهم السنوي، و B نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة، أما k_e فهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، P هو سعر السهم السوقية.

يؤيد نموذج والتر فكرة تأثير توزيع الارباح على القيمة السوقية للسهم، و بالتالي وجود سياسة توزيع مثلى، و هذا من خلال العلاقة بين معدل العائد الداخلي و تكلفة التمويل. ففي ظل الافتراضات التي يقوم عليها النموذج، يمكن التمييز بين ثلاث حالات، الحالة الاولى يكون فيها معدل العائد الداخلي اكبر من تكلفة التمويل حيث يجب على المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح و هذا يؤدي الى زيادة قيمة السهم في السوق. الحالة الثانية يحدث العكس حيث يجب على المؤسسة توزيع الارباح على المساهمين لان سعر السهم في السوق سوف ينخفض. اما الحالة الثالثة يكون فيها تساوي بين معدل العائد الداخلي و تكلفة التمويل، حيث لا يختلف الامر سواء تم توزيع الارباح او احتجازها، كما ان سعر السهم في السوق سوف يبقى ثابت. تم توجيه العديد من الانتقادات الى هذا النموذج بسبب عدم واقعية الفرضيات.

د_ نظرية جوردن في التوزيع:

تقوم هذه النظرية على اساس تأثير توزيع الارباح على قيمة الشركة في السوق و بالتالي على القيمة السوقية للسهم، و استندت على العديد من الفروض اهمها عدم وجود تمويل خارجي غير حقوق الملكية و ان معدل العائد على الاستثمار و معدل العائد المطلوب ثابتين، و ان معدل النمو ثابت من خلال العلاقة بين ثبات معدل

⁽¹⁾ غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص.31.

العائد على الاستثمارات الاضافية الجديدة في الشركة و نسبة الارباح المحتجزة فيها⁽¹⁾. و توضح العلاقة المئوية توزيع ارباح السهم حسب نموذج جوردين⁽²⁾:

$$P_0 = D_1 / (k_e - g)$$

تمثل P_0 سعر السهم السوقي المتوقع، و تمثل D_1 ارباح السهم المتوقعة، اما k_e فهي تمثل تكلفة الاموال الذاتية و تمثل g معدل النمو في ارباح المؤسسة. حسب هذا النموذج، فان القيمة السوقية للسهم تتأثر بسياسة توزيع الارباح، حيث كلما زادت التوزيعات اثر ذلك ايجابا في قيمة السهم السوقية، كم ان المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات في الحال بدلا من احتمال الحصول عليها في المستقبل في شكل ارباح رأسمالية، مما يعني ان القيمة السوقية للسهم تكون في اطار الارتفاع في المستقبل.

ثانياً_ عدم ملائمة التوزيعات:

النظرية المقدمة فيما يخص عدم ملائمة التوزيعات هي:

ا_ نظريه مودكلياني و ميلر(1961):

لقد اكد مودكلياني و ميلر في نظريته استقلال القيمة السوقية للشركة و سعر السهم في السوق عن قرار توزيع الارباح على حملة الاسهم و ان قيمة الشركة تعتمد على قرارات الاستثمار و القدرة الايرادية للشركة و مدى استغلال موارد الشركة في تحقيق الارباح و وفقا لمخاطر الاعمال فيها⁽³⁾. و لقد اعتمد كل من مودكلياني و ميلر في تحليلهما على مجموعة من الافتراضات الاساسية و المتمثلة في⁽⁴⁾:

- عدم وجود ضرائب على الدخول الشخصية للأفراد أو على أرباح المؤسسات؛
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم؛
- سياسة الاستثمار الرأسمالية بالمؤسسة مستقلة عن سياسة التوزيعات؛
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ليس لتقسيم الربح بين التوزيع و الاحتجاز اثر في تكلفة الأموال المملوكة.

(1) دريد كامل ال شبيب، (2010): ادارة مالية شركات متقدمة، عمان: دار البيزوري العلمية، ص.166.

(2) غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص.31.

(3) دريد كامل ال شبيب، مرجع سبق ذكره، ص.166.

(4) محمد زرقون، (2010): أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة المباحث (العدد الثامن)، ص

حسب نظرية مودكلياني و ميلر فان القيمة السوقية للشركة تتأثر بقرارات الاستثمار و مدى قدرة الشركة على تحقيق الارباح، و ليس بكيفية توزيع هذه الارباح، و بالتالي يكون المستثمرون في حالة حياد فيما يتعلق بتوزيع الارباح او احتجازها. تم توجيه العديد من الانتقادات الى هذه النظرية ، خاصة فيما يتعلق بالفرضيات التي تبدو بعيدة عن الواقع.

إضافة الى النظريات السابقة، توجد نظريات اخرى منها نظرية التفضيل الضريبي و التي حسبها، فان المميزات الضريبية تجعل المستثمرين يفضلون شراء اسهم المؤسسات التي توزع نسبة منخفضة من الارباح عن تلك التي توزع نسبة مرتفعة. كما توجد ايضا نظرية الاشارة وعدم تماثل المعلومات و التي تعتبر سياسة توزيع الارباح كإشارة عن وضعية المؤسسة. فاذا قامت المؤسسة بتوزيع نسبة اكبر مما كان يتوقعه المستثمرين فان ذلك سوف يؤدي الى ارتفاع سعر السهم و العكس. بالإضافة الى اثر الزبائن، حيث تفضل مجموعات من الزبائن (المستثمرين) سياسات مختلفة لتوزيع الارباح.

المطلب الرابع: القيمة المحددة من خلال توازن السوق

في هذا الاطار يمكن التطرق الى نموذج تسعير الاصول الرأسمالية باعتباره من اشهر النماذج في مجال الادارة المالية، ثم يتم التطرق الى كفاءة الاسواق المالية. يمكن للمؤسسة ان تخلق قيمة على المستوى الداخلي الا ان خلق قيمة على المستوى الخارجي يتطلب نموذج دقيق يمكن من خلاله تحديد القيمة السوقية للسهم و التي تقترب الى اقصى حد من قيمته الحقيقية، و هذا يتطلب وجود سوق مالي كفاء يساعد على ذلك.

اولا_ نموذج تسعير الاصول الراسمالية: (MEDAF)

يعتبر نموذج توازن الأصول المالية (MEDAF) لشارب (Sharpe) (1964) و لينتتر (Lintner) (1965) و بلاك (Black) (1972) أحد النماذج المهيمنة في المالية الحديثة منذ التحقق التجريبي من قبل بلاك و جنسن و سكولز (Black, Jensen et Scholes) (1972). و فاما و ماكبيث (Fama et Macbeth) (1973). لسوء الحظ، في السنوات التي تلت العديد من الأعمال أضعفت هذا المبنى الجميل من خلال تبين أن هناك العديد من الآثار المستقلة عن مخاطر السوق وتؤثر على عائدات الأوراق المالية⁽¹⁾. وقد حصل هاري ماركويتز (Harry Markowitz) وويليام شارب (William Sharpe) على جائزة نوبل في الاقتصاد في عام 1990 من أجل تطوير إطار المتوسط - التباين (M-V) ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية

⁽¹⁾ FLORIN AFTALION, (2005): Le MEDAF et la finance comportementale, Revue française de gestion, Volume 4, no 157, P 203.

(CAPM) على التوالي. في عام 2002، منحت هذه الجائزة لدانيال كانمان (Daniel Kahneman) لتطوير نظرية التوقع (PT)، وهو ما يتناقض مع نظرية المنفعة المتوقعة (EUT)، التي يستند إليها إطار M-V و .CAPM

قام كل من شارب و لينتر بتوسيع نطاق نظرية المحفظة المالية من خلال نموذج لتسعير الاصول المالية، و الهدف منه شرح الكيفية التي يتم بها تحديد الاسعار على نحو يكفل تحقيق اكبر عائد على المخاطرة الاكبر. و يقوم هذا النموذج على افتراض مفاده ان المستثمرين يرغبون في حيازة الاوراق المالية في محافظ مالية كفؤة اي تدر عليهم اقصى عائد نظير مستوى معين المخاطرة⁽¹⁾. و علاوة على ذلك فقد تم اشتقاق النموذج في ظل الافتراضات التالية⁽²⁾:

- توزيعات الربحية للأصول الخطرة تكون طبيعية؛
- توقعات المستثمرين متجانسة؛
- المستثمرون يعظمون توقعاتهم بشأن المنفعة تجاه المخاطرة (أي أنهم يقومون باختيار المحافظ المثلى التي تقع على نفس الحدود الكفؤة لماركويترز)؛
- لا توجد ضرائب أو رسوم المعاملات.

و بناء على هذه الافتراضات، يتضح انه عندما تكون اسواق راس المال في حالة توازن فان العائد المتوقع على السهم الفردي يرتبط بمخاطرته المنتظمة من خلال علاقة خطية مستقيمة⁽³⁾:

$$\text{Expected return on a security} = \text{Risk-free rate} + \text{Beta} \times \left(\text{Expected return on market portfolio} - \text{Risk-free rate} \right)$$

ثانياً_ كفاءة الاسواق المالية:

حسب (FAMA) 1965 يعرفه سوق الأوراق المالية: "كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والخاصة بكل أصل مالي مدمجة في سعر ذلك الأصل"⁽⁴⁾. اما "Reilly" فقد عرف كفاءة الأسواق المالية : هي تلك الأسواق التي يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها المعلومات جميعها، ، لذا يجب أن تكون

(1) محمد فتحى البديوى، (2012): إدارة البنوك، الطبعة الاولى، مصر: المكتبة الاكاديمية، ص 359.

(2) FLORIN AFTALION, OP. cit. P204.

(3) Ross Westerfield Jaffé, (2002): Corporate Finance, 6th ed, USA: The McGraw-Hill Companies, P 226.

(4) بن امر بن حاسين، (2013/2012): فعالية الاسواق المالية في الدول النامية - دراسة قياسية- ، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، ص 69.

للأوراق المالية سعر يعكس المعلومات المتوافرة كلاً لها⁽¹⁾. من خلال التعريفين يتضح ان السوق الكفاء هو السوق الذي تمتلك فيه الأوراق المالية قيمة حقيقية ، محددة بشكل موضوعي من خلال المعلومات المنشورة، هذه القيمة تسمى قيمة جوهرية أو قيمة أساسية. يتم احتساب هذه الاخيرة من خلال التدفقات النقدية التي يمكن ان يحققها الاصل. في حالة السهم ، تكون هذه التدفقات هي الأرباح الموزعة من قبل الشركة والتي يمثلها هذا السهم، حيث قيمته الجوهرية تساوي القيمة المتوقعة لتدفق الأرباح المستقبلية التي توزعها هذه الشركة طوال عمرها. و بالتالي يكون السوق عقلاني.

كما قدم (FAMA) نموذجاً رياضياً يعرف بنموذج اللعبة العادلة (Jeu Equitable)، و يعطى بالمعادلة الآتية⁽²⁾:

$$Z_{i,t+1} = R_{i,t+1} - E\left(\frac{\bar{R}_{i,t+1}}{\Phi_t}\right)$$

مع العلم ان:

$Z_{i,t+1}$: هو العائد غير العادي للأصل المالي في الفترة $t+1$ ؛

$R_{i,t+1}$: هو العائد الحقيقي للأصل في الفترة $t+1$ ؛

$E(\bar{R}_{i,t+1})$: هو العائد المتوقع للفترة $t+1$ ؛

Φ : مجموع المعلومات المتاحة في الفترة t ؛

حسب هذا النموذج، تكون العبة عادلة اذا كان العائد غير العادي للأصل المالي معدوم، اي حالة تساوي العائد الحقيقي مع العائد المتوقع، و بالتالي فان سعر السوق الناتج عن المعلومات المنشورة يمثل القيمة الحقيقية للأصل المالي.

⁽¹⁾ سميحة بن محياوي، (2014/2015): درو الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية -دراسة حالة بعض الدول العربية-، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، ص 54.

⁽²⁾ شوقي بورقبة، (2010): دور نظرية الاشارة في الرفع من كفاءة الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير (العدد 10)، ص 139.

ا_ مقومات السوق المالي الكفاء:

هناك ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي (Reilly) 1985⁽¹⁾:

- دقة وسرعة وصول المعلومات.

- كفاءة التشغيل والتسعير .

- السيولة.

وبضيف (Bemstien) 1987، السمة الرابعة وهي عدالة السوق.

ب_ مستويات كفاءة السوق:

يقترح فاما (1970) ثلاثة أشكال من الكفاءة وفقا للمعلومات الواردة في "مجموعة المعلومات المتاحة"، و هي⁽²⁾:

- **اسواق ضعيفة الكفاءة:** في شكل ضعيف من الكفاءة، مجموعة المعلومات المتاحة تتضمن فقط تاريخ الأسعار. وبالتالي، فإن السوق يتسم بالكفاءة بالمعنى الضعيف إذا كانت جميع المعلومات المستندة إلى الأسعار السابقة تتعكس بشكل كامل في أسعار الأوراق المالية. غالبية الاختبارات التي تهدف إلى فهم انخفاض كفاءة السوق تتكون من اختبارات السوق العشوائية المصممة لتحديد ما إذا كان من الممكن التنبؤ بالعوائد المستقبلية من خلال العائدات الماضية.
- **اسواق متوسطة الكفاءة:** الشكل شبه القوي للكفاءة يشير إلى مجموعة من المعلومات التي تحتوي على جميع المعلومات العامة. يمكن أن تتضمن هذه المجموعة أي معلومات عن الشركة، مثل التقارير السنوية وإعلانات الأرباح وتوزيع الأسهم المجانية والشائعات وما إلى ذلك. والغرض من ذلك هو اختبار ما إذا كانت الأسعار تتكيف بسرعة مع هذه المعلومات، أي إذا كانت السوق قد توقعت الحدث بشكل صحيح.
- **اسواق عالية الكفاءة:** هذا الشكل الأخير من الكفاءة هو الأكثر تقييدا لأن مجموعة المعلومات تشمل، بالإضافة إلى المعلومات العامة، جميع المعلومات الخاصة. الكفاءة العالية تشير على وجه الخصوص إلى التداول من الداخل ودراسة أداء المستثمرين المحترفين. و الاختبارات المرفقة بهذه الفرضية مصممة لتحديد ما إذا كان الأفراد الذين يتمتعون بإمكانية الحصول على المعلومات قادرة على تحقيق أرباح أكبر من العوامل

(1) بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 69-70.

(2) Sandrine Lardic et Valérie Mignon, (2006): L'EFFICIENCE INFORMATIONNELLE DES MARCHÉS FINANCIERS, Paris: Éditions La Découverte, P 21.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

الأخرى. فالسوق يكون عالي الكفاءة إذا ما انعكست جميع المعلومات، العامة والخاصة، بشكل كامل في الأسعار. وبطبيعة الحال، فإن الكفاءة بالمعنى القوي تشمل الشكليات الآخرين من الكفاءة.

ج_ التشوهات السعرية الملاحظة في اسواق راس المال:

أثبتت العديد من الدراسات والأحداث الاقتصادية وجود خروقات لنظرية كفاءة الاسواق المالية، وهو ما يسمى بالتشوهات ، هذه الاخيرة منها ما هو موسمي مثل اثر نهاية الاسبوع و منها ما هو متعلق بخصوصية المؤسسة مثل اثر الحجم و يمكن تبيان مختلف هذه التشوهات من خلال عرض الجدول التالي:

الجدول رقم (2_1): التشوهات السعرية الملاحظة في اسواق راس المال

تأثيرات الظاهرة	الباحث/ السنة	نوع الظاهرة	
ميل العوائد الأسهم إلى الانخفاض يوم الإثنين وقد تكون سالبة أو أقل من عوائد باقي أيام الاسبوع في حين تميل عوائد في يوم الجمعة إلى الارتفاع.	Smirlock & Starks (1986)	أثر نهاية الاسبوع The Weekend Effect	التشوهات الموسمية
العوائد ترتفع في بداية السنة إلى مستويات تفوق المستويات عوائد باقي الأشهر.	Rozeff & Kinney (1976)	أثر جانفي January Effect	
ميل العوائد إلى الانخفاض في شهر رمضان مقارنة ببقية الأشهر في الدول الإسلامية.	Jedrzez Bialkowski (2010)	أثر رمضان Ramadan Effect	
المؤسسات ذات مضاعف الربحية (نسبة السعر إلى ربح السهم) منخفض هي الأكثر ارتفاعا في العوائد مقارنة بالمؤسسات ذات مضاعف الربحية المرتفع.	Goodman & Peavy (1983)	أثر القيمة Book to Market (B/M) Value	التشوهات المتعلقة بخصوصية المؤسسات
المؤسسات ذات رأس المال الصغير تحقق عوائد أكبر من تلك المؤسسات ذات رأس المال الكبير.	BANZ (1981)	أثر الحجم Size Effect	
استمرار الأسهم الرابحة بالتفوق على بقية الأسهم، واستمرار الأسهم الخاسرة بنفس الأداء.	Jegadeesh & Titman(1993)	أثر الزخم Momentum Effect	تشوهات أخرى
الأسهم الأقل عوائد في ثلاث إلى خمس سنوات الماضية تميل إلى تحقيق عوائد أكبر في ثلاث إلى خمس سنوات المقبلة.	Debondt & Thaler (1985)	أثر الارتداد طويل الأجل Reversal and Momentum	
الأيام التي طقسها جيد تكون فيها عوائد مرتفعة.	Hirshleifer & Shumway (2003)	أثر الطقس Weather Effect	
الفائز في المزاد غالباً هو الخاسر الحقيقي.	Richard Thriller (1988)	لعنة الفائز Winner's Curse	

المصدر: عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس و علي بن ضب، (2017): الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق راس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد (1)، (العدد 2)، ص 15.

ثالثا_ المالية السلوكية

يمزج عدد من الباحثين علم النفس مع التمويل، مما يخلق مجالاً جديداً يسمى التمويل السلوكي. تشير مجموعة كبيرة من الأدلة في مجال علم النفس إلى أن الناس لا يتصرفون بعقلانية في العديد من مجالات حياتهم، لذلك يقول البعض أنه لا ينبغي لنا أن نتوقع أن يتصرف الناس بطريقة عقلانية مع استثماراتهم. من الرواد في هذا المجال علماء النفس دانييل كانيمان واموس تفرسكي (Daniel Kahneman and Amos Tversky)، إلى جانب أستاذ التمويل في جامعة شيكاغو ريتشارد ثالر (Richard Thaler). وقد شجع عملهم عدداً متزايداً من العلماء للعمل في هذا المجال الواعد من البحوث⁽¹⁾.

تتمثل المالية السلوكية في ذلك الاتجاه الجديد في علم المالية و الذي يحاول اعطاء تفسير لحالات التشوه الملاحظ في الاسواق المالية، و ذلك عند ملاحظة ان اسعار الاصول المالية في السوق تتحدد بعيداً عن افتراضات النظرية المالية التقليدية (نظرية كفاءة الاسواق المالية)، و ذلك نتيجة ممارسات و سلوكيات الافراد في الاسواق المالية و المنشآت المصدرة للأصول المالية على حد سواء⁽²⁾.

وفقاً لشيفرين (Shefrin)، فإن "التمويل السلوكي هو دراسة تأثير علم النفس على صنع القرار المالي والأسواق المالية"⁽³⁾. و يمكن توضيح مضمون المالية السلوكية من خلال الجدول الموالي:

⁽¹⁾ Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, Op. cit. P 961.

⁽²⁾ بن زاير مبارك و بن زاير عبد الوهاب، (2017): نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، (العدد 1)، ص 91.

⁽³⁾ Sandeep Singh, (2016): The Role of Behavioral Finance in Modern Age Investment, Pacific Business Review International, Volume 1, Issue 1, P 234.

الجدول رقم (2_2): مضمون نظرية المالية السلوكية

المالية السلوكية - علم المالية + علم النفس (متعدد التخصصات)
الإجابة على التساؤلات (تحدي لنظرية المالية التقليدية): الانحرافات أو التشوهات، اللاعقلانية، الأسواق غير عقلانية، فقاعات، اتخاذ القرارات.
الأساسيات: علم النفس المعرفي؛ محدودية المراجعة نظرية التوقع، نظرية SP/A، نظرية التوقع التراكمية، نظرية تبادل العملية، عاطفة المستثمرين (التمثيل، تحيز الإثارة، الثقة المفرطة...)، تفضيلات السلوكية (النفور من الخسارة، المحاسبة العقلية...).
الأطراف ذوي العلاقة: المستثمرين (الأفراد، المؤسسات)، المديرين، وكالات التنظيم، الحكومة.
بعض المفاهيم: التصرف، إستراتيجية الزخم، التوزيع الساذج، رد فعل مبالغ فيه، عاطفة المستثمرين، عدم عقلانية السوق، فرضية السوق المتكيفة.
مجالات تطبيق المالية السلوكية: المعتقدات والتفضيلات، تسعير الأصول المالية، إدارة المحافظ المالية، تمويل المؤسسات، تنظيم السوق المالي.
مساهمات: المعتقدات (المشاعر، المعرفية)، تأطير Framing، الآثار المترتبة على القرار، ديناميكيات السوق والفقاعات.

المصدر: عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس و علي بن ضب، (2017): الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق أرس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد (1)، (العدد 2)، ص 23.

المبحث الثالث: خلق القيمة

يتضمن مفهوم خلق القيمة دلالات متعددة، حيث يرى الكثير من الملاحظين للحياة الاقتصادية بان هذا المفهوم يعود ضمناً الى خلق القيمة للمساهمين باعتبارهم الممثل الحقيقي المعني بهذا المفهوم. لكن اتساع دائرة النقاش يجعل الامر اكثر غموضاً من خلال الاعتبارات الاجتماعية السياسية حول هدف المؤسسات. اي هل هذه الاخيرة في خدمة مساهميها، موظفيها، زبائنها او المجمع ككل؟ و في اطار هذا البحث سيتم التركيز على خلق القيمة للمساهمين.

المطلب الاول: ماهية خلق القيمة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى الربح الاقتصادي و الربح المحاسبي، مفهوم خلق القيمة، الجوانب المختلفة لخلق القيمة، خلق القيمة كهدف للمؤسسة.

اولاً- الربح الاقتصادي و الربح المحاسبي:

الارباح الاقتصادية هي الفرق بين الايرادات و التكاليف، حيث تشمل التكاليف تكاليف العمل الفعلية (التكاليف الصريحة) و التكاليف الضمنية. التكاليف الضمنية هي المدفوعات الضرورية لتأمين الموارد المطلوبة، وتكلفة رأس المال. مع أي مشروع تجاري، يقوم شخص ما بتوفير الأموال، أو رأس المال، التي تستثمرها الشركة.

قد يكون مصدر هذه الاموال هو مالك الشركة أو أحد رواد الأعمال أو البنوك أو حملة السندات أو المساهمين. تعتمد تكلفة رأس المال على كل من القيمة الزمنية للنقود - ما كان يمكن الحصول عليه من الاستثمار الخالي من المخاطر - وعدم اليقين المرتبط بالاستثمار. كلما زاد عدم اليقين المرتبط باستثمار، زادت تكلفة رأس المال⁽¹⁾. الربح الاقتصادي يقاس على اساس تكلفة الفرصة البديلة و التي هي اساس في عملية الربح الاقتصادي و الذي يعتبر مؤشراً حيويًا في تقييم وضع المنشأة في السوق، و معياراً لقياس كفاءة الاداء⁽²⁾.

اما الارباح الاقتصادية فإنها تساوي ايرادات الشركة مطروحا منها كل من تكاليفها الصريحة و الضمنية. و التكاليف الضمنية للشركة هي القيمة النقدية لعناصر الانتاج التي تمتلكها الشركة و تستخدمها في عملياتها الانتاجية. و تشتمل هذه التكاليف على الرواتب التي يمكن ان يحصل عليها رجل الاعمال او المدير المسؤول

⁽¹⁾FRANK J. FABOZZI and PAMELA PETERSON DRAKE, (2009): Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, USA: John Wiley & Sons, P 294.

⁽²⁾ راند محمد عبد ربه، (2013): الاقتصاد الاداري، من دون طبعة، عمان: دار الجنادرية للنشر و التوزيع، ص 175.

إذا قام بإدارة إحدى الشركات الأخرى، أو العائد الذي يمكن أن تحققه الشركة إذا ما قامت باستثمار رأسمالها و تأجير منشاتها و عناصر إنتاجها لشركات أخرى⁽¹⁾.

الربح المحاسبي هو الفرق بين الإيرادات والتكاليف المسجلة وفقاً للمبادئ المحاسبية، حيث تكون التكاليف في المقام الأول هي التكاليف الفعلية لممارسة الأعمال التجارية. لا تؤخذ التكاليف الضمنية - تكلفة الفرصة والربح الطبيعي - التي تعكس عدم اليقين وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية، في الاعتبار في المحاسبة. علاوة على ذلك، يمكن أن تختلف الإجراءات المحاسبية، وبالتالي، حساب الأرباح المحاسبية، من شركة إلى أخرى. لكل من هذين السببين، لا يعد الربح المحاسبي مقياساً معقولاً لعائد المساهمين على استثماراتهم، كما أن تعظيم الأرباح المحاسبية لا يساوي تعظيم ثروة المساهمين⁽²⁾. الأرباح بشكل عام هي إيرادات الشركة مطروحة منها تكاليفها الصريحة، و التكاليف الصريحة هي مصروفات الشركة السنوية التي تتفقها في صورة اجور عمالة، او نفقات اقتراض رؤوس الاموال، او استئجار الاراضي و المباني او شراء المواد الخام⁽³⁾.

من خلال ما سبق يتضح ان الاستثمار في اسهم المؤسسة يعتمد على الارباح المستقبلية المتوقع الحصول عليها. حيث يتم الاخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة اي الحصول على عائد على الاستثمار أفضل مما يمكن الحصول عليه في مكان آخر، وكذلك مقدار عدم اليقين في تلقي الأرباح المستقبلية. فاذا لم تتمكن المؤسسة من تحقيق أرباح اقتصادية، فسيقوم المساهمون بتحويل أموالهم الى مكان آخر. و بالتالي فان اتخاذ القرار على اساس الربح الاقتصادي يختلف عنه على اساس الربح المحاسبي. من جهة اخرى فان تعظيم الربح المحاسبي لا يعبر عن تعظيم ثروة المساهمين لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار التكاليف الضمنية، و بالتالي فان الربح الاقتصادي يعبر عن تعظيم ثروة المساهمين او ما يسمى بخلق القيمة.

و يمكن حساب الربح الاقتصادي و الربح المحاسبي كما يلي⁽⁴⁾:

الربح الاقتصادي = الإيراد الكلي - التكاليف الصريحة و الضمنية

الربح المحاسبي = الربح الاقتصادي + التكاليف الضمنية

(1) احسان محمد جلول، (2014): علم الاقتصاد، الطبعة الاولى، عمان: دار امجد للنشر و التوزيع، ص 121.

(2) FRANK J. FABOZZI and PAMELA PETERSON DRAKE, OP. cit. P 294.

(3) احسان محمد جلول، مرجع سبق ذكره، ص 121.

(4) راند محمد عبد ربه، مرجع سبق ذكره، ص 175.

ثانياً_ مفهوم خلق القيمة:

تم تطوير مفهوم خلق القيمة للمساهمين من طرف Alfred Rappaport في سنوات 1980. هذا المفهوم يمكن استعماله لتقدير القيمة التي يمكن خلقها للمساهمين او يمكن استعماله كأساس لصياغة و تقدير القرارات الاستراتيجية⁽¹⁾. فما هو المقصود بمفهوم خلق القيمة للمساهمين؟

خلق القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حالياً، والمردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى خطر مماثل. فإذا لم يتمكن فريق المسيرين من خلق القيمة فإن المستثمرين يتوجهون إلى توظيفات أخرى أكثر مردودية⁽²⁾.

حسب Pablo Fernandez و Alvaro Villanueva، يكون هناك خلق قيمة للمساهم عندما يكون عائد المساهمين يفوق تكلفة رؤوس الاموال الخاصة (العائد المطلوب على رؤوس الاموال الخاصة)، و يكون هناك تحطيم للقيمة في الحالة المعاكسة⁽³⁾.

من خلال التعاريف الثلاث السابقة نجد ان خلق القيمة للمساهمين هو اساس عملية الاستثمار، حيث يكون هناك خلق قيمة اذا كان العائد الذي يحصل عليه المساهمين اكبر من العائد الذي يطلبونه (تكلفة راس المال الخاص)، فاذا حدث العكس فان المساهمين سوف يتجهون الى استثمارات اخرى اكثر مردودية.

كما يتضح مما سبق أن الشيء الذي يمثل المحور الأساسي لمفهوم خلق القيمة بالمؤسسة يتمثل في " ثروة الملاك " ، وأن خلق القيمة بالمؤسسة يعني إضافة ثروة للمساهمين ، وأن المؤسسة سوف تحقق ثروة للمساهم فيها إذا استطاعت أن تحقق له معدل عائد أكبر من تكلفة الفرصة التي تحملها ذلك المستثمر نتيجة استثمار أمواله بتلك المؤسسة.

⁽¹⁾ Danka Starovic, Stuart Cooper and Matt Davis, (2004): «Maximizing Shareholder Value Achieving clarity in decision-making», London: The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA), P 10.

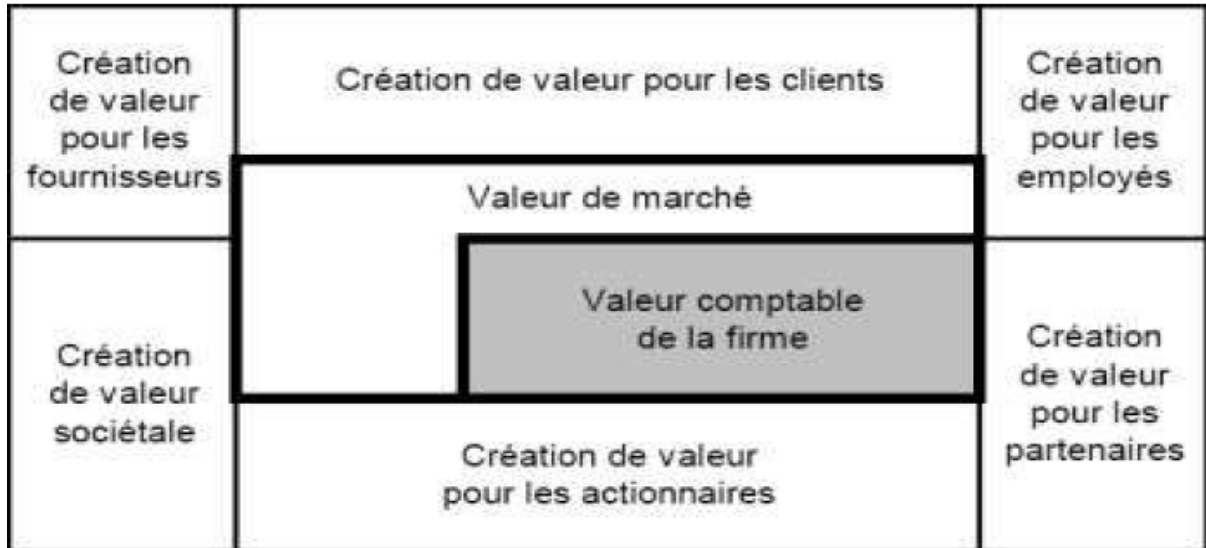
⁽²⁾ Michel Gervais, (2000): contrôle de gestion, 7 ed, Paris: Ed Economisa, p.249.

⁽³⁾ Pablo Fernandez, Jose Maria Carabias, Julio Aznarez L., et Oscar E. Carbonell Lopez, (2006): EUROSTOXX 50: 1997-2005 Shareholder value creation in Europe, IESE Business School-University of Navarra, P 1.

ثالثاً_ الجوانب المختلفة لخلق القيمة:

وفقاً ل Hoarau et Teller (2001)، تختلف الجوانب المتعددة لخلق القيمة باختلاف المستفيدين المختلفين منها، و يظهر ذلك من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم(2-1): الجوانب المختلفة لخلق القيمة



Source:

Fateh Saci, La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 84.

يظهر من خلال الشكل ان خلق القيمة لمختلف الاطراف المرتبطة بالمؤسسة من عمال و موردين و زبائن و مساهمين اضافة الى المجتمع المدني، من شأنه ان يؤدي الى توسيع الفارق الايجابي بين القيمة السوقية و القيمة المحاسبية للمؤسسة اي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. رضا الزبائن عن مستوى السلع و الخدمات المقدمة لهم من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة، كذلك رضا العمال و الموظفين من خلال جو العمل، مستوى المسؤولية و اتخاذ القرار من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة، و كذلك الامر بالنسبة لباقي الاطراف.

رابعاً_ خلق القيمة كهدف للمؤسسة:

هدف المؤسسة يجب ان يكون خلق القيمة لمساهميها. يتم تمثيل القيمة من خلال السعر السوقي للسهم العادي للمؤسسة، و التي بدورها تمثل دالة لقرارات الاستثمار و قرارات التمويل و قرارات توزيع الارباح. و الفكرة هي الحصول على الاصول و الاستثمار في منتجات و خدمات جديدة حيث العائد المتوقع يفوق تكلفة التمويل، اين توجد ميزة خاصة، ضرائب و غير ذلك، و القيام بسياسة توزيع ارباح مفيدة لحملة الاسهم⁽¹⁾. يربط هذا الهدف بين خلق القيمة على المستوى الداخلي، من خلال قرارات الادارة المالية، و خلق القيمة على المستوى الخارجي من خلال زيادة السعر السوقي للسهم العادي للمؤسسة.

ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب بالضرورة توافر خدمات ما بعد البيع ووجود مخزون كاف من السلع و كذا تواجد منافذ توزيع في افضل المواقع. و جميع هذه التسهيلات ضرورية لتحقيق اكبر قدر من المبيعات و بالتالي زيادة الارباح و التي تؤدي بدورها الى زيادة قيمة اسهم الشركة⁽²⁾. من خلال ما سبق يتضح ان قرارات الاستثمار قصيرة الاجل تهدف الى تحقيق تعظيم المبيعات و بالتالي زادة الارباح و التي بدورها تؤدي الى زيادة قيمة الاسهم العادية للمؤسسة.

تزداد قيمة المؤسسة كلما تمكنت من تحقيق نتائج محاسبية بشكل مستمر بحيث تتراكم النتائج و تكون فوائض مالية موجبة، تشكل ما يسمى بثروة المؤسسة، و لا يكفي ان تحقق المؤسسة نتائج موجبة حالياً، بل يجب ان تسعى الى تحقيق نتائج في المستقبل من خلال دراسة المردودية المستقبلية، و تحديد الجدوى من المشاريع الاستثمارية في المستقبل، و من ثم يمكن توقع حجم الثروة من خلال النتائج المحققة في الماضي و الحاضر، و من خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة⁽³⁾. مما تقدم يتبين ان خلق القيمة في المؤسسة مرتبط بمدى تحقيق نتائج محاسبية بشكل مستمر مما يؤدي الى تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة. الا ان هذه الاخيرة تحسب من خلال معدل خصم يتمثل في تكلفة الحصول على الاموال اي الرجوع الى الارباح الاقتصادية بدل الارباح المحاسبية.

هناك عوامل اخرى تعمل بشكل عكسي، و تؤدي الى الحد او التقليل من قيمة المؤسسة، و تتمثل في المخاطر المتعلقة بالنشاط، كتوقف الانتاج، مشاكل النوعية و الجودة، ارتفاع التكاليف... الخ، و المخاطر

(1) James C. Van Home, Op. cit. P 3.

(2) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 38.

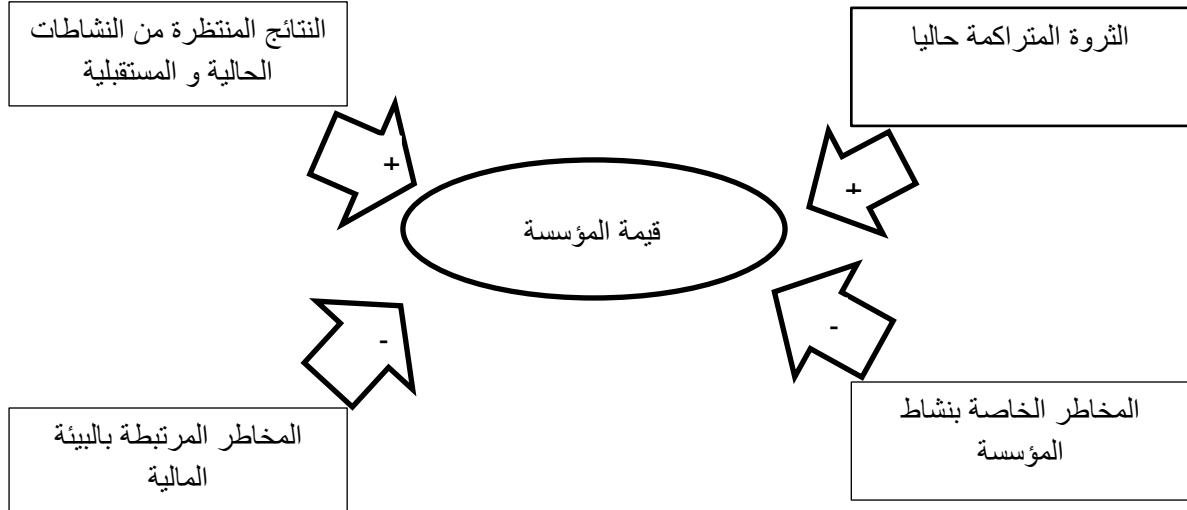
(3) الياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

المتعلقة بالمحيط المالي كارتفاع اسعار الفائدة و الصرف، التطور التكنولوجي للمنافسين، انخفاض الحصة السوقية، ظهور سلع بديلة...الخ⁽¹⁾.

و الشكل التالي يوضح اهم العوامل المحددة لقيمة المؤسسة:

الشكل رقم(2-2): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة



المصدر: الياس بن ساسي و يوسف قرشي، (2006): التسيير المالي: دروس و تطبيقات، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر، ص 40.

يتضح من خلال الشكل بانه حتى تتمكن المؤسسة من خلق القيمة يجب عليها تعظيم ارباحها في الحاضر و المستقبل، بالإضافة الى ادارة المخاطر على المستوى الخاص و العام بالشكل الذي يؤدي الى تقليلها الى ادنى مستوى مما يؤدي بدوره الى تخفيض تكلفة راس المال الى ادنى حد و بالتالي يمكن تحقيق الهدف الاساسي الذي انشئت من اجله المؤسسة و هو زيادة قيمتها او خلق القيمة.

خلق القيمة كهدف لديه عوامل تبرره⁽²⁾:

- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم تتطلب ان تكون الوحدات التشغيلية في شركة الاعمال اكثر كفاءة و اقل كلفة و ان تنتج سلعا و خدمات بجودة مرتفعة و باقل الاسعار؛
- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب تطوير سلع يرغب فيها المستهلك و يحتاجها، و على هذا الاساس فان دافع الربح سيؤدي الى تطوير تكنولوجيا حديثة و فرص عمل جديدة؛

(1) الياس بن ساسي و يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 40.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب بالضرورة توافر خدمات ما بعد البيع و وجود مخزون كافي من السلع و كذلك تواجد منافذ توزيع في افضل المواقع.

و على وفق ما تقدم فان تعظيم القيمة السوقية للسهم او تعظيم ثروة الملاك سوف يحقق الرخاء الاقتصادي و القيمة الاجتماعية المنشودة لان ذلك لا يتحقق الا في ظل جهود صادقة لتخفيض التكاليف و تحسين جودة الانتاج و في ظل جهود مدروسة و مخططة لتطوير المنتجات لمواجهة المنافسة و مواجهة احتمال تغير ادواق المستهلكين.

المطلب الثاني: ادوات، مصادر و استراتيجيات خلق القيمة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى ادوات خلق القيمة بالمؤسسة، مصادر خلق القيمة و استراتيجيات خلق القيمة.

اولاً_ أدوات خلق القيمة بالمؤسسة:

يري Monnery,N.,1998 أن هناك العديد من المتغيرات التي تؤدي إلى خلق القيمة في المنشأة، ومن أهمها: الإدارة الجيدة ، والاستراتيجيات السليمة، والتطبيق الفعال، والمهارات التشغيلية... وغير ذلك. ولكن على مستوى التمويل هناك أربعة أدوات رئيسية تقود إلى خلق القيمة، وهي⁽¹⁾:

- تعظيم الأرباح: (الربحية المتزايدة Increased profit)

ويقصد بذلك زيادة معدلات الربحية بالمنشأة في المستقبل (سنة بعد أخرى)، وتحسين العوائد علي الأصول الموجودة بالمنشأة.

- النمو المريح: Profitable growth

ويقصد بذلك استغلال فرص النمو المريحة مستقبلاً. أي الاستثمار في مشروعات تحقق عوائد إضافية تفوق تكلفة رأس المال المستخدم بالشركة.

- توليد النقدية: Cash generation

⁽¹⁾ محمد علي محمد علي، (2005): إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة القاهرة، ص 23.

ويقصد بذلك توليد التدفق النقدي الحر Free cash flow لأجل الاستثمار والنمو المريح، وتقليل الحاجة إلى التمويل الخارجي.

- تحقيق عوائد إضافية: (التفوق على التوقعات Beating expectations)

ويقصد بذلك التفوق على الأداء المتوسط للسوق، وتحقيق عوائد إضافية تخلق قيمة للمساهمين.

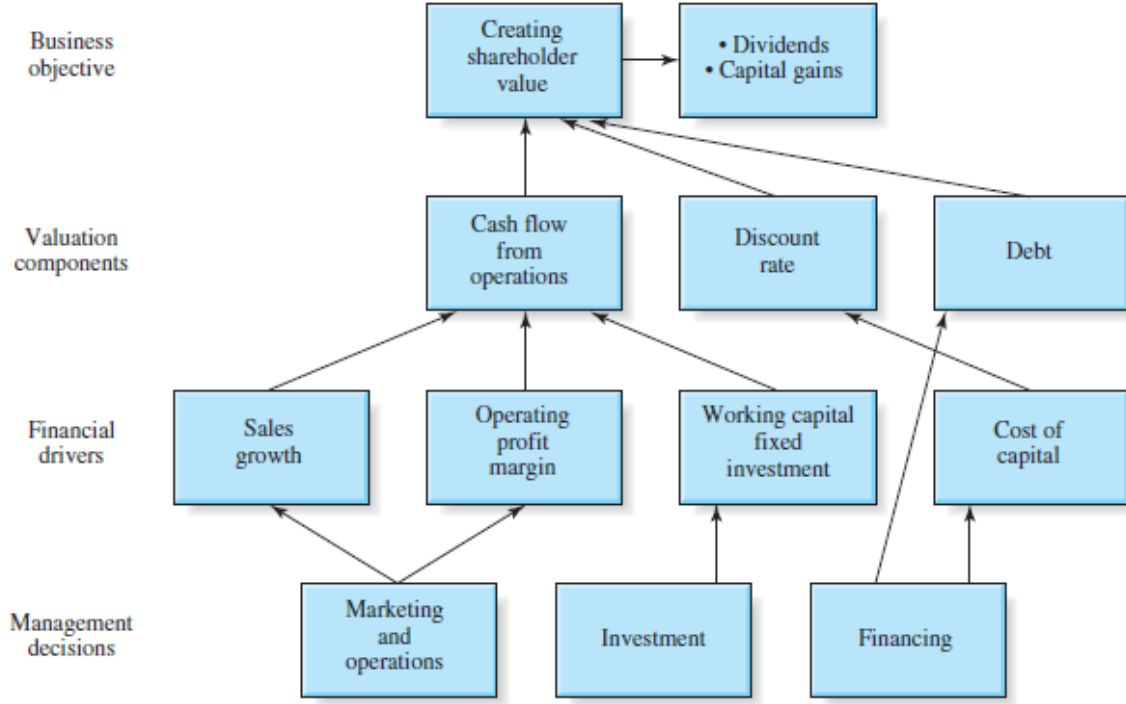
من جهة أخرى يعتمد خلق قيم إضافية أساساً على القرارات الإدارية السليمة المتخذة في المجالات الثلاثة التالية⁽¹⁾:

- اختيارات الاستثمارات و تنفيذها بناء على التحليل المالي السليم و الإدارة الاقتصادية السليمة؛
- توجيه عمليات النشاط الاقتصادي بطريقة مريحة عن طريق الاستفادة الفعالة من جميع الموارد المستخدمة؛
- تمويل النشاط الاقتصادي بطريقة واعية عن طريق الموازنة بين المنافع المتوقعة مع تكاليف الاستخدام و خاصة التعرض المحتمل للخطر من استخدام مصادر اقراض خارجية.

ان التوصل الى هذه القرارات الناجحة للموازنات يمثل القوة المحركة الأساسية لعملية خلق القيم. و يمكن توضيح مختلف هذه الادوات من خلال الشكل الموالي.

(1) منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل و عبد الناصر نور، مرجع سبق ذكره، ص 28.

الشكل رقم (3_2): ادوات خلق القيمة



Source: Doyle P., (2008): Value- Based Marketing: Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholders Value, 2ed, USA: John & Sons, P53.

ويوضح الشكل السابق أن الأدوات المالية لخلق القيمة يمكن تقسيمها إلى مجموعتين⁽¹⁾:

المجموعة الأولى؛ وهي ترتبط بجانب الاستثمار، وتعمل على توليد التدفقات النقدية بالمنشأة، وتتضمن هذه المجموعة ثلاثة مولدات هي: النمو في المبيعات، وهامش ربح التشغيل، والاستثمار. وكلما أدت هذه المجموعة إلى زيادة مستوى التدفق النقدي بالمنشأة ساهم ذلك في تحقيق مكاسب (جارية ورأسمالية) للمساهمين.

المجموعة الثانية؛ وهي ترتبط بجانب التمويل بالمنشأة، وتنعكس على معدل الخصم الذي يستخدم في تقييم التدفقات النقدية المتوقعة - من المجموعة الأولى - بالمنشأة. وتتضمن هذه المجموعة محددتين رئيسيين، هما: توقيت التدفق النقدي والمخاطر المرتبطة بتحقيق هذا التدفق النقدي. وتتأثر المخاطر بكل من: هيكل التمويل بالمنشأة ومدى الاعتماد على الديون فيه، ودرجة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة بالمنشأة. ولذلك تظهر بوضوح أهمية إدارة المخاطر بالمنشأة في هذه المجموعة، فكلما استطاعت إدارة المنشأة ابتكار واستخدام استراتيجيات من شأنها تقليل درجة المخاطر - أو درجة عدم التأكد - المرتبط بالتدفقات النقدية المتوقعة

⁽¹⁾ محمد علي محمد علي، مرجع سبق ذكره، ص 24.

للمستثمرين بالمنشأة كلما انعكس ذلك إيجابيا علي تكلفة التمويل بالمنشأة، مما يزيد من قدرة المنشأة علي تعظيم القيمة للمساهمين.

ثانياً_ مصادر خلق القيمة:

ان المؤسسات التي تنتمي الي الصناعات الجذابة و / او تبلغ ميزة تنافسية ضمن الصناعة تكون قادرة علي كسب عوائد فائضة و تخلق قيمة، فهذين العنصرين يؤديان الي مشاريع ذات قيمة عالية صافية موجبة، مما يؤدي الي تحقيق عوائد متوقعة اكبر مما تطلبه الاسواق المالية.

ا_ جاذبية الصناعة:

في اجتماع سنوي ل بيركشاير هاتاواي (Berkshire Hathaway)، قال Warren Buffett و هو مستثمر مشهور " ان تكون ادارة متوسطة في نشاط تجاري رائع افضل من ان تكون ادارة رائعة في نشاط تجاري رديء". تتضمن خصائص الصناعة المناسبة مرحلة النمو لدورة المنتج، موانع الدخول، و ادوات وقائية اخرى مثل براءات الاختراع، قوة احتكار مؤقتة و / او تسعير احتكاري، حيث تؤدي هذه الخصائص مع الموقع النسبي للصناعة الي توسيع امكانيات توليد العائد⁽¹⁾. فإذا كانت صناعة ما تتميز بنمو مرتفع، و تكاليف ثابتة نسبية أقل، و مدى واسع من إمكانيات تمييز المنتج، بالإضافة الي درجة عالية من التركز، فإن الاحتمال الأكبر هو توافر فرص ربحية جيدة.

ب_ الميزة التنافسية:

تتضمن الميزة التنافسية الموقع النسبي للشركة ضمن الصناعة، حيث تتعدد وسائلها فنجد ميزة التكلفة، ميزة التسويق و التسعير، اضافة الي تفوق القابلية التنظيمية⁽²⁾.

تعتبر الميزة التنافسية «مجال تتمتع فيه المنظمة بقدرة أعلى من منافسيها في استغلال الفرص الخارجية أو الحد من أثر التهديدات، وتتبع الميزة التنافسية من قدرة المنظمة على استغلال مواردها المادية أو البشرية، فقد تتعلق بالجودة أو التكنولوجيا أو القدرة على خفض التكلفة أو الكفاءة التسويقية أو الابتكار والتطوير أو وفرة الموارد المالية، أو تميز الفكر الإداري، أو امتلاك موارد بشرية مؤهلة»⁽³⁾.

(1) James C. Van Home, Op. cit. P 199.

(2) Ibid.

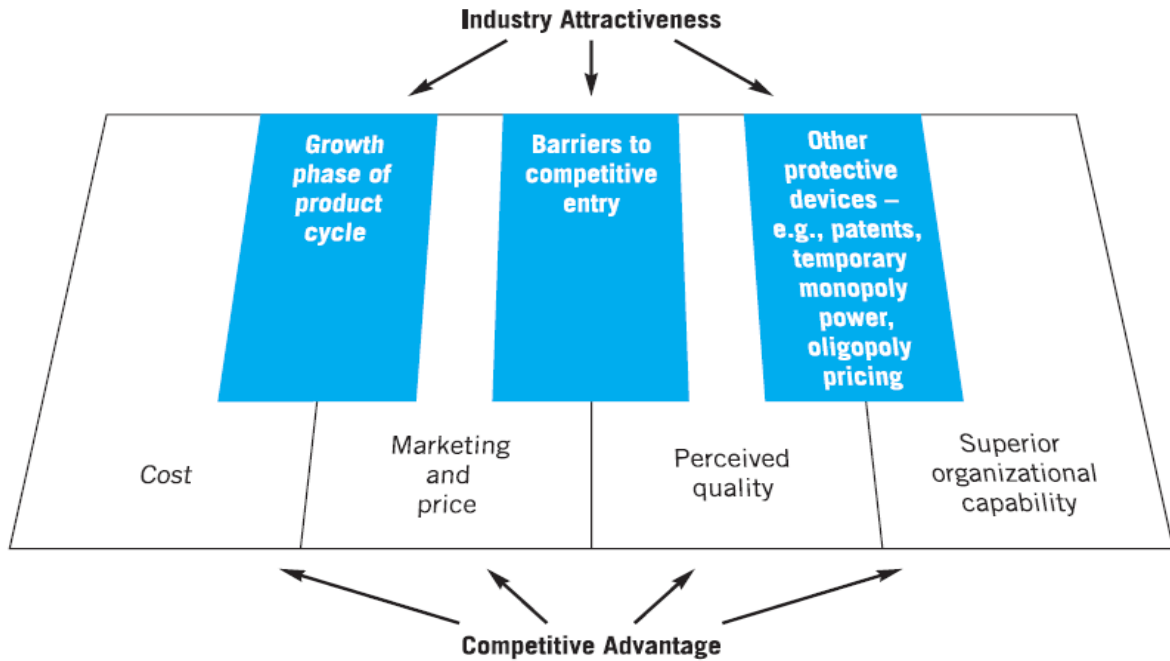
(3) جمال الدين محمد المرسي، مصطفى محمود ابو بكر و طارق رشدي جبة، (2002): التفكير الاستراتيجي والادارة الاستراتيجية، منهج تطبيقي، الإسكندرية: الدار الجامعية، ص55 .

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

و حسب M.Porter فان الميزة التنافسية " تنشأ بمجرد توصل المؤسسة إلى اكتشاف طرائق جديدة أكثر فعالية من تلك المستعملة من قبل المنافسين. حيث يكون بمقدورها تجسيد هذا الاكتشاف ميدانيا. و بمعنى آخر بمجرد إحداث عملية إبداع بمفهومه الواسع"⁽¹⁾.

مما سبق يتضح ان الميزة التنافسية مبنية على الاختلافات و التباين بين المؤسسة و منافسيها من خلال قدرتها على استغلال مواردها المادية، البشرية و المالية، القدرة على خفض التكلفة او الكفاءة التسويقية او الابتكار و التطوير وذلك باكتشاف طرق جديدة اكثر فعالية من تلك المستعملة من قبل المنافسين، الا ان هذه الوضعية تكون مؤقتة في حالة سوق منافسة في حالة توازن حيث تتجه قوى السوق دوما لجعل الميزة التنافسية تختفي. و دور المؤسسة هو اكتشاف او خلق اختلافات السوق التي تسمح له بالاستفادة من وضعية احتكار السوق و لو مؤقتا، في هذه الحالة، سيحصل خلال فترة الميزة التنافسية على عائد اكبر من تكلفة راس المال.

الشكل رقم(2_4):المصادر الاساسية لخلق القيمة:



Source: James C. Van Horne and John M. Wachowicz, (2008): Fundamentals of financial management, 13th ed, USA: Prentice Hall,, p 383.

⁽¹⁾ Michael PORTER, (1993):l'Avantage concurrentiel des nations, Paris: Inter-éditions, p48.

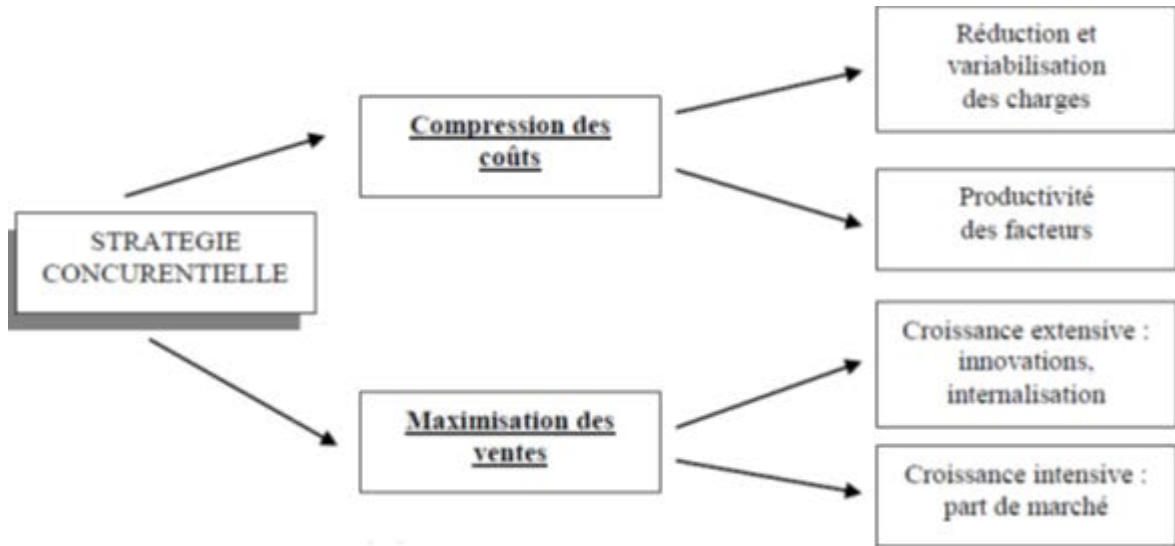
ثالثا_ استراتيجيات خلق القيمة:

يمكن التمييز بين عدة استراتيجيات، تهدف كل واحدة منها الى تعظيم ثروة المساهمين من خلال جانب معين، و هي الاستراتيجية التنافسية، الاستراتيجية التنظيمية، الاستراتيجية المالية واستراتيجية المحفظة. يمكن عرض كل استراتيجية كما يلي:

ا_ الاستراتيجية التنافسية:

تعتمد الاستراتيجية التنافسية على الهوامش، من خلال تخفيض التكلفة الى ادنى حد و/او تعظيم المبيعات. و يمكن توضيح مضمون هذه الاستراتيجية من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-5): الاستراتيجية التنافسية لخلق القيمة



Source: Fateh Saci, La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 84.

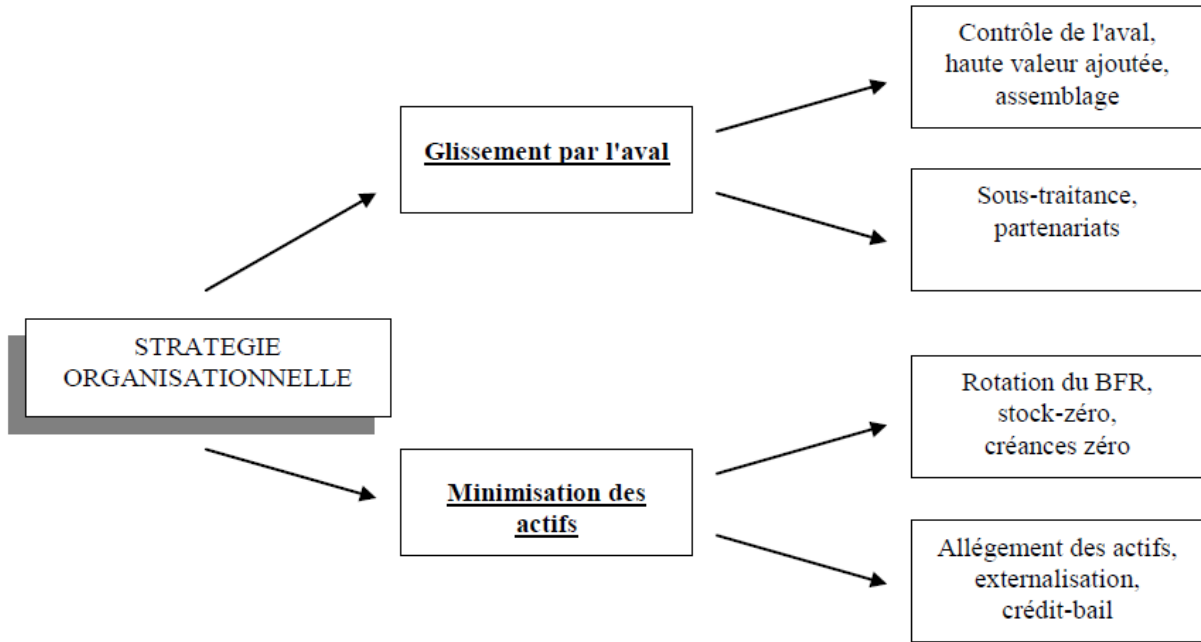
يتضح من خلال الشكل ان الاستراتيجية التنافسية تعتمد على الاستراتيجيات العامة لبورتر (قيادة التكلفة، التمييز، التركيز) التي تؤدي الى خلق ميزة تنافسية، حيث يمكن تحقيق ذلك إما عن طريق تعظيم المبيعات و / أو عن طريق ضغط التكاليف اي تخفيضها الى ادنى مستوى ممكن دون التأثير على معدل الانتاج. لتخفيض التكاليف يمكن للشركة الاعتماد على طريقتين اساسيتين، الطريقة الاولى هي إزالة اعباء معينة لتحسين إنتاجية عوامل الإنتاج. الطريقة الثانية تتمثل في الاستعانة بمصادر خارجية (externalisation) من اجل انتاج جزء من انتاجها و هذا لتخفيض التكاليف الثابتة. يمكن للشركة أن تسعى إلى تعظيم مبيعاتها إما بشكل مكثف

(حصص السوق) أو على نطاق واسع (الابتكار والداخلية). النمو المكثف يعني أن الشركة تتبع استراتيجية ابتكار ، من خلال إنشاء منتجات وخدمات جديدة ، و / أو internalisation ، مما يسمح بإدخال المنتجات الموجودة الى مناطق جغرافية غير مغطاة من طرف الشركة. من ناحية أخرى ، فإن النمو المكثف يتوافق مع استراتيجية الحصول على حصة في السوق على حساب المنافسة.

ب_ الاستراتيجية التنظيمية:

هدف الاستراتيجية التنظيمية هو العائد على الأصول، و لتحقيق هذا الهدف، تلجأ المؤسسة اما الى تقليل الاصول الى الحد الأدنى او تتبع سياسة الانحدار الى الاسفل، و الشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (2-6): الاستراتيجية التنظيمية لخلق القيمة



Source: Fateh Saci, La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 84.

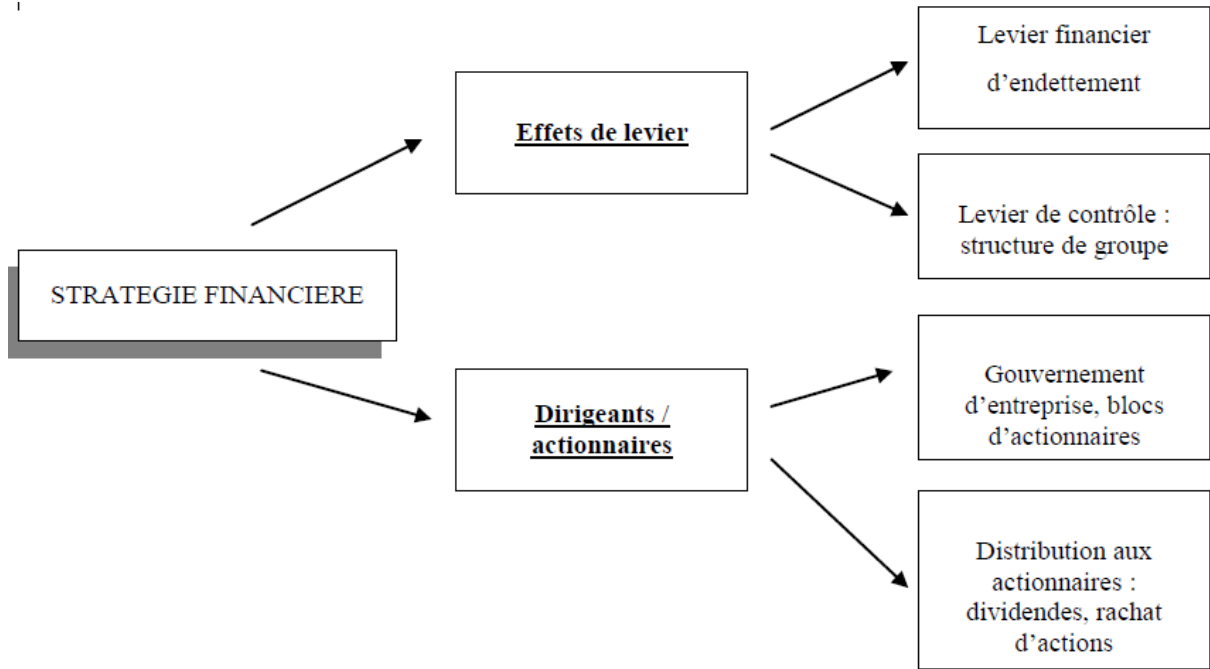
يتضح من خلال الشكل ان الاستراتيجية التنظيمية (أو الاقتصادية) تهدف الى تحسين الربحية الاقتصادية، و ذلك يعتمد على جانبين، الجانب الاول هو تقليل المردودية الاقتصادية من خلال تقليل الأصول الى الحد الأدنى، سواء تعلق الامر بالأصول الثابتة او الاصول الجارية، حيث يمكن تقليل الأصول الثابتة إلى الحد الأدنى عن طريق تخفيف الاصول، الاعتماد على المصادر الخارجية او من خلال استخدام التأجير (التأجير مع خيار الشراء). من ناحية أخرى ، يمكن تقليل الاصول الجارية من خلال الادارة الاستراتيجية لراس المال العامل التي تعمل على زيادة معدل دوران راس المال العامل من خلال تخفيض المخزون، تخفيض الذمم

المدينة. تتميز سياسة الانحدار النازل بتحويل الجزء الأكبر من الإنتاج نحو الاعلى، حيث تهدف إلى تحسين الربحية الاقتصادية مع الاقتراب من السوق و المستهلكين النهائيين. كما يجب على المؤسسة أن تفرض على المتعاقدين والموردين منطق التخفيض وضغط التكاليف حتى يتحقق هذا لنجاح هذه الاستراتيجية.

ج_ الاستراتيجية المالية:

هدف الاستراتيجية المالية هو خلق ثروة للمساهمين، لتحقيق هذا الهدف تعتمد المؤسسة على اثار الرفع من جهة و العلاقة بين المدراء و المساهمين من جهة اخرى و الشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم(2-7): الاستراتيجية المالية لخلق القيمة



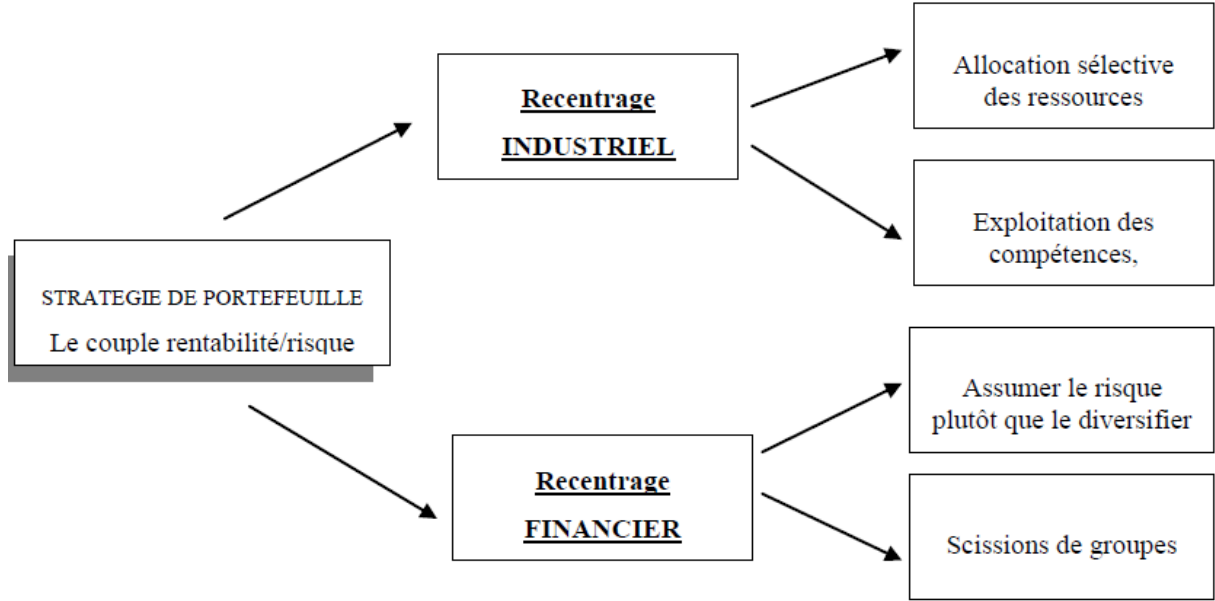
Source: Fateh Saci, La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 84.

يبين الشكل ان الاستراتيجية المالية التي تعتمد عليها المؤسسة لزيادة الربحية المالية ترتكز على جانبين، الجانب الاول يتعلق بأثار الرفع و الذي يتعلق بدوره بالرفع المالي و ما يتركه من اثار على الربحية المالية. اين يتم زيادة الاعتماد على الديون مع مراعاة استقلالية المؤسسة. كما يتعلق برفع المراقبة. الجانب الثاني يتعلق بالعلاقة بين المديرين و المساهمين، اين يتعلق الامر بحوكمة المؤسسة و ما يترتب عليه من حماية حقوق المساهمين و مختلف الاطراف. كما يتعلق الامر بخلق القيمة للمساهمين من خلال توزيعات الارباح و عمليات اعادة شراء الاسهم.

د_ استراتيجية المحفظة:

تهدف هذه الاستراتيجية إلى إدارة ثنائية المخاطر والعائد من خلال إعادة التركيز الصناعي، وإعادة التركيز المالي و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (2-8): استراتيجية المحفظة لخلق القيمة



Source: Fateh Saci, La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France, 2013, p 84.

يبين الشكل ان استراتيجية المحفظة ترتبط بإدارة المخاطر و ثنائية المردودية / المخاطرة. و تهدف هذه الاستراتيجية إلى إدارة ثنائية المخاطر والعائد من خلال إعادة التركيز الصناعي، حيث يتم استغلال المهارات، وإعادة التركيز المالي من خلال إدارة المخاطر بدلاً من التنويع. في حين يبقى على المستثمر تنويع محفظته من أجل تخفيض المخاطر المالية.

المطلب الثالث: خلق القيمة و حوكمة الشركات

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم الحوكمة، آلياتها، خصائص الحوكمة، القيمة التشاركية كركيزة لحوكمة الشركة.

اولا_ مفهوم الحوكمة:

تعرف الحوكمة على أنها "مجموعة القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية، وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها إضافة إلى أصحاب المصالح الأخرى المرتبطة"⁽¹⁾. وقد أشارت احدي الدراسات بان هناك مدخلين لتحديد مفهوم حوكمت الشركات وهما⁽²⁾:

- المدخل الأول: مدخل المساهم والذي يهتم بتعظيم حقوق المساهمين ممثلة في الربحية
- المدخل الثاني: مدخل الأطراف المتعددة ذات العلاقة بالشركة مثل المديرين والعملاء والدائنين والعمال والأطراف الأخرى، ويهتم هذا المدخل بتحقيق مصالح هؤلاء الأطراف.

ثانيا_ الآليات:

يشمل نظام الحوكمة مجموعة من الآليات تهدف لانضباط المسيرين و تخفيض النزاعات بين الاطراف المشاركة التي تعتبر مكلفة. اهتمت نظرية الوكالة بالاسباب الاساسية لتباعد مصالح بين المساهمين و المسيرين، تعتبر ان الآليات الداخلية و الخارجية للحوكمة ان تجعل الفوائد في مستوى كل الاطراف. و هذه الآليات هي⁽³⁾:

ا_ الآليات الانضباطية الداخلية:

- حق انتخاب المساهمين: المساهمين لهم تأثير في الانتخاب، يتمثل هذا الاثر في ابداء رأيهم حول فسخ بعض العقود، فتطبيق الحق الانتخاب يسمح بمعاقبة المسيرين الذين يقدمون الاداء الضعيف.
- المراقبة من خلال مجلس الادارة: مجلس الادارة هو الآلية الاكثر اهمية في المراقبة، يستطيع فسخ عقد المسيرين لما يكون اداؤهم غير كافي.

⁽¹⁾ سفير محمد و قاشي يوسف، (2016/2017): محاضرات في حوكمة الشركات، مطبوعة دروس، جامعة العقيد اكلي محند اولحاج، البويرة، ص 25.

⁽²⁾ بوقرة رايح و غانم هاجرة، (2012): الحوكمة: المفهوم والأهمية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الاداري، جامعة بسكرة، يومي 06-07 ماي، ص 02.

⁽³⁾ بلبركاني أم خليفة، (2014): آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة التنظيم و العمل، (العدد 5)، ص 4-5.

- **اهتمام المسيرين:** العديد من المسيرين يكون اهدافهم في مستوى اهداف المساهمين، يؤسسوا اجرهم بناء على ادائهم المقدم و باعتمادهم على الاسهم، في هذه الحالة يجب على المساهمين تسهيل التقارب في المصالح و الفوائد.

ب_ الاليات الانضباط الخارجية:

- **السوق المالي:** احتمال يلجا المساهم الى بيع اسهمه تعبيراً عن عدم رضاه لما يدرك ان المسير لا يخدم مصلحته. من جهة فان سوق المال و تهديدات OPA (offres publiques d'achat) التي تمثل العرض العام للشراء يضغطان على المسيرين، مما يجعلهم يسيروا المؤسسة بما يتلاءم مع الحاجات المنتظرة للمساهمين.

- **سوق العمل المسيرين:** يقيم اداء المسيرين في سوق العمل، يتم البحث عن الاداء الافضل بالاجر الاحسن. من جهة يراقب مجلس الادارة عمل المسيرين، فيمكن لهم الخيار اما تركه في عمله او البحث عن اخر في سوق المسيرين. هذا يدفع المسير لاحتلال مكانه في سوق العمل، و يحفزه على بناء سمعة حسنة من خلال العمل بما يتناسب و مصالح المساهمين.

- **المنافسة في سوق السلع و الخدمات:** المؤسسة ذات التسيير غير الجيد تضعف منافستها، و في اطار المنافسة الشديدة في سوق السلع و الخدمات لم يبق لها خيار الا اصلاح منافستها من اجل البقاء، فضغط المنافسة على المسيرين هو عامل يدفعهم للتسيير بالطريقة المناسبة.

الجدول رقم(2_3): تصنيف اليات حوكمة الشركات

آليات غير خاصة	آليات خاصة	
<ul style="list-style-type: none"> - البيئة القانونية والتنظيمية - النقابات الوطنية - المدققين القانونيين - جمعيات المستهلكين 	<ul style="list-style-type: none"> - الرقابة المباشرة على حملة الأسهم (الجمعية العامة) - مجلس إدارة - نظم التعويض والحوافز - الهيكل القانوني - المدققين الداخليين - النقابة 	آليات متعمدة
<ul style="list-style-type: none"> - أسواق السلع والخدمات والسوق المالي - الوساطة المالية والائتمان التجاري - سوق العمل - البيئة "المجتمعية" - البيئة الإعلامية - ثقافة الأعمال - سوق التدريب 	<ul style="list-style-type: none"> - الشبكات غير الرسمية للثقة - المراقبة المتبادلة للمسيرين - ثقافة الشركات - السمعة بين الموظفين 	آليات تلقائية

المصدر: سفير محمد و فاشي يوسف، (2016/2017): محاضرات في حوكمة الشركات، مطبوعة دروس، جامعة العقيد اكلي محند اولحاج، البويرة، ص 73.

ثالثا_ خصائص الحوكمة:

بناء على التعاريف السابقة فإن مصطلح الحوكمة يشير إلى الخصائص التالية⁽¹⁾:

- الانضباط: أي إتباع السلوك الأخلاقي المناسب والصحيح.
- الشفافية: أي تقديم صورة حقيقية لكل ما يحدث.
- الاستقلالية: أي لا توجد تأثيرات وضغوطات غير لازمة للعمل.
- المساءلة: أي إمكانية تقييم وتقدير أعمال مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية.

⁽¹⁾ طارق عبد العال حماد، (2009): حوكمة الشركات، المفاهيم- المبادئ- التجارب- المتطلبات، الطبعة الثانية، القاهرة: الدار الجامعية، ص 25.

- المسؤولية : أي وجود مسؤولية أمام جميع الأطراف ارف دوي المصلحة في المنشأة.
- العدالة: أي يجب احت ارم حقوق مختلف المجموعات أصحاب المصلحة في المنشأة.
- المسؤولية الاجتماعية: أي النظر إلى الشركة كمواطن جيد.

رابعاً_ القيمة التشاركية كركيزة لحوكمة الشركة:

كانت النظرة التي طرحها J. Frooman سنة 1999 لعلاقة المؤسسة مع الأطراف الآخذة أكثر شمولاً و اتساعاً من تلك التي قدمها Freeman سنة 1984، فهو لم ينظر إلى العلاقات بين الأطراف وفق نموذج أحادي أين تكون (أي العلاقات) مستقلة عن بعضها البعض، و إنما وفق منهج متعدد الاتجاه يجعل من العلاقات سواء مع الأطراف الآخذة بعضها البعض أو مع المؤسسة ذات طابع مترابط، حيث يسعون من خلالها إلى تحقيق مصالحهم و حمايتها عن طريق فرض و بسط نفوذهم⁽¹⁾.

المطلب الرابع: خلق القيمة و نظرية الوكالة:

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم نظرية الوكالة، الأهداف الرئيسية للمديرين التنفيذيين بالشركة، القيمة التساهمية.

اولاً_ مفهوم نظرية الوكالة:

عرف meckling و jensen 1976، علاقة الوكالة بانها " عقد يقوم بموجبه واحد او اكثر من الافراد (الاصيل) بتعيين واحد او اكثر (الوكيل) لكي ينجز بعض الاعمال و الخدمات بالنيابة عنه و في المقابل يعوض الاصيل الوكيل في اتخاذ بعض القرارات"⁽²⁾.

تقوم نظرية الوكالة على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما : الموكل أو الأصيل من جهة، والوكيل من جهة ثانية. وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد صريحة أو ضمنية، يكلف بموجبها الموكل الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه، وعلى أساس هذا المفهوم تصف هذه النظرية الشركة على

(1) بن بريكة عبد الوهاب و غضبان حسام الدين، (2014): تصور نظري لدور الحوكمة الاجتماعية في ترسيخ المقاربة " أخلاق، ثقافة، مواطنة' لدى المؤسسات الاقتصادية، مؤتمر دولي بعنوان: حوكمة الشركات عبر الأخلاقيات والثقافة والمواطنة: ماذا نعطي؟ وماذا نتوقع؟، جونية، لبنان، 14-15 افريل، ص 12.

(2) سفير محمد و قاشي يوسف ، مرجع سبق ذكره، ص 5.

أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح المشتركة فيها، والتي تركز على فرضيتين أساسيتين هما⁽¹⁾:

- أن الموكل والوكيل شخص أو أشخاص يتميزون بالحصافة والوعي، بمعنى أن كلا الطرفين يعرف مصلحته، لذا يسعى إلى تعظيم منفعه المتوقعة، وهذه المنافع المتوقعة هي التي ستحدد في النهاية تصرفاته و قراراته.

- تأسيساً على ما تقدم سيسعى الوكيل إلى تعظيم منفعتة حتى ولو كان ذلك على حساب مصلحة الموكل ، ومن هنا سينشأ نوع من تضارب المصالح مما يوجب توفر آليات تقلل من فرص حدوث التعارض إلى حدها الأدنى.

ثانياً_ الأهداف الرئيسية للمديرين التنفيذيين بالشركة:

تتمثل هذه الاهداف في ما يلي⁽²⁾:

- يبحث المديرون التنفيذيون عن تعزيز نفوذهم وشهرتهم عبر تشكيل إمبراطوريات من طبيعة تكثلية اندماجية لا تهتم بأهداف المساهمين وتعظيم ثرائهم بتعظيم أرباح الشركة، بقدر الاهتمام بزيادة رقم الأعمال وحجم الشركة، لضمان حماية وسلطة ووجاهة أكبر.
- يقوم المديرون التنفيذيون باختلاس وسرقة أرباح الشركة بمنح أنفسهم مكافئات عينية مضاعفة ورواتب وأتعاب كبيرة، فيفترض (O.E.Williamson) وويليامسون أن المديرين التنفيذيين يملكون سلطة تقديرية كبيرة ويتحكمون في مصاريف كثيرة بالشركة، ما يسمح لهم بالحصول على تعويض مباشر، كما بين وويليامسون وجود ثلاثة أنواع من التكاليف التي تسمح للمديرين بإشباع رغباتهم من المداخل هي النفوذ والشهرة، والسلطة والحماية. هذه التكاليف هي مصاريف المستخدمين الإداريين، الأتعاب والمكافئات، تكاليف الاستثمارات التقديرية.

⁽¹⁾ مؤيد محمد علي الفضل و نوال حربي راضي، (2010): العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة الاردن)،

مجلة القادسية للعلوم الادارية و الاقتصادية، المجلد 12، (العدد 4)، ص ص 130-131.

⁽²⁾ مهدي شرقي، (2005): مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة - حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري- المجلة

الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية (العدد 01)، ص ص 140- 141.

ثالثا_ القيمة التساهمية:

هذا الهدف البسيط يتمثل في تعظيم العائد على رؤوس الأموال المستثمرة. هذا الهدف يضمن التخصيص الأمثل للموارد و يعتبر الأساس الضمني لهذه المقاربة هو العقلانية الاقتصادية النيوكلاسيكية و توجد علاقة وكالة يتم من خلالها تعظيم القيمة للمؤسسة/ المساهمين. و تفسر هذه العلاقة الصراع بين المسيرين و المساهمين و يعبر عن المؤسسة في ظل هذه العلاقة كعقدة من العلاقات المترجمة في عقود بحيث يكون المسيرون هم وكلاء المساهمين و ممكن أن يسعى هؤلاء للتركيز على مصالحهم الشخصية بدلا من التركيز على مصالح المساهمين⁽¹⁾.

(1) بن حمودة يوسف، (2014/2015): خلق القيمة من خلال ادارة المعرفة داخل المؤسسة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف، ص 101.

المبحث الرابع: تكلفة رأس المال

يعتبر موضوع تكلفة رأس المال من الموضوعات الهامة و الرئيسية في مجال الإدارة المالية. فبمعرفة تكلفة الاموال و كيفية تأثرها بالرفع المالي، لها اهمية كبرى في اتخاذ قرارات هيكل رأس المال. كما ان تقدير تكلفة الاموال يعتبر امرا ضروريا في الكثير من القرارات المالية الاخرى مثل القرارات المتعلقة بالاستئجار و استرداد السندات و سياسة رأس المال العامل. و نظرا الى المستثمرين الذين يربطون الاوراق المالية المختلفة بدرجات مختلفة من الخطر، فان التكلفة تختلف حسب كل نوع من هذه الاوراق المالية مما يستوجب تقدير تكلفة كل نوع على حدى ثم بعد ذلك تجميع تكلفة مكونات رأس المال معا لتكوين متوسط مرجح بالأوزان لهذه التكلفة.

المطلب الاول: ماهية تكلفة رأس المال

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم تكلفة رأس المال، وجهتي النظر لتكلفة رأس المال، العلاقة بين تكلفة رأس المال و حجم الاستثمارات، العوامل المؤثرة على تكلفة الاموال و اهمية تكلفة رأس المال.

اولا_ مفهوم تكلفة رأس المال:

يمكن التمييز بين ثلاث مجالات لتحديد مفهوم تكلفة رأس المال⁽¹⁾:

- عند الاقتصاديين:

استعمل الاقتصاديون تكلفة التمويل في نظرياتهم الاقتصادية كعنصر مهم في تحديد الكثير من المتغيرات الاقتصادية و قد تمثلت هذه التكلفة من وجهة نظرهم في شكل العائد على الاموال المستعملة.

- عند المحاسبين:

استمر المحاسبين لفترة طويلة في تأكيد رأيهم بانه لا يجري الاعتراف بمقابل استعمال الاموال الا اذا كان متمثلا في فائدة فعلية تعاقدية يجري سدادها للغير، فمن وجهة نظرهم ان الاموال المقترضة فقط هي النوع الوحيد للأموال الذي يحمل المنشأة بتكلفة، و هذا يعني انهم نظروا الى حقوق الملكية على انها اموالا مجانية من دون تكلفة، ثم تعززت وجهات نظرهم اخيرا في الاهتمام بتكلفة التمويل و ان جاءت متأخرة.

(1) جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص ص 351-352.

- في المجال المالي:

استمدت الادارة المالية في تحديدها لتكلفة التمويل على بعدين، الاول اقتصادي و الثاني محاسبي، مع تجاهل طبيعة التكلفة سواء كانت تعاقدية او على شكل العوائد التي سوف تدفع للأموال المستعملة.

يقصد بتكلفة التمويل معدل العائد الادنى من راس المال المستثمر و الذي يضمن المحافظة على قيمة المنشأة بل و تعظيمها. و على هذا الاساس فان قبول او رفض المقترحات الاستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء نسبة تكلفة راس مال الشركة. و يمكن للشركة ان تحافظ على قيمتها فقط بقبول الاستثمارات التي يكون لها معدل عائد اكبر من تكلفة راس المال، و فيما عدا ذلك فان اي قرار استثماري يساهم في تخفيض قيمة المنشأة⁽¹⁾.

بسبب تأثر مفهوم تكلفة راس المال بالعديد من العوامل الاقتصادية و العوامل الخاصة بالشركة نفسها، فانه لا بد من وضع بعض الافتراضات الخاصة و المتعلقة بتكلفة راس المال و كل من المخاطرة و الضرائب⁽²⁾:

- خطر الاعمال Business Risk: و المقصود بذلك هو الخطر المتعلق بعدم قدرة الشركة على تغطية تكاليفها التشغيلية، و سيتم افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر. هذا الافتراض يعني ان قبول الشركة لأي نوع مشروع لا يؤثر على قدرتها لتغطية تكاليفها التشغيلية.
- الخطر التمويلي Financial Risk: و المقصود بذلك هو الخطر المتعلق بعدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها المالية (الفائدة، توزيعات الارباح الاسهم الممتازة، دفعات الايجار)، و سيتم افتراض ثبات هذا النوع من المخاطر. هذا الافتراض يعني بان الشركة قادرة على سداد التزاماتها المالية.
- يتم قياس تكلفة راس المال بعد الضريبة.

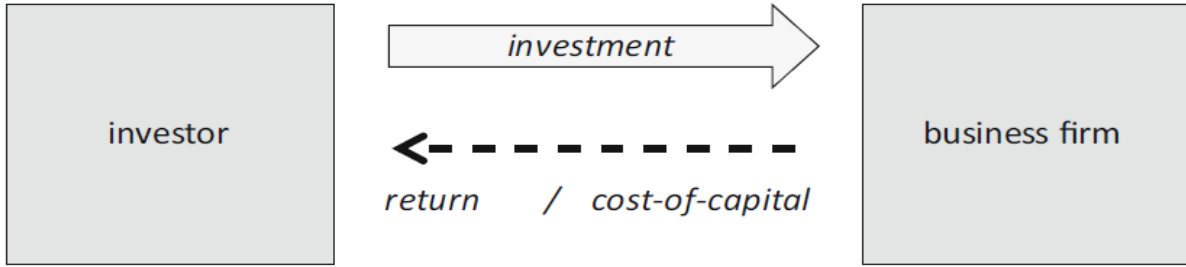
(1) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص ص 506-507.

(2) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 233.

ثانياً_ وجهتي النظر لتكلفة رأس المال:

يمكن توضيح وجهتي النظر لتكلفة رأس المال من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(2_9): وجهتي النظر لتكلفة رأس المال



Source: Dennis Schlegel, (2015): Cost-of-Capital in Managerial Finance, Germany: Springer, P10.

يظهر من خلال الشكل ان هناك وجهتي نظر لتكلفة رأس المال، الاولى هي وجهة نظر المستثمر، و الثانية هي وجهة نظر الشركة.

- وجهة نظر المستثمر:

يظهر أن العائد المطلوب من وجهة نظر سوق رأس المال أو المستثمرين هو نفس تكلفة رأس المال من وجهة نظر الشركة، ويعبر عن العائد المطلوب كنسبة مئوية. على سبيل المثال، العائد المطلوب 12% يعني أن الاستثمار يجب أن يحقق على الأقل عائد 12% من أجل التعويض عن المخاطر. ومن المفترض عموماً أن المستثمرين هم عرضة للمخاطرة و أن العائد المطلوب يعتمد على مخاطر الاستثمار. أي أنه كلما زادت مخاطر الاستثمار، زاد العائد المطلوب. تستند نظرية التمويل الكلاسيكي في الغالب على افتراض كفاءة الاسواق، وهذا يعني أن العلاقات مثل العلاقة بين المخاطر والعائد يجب أن تكون دائمة. وإلا، فستتم استعادة التوازن من خلال عمليات المراجعة. إذا قامت شركة أخرى مع مخاطر مماثلة بعرض عوائد أعلى، يقوم المستثمرون بسحب أموالهم واستثمارها في هذه شركة. وتستمر هذه العملية حتى يحدث التغيير في العرض والطلب تساوي العوائد. وهكذا، يتم ضمان تسعير فعال للأوراق المالية.

- وجهة نظر الشركة:

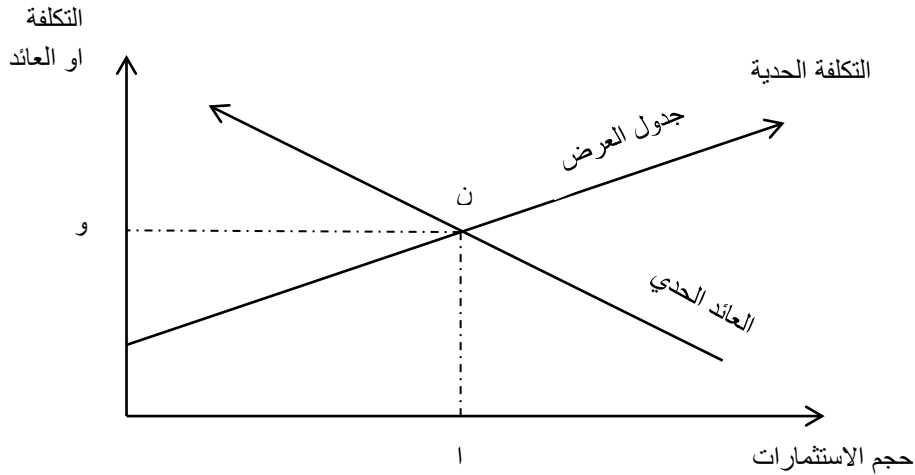
من وجهة نظر الشركة، تكلفة رأس المال هي معدل العائد الذي يجب تقديمه لتعويض مستثمريها) المساهمين وحملة السندات) عن رأس المال. بسبب العلاقة بين المخاطر والعائد، فإن تكلفة رأس المال

للشركة تعتمد على المخاطر من رأس المال الذي يتم استثماره، و بالتالي تحتاج الشركات لضمان توفير ذلك العائد المطلوب، حيث أنها تخاطر بفقدان المستثمرين.

ثالثا_ العلاقة بين تكلفة رأس المال و حجم الاستثمارات:

لتوضيح هذه العلاقة يمكن الاعتماد على الشكل الموالي و الذي يبين وجود جدولين، الاول هو جدول عرض رؤوس الاموال المتاحة اللازمة للاستثمار، حيث ان حجم الاموال المعروضة تختلف باختلاف التكلفة، فهو يزيد بارتفاع التكلفة و يقل بانخفاضها و يرجع ذلك الى ندرة الموارد المالية و ايضا درجة الخطورة المرتبطة بها. اما الجدول الثاني فهو خاص بالطلب على الاموال التي يمكن الحصول عليها من خلال ترتيب الاقتراحات الخاصة بالاستثمار سواء طبقا لمعدل عائدها او دليل ربحيتها. المبالغ المطلوبة و الممكن استثمارها تختلف مقاديرها باختلاف معدل العائد، فارتفاع معدل العائد يترتب عليه تناقص المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه المعدلات، بينما نجد ان هذه المعدلات تتناقص مع تزايد المبالغ المطلوبة للاستثمار او زيادة حجم الاستثمارات و ذلك نظرا لاستنفاد الفرص الاستثمارية المربحة.

الشكل رقم(2_10): العلاقة بين التكلفة و حجم الاستثمارات



المصدر: محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، (1997): اساسيات الادارة المالية، دون طبعة، الاسكندرية: مكتبة الاشعاع، ص 319.

يوضح الشكل ان النقطة الحدية هي "ن" و التي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية و العائد الحدي. و يمثل "ن" حجم الاستثمارات التي لا ينبغي تجاوزها، بينما "ن" و" يعبر عن العائد او التكلفة الحدية. و متى حددنا مقدار الاموال اللازمة موضع الاعتبار يمكننا تعريف تكلفة الاموال بانها

" الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة" (1).

رابعاً_ العوامل المؤثرة على تكلفة الاموال:

يمكن التمييز بين ثلاث انواع من العوامل التي تؤثر على تكلفة الاموال، منها عوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة لهيكل راس المال، و منها عوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدى، اضافة الى العوامل المرتبطة بقرار المنشأة المحدد للخليط الذي يتكون منه هيكل راس المال و نسبة كل عنصر فيه.

_ العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال تلك الأموال لتحقيق اشباع منافع حاضرة، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم (2):

الجزء الاول: يطلق عليه معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر و الذي يعد بالنسبة للمنشاء جزءا من تكلفة اي مصدر تمويل، و يتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الاموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر و العكس صحيح.

الجزء الثاني: يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار و يطلق عليه علاوة الخطر.

_ العوامل الخاصة:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون اقل تعرضا للخطر من حملة الاسهم. و نظرا لان التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فانه من المتوقع ان يكون الاقراض اقل مصادر التمويل تكلفة و ان الاسهم العادية اكثرها تكلفة، بينما تأتي الاسهم الممتازة في المنتصف (3).

(1) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 319.

(2) جليل كاظم مدلول العرضي، مرجع سبق ذكره، ص 353.

(3) المرجع السابق نفسه، ص 354.

_ العوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل التمويل:

من المتوقع ان تختلف تكلفة الاموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل و ايضا نسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المنشأة مثلا الاعتماد على الاقتراض و الاسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها او قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط، فكل هذا يؤثر بالتالي على تكلفة الاموال⁽¹⁾.

خامسا_ اهمية تكلفة راس المال:

تكمن اهمية تكلفة راس المال فيما يلي⁽²⁾:

- الهيكل المالي يمكن ان يؤثر على حجم، درجة المخاطر، ارباح الشركة و من ثم قيمة الشركة.
- حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الادارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار انسب تلك المصادر من ناحية التكلفة.
- قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيسي على الشركة و ان اعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقديرا لتكلفة التمويل.
- يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي ستستعمل فيها الاموال.
- يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها و تحديد مدلولاتها، فضلا عن دورها في قرارات التسعير و الربط بين قيم المنشآت في الاسواق المالية و بين هياكلها المالية.
- ان العديد من القرارات المالية، من ضمنها المرتبطة بالاستثمار تستلزم حسابا دقيقا لتكلفة التمويل و اعادة تحويل السندات.
- ان تعظيم قيمة المنشأة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم ان تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة و من ضمنها الاموال بحدودها الدنيا، و لغرض تخفيض تكلفة التمويل فان المشروع يستوجب حسابها.

المطلب الثاني: حساب تكلفة راس المال

يقتضي حساب تكلفة الاموال، الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي، اي تكلفة التمويل من المصادر قصيرة الاجل و تكلفة التمويل من المصادر طويلة الاجل. و الجدير بالذكر ان

(1) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 321.

(2) جليل كاظم مدلول العرضي، مرجع سبق ذكره، ص ص 349-350.

المصادر قصيرة الاجل تستخدم اساسا في تمويل الاستثمارات قصيرة الاجل بينما الاستثمارات طويلة الاجل و التي يطلق عليها الاستثمارات الرأسمالية يتم تمويلها من المصادر طويلة الاجل فقط. و بالتالي عند تقدير تكلفة الاموال التي تستخدم كمعيار عند اتخاذ القرارات الرأسمالية يجب التركيز على هيكل راس المال و ليس الهيكل المالي⁽¹⁾.

يتم حساب كلفة راس المال لكل مصدر من مصادر التمويل و بشكل منفرد لكي يتمكن من الوصول الى حساب الكلفة الاجمالية المرجحة لتلك المصادر، و هذه المصادر هي⁽²⁾:

- القروض او الديون طويلة الاجل / السندات.
- الاسهم الممتازة.
- الاسهم العادية.
- الارباح المحتجزة.

اولا_ تكلفة الاقتراض:

تعرف تكلفة الاقتراض بانها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالقروض و الذي يحفظ الايرادات المتوافرة لحملة الاسهم العادية بدون تغيير و على هذا الاساس فيمكن القول بان تكلفة القرض ما هي الا سعر الفائدة على القروض، و ذلك بسبب انه لو قامت المنشأة بالاقتراض و استثمار الاموال المقترضة للحصول على عائد -قبل الضرائب- يساوي سعر الفائدة فان ذلك يؤدي الى بقاء الايرادات المتوافرة لحملة الاسهم العادية دون تغيير⁽³⁾.

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المنشأة للمقرض. و حيث ان فوائد القروض من الاعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فان المنشأة تحقق من ورائها وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة. بعبارة اخرى يتمثل معدل الفائدة الفعلي و النهائي في معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية⁽⁴⁾.

(1) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 322.

(2) عبد الستار مصطفى الصباح و سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 221.

(3) محمد صالح الحناوي، (1998): الادارة المالية و التمويل، الاسكندرية: الدار الجامعية، ص 355.

(4) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 322.

عند حساب تكلفة الاقتراض يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة و التكلفة الحقيقية كما يلي⁽¹⁾:

- **التكلفة الظاهرة:** تعرف بانها عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقرض من جهة و بين القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافا اليها القيمة الحالية للمبلغ الاساسي للقرض و المسدد في نهاية المدة.

المبلغ المقرض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة

- **التكلفة الحقيقية:** تعرف بانها عبارة عن التكلفة التي تتحملها المنشأة فعلا بعد الاستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الارباح، و ذلك على اعتبار ان القانون الضريبي يعد الفوائد التي تدفعها المنشآت لقاء الاموال المقترضة تكلفة، و هي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصرا من عناصر تكلفة الانتاج و تعامل مثل بقية النفقات الاخرى التي تخصم من ايرادات المنشأة قبل دفع الضرائب.

• طرق حساب تكلفة الاقتراض:

1/ **قبل الضريبة:** يمكن حساب هذه التكلفة قبل الضريبة باستخدام ثلاث طرق هي⁽²⁾: الطريقة الاولى باستخدام المعلومات المنشورة من قبل شركات مستقلة متخصصة عن السندات Quotation. الطريقة الثانية عن طريق معادلة معدل العائد الداخلي. و الطريقة الثالثة باستخدام معادلة تقريبية لحساب تكلفة هذه الديون.

- **الطريقة الاولى:** باستخدام المعلومات المنشورة من قبل شركات مستقلة متخصصة عن السندات: عندما تكون المبالغ المحصلة من بيع السندات مساوية لقيمتها الاسمية فان تكلفة الدين قبل الضريبة تكون مساوية تماما لمعدل الكوبون لهذا السند، كما يمكن استخدام المعلومات المنشورة عن العائد لفترة الاستحقاق (YTM) Yield To Maturity لسند يحمل نفس درجة المخاطرة لإيجاد تكلفة السند المراد معرفة تكلفته.

- **الطريقة الثانية:** عن طريق استخدام معادلة معدل العائد الداخلي (IRR) حيث يمكن ايجاد تكلفة الدين قبل الضريبة، باعتبارها معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر. و يمكن استخراجها بطريقة التجربة و الخطأ باستخدام المعادلة التالية:

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

(1) جليل كاظم مدلول العرضي، مرجع سبق ذكره، ص. 359.

(2) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص ص 238 - 239.

حيث ان: K_d هي تكلفة الدين (السند).

N_d هي المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السند. (القيمة الحالية للقرض).

I_t الفوائد المدفوعة بالدينار في نهاية السنة t .

M القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق.

n الفترة الزمنية.

- الطريقة الثالثة: باستخدام معادلة تقريبية لحساب تكلفة الدين (السند): حيث يمكن استخدام معادلة مبسطة لحساب تكلفة السند بشكل تقريبي لتوفير الوقت اللازم لحل المعادلة السابقة

بطريقة التجربة و الخطاء و ذلك على الشكل التالي:

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

ب/ بعد الضريبة: يمكن ايجاد تكلفة الدين بعد الضريبة K_i بضرب تكلفة الدين قبل الضريبة K_d بواحد ناقص معدل الضريبة T كما هو مبين في المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$K_i = K_d (1 - T)$$

ثانياً_ تكلفة الاسهم الممتازة:

تعريف تكلفة الاسهم الممتازة يتشابه مع تعريف تكلفة الاقتراض، فهي معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الاسهم بدون تغيير. و هذا المعدل المطلوب هو في الواقع عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المنشأة من بيع سهم واحد من اصدار جديد للاسهم الممتازة⁽²⁾.

تكلفة الاسهم الممتازة= توزيعات السهم الواحد/ صافي سعر السهم

(1) المرجع السابق نفسه، ص.240.

(2) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص.356.

التعديل الضريبي: تختلف تكلفة القروض عن تكلفة الاسهم الممتازة في شيء هام للغاية و هو الاثر الضريبي. فمدفوعات الفائدة تخضع للضريبة في حين ان توزيعات الاسهم الممتازة لا تخضع للضريبة⁽¹⁾. و من المعروف ان تكلفة الاسهم الممتازة بالتعريف يمكن اعتبارها " تكلفة بعد الضريبة". و لكن مدفوعات الفوائد - من ناحية اخرى - تعتبر من النفقات الجائز خصمها للأغراض الضريبية⁽²⁾.

ثالثا_ تكلفة الاسهم العادية:

يمكن تعريف تكلفة الاسهم العادية على انها معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الارباح المتوقعة على الاسهم العادية لتحديد قيمة الاسهم، عملا بالقاعدة الاقتصادية القاضية بان قيمة راس المال تتحدد بقيمة الايرادات المتوقعة⁽³⁾.

تتمثل في الحد الادنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار اسهم جديدة، و هو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير⁽⁴⁾.

• طرق حساب تكلفة الاسهم العادية:

هناك العديد من الاساليب المستخدمة لحساب تكلفة الاسهم العادية من بينها، نموذج جوردن (Gordon Model) لتقييم توزيعات الارباح النامية، نموذج تسعير الاصول الرأسمالية (CAPM)، اسلوب الارباح المنسوبة لسعر السهم.

ا_ نموذج جوردن لتقييم توزيعات الارباح النامية الثابتة:

يمكن اشتقاق هذا النموذج من النموذج الرئيسي لتقييم سعر السهم في السوق، حيث يتكون سعر السهم في السوق من جزئين: الاول هو العائد على توزيعات الارباح (Dividend yield)، و الثاني هو معدل الربح (او الخسارة) الرأسمالية الناتج عن تحسن (او انخفاض) سعر السهم المتوقع في السوق. و يمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية⁽⁵⁾:

(1) المرجع السابق نفسه.

(2) المرجع السابق نفسه، ص.359.

(3) نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص.526.

(4) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص.181.

(5) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص.244.

$$K_{\$} = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

حيث ان: $K_{\$}$ تكلفة السهم العادي.

D_1 : الارباح بالسهم المتوقعة في الفترة (السنة) المقبلة.

P_0 : سعر شراء السهم من السوق.

P_1 : سعر بيع السهم المتوقع في السوق في نهاية الفترة.

و يمكن استبدال معدل الربح الرأسمالي بالمعادلة السابقة بمعدل النمو المتوقع السنوي لسعر السهم في السوق، على اعتبار ان السعر المتوقع للسهم يساوي سعر الشراء مضروباً بواحد زائد معدل النمو المتوقع g كما يلي⁽¹⁾:

$$K_{\$} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

ب_ نموذج تسعير الاصول الرأسمالية:

ينظر هذا النموذج للعائد من خلال معادلة منحى السوق للورقة المالية، و لتقدير معدل العائد المتوقع للسهم، اي تكلفة السهم ينبغي توفير ثلاث مدخلات⁽²⁾:

- معدل العائد الخالي من الخطر r_F .
- معدل العائد المتوقع لكل الاسهم في السوق $E(r_M)$.
- المعامل β للسهم تجاه محفظة السوق β_{iM} .

و منه معادلة CAPM هي:

$$E(r_i) = r_F + (E(r_M) - r_F) * \beta_{iM}$$

حيث i هو اسم السهم ، $E(r_i)$ هو معدل العائد المتوقع او تكلفة السهم.

باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية فان تكلفة السهم العادي عبارة عن العائد المطلوب من قبل المستثمرين كتعويض عن مخاطر السوق التي يتعرضون لها.

(1) المرجع السابق نفسه.

(2) Ivo Welch, (2006): A First Course in Corporate Finance, USA: bookc.tex, P.353.

- مقارنة نموذج جوردن مع نموذج تسعير الاصول الرأسمالية:

يمكن ذكر بعض النقاط كمقارنة بين النموذجين⁽¹⁾:

- نموذج تسعير الاصول الرأسمالية يختلف عن نموذج جوردن في انه يأخذ المخاطر السوقية بعين الاعتبار في تحديد العائد المطلوب او تكلفة السهم العادي، في حين ان نموذج جوردن لا يأخذ المخاطرة بعين الاعتبار بل يستخدم سعر السوق كبديل للمخاطرة المتوقعة.
- كلا النموذجين مقبولين و متساويين نظريا لحساب تكلفة السهم العادي، لكن لا يمكن اثبات تساويهما بسبب المشاكل القياسية المتعلقة بالنمو، و البيتا و العائد الذي يخلو من المخاطرة و عائد السوق.
- استخدام نموذج جوردن مفضل على استخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية لان المعلومات المطلوبة لقياس نموذج جوردن جاهزة و يسهل الحصول عليها.
- نموذج جوردن يمكن تعديله بسهولة عند وجود تكاليف عائمة (تكاليف الاصدار و التكاليف الادارية)، في حين لا يمكن تعديل نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ليأخذ التكاليف العائمة بعين الاعتبار.

ج_ اسلوب الارياح المنسوية لسعر السهم:

يعتمد هذا الاسلوب في قياس تكلفة راس المال المتحصل عليه من بيع الاسهم العادية، على نسبة الارياح لسعر السهم من خلال العلاقة التالية⁽²⁾:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{الارياح الحالية للسهم}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

وتعتبر هذه الطريقة بوجه عام غير دقيقة فهي لا تعكس التوقعات الحقيقية لحملة الأسهم.

رابعا_ تكلفة الاسهم العادية الجديدة:

يمكن استخدام نموذج جوردن الذي تم استخدامه لحساب تكلفة الاسهم العادية كنقطة بداية لحساب تكلفة الاسهم العادية الجديدة K_n و ذلك على النحو التالي⁽³⁾:

$$K_n = \frac{D_1}{N_n} + g$$

(1) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص-ص. 246. 247.

(2) عبيد علي أحمد الحجاري، (2001): مصادر التمويل، دون طبعة، مصر: دار النهضة العربية، ص.31.

(3) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص.249.

حيث ان: N_n هي المبلغ المحصل من بيع الاسهم العادية الجديدة بعد طرح الانخفاض في السعر و التكاليف العائمة. اي ان التكلفة تزيد بسبب تكلفة الاصدار المرتبطة ببيع الاسهم الجديدة.

خامسا_ تكلفة الارباح المحتجزة:

تتساوي تكلفة الارباح المحتجزة (او العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات التي يتم تمويلها بواسطة الارباح المحتجزة) مع معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه من السهم العادي⁽¹⁾.

تعتبر الارباح المحتجزة من مصادر التمويل الداخلية و هي تمثل نسبة الارباح المحققة و المحتجزة لغرض اعادة استثمارها بدلا من توزيعها على اصحاب الاسهم، لذلك فهي تعتبر جزءا من حقوق الملكية شأنها شأن الاسهم العادية عند حساب تكلفة الاموال لكن الارباح المحتجزة تختلف عن الاسهم العادية لأنه لا يترتب عليها مصاريف اصدار⁽²⁾.

و عليه فان تكلفة التمويل من الارباح المحتجزة تساوي⁽³⁾:

(التوزيع المتوقع للسهم / القيمة السوقية الحالية للسهم) + معدل النمو المتوقع للتوزيعات

اما اذا كان هناك تشجيع من الدولة لبعض المؤسسات و اعتبر العائد على الارباح المحتجزة كأى عبء من اعباء المؤسسة و لا يدخل في الوعاء الضريبي فان تكلفة التمويل من الارباح المحتجزة تساوي:

[(التوزيع المتوقع - الضريبة على الارباح) / القيمة السوقية الحالية للسهم] + النمو المتوقع للأرباح

سادسا_ تكلفة الاموال المستردة من الاصول الثابتة:

الاهتلاك لا يخرج عن كونه قيما دفتريا و بالتالي فان استرداد الاموال من الاصول الثابتة يعتمد على مدى كفاية الربح النقدي بدلا من الربح الدفترى و اعادة استثمار هذه الاموال المستردة ينبغي ان يخضع لنفس التحليل الذي يتم القيام به عند استثمار اي اموال اخرى. فاستخدام الاموال لاستثمارها يتطلب تحقيق عائد مناسب على هذه الاموال و هذا العائد ما هو الا عائد الفرصة البديلة الذي يطلبه حملة الاسهم⁽⁴⁾.

(1) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 359.

(2) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 528.

(3) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 178.

(4) محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، اساسيات الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 336.

سابعا_ تكلفة التمويل التاجيري:

هو معدل العائد الادنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التاجيري، و هو المعدل الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا اليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد في الضرائب على الاهتلاكات (فرصة الضريبة الضائعة على الاهتلاكات) خلال مدة عقد التمويل التاجيري مضافا اليه قيمة اعادة شراء الاصل في نهاية عمره الاقتصادي و تحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية⁽¹⁾:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-h) + Am * h}{(1+r)^t} + \frac{R_n(1-h)}{(1+r)^n}$$

حيث تمثل: V_0 القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات و الآلات)

L_t : الدفعة (الايجار او التاجير) التي سوف تدفع في السنة t .

h : الضريبة على ارباح المؤسسات.

Am : الاهتلاكات للسنة t .

المطلب الثالث: التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال، مدخل هيكل راس المال الفعلي، المدخل الحدي للترجيح، حساب التكلفة الحدية المرجحة لراس المال، مشاكل قياس تكلفة راس المال.

اولا_ مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال:

المقصود بالتكلفة المرجحة لمصادر التمويل هي حساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل بشكل مستقل كخطوة نحو تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لراس المال، حيث يتم تحديد تكلفة راس المال عن طريق حصر مصادر التمويل اولا، ثم حساب تكلفة كل عنصر من مصادر التمويل، بعد ذلك يتم القيام بتحديد الوزن النسبي لكل مصدر من مصادر التمويل مقارنة بإجمالي التمويل، و يلي ذلك حساب التكلفة المرجحة لكل مصدر كنتاج

(1) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص.197.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

ضرب الوزن النسبي للمصدر بالتكلفة المناظرة له، و أخيرا يمكن الحصول على تكلفة رأس المال المرجحة لمجموع التكاليف المرجحة لمصادر التمويل المختلفة⁽¹⁾.

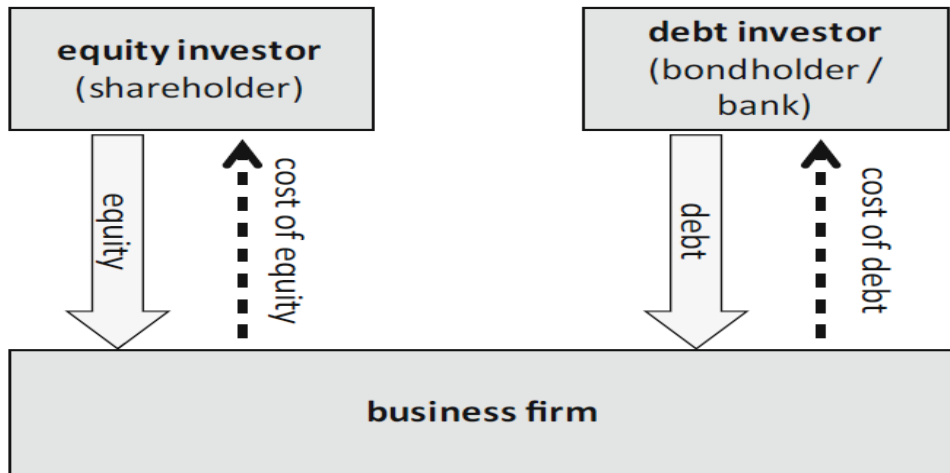
يمكن الحصول على التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$r = \sum_{i=1}^n W_i r_i$$

حيث: W_i وزن كل مصدر تمويل ضمن القيمة الاجمالية للتمويل.

r_i تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

الشكل رقم(2_11): التكلفة المرجحة لرأس المال



Source: Dennis Schlegel, (2015): Cost-of-Capital in Managerial Finance, Germany: Springer, P. 12.

يبين الشكل ان الشركة تقوم برفع رأس المال من مصادر التمويل المختلفة حيث المصادر الرئيسية هي حقوق الملكية والديون، وكلاهما يحتاج إلى أن يتقاضى أجورهما على أساس تكلفة رأس المال الخاصة بهما. و اقترحت النظرية المالية حساب التكلفة الإجمالية الموحدة لرأس المال كالمتوسط المرجح لتكلفة استخدام مصادر رأس المال المختلفة حسب الوزن النسبي لاستخدام كل مصدر ويشار إلى هذا المفهوم بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

(1) نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص.508.

(2) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص.202.

ثانياً_ مدخل هيكل راس المال الفعلي:

يقوم هذا المدخل على افتراض ان هيكل راس المال الحالي يعتبر الهيكل الامثل للتمويل، و يترتب على ذلك المحافظة على الاهمية النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل و استخدام الاوزان النسبية الحالية عند حساب تكلفة راس المال. لكن هذا المدخل يضع الشركات امام خيار طريقة تقييم مصادر التمويل، اما على اساس القيم الدفترية او القيمة السوقية⁽¹⁾.

ثالثاً_ المدخل الحدي للترجيح:

تمثل التكلفة الحدية للتمويل التكلفة الوسطية المرجحة للأموال الاضافية او الجديدة، الغرض من اللجوء الى التكلفة الحدية هو مسايرة السوق المالية و استبعاد التكاليف التاريخية لمصادر التمويل التي قد لا تصبح تعطي القيمة السوقية للتمويل، هذا الاسلوب من تقييم مصادر التمويل يستخدم كثيرا في تقييم الاستثمارات الاضافية في حالة توسيع المؤسسات القائمة⁽²⁾.

التكلفة الحدية المرجحة لراس المال هي عبارة عن الوسط المرجح لتكلفة راس المال لكل دينار واحد من اي تمويل جديد⁽³⁾.

رابعاً_ حساب التكلفة الحدية المرجحة لراس المال:

- ايجاد نقطة التعادل:

لحساب التكلفة الحدية لراس المال يجب ان يتم حساب نقاط التعادل و التي تعكس مستوى التمويل الجديد عندما ترتفع تكلفة احد مصادر التمويل، و المعادلة التالية يمكن استخدامها لإيجاد نقطة التعادل⁽⁴⁾:

$$BP_j = \frac{AF_j}{W_j}$$

حيث ان: BP_j نقطة التعادل لمصادر التمويل j

AF_j مقدار الاموال المتوفرة من مصدر التمويل j عند تكلفة معينة

(1) نور الدين خبايا، مرجع سبق ذكره، ص.531.

(2) مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص.540.

(3) فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص.252.

(4) المرجع السابق نفسه، ص.253.

Wj وزن مصدر التمويل في الهيكل التمويلي.

- حساب التكلفة الحدية المرجحة:

بعد تحديد نقطة التعادل، فإن الخطوة التالية هي حساب التكلفة الحدية المرجحة لراس المال لإجمالي التمويل الجديد بمستوى محدد بين نقاط التعادل. أولاً يتم إيجاد الوسط المرجح لتكلفة راس المال عند مستوى إجمالي الجديد بين الصفر و نقطة التعادل الأولى، ثم يتم إيجاد الوسط المرجح لتكلفة راس المال عند مستوى إجمالي التمويل بين نقطة التعادل الأولى و نقطة التعادل الثانية، وهكذا. و لكل مستوى من مستويات التمويل الجديد سيتم ملاحظة زيادة تكلفة احد مصادر التمويل مما يؤدي الى زيادة الوسط المرجح لتكلفة راس المال⁽¹⁾.

خامساً_ مشاكل قياس تكلفة راس المال:

يواجه قياس تكلفة التمويل مشاكل تكمن في عنصرين هما⁽²⁾:

- الأول: عنصر عدم التأكد، إذ ان كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة قد لا تدر بالضرورة عوائد موجبة مؤكدة، و في مواعيد محددة يقينا.
- الثاني: ان مصادر التمويل المتاحة متنوعة و متباينة، و كل منها يعمل في ظل قوانين مؤقتة و مختلفة، إذ يتضح هذا التباين فيما يلي: مصادر مديونية مطلقة بما تستلزم من مدفوعات دورية محددة لا يمكن الاخلال بها على الاطلاق الا بعقوبات صارمة قد تصل الى حد تصفية المنظمة و افلاس مالكيها. مساهمات من مجموعة الشركاء او الملاك او المنتفعين في المنظمة.
- و بين هذين الطرفين يوجد توليفة مختلفة بعضها اقرب لحالة المديونية مع وجود عنصر المشاركة، و بعضها اقرب لحالة الملكية مع وجود عنصر الدائنية.

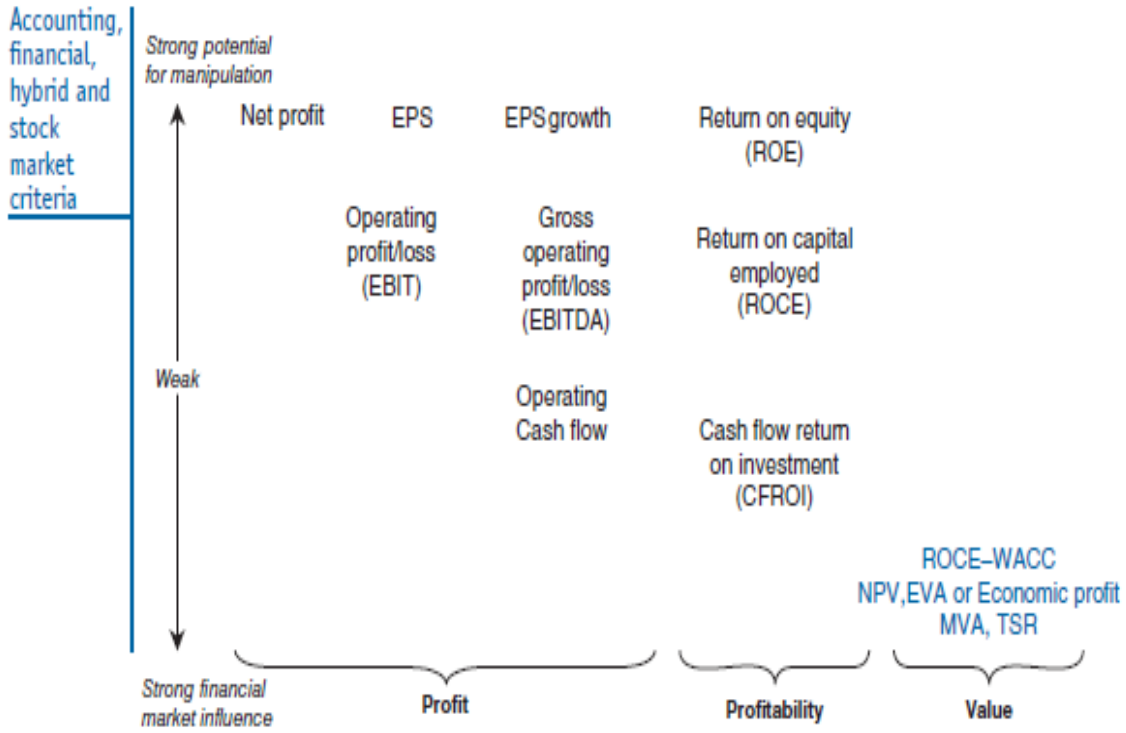
(1) المرجع السابق نفسه، ص ص. 254-255.

(2) جليل كاظم مدلول العرضي، مرجع سبق ذكره، ص. 354.

المبحث الخامس: قياس خلق القيمة:

يعد خلق القيمة موضوع مهم في مجال المالية حيث تم تطوير مجموعة كبيرة من المؤشرات لقياسها. هذه المؤشرات لها فوائد، لكنها ليست كلها قادرة على عكس صورة افضل و مواكبة التطورات الحديثة في قوائم التدفق النقدي، و بالتالي مع مرور الوقت يتم التركيز على المؤشرات التي تخدم اكثر مصالح الشركات و الاطراف ذات المصلحة. الشكل الموالي يوضح الظهور الزمني لمقاييس القيمة حسب ثلاثة معايير، سهولة التلاعب، الحساسية تجاه الاسواق المالية و الصنف (محاسبية، اقتصادية او مؤشرات سوق الاوراق المالية).

الشكل رقم (2_12): تطور المؤشرات المالية



Source: Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur and Antonio Salvi.,(2014): CORPORATE FINANCE (THEORY AND PRACTICE), 4 ed, Great Britain: John Wiley & Sons Ltd, p 492.

من خلال الشكل يلاحظ تجمع المؤشرات حول القطر من الزاوية اليسرى العليا الى الزاوية اليمنى السفلى، و هذا يعكس تناقص قدرة الشركات على معالجة (التلاعب) المؤشرات مع مرور الوقت، كما يصبح المستثمرون بشكل تدريجي اكثر تجربة و تصبح الاسواق المالية اكثر تأثير و بالتالي اقل عرضة لإساءة فهم بيانات الشركة. كما يظهر الشكل اربعة اصناف من المؤشرات، مؤشرات محاسبية (الجيل الاول، الجيل الثاني)، مؤشرات محاسبية مالية، مؤشرات مالية و مؤشرات السوق.

المطلب الاول: المؤشرات المحاسبية

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى الجيل الاول من المؤشرات المحاسبية، الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية.

اولا_ الجيل الاول: (التركيز على الربح)

حتى منتصف الثمانينات (1985) كانت الشركات تبلغ بصفة اساسية عن الربح الصافي (Net profit) او الخسارة، او الربح حسب السهم (EPS)، هذه المؤشرات يمكن التلاعب بها بشكل سهل، حيث يمكن تزيين او تحسين تقديم الحسابات بتعديل المواد الاستثنائية، بنود ..الخ، كما ان التأكيد على ربح التشغيل او (EBITDA) يمثل تحسينا في المؤشرات لأنه يخفض تأثير المواد الاستثنائية و النفقات غير النقدية⁽¹⁾.

ا_ النتيجة الصافية (الربح الصافي): Net profit

حسب المادة 28 من النظام المحاسبي المالي: تساوي النتيجة الصافية للسنة المالية الفارق بين مجموع المنتوجات و مجموع الاعباء لتلك السنة المالية و يكون مطابقا لتغير الاموال الخاصة بين بداية السنة المالية و نهايتها، ما عدا العمليات التي تؤثر مباشرة على مبلغ رؤوس الاموال الخاصة و لا تؤثر على الاعباء او المنتوجات. و تمثل النتيجة الصافية ربحا عند وجود فائض في المنتوجات عن الاعباء، و تمثل خسارة في الحالة العكسية⁽²⁾.

ب_ عائد السهم: (EPS) Earnings per share

يمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/ خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة على الرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة العادية على عدد الأسهم، ويشترط عند حسابه طرح توزيعات الاسهم الممتازة والأثار المترتبة عن إصدارها، ويطبق هذه المؤشر في المؤسسات المسعرة وغير المسعرة في البورصة⁽³⁾.

⁽¹⁾ Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur and Antonio Salvi, OP. cit. p 493.

⁽²⁾ النظام المحاسبي المالي الجديد، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-32.

⁽³⁾ علي بن الضب و سيدي محمد عياد، (2011): تكلفة أرس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، دراسة تحليلية للأدبيات والنماذج، مداخلة في الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 22/ 23 نوفمبر، ص 09.

تشير هذه النسبة الى مقدار الربح الذي تحققه الشركة على كل سهم من الاسهم التي يحتفظ بها المساهمون و يمكن حسابه بالطريقة التالية⁽¹⁾: نسبة العائد على السهم = صافي الربح / عدد الاسهم العادية. و تحسب بقسمة الدخل الصافي بعد الضريبة على عدد الاسهم العادية الصادرة، و تقيس هذه النسبة كفاءة الاداء المالي الكلي للشركة⁽²⁾.

ج_ الارباح قبل الفوائد و الضرائب: (EBIT)

هو مقياس للقدرة الايرادية للشركة من عملياتها المستمرة، و يساوي المداخيل قبل خصم الفوائد و الضرائب على الارباح. كما يستثني الدخل و الانفاق من النشاطات غير العادية. و هو مفيد في حالة الشركة ذات النشاطات التي لها ادنى تدني و اهتلاك، كما يفيد الدائنين لكونه يمثل مبلغ النقد القابل للاستعمال من طرف الشركة لتسديد ديونها، و يسمى ايضا ربح التشغيل⁽³⁾.

د_ الارباح قبل الفائدة، الضريبة، حصص التدني و الاهتلاك: (EBITDA)

هو مقياس لقدرة الشركة على تحقيق دخل من عملياتها في سنة معينة. و يحسب بطرح اغلب النفقات من دخل الشركة، لكن لا يطرح منه الالتزام الضريبي، الفائدة المدفوعة على الدين، الاهتلاكات و حصص التدني. و يستعمل لمقارنة ربحية الشركة مع الشركات الاخرى من نفس الحجم و في نفس الصناعة لكن ربما لديها مستويات مختلفة من الدين او وضعيات ضريبية مختلفة⁽⁴⁾.

هو مقياس قريب من التدفق النقدي التشغيلي للشركة، و يعتمد على بيانات من قائمة الدخل و يحسب بالنظر الى الارباح قبل خصم الفوائد، الضرائب، حصص التدني و الاهتلاك. و الصيغة هي⁽⁵⁾:

$$\text{EBITDA} = \text{Revenue} - \text{Expenses (excluding interest, taxes, depreciation and amortization)}$$

هذا المقياس له اهمية خاصة في الحالات التي تكون فيها الشركات تملك مبالغ كبيرة في الاصول الثابتة التي تخضع لمصاريف تدني ثقيلة (مثل شركات التصنيع)، او في حالة الشركات التي لها مبالغ كبيرة في الاصول

(1) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 79.

(2) جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سبق ذكره، ص 71.

(3) <http://www.investorwords.com/1631/EBIT.html>, Consulté le: 20/05/2016

(4) <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/EBITDA>, Consulté le: 20/05/2016

(5) <http://www.investorwords.com/1632/EBITDA.html>, Consulté le: 20/05/2016

المعنوية و تخضع لنفقات اهتلاك كبيرة. لكون التشويه المحاسبي و المالي يؤثر على ارباح الشركة فان التأثير يكون ضعيف في مؤشر (EBITDA) فهو مقياس جيد لمقارنة ارباح الشركات ضمن و عبر الصناعات. و هو مقياس مفيد للشركات الكبيرة فقط مع اصول هامة و/او للشركات مع مبالغ هامة من الديون. و نادرا ما يكون مهم لتقييم شركة صغيرة بدون قروض هامة.

ثانيا_ الجيل الثاني: (التركيز على المردودية)

ظهر في الوقت الذي بدا فيه المستثمرون بالتفكير من ناحية المردودية بمعنى اخر الكفاءة، و ذلك بمقارنة العائد مع حقوق الملكية المستعملة. من اهم هذه النسب نجد العائد على حقوق الملكية (ROE) و الذي يمكن زيادته من خلال زيادة مستوى الديون. فقد يبدو (ROE) جذابا لكن لا قيمة له في الحقيقة بسبب زيادة مستوى الخطر الذي لا تعكسه البيانات المحاسبية. كما نجد ايضا (ROCE) العائد على راس المال المستثمر الذي يتفادى التحيز السابق (ارتفاع مستوى الخطر بسبب زيادة الديون) الخاص ب (ROE)⁽¹⁾.

ا_ العائد على حقوق الملكية (ROE):

يقيس هذا المعدل العائد على استثمارات ملاك الشركة، و يعتبر اكثر رقم يهتم به المستثمرون فهو يقيس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الاسهم العادية. و يأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار اثر النشاطات التشغيلية و التمويلية معا، فالطريقة التي تمول بها الاصول تؤثر على العائد الصافي لحملة الاسهم العادية⁽²⁾. تتعكس المردودية المالية في النسبة: صافي الدخل / حقوق الملكية . و هي تجيب على السؤال التالي: "ما هو المبلغ الذي يجب استثماره من اجل الفوز بـ 1 يورو؟"⁽³⁾ . وهو يقيس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من الاموال التي احضرها الشركاء⁽⁴⁾. اذا، العائد على حقوق الملكية هو مصطلح محاسبي و مالي يستخدم لقياس مردودية الاموال المتاحة للمؤسسة و المقدمة من طرف المساهمين حيث يتم حسابه بمقارنة صافي الدخل مع حقوق الملكية. كما يتم حسابه ايضا بطريقة تفصيلية تجمع بين هامش الربح و معدل دوران الاصول و نسبة المديونية وفق المعادلة التالية⁽⁵⁾:

(1) Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur and Antonio Salvi, OP. cit. p 493.

(2) محمود عبد الحليم الخاليلة، مرجع سبق ذكره، ص 133.

(3) Dov Ogien, Op. cit. P 24.

(4) Ibid. P 75.

(5) Marie-Noëlle, Désiré-Luciani, Daniel Hirsch, Nathalie Kacher et Marc Polossat, (2013): Le grand livre du contrôle de gestion, Paris: EYROLLES, PP 181-182.

$$ROE = \frac{\text{bénéfice}}{\text{ventes}} \times \frac{\text{ventes}}{\text{total actifs}} \times \frac{\text{total passif}}{\text{capitaux propres}}$$

حسب هذه المعادلة، فإن العائد على حقوق الملكية يعتمد على ثلاث نسب اساسية، النسبة الاولى تمثل هامس الربح، النسبة الثانية تمثل معدل دوران الاصول. النسبة الاولى و الثانية يمثلان معدل العائد على الاستثمار. اما النسبة الثالثة فهي تعبر عن نسبة مديونية المؤسسة، وهي الخصوم المقسومة على حقوق المساهمين. و بالتالي كلما زادت مديونية المؤسسة، كلما تضاعفت ربحية المساهمين من عائد الاستثمار.

لكن لا بد من المقارنة بين العائد على الاستثمار و تكلفة راس المال من اجل وضع حد للمعادلة. حيث يمكن زيادة مستوى الديونية ما دام معدل العائد على الاستثمار اكبر من تكلفة راس المال.

ب_ العائد على راس المال المستثمر (ROCE):

و تظهر هذه النسبة ربحية الاموال المستثمرة و كلما ارتفعت هذه النسبة كان ذلك مؤشرا ايجابيا و يجب ان لا تنخفض الى مستوى سعر الفائدة في السوق او اقل لان ذلك يعتبر مؤشرا سلبيا و يكون عندئذ من الافضل استثمار الاموال بإيداعها في بيوت المال و الحصول على فائدة افضل من تحمل مخاطر العمليات الاستثمارية⁽¹⁾. و تقيس هذه النسبة، العائد على راس المال المستخدم، الذي يشمل الديون طويلة الاجل بالإضافة الى حقوق الملكية، اي الاموال التي قدمها المساهمون، و تقيد هذه النسبة في معرفة قدرة المدير المالي على الاستغلال الامثل لأموال المساهمين و الديون التي حصلت عليها الشركة⁽²⁾. اذا، العائد على راس المال المستثمر (ROCE) يعتبر مقياس لربحية المؤسسة صافي الربح إلى إجمالي صافي الأصول، والذي يقيس إنتاجية جميع الموارد التي تمتلكها الشركة، بغض النظر عن مصدر تمويلها. يتم حساب هذه النسبة كما يلي⁽³⁾:

$$ROCE = \frac{\text{Net profit}}{\text{Total net assets}} = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Sales}} \times \frac{\text{Sales}}{\text{Total net assets}}$$

(1) منير شاكر محمد، إسماعيل اسماعيل و عبد الناصر نور، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-63.

(2) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(3) Robert Alan Hill, Op. cit. P 24.

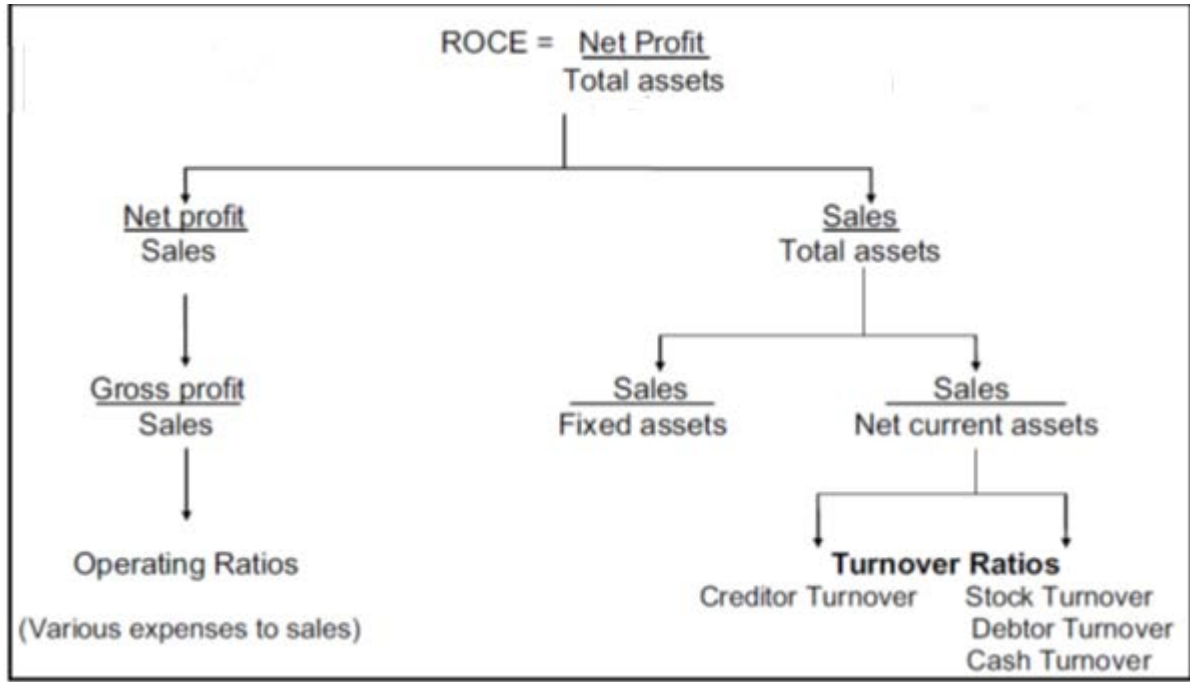
الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

يتضح من هذه المعادلة ان معدل العائد على الاموال المستثمرة، و الذي يساوي صافي الربح مقسوم على اجمالي صافي الاصول، يمكن تفكيكه بطريقة رياضية الى نسبتين. نسبة هامش الربح و معدل دوران الاصول. و هذا من اجل ابراز اسباب الربحية في المؤسسة. هذه الاسباب قد تكون:

- هامش ربح ضعيف، بسبب عدم كفاية الربح الإجمالي أو النفقات العامة الزائدة،
- معدل دوران الاصول دون المتوسط ، بسبب الاستخدام غير الفعال للأصول الثابتة أو الأصول المتداولة.

و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي مع التركيز على إدارة رأس المال العامل بكفاءة، و الذي يتم تفسيره من خلال مجموعة معدلات الدوران الخاصة صافي الأصول المتداولة:

الشكل رقم (2-13): تحليل نسب المردودية المالية و رأس المال العامل



Source: Robert Alan Hill, (2013): Working Capital Management Theory and Strategy, 1st edition, Download free eBooks at bookboon.com, P 25.

يتضح من خلال الشكل ام معدل دوران اجمالي الاصول ينقسم الى نسبتين. النسبة الاولى تمثل معدل دوران الاصول الثابتة، و هي حاليا لا تخدم موضوع البحث، اما النسبة الثانية فهي تمثل معدل دوران صافي الاصول الجارية، و التي تتأثر بدورها بمعدلات دوران جزئية و هي معدل دوران المخزون، معدل دوران الذمم المدينة، معدل دوران النقدية و معدل دوران الذمم الدائنة. يعتبر معدل دوران صافي الاصول الجارية مقياساً لكفاءة رأس المال العامل؛ كلما ارتفعت النسبة، ارتفعت المبيعات لكل وحدة من صافي

الأصول الجارية، مما يؤثر بشكل إيجابي على معدل العائد على رأس المال المستثمر. باعتبار ان صافي الاصول الجارية تعبر عن صافي رأس المال العامل، فان تحقيق نسب مثلى للاستثمار في مكونات رأس المال العامل الاجمالي و الحصول على المزيج التمويلي يمكنها تقليل رأس المال العامل الصافي الى ادنى حد، مما يؤدي الى ارتفاع معدل دورانه، و بالتالي يكون هناك تأثير ايجابي على معدل العائد على رأس المال المستثمر.

ج_عائد التدفق النقدي على الاستثمار: (CFROI)

(CFROI) هو معدل العائد بعد الضريبة (IRR) على الأصول الموجودة في الشركة. من حيث المبدأ، فإن (CFROI) هو المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة مساوية لتكلفتها الاستثمارية. مثل أي (IRR)، فإن (CFROI) هو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية للشركة يساوي الصفر. وبناء على ذلك، فإن صافي القيمة الحالية للشركة تكون إيجابية إذا تجاوز (CFROI) تكلفة رأس المال، في حين أن صافي القيمة الحالية للشركة تكون سلبية عندما يكون العائد النقدي المتوقع على الاستثمار أقل من العائد المطلوب على رأس المال المستثمر. و يعبر عنه بالصيغة التالية⁽¹⁾:

$$0 = \text{NOPAT} / (1 + \text{CFROI}) - C$$

ثمة مقياس ثان للقيمة الاقتصادية حظي باهتمام كبير يتمثل في العائد النقدي على الاستثمار ومشتقاته، الذي اقترحه شركة هولت فالو أسوسياتس ومجموعة بوسطن الاستشارية (HOLT Value Associates and Boston Consulting Group)، و يعتبر (CFROI) أساسا نسخة معدلة من معدل العائد الداخلي (IRR) المصمم للاستثمارات التي تم إجراؤها بالفعل. يتم مقارنة (CFROI) للشركة مع تكلفة رأس المال لتقييم ما إذا كانت استثمارات الشركة جيدة، محايدة أو فقيرة. ولتحسين قيمتها، يجب على الشركة أن تزيد من الفارق بين (CFROI) وتكلفة رأس المال⁽²⁾.

في حرب المقاييس التي تشارك فيها مختلف المكاتب الأنجلو سكسونية، فإن CFROI هي واحدة من أكثر المنافسين المتحمسين ل. في النسخة الأولى التي وضعتها سالامون (1982) Salamon والمعروفة باسم (Cash Recovery Rates) (CRR) (معدلات استرداد النقد)، CFROI هو نسبة بين التدفق النقدي المتولدة خلال السنة والقيمة الدفترية الإجمالية للاستثمارات. والتدفقات النقدية تساوي إجمالي فائض التشغيل

(1) James L. Grant, (2003): Foundations of Economic Value Add, Second Edition, USA: John Wiley & Sons, Inc., P 34.

(2) Daniela Venanzi, (2012): Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, Italy: Springer, P 24.

(EBE) ، وترج الاستثمارات في القيمة الإجمالية للأصل الاقتصادي، أي مجموع الأصول الثابتة الإجمالية (AIB) واحتياجات راس المال العامل (BFR)⁽¹⁾:

$$CFROI = \frac{EBE}{AIB + BFR}$$

يتم حساب (CFROI) باستخدام أربعة مدخلات⁽²⁾:

المدخلة الأولى: هي إجمالي الاستثمار (GI) التي تملكها الشركة في أصولها. يتم احتساب ذلك من خلال إضافة الاستهلاك مرة أخرى إلى صافي قيمة الموجودات للوصول إلى تقدير الاستثمار الأصلي في الأصل. وبالإضافة إلى ذلك، ينبغي طرح الخصوم غير المتعلقة بالديون (العلاوات) والأصول غير الملموسة مثل الشهرة. وأخيراً، يتم تحويل إجمالي الاستثمارات إلى قيمة دولارية حالية لتعكس التضخم الذي حدث منذ ذلك الحين الذي تم فيه شراء الأصل.

المدخلة الثانية: هي إجمالي التدفقات النقدية (GCF) المكتسبة في السنة الحالية على ذلك الأصل. وعادة ما يتم تعريف ذلك على أنه مجموع الدخل التشغيلي بعد الضريبة للشركة، والمصاريف غير النقدية مقابل الأرباح، مثل الاهتلاك والتدني. وينبغي تعديل إيرادات التشغيل من أجل إيجار التشغيل (ورأس المال) وأي آثار محاسبية، بنفس الطريقة التي تم بها التعديل في حساب EVA وكذلك (GI).

المدخلة الثالثة: هي العمر المتوقع للأصول القائمة (ن)، وقت الاستثمار الأصلي، الذي يختلف من صناعة إلى صناعة ولكنه يعكس حياة كسب الاستثمارات المعنية.

المدخل النهائي: هي القيمة المتوقعة للموجودات في نهاية هذه الحياة، بالدولار الحالي. ويفترض عادة أن يكون الجزء من الاستثمار الأولي، مثل الأراضي والمباني، غير قابل للاهلاك، مع تعديله بالدولار الحالي (ويشمل الممارسون أيضاً الأصول الجارية المعدلة حسب التضخم).

مما سبق يتم الحصول على عائد التدفق النقدي على الاستثمار من خلال المعادلة التالية⁽³⁾:

$$GI = GCFa_{n/CFROI} + \frac{SV}{(1 + CFROI)^n}$$

(1) Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille et Roland Gillet, (2009): Création de valeur et capital-investissement, France: Pearson Education, P 73.

(2) Daniela Venanzi, OP. cit. P 25.

(3) Ibid. P 26.

المطلب الثاني: المؤشرات المحاسبية المالية

ظهرت مع ادراك ان المردودية بحد ذاتها لا تستطيع قياس القيمة بالكامل لأنها لا تحلل في ظل المخاطر، و لقياس القيمة يجب ان يتم ايضا مقارنة العائد مع تكلفة راس المال المستخدم. باستعمال تكلفة التمويل للشركة، التي تسمى بالتكلفة الوسطية المرجحة لراس المال (WACC)، من المحتمل تحديد القيمة التي تم خلقها. المقياس العام لخلق القيمة تم تطويره بشكل خاص في نموذج القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و يعرف كذلك بالربح الاقتصادي⁽¹⁾.

اولا_ القيمة الاقتصادية المضافة: (EVA)

ابتكر اقتصاديو القرن التاسع عشر مؤشر الربح الاقتصادي و طوره الاقتصادي الشهير " الفريد مارشال" منذ اكثر من قرن و استخدمه كأحد معايير علم الاقتصاد الجزئي (Microeconomics). الا ان شركة "ستيرن و ستيوارت و شركاؤه" الاستشارية ادخلت عليه بعض التعديلات و اطلقت عليه " معيار القيمة الاقتصادية المضافة"، و دعت الى تبنيه كمعيار رئيسي لأداء الشركات. و قد تبنته 300 شركة عالمية، بدلا من الاكتفاء بالمؤشرات المحاسبية، منها: كوكا كولا، مينز للاتصالات، خدمات البريد الامريكية، كواكر للأغذية، اتي اند تي للاتصالات، بي اس لمحركات الديزل⁽²⁾.

يتم تحديد (EVA) بطرح تكلفة راس المال من الربح التشغيلي المعدل، و تفترض ان اعمال المدير اضافت قيمة اقتصادية فقط عندما يتجاوز الربح الناتج تكلفة راس المال⁽³⁾:

$$EVA = NOPAT - \text{cost of capital} * \text{capital invested}$$

$$=(ROIC - \text{cost of capital}) * \text{capital invested}$$

حيث: NOPAT هو صافي الربح التشغيل بعد الضرائب .

ROIC هو العائد على راس المال المستثمر و يساوي NOPAT / capital invested

طبقا ل (EVA) يمكن تطبيق الاستراتيجيات التالية لخلق القيمة⁽⁴⁾:

⁽¹⁾Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Le Fur and Antonio Salvi, OP. cit. p 493.

⁽²⁾ ايثن راسل و بول فريجة، (2002): الادارة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA، خلاصات كتب المدير و رجل الاعمال (العدد 5)، القاهرة، ص 4.

⁽³⁾ Daniela Venanzi, OP. cit. P 18.

⁽⁴⁾Ibid.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

- زيادة (EVA) من خلال تحسين (ROIC) مثل زيادة معدل دوران الاصول او تجديد الاصول، او تنظيم صفقات تتطلب راس مال اقل.

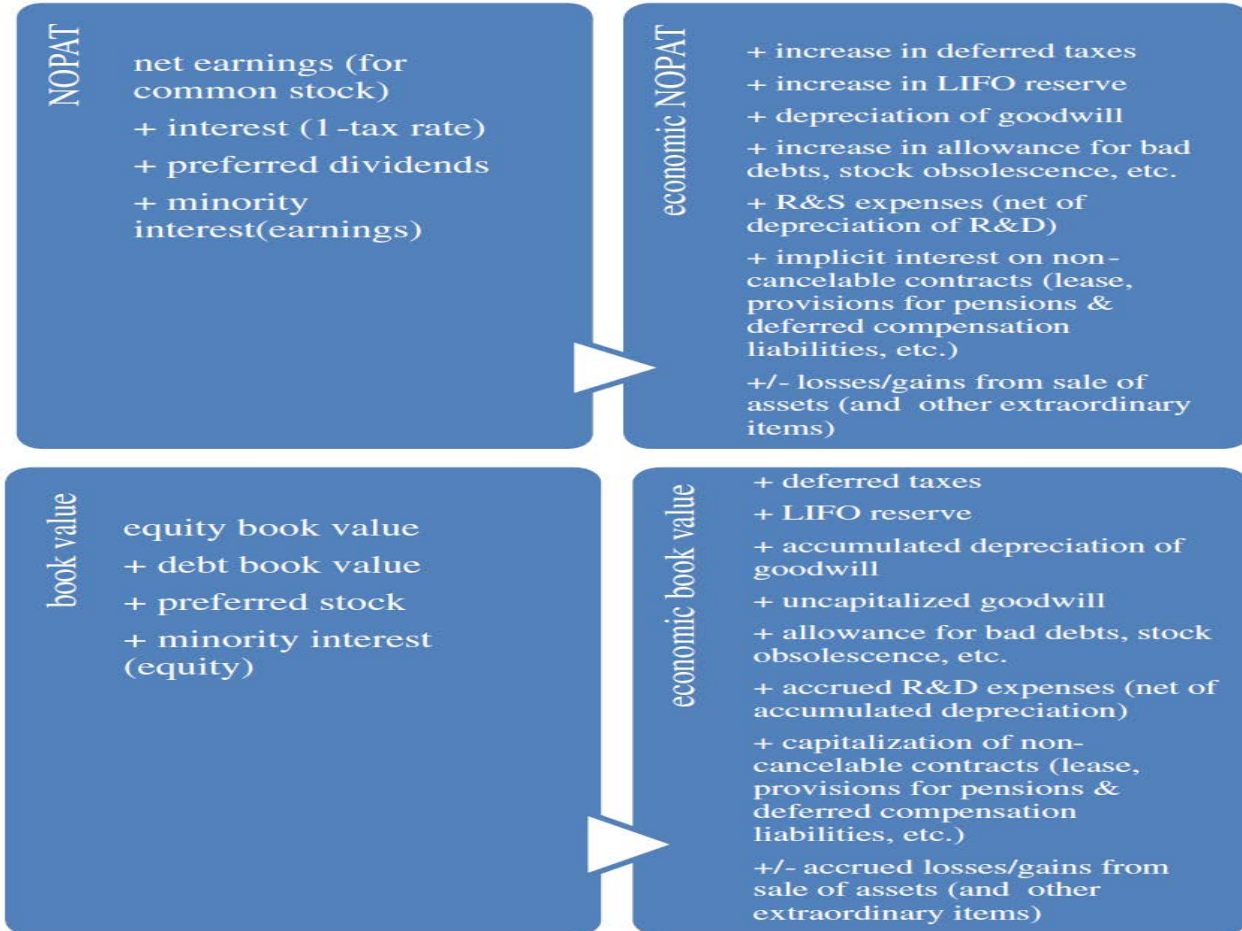
- الاستثمار في النمو المريح، الذي يعني الاستثمار حتى يتجاوز (ROIC) تكلفة راس المال.

- تخفيض الاستثمار (و الديون المستعملة لتمويله) الذي يكون فيها (ROIC) اقل من تكلفة راس المال (مثل التخلص من الاعمال غير المربحة)

- زيادة (EVA) بتخفيض تكلفة راس المال (مثل تعيين هيكل راس المال الذي يقلل تكلفته).

- التعديلات الخاصة ب (EVA) و المقترحة من طرف Stern Stewart يمكن توضيحها من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(2_14): تعديلات مقترحة من طرف Stern Stewart لحساب (EVA)



Source: Daniela Venanzi, (2012): Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, Italy: Springer, P 21.

يتضح من خلال الشكل ان التعديلات المقترحة تخص كل من صافي ربح التشغيل بعد الضريبة (NOPAT) و راس المال المستثمر باعتبارهما المكونين الاساسيين لحساب (EVA)، ففي حالة استعمال (NOPAT) و راس المال المستثمر دون اي تعديل يتم الحصول على القيمة الاقتصادية المضافة الاساسية (Basic EVA). اما القيمة الاقتصادية المضافة الحقيقية فيتم الحصول عليها بعد اجراء جميع التعديلات المقترحة من طرف Stern Stewart و المقدرة بحوالي 164 تعديل، و يمكن ذكر بعضها⁽¹⁾:

- رسمة اي نفقات تشغيلية من شأنها خلق دخل في فترات مستقبلية، على الرغم من ان المطلوب هو تقييدها كمصاريف وفقا للمعايير المحاسبية؛ مثل نفقات البحث و التطوير، التدريب و التطوير، تسويق العلامة التجارية و الاعلان و ما الى ذلك. يجب تعديل راس المال المستثمر من خلال رسمة مصاريف البحث و التطوير و زيادتها بالمبلغ المستحق (accrued R&D expenses) بصافي الاهتلاك المتراكم. كما يتم كذلك تعديل ربح التشغيل.
- رسمة اي مصاريف تشغيلية تخفي نفقات التمويل؛ مثل مصاريف الايجار، حيث العديل الاساسي يتم بزيادة راس المال المستثمر بالقيمة الحالية للالتزامات الايجار المستقبلية التي يتم التعامل معها كدين.
- الغاء اي من البنود التي تعدل القيمة الدفترية لراس المال و الارباح المحاسبية دون التأثير الفعلي على راس المال المستثمر و الربح الاقتصادي؛ اذ يجب الغاء جميع البنود غير العادية من حساب الربح و راس المال المستثمر.
- تعديل اي تغيير في القيمة الدفترية لراس المال و الذي كان مخفيا بسبب المعالجة المحاسبية؛ مثلا عند استخدام التجميع لحساب عملية الدمج تبقى القيمة الدفترية في الميزانية العمومية و يتم تجاهل شهرة المحل (goodwill) و بالتالي ينبغي تصحيح القيمة الدفترية لراس المال و زيادة قيمتها لتعكس السعر المدفوع على الاستحواذ و العلاوة على القيمة الدفترية.

⁽¹⁾Daniela Venanzi, Op. cit. PP 20- 23.

المطلب الثالث: المؤشرات المالية

افضل المؤشرات هي مؤشر القيمة الحالية الصافية (NPV) حيث تزود المستخدمين بمقياس دقيق لخلق القيمة، كما بينت بشكل متكرر بان خلق قيمة جوهرية هو المحرك الاساسي للقيمة السوقية للشركات، لكن العائق الوحيد للقيمة الحالية الصافية هو انها يجب ان تحسب على عدة دورات، مما يجعل المحلل الخارجي الذي ليس له القدرة للوصول الى كل المعلومات الضرورية امام صعوبة حسابها⁽¹⁾.

اولا_ مؤشر القيمة الحالية الصافية:

وتستخدم طريقة صافي القيمة الحالية على نطاق واسع لاتخاذ قرارات تخصيص الموارد. إن صافي القيمة الحالية للاستثمار تقيس التغيير في الثروة الحالية للمساهمين التي ينبغي أن تنتج عن الاستثمار. وبعبارة أخرى، هي القيمة، أو الثروة، التي تم إنشاؤها للمساهمين إذا تم القيام بالاستثمار. مع ملاحظة أن الثروة يقال أنها "خلقت" في وقت اتخاذ القرار، تحسبا للفوائد في المستقبل⁽²⁾.

يتضمن حساب وتفسير صافي القيمة الحالية أربع خطوات⁽³⁾:

- تقدير جميع التدفقات النقدية المتوقعة التي يستتبعها الاستثمار ويشمل ذلك جميع التدفقات الداخلة والخارجة من الاستثمار.
 - تقدير مخاطر المشروع.
 - تقدير معدل العائد السنوي الذي يمكن للمستثمرين كسبه في أماكن أخرى في نفس المستوى من الخطر. هذا معدل العائد، وهو مقدر كنسبة مئوية، تسمى تكلفة رأس المال، و هو ما يجعل المستثمرون يستثمرون في المشروع بدلا من الاستثمار في فرص بديلة في أماكن أخرى عند نفس المخاطر.
 - خصم التدفقات النقدية المقدر على أساس تكلفة رأس المال وجمعها للعثور على القيمة الحالية .
- و تحسب كما يلي⁽⁴⁾:

$$NPV= \text{Present value of cash inflows} - \text{Present value of cash outflows}$$

(1) Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur and Antonio Salvi, OP. cit. p 494.

(2) M. P. Narayanan and Vikram Nanda, (2004): Finance for strategic decision making : what non-financial managers need to know, 1 Ed. USA: John Wiley & Sons, p 15.

(3) Ibid.

(4) FRANK J. FABOZZI, OP. cit. P 482.

$$NPV = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

CF_t هو التدفق النقدي في الفترة t

r هو تكلفة رأس المال.

(NPV) هو مقياس للثروة التي أنشأها المشروع، و القاعدة لتطبيقه بسيطة: إذا كان صافي القيمة الحالية هو رقم إيجابي ينبغي القبول بالمشروع. (NPV) يخبرنا أن إنتاج المشروع سوف يؤدي الى زيادة قيمة حقوق المساهمين. مع ملاحظة أن الخطوة 1 تشير إلى التدفقات النقدية المتوقعة بدلا من الأرباح. وتسمى التدفقات النقدية "المتوقعة" لأن التدفقات عادة ما تكون محفوفة بالمخاطر، وقد تكون التدفقات النقدية المحققة أكبر أو أقل من المتوقع. في الخطوة 3، "تكلفة رأس المال" تشير إلى معدل العائد الذي يمكن للمستثمرين كسبه في مكان آخر في نفس المخاطر. وبعبارة أخرى، المستثمرين ليسوا مقيدين بالفرص المتاحة داخل الشركة أو حتى داخل هذه الصناعة. و لكن اهم الخيار في الاستثمار في أي مكان، مما يعني أن الشركة تتنافس على رأس المال مع جميع الشركات الأخرى في العالم. و بالتالي، فإن الاستثمار يجب أن يوفر معدل العائد الذي يساوي أو يتجاوز ما هو متاح في أي مكان في العالم عند نفس المستوى من المخاطر.

تتمتع طريقة صافي القيمة الحالية بعدد من الإيجابيات أهمها⁽¹⁾:

- إن معيار صافي القيمة الحالية يتصف بالدقة و الموضوعية؛
- إن معيار صافي القيمة الحالية يأخذ بعين الاعتبار لمفهوم القيمة الزمنية للنقود؛
- إن معيار صافي القيمة الحالية يفضل استخدامه في حالة المفاضلة بين المشاريع ذات $VAN > 0$.
- إن معيار صافي القيمة الحالية يأخذ بعين الاعتبار كل التدفقات النقدية حتى نهاية عمر المشروع؛
- إن معيار صافي القيمة الحالية يصلح استخدامه في حالة افتراض عدم وجود مشكلة وفرة الأموال.

من أهم سلبيات معيار صافي القيمة الحالية، يمكن ذكر ما يلي⁽²⁾:

- صعوبة تحديد معدل الخصم مسبقا، ذلك لأنه قد يكون من الصعب جدا تحديد ما ستكون عليه تكلفة رأس المال في السنوات المقبلة بسبب احتمالات التقلب، وهو ما يجعل من مسألة افتراض ثبات معدل الخصم في المستقبل أمر مقبول؛

(1) عمران عبد الحكيم، (2017/2016) : معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مطبوعة محاضرات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، ص 43.

(2) نفس المرجع السابق، ص ص 43-44.

- إن معيار صافي القيمة الحالية لا يأخذ بعين الاعتبار للتدفقات النقدية المعاد توظيفها التي قد يحققها المشروع ذو العمر الإنتاجي الأدنى، أي أنه يهمل إمكانية إعادة الاستثمار للتدفقات النقدية التي يحققها المشروع ذو العمر الأدنى؛
- صعوبة المقارنة بين المشاريع المختلفة عن بعضها البعض من حيث تكلفة الاستثمار المبدئي، حيث لا يأخذ بعين الاعتبار قيمة ما يحققه كل دينار مستثمر من خلال إجمالي صافي القيمة الحالية المحقق من تلك المشاريع، ذلك أن عملية اتخاذ القرار تعتمد فقط على القيمة الموجبة لصافي القيمة الحالية المحققة من طرف تلك المشاريع؛
- لا يستخدم معيار صافي القيمة الحالية لوحده بل يجب أن يدعم بنتائج معايير التقييم الأخرى؛
- إن افتراض عدم وجود مشكلة في تمويل المشاريع أمر قد لا يتطابق مع الواقع الميداني في مجال وفترة مصادر التمويل.

المطلب الرابع: مؤشرات السوق و نماذج خط القيمة

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى مؤشرات السوق مثل القيمة السوقية المضافة (MVA)، العائد الكلي للمساهمين (TSR)، نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)، مؤشر Tobin's Q.

اولاً_ مؤشرات السوق:

القيمة السوقية المضافة (MVA) و العائد الكلي للمساهم (TSR) ذو حساسية كبيرة لسوق الاسهم. حيث تمثل (MVA) الفرق بين قيمة حقوق الملكية و صافي الدين الى القيمة المحاسبية لراس المال المستخدم، و يتم التعبير عنها بوحدات نقدية. (TSR) يعبر عنه كنسبة مئوية و يقابل الاضافة في العائد على السهم (توزيعات / قيمة السهم). هناك ضعف كبير في هذين المقياسين و هو انهما قد يظهران دمار في القيمة بسبب هبوط توقعات المستثمر حول الارباح المستقبلية، بالرغم من ان العائد على راس المال المستخدم للشركة اعلى من تكلفة راس مالها⁽¹⁾.

• القيمة السوقية المضافة: (MVA)

تعد القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added المعيار الثاني الذي تم تسويقه من طرف شركة STERN STEWART كمعيار لتقييم الأداء المالي للمؤسسات. و هي تمثل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة و رأسمال المستثمر من قبل الملاك و المقرضين و بهذه الصورة التحليلية فإن القيمة السوقية -وفق

⁽¹⁾Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur and Antonio Salvi, OP. cit. p 494.

وجهة نظر الشركة المسوقة – تعد معيار فائقا و شاملا في قياس و خلق الثروة كما أنه مؤشر للفاعلية التشغيلية في المؤسسات وفقا لقدرتها و كفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المؤسسة و فعاليتها.

هناك طرق متعددة لحساب القيمة السوقية المضافة و اختلاف الطرق يعتمد على افتراضات المعتمدة في قياس MVA كما أن اختيار الطريقة المناسبة يعتمد بشكل أساسي على أهداف المستثمرين و محلي الأوراق المالية و وفق التالي:

ا_ طريقة الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية للمؤسسة:

توفر القيمة السوقية المضافة معلومات عن تقييم سوق الأسهم للموارد التي يساهم بها المساهمون والدائنون بالنسبة لقيمتهم المسجلة في المحاسبة. إن خلق القيمة السوقية يساوي مجموع رسملة الأسهم والقيمة السوقية للدين ناقصا القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر⁽¹⁾:

$$MVA = V_B (CP+D) - V_C (CP+D)$$

حيث: $V_B(CP+D)$ هي القيمة السوقية لرؤوس الاموال المستثمرة، و $V_C(CP+D)$ هي القيمة المحاسبية لرؤوس الاموال المستثمرة.

ب_ طريقة صافي حقوق المالكين:

في غياب القيمة السوقية للديون المالية، يتم افتراض القيمة الدفترية، على افتراض عدم وجود قيمة إضافية منها. وبموجب هذا الافتراض، تعكس القيمة المضافة السوقية خلق القيمة فقط للمساهمين ويقتصر احتسابها على الفرق بين القيمة السوقية للأسهم وقيمة حقوق الملكية في الميزانية العمومية⁽²⁾:

$$MVA = V_B (CP) - V_C (CP)$$

يتم قياس القيمة السوقية للأسهم بالرسملة السوقية، والتي تعرف بأنها نتاج سعر السوق للسهم من خلال عدد الأوراق المالية القائمة. وبالتالي لا يمكن احتساب القيمة السوقية المضافة للقروض غير المدرجة.

⁽¹⁾ Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille et Roland Gillet, OP. cit. P 75-76.

⁽²⁾ Ibid.

تشير القيمة السوقية المضافة الإيجابية إلى أن السوق متفائل ومستعد لدفع الثمن المعروف عليه حالياً لأنه يتوقع أن تقوم الشركة بتكوين ثروة تتجاوز تكلفة رأس المال. ومن ناحية أخرى، تعكس القيمة السوقية المضافة السلبية عدم وجود ثقة في السوق في الإدارة التي توفر الربحية غير الكافية نظراً لتكلفة رأس المال المستخدم.

ج_ طريقة القيمة الحالية الصافية:

وتشير القيمة السوقية المضافة إلى قدرة سوق الأوراق المالية على إظهار قيمة الأصول الاقتصادية للشركة. وهنا نواجه الافتراض الأساسي للكفاءة. و MVA هو مقياس خارجي لخلق القيمة للشركة. ويمكن أن يكون هناك تحيز، إما انتقالي أو دقيق، بين خلق قيمة جوهرية وخلق قيمة سوق الأوراق المالية، لا سيما خلال فترات الفقاعات أو الأعطال في الأسواق المالية. وفي سوق كفؤ، تكون القيمة السوقية المضافة مساوية للتسلسل المتوقع ل(EVA) المحبنة⁽¹⁾:

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t \text{ (ou } PE_t)}{(1+k)^t}$$

حيث PE هو الربح الاقتصادي. K هي تكلفة راس المال.

• العائد الكلي للمساهمين (TSR):

العائد الكلي للمساهمين (TSR) هو خلق قيمة المساهمين من تدفقات الدخل المكتسبة من خلال امتلاك سهم. وهو يساوي مجموع المكاسب الرأسمالية $(P_t - P_{t-1})$ وتوزيعات الأرباح الموزعة خلال الفترة (Dt) المبلغ عنها في سعر السهم في تاريخ الشراء $(P_t - P_{t-1})$ ⁽²⁾:

$$TSR_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

عادة ما تحتفظ اتفاقيات الحساب بربحية محسوبة من حيث إجمالي حيث تضم أي ضرائب على أرباح رأس المال وأرباح الأسهم. لمعرفة ما إذا كان الاستثمار قد خلق قيمة أم لا، فإن الربحية الإجمالية يجب أن تقارن بالربحية المتوقعة من قبل المساهمين. هذا العائد المتوقع هو التعويض الذي يرغب المستثمرون في

⁽¹⁾ Hubert de La Bruslerie, (2010): Analyse financière, 4 éd, Paris: Dunod, P 402.

⁽²⁾ Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille et Roland Gillet, OP. cit. P 75.

الحصول عليه، بالنظر إلى المخاطر المتوقعة على استثماراتهم. يتم قياس هذه الربحية المتوقعة أو تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج MEDAF ، والتي يشار إليها بـ "kcp." وتخلق الشركة قيمة لمساهميها إذا كان (1):

$$TSR > k_{CP}$$

• نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B):

نموذج M/B ل Fruhan (1979) يقارن بين الرسملة الخاصة بالبورصة و الاموال الخاصة من خلال قيمتها المحاسبية. اذا كانت النتيجة اكبر من الواحد، فان تقديرات المساهمين تكون متفائلة بالنسبة لقدرة المؤسسة على خلق القيمة. و العكس عندما تكون الوضعية الصافية اكبر من القيمة السوقية، حيث يكون المؤشر M/B اقل من الواحد، اي المساهمون يتوقعون تحطيم القيمة(2).

نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) مثل مؤشر MVA تقارن نسبة القيمة السوقية (MV) إلى القيمة الدفترية (BV)،. إذا كانت النسبة أكبر من 1، فان السوق واثق في قدرة الشركة على خلق قيمة لمساهميها. بل على العكس، نسبة أقل من 1 تشير إلى تدمير القيمة.

يمكن حساب مؤشر القيمة السوقية الى القيمة الدفترية على النحو التالي(3):

$$M / B = \frac{MV}{BV}$$

• مؤشر Tobin's Q:

نسبة أخرى تستخدم من وقت لآخر هي نسبة توبين Q التي سميت باسم المقترح الأصلي، والاقتصادي الشهير جيمس توبين. هذه النسبة هي(4):

$$Q \text{ ratio} = \frac{\text{Market value of company}}{\text{Replacement costs of assets}}$$

(1)Ibid. P 75.

(2) Gregory Denglos , (2003): La creation de valeur , Paris: Dunod , P 15.

(3)Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille et Roland Gillet, Op. cit. P 76.

(4)James C. Van Horne, Op. cit. P 365.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

القيمة السوقية للشركة هي مجموع القيم السوقية لجميع أدوات الدين بالإضافة إلى إجمالي القيمة السوقية للاسهم. الشركات التي تبلغ نسبتها أقل من 1.0 في كثير من الأحيان هي حالات سيئة. وكلما ارتفعت نسبة Q، زادت جاذبية الصناعة و / أو الميزة التنافسية.

وتختلف نسبة Q عن نسبة M / B حيث أن نسبة Q تستخدم القيمة السوقية للدين بالإضافة إلى حقوق المساهمين. كما تستخدم القيمة البديلة لجميع الموجودات وليس قيمة التكلفة التاريخية⁽¹⁾.

و هناك من لا يفرق بين نسبة Q و نسبة M/B و يجعلهما شيئاً واحداً كمقياس لخلق القيمة الخارجية⁽²⁾:

$MBR = VM / CI$ (ratio Q de Tobin)

$VM > CI : CVE > 0$ ou $MBR > 1$: Création de Valeur

$VM = CI : CVE = 0$ ou $MBR = 1$: circulation de valeur

$VM < CI : CVE < 0$ ou $MBR < 1$: destruction de valeur

حيث: MBR هي نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية.

VM القيمة السوقية لراس المال المستثمر. CI هي القيمة الدفترية لراس المال المستثمر.

CVE هي خلق القيمة الخارجية.

ثانياً_ نماذج خط القيمة:

يسمى هذا المدخل بخط او منحى القيمة حيث يحدد لكل شركة علاقة اساسية بين: نسبة القيمة السوقية (M) على رؤوس الاموال المحاسبية (B)، اي (M/B) و الفرق بين العائد على حقوق الملكية و تكلفة حقوق الملكية. المقارنة بين تسمح بتقدير ما اذا كانت المؤسسة في المستقبل ستحافظ على قيمتها، تخلق قيمة او تهدم القيمة. و يندرج تحت هذا المدخل عدة نماذج منها: نموذج رفع القيمة (نموذج حلفاء التخطيط الاستراتيجي The Strategic Planning Associates Model)، نموذج مصفوفة الربحية (نموذج ماراكون اسوسياتس The Marakon Associates Model) و نموذج ماكنزي (The Mckinsey Model).

⁽¹⁾Ross Westerfield Jaffe, Op. cit. P 47.

⁽²⁾ Félix Bogliolo, (2000): LA CRÉATION DE VALEUR, Paris: Éditions d'Organisation, P 49.

• نموذج رفع القيمة:

يسمى هذا النموذج ب (نموذج حلفاء التخطيط الاستراتيجي The Strategic Planning Associates Model) 1981.

يستند هذا النموذج على معادلة M/B لتقييم الزيادات في القيمة التي تنتج عن القرارات الاستراتيجية للمؤسسة، انطلاقا من الاداء الماضي و الاداء المنتظر للاستراتيجية المعلنة، سيميز المستثمرون مردودية منتظرة (r_a) من خلال تقدير الاداء للمردودية الماضية (r_e)، نسبة التقييم M/B تكون مكافئة لنسبة التقدير لرفع القيمة r_e/r_a . اذا كان $1 = r_e/r_a$ فان الاداء المستقبلي يعادل الاداء الماضي، الاستراتيجية التي تلتزم بها الشركة لا تتضمن لخلق القيمة (جاذبية ضعيفة للصناعة و مصادر محدودة للميزة التنافسية)⁽¹⁾.

يتعلق النموذج بنسبتين⁽²⁾: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية M/B حيث:

$$M/B = \text{Valeur boursière de l'entreprise} / \text{Valeur comptable de l'entreprise}$$

و تسمح بتقدير خلق القيمة. النسبة الاخرى، هي رفع القيمة، و يرمز لها بالرمز I_v و هي:

$$I_v = \frac{\text{Rentabilité financière (ou ROE)}}{\text{Rentabilité espérée par actionnaires}} = \frac{\text{Résultat net/Capitaux propres}}{\text{MEDAF}}$$

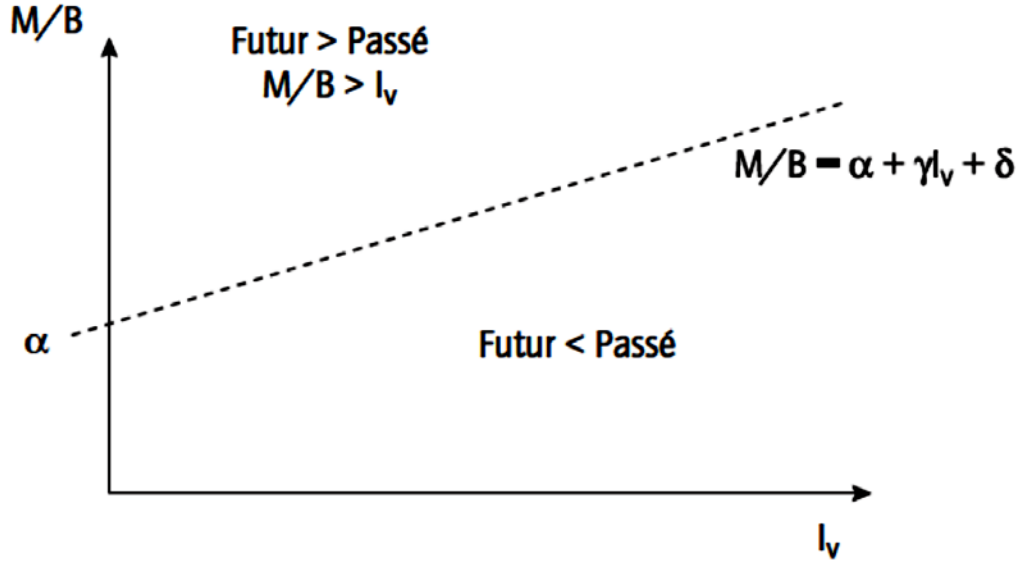
و تسمح هذه النسبة بقياس الاداء الماضي، و يكون الاداء جيد عندما تكون هذه النسبة اكبر من 1.

من خلال المقارنة بين النسبتين السابقتين يمكن الحصول على الشكل التالي:

⁽¹⁾Jean-Louis Magakian et Marielle Audrey Payaud, (2007): 100 fiches pour comprendre la stratégie de l'entreprise, 2^e ed, Paris, Breal, P 240.

⁽²⁾ Pascal BARNETO et Georges GREGORIO, Op. cit. P 242.

الشكل رقم (15_2): نموذج رفع القيمة



source: Pascal BARNETO et Georges GREGORIO, (2009): Finance DSCG 2_ MANUEL ET APPLICATIONS, 2e edition, Paris: Dunod,, P 243.

من خلال الشكل يمكن التمييز بين ثلاث حالات: الحالة الاولى، يكون فيها (M/B) اكبر من (I_v) مما يعني ان خلق القيمة المتوقعة اكبر من خلق القيمة الماضية، و بالتالي حالة الشركة تعرف تطور ملائم. الحالة الثانية، يكون فيها (M/B) اقل من (I_v) اي ان خلق القيمة المتوقعة اقل من خلق القيمة الماضية و بالتالي الشركة تعرف تطور غير ملائم. الحالة الاخيرة يكون فيها (M/B) يعادل (I_v) هذه العلاقة تصف خط القيمة و تظهر ان خلق القيمة المتوقعة يساوي خلق القيمة الماضية.

• نموذج مصفوفة الربحية (The Marakon Associates Model):

يستند الى نفس مفاهيم نموذج حلفاء التخطيط الاستراتيجي و لكن النسبة (M/B) مرتبطة بالفرق $(r_e - r_a)$. و يأتي من هذه العلاقة اربعة حالات⁽¹⁾:

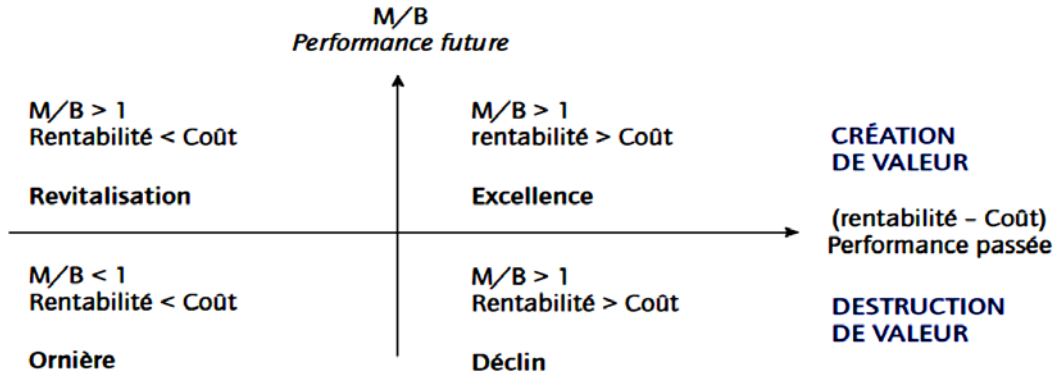
- الوضع الذي يتناسب مع الشركات التي يكون ادائها في المستقبل اعلى من الاداء الذي تم الحصول عليه في الماضي. (La situation de revitalisation)
- الوضع الذي يمثل الشركات التي من شأنها ان تحافظ في المستقبل على ادائها الماضي الجيد. (La situation d'excellence)

⁽¹⁾ Hechmi Soumaya, (2013): EVA VERSUS OTHER PERFORMANCE MEASURES, Asian Economic and Financial Review, vol. 3, issue 4, P 534.

الفصل الثاني: القيمة و خلق القيمة

- الوضع الذي يتناسب مع الشركات التي لا تستطيع تحسين الاداء في المستقبل و الذي كان ضعيفا في الماضي. (La situation d'ornière)
- و اخيرا، فان حالة الشركات التي وصلت الى الاداء الجيد في الماضي و لكن السوق يعتقد ان اداءها سوف ينخفض. (la situation de déclin) و يمكن بناء المصفوفة التالية:

الشكل رقم (2_16): نموذج مصفوفة الربحية



source: Pascal BARNETO et Georges GREGORIO, (2009): Finance DSCG 2_ MANUEL ET APPLICATIONS, 2e edition, Paris: Dunod, P 243.

• نموذج ماكنزي:

يدعى هذا النموذج ب نموذج ماكنزي (على اساس اعمال فروهان): Le modèle McKinsey d'après

les travaux de Fruhan

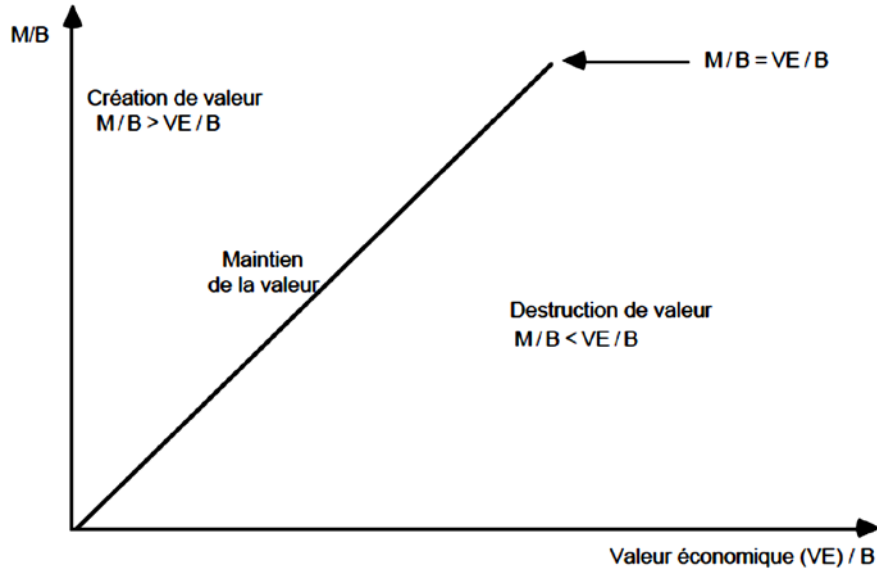
و هو نسخة اخرى لنموذج خط القيمة. و يتعلق بقيمتين⁽¹⁾:

- نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)؛
- العلاقة بين القيمة الاقتصادية المستقبلية للشركة و المقدرة بالاعتماد على البيانات الماضية (VE) و القيمة الدفترية لرؤوس الاموال الخاصة (B) اي (VE/B).

وفقا لهذا المبدأ نحصل على المصفوفة التالية:

⁽¹⁾Pascal BARNETO, Georges GREGORIO, OP. cit. P 244.

الشكل رقم (17_2): نموذج ماكنزي



source: Christian Hoarau, (2000): Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire, Working Paper, GREGOR, n°6/2000, P 7.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل تتضح اهمية مفهوم القيمة باعتبار ان القيم هي احكام يصدرها الناس على الاشياء، حسب تعريف ادلر. فالفكر الاقتصادي يركز على قيمة السلع و الخدمات عند الحديث عن المفهوم القيمة، حيث يفرق بين قيمة الاستعمال و قيمة المبادلة، و هذين النوعين لا يختلفان عن كونهما احكام تصدر حول السلعة او الخدمة، فقيمة الاستعمال تعتبر حكم شخصي او فردي حول منفعة السلعة و مدى قدرتها على اشباع الحاجة، فقد تكون السلعة نافعة حسب شخص معين و غير نافعة حسب شخص اخر. اما قيمة الاستعمال فتعتبر حكم جماعي يتطلب وجود مجموعة من الافراد و مكان للتداول لتحديد هذه القيمة، ثم بعد ذلك يتم التعبير عن القيمة بواسطة الثمن. كما يتضح من خلال هذا الفصل ان كيفية تحديد هذه القيمة شكل على مر العصور نقاش واسع انبثق منه اربع نظريات و هي نظرية العمل، نظرية تكاليف الانتاج، نظرية المنفعة الحدية و نظرية العرض و الطلب، و كل هذه النظريات ساهمت بشكل كبير في تحديد قيمة السلعة او الخدمة الى ان حلت مشكلة القيمة من خلال نظرية العرض و الطلب. اما الفكر المالي فهو يركز على القيمة السوقية للمؤسسة عند الحديث عن مفهوم القيمة، و التي تتأثر داخليا، بمجموعة القرارات المتخذة من طرف الادارة المالية سواء في مجال التمويل او مجال الاستثمار او مجال توزيع الارباح، كما تتأثر خارجيا، من خلال مدى كفاءة السوق المالي في عكس القيمة الحقيقية للمؤسسة. كما يتضح من خلال هذا الفصل، اهمية مفهوم خلق القيمة كهدف حديث للمؤسسة الاقتصادية اين يتم التفريق بين الربح المحاسبي و الربح الاقتصادي و اخذ تكلفة الفرصة البديلة بعين الاعتبار. فزيادة القيمة السوقية للمؤسسة يتضح جليا من خلال زيادة سعر سهمها العادي في السوق المالي، و الذي يتطلب ادارة كفوة لمختلف وظائف المؤسسة، من ضمنها الادارة المالية، خاصة ادارة راس المال العامل (الاجمالي) الذي له دور محوري في تحقيق الارباح. ففي السنوات الاخيرة بعد الازمة المالية العالمية 2008 تم نشر الكثير من الدراسات من مختلف الدول حول ادارة راس المال العامل و علاقته بربحية المؤسسة، و هذا لما له من اهمية كبرى في قدرة المؤسسة على البقاء و الاستمرار في ظل اختلال التوازن على المستوى الكلي او الجزئي.

الفصل الثالث

دراسة حالة مجمع صيدال
للفترة (2016-2005)

تمهيد:

بعد التطرق الى الجانب النظري، الذي تناول مفهوم راس المال العامل و ادارته، مفهوم القيمة و خلق القيمة، حيث تم ابراز اهم الجوانب المتعلقة بالموضوع، لا سيما المستويات المثلى لراس المال العامل و مكوناته و المزيج التمويلي الامثل لتمويل هذه المستويات المثلى، اين تؤكد الادبيات المتعلقة بالإدارة المالية ان هذه المستويات المثلى تؤدي الى خلق القيمة للمساهمين و لمختلف الاطراف الاخرى ذات المصلحة كالموظفين و الزبائن و المجتمع ككل. يتم في هذا الفصل التعرض الى دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)، هذا المجمع الرائد في مجال صناعة الادوية و الذي له تاريخ قديم في هذه الصناعة. حيث يتم دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة التي تمثل مؤشرات كفاءة ادارة راس المال العامل و المتغيرات التابعة التي تمثل مؤشرات خلق القيمة. تتمثل متغيرات راس المال العامل، بصفة اجمالية، في معدل دوران راس المال العامل (الاصول المتداولة)، سياسة الاستثمار في راس المال العامل و سياسة تمويل راس المال العامل. ام المتغيرات الاخرى فتتعلق بمكونات راس المال العامل (المخزون، الذمم المدينة و النقدية و ما يعادلها)، اما مؤشرات خلق القيمة فتتمثل في المؤشرات الحديثة لخلق القيمة و هي القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و مؤشر العائد الكلي للمساهم. الهدف من الدراسة هو معرفة مدى قدرة متغيرات راس المال العامل على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة على مستوى مجمع صيدال و خلال الفترة المدروسة، ثم تعميم النتائج المتوصل اليها على باقي السنوات الاخرى، مع امكانية التقدير للمستقبل، لان معرفة العوامل المحددة لخلق القيمة في المؤسسة يعتبر خطوة مهمة جدا، يمكن من خلالها التخطيط للوصول الى هدفها و هو خلق القيمة. للقيام بهذه الدراسة تم تقسيم هذا الفصل الى خمسة مباحث و هي كالتالي:

المبحث الاول يتناول تقديم مجمع صيدال

المبحث الثاني يتناول الاطار العام للدراسة التطبيقية

المبحث الثالث يتناول تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

المبحث الرابع يتناول تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA)

المبحث الخامس يتناول تحليل نتائج الدراسة بالنسبة ل (M/B) و (TSR)

المبحث الاول: تقديم مجمع صيدال

تلعب صناعة الأدوية دوراً هاماً في تحسين الرعاية الصحية العالمية. فرغم تطور هذا القطاع على الصعيد العالمي الا انه حسب منظمة الصحة العالمية، فان حوالي ملياري شخص في جميع أنحاء العالم لا يحصلون على الأدوية واللقاحات الأساسية، أو لا يحصلون على أي منها على الإطلاق. لا تزال صناعة الادوية اليوم واحدة من أكثر الصناعات الابتكارية في العالم وأكثرها ابتكاراً وأكثرها ربحاً، حيث تتألف من شركات تعمل في مجال البحث وتطوير وتصنيع وتوزيع الأدوية للاستخدام البشري أو البيطري.

للأدوية الجديدة تأثير إيجابي هائل على الصحة العالمية والازدهار والإنتاجية الاقتصادية من خلال إنقاذ الأرواح، وزيادة العمر الافتراضي، والحد من المعاناة، منع العمليات الجراحية وتقصير الإقامة في المستشفى، وقد أدى التقدم في مجال الطب إلى القضاء على الأمراض الفتاكة وجلب ظروف أخرى تهدد الحياة. أصبح العلاج بالعقاقير الآن جزءاً لا يتجزأ من كل جانب من جوانب الرعاية الصحية تقريباً، ووجدت الاختراقات الجديدة بإحداث ثورة في علاج الأمراض غير المعدية.

المطلب الاول: صناعة الادوية في العالم

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى خصائص صناعة الادوية في العالم، انواع شركات الادوية العالمية، سوق الادوية في العالم.

اولا_ خصائص صناعة الادوية في العالم:

يمكن تحديد الخصائص الرئيسية لصناعة الادوية في العالم على النحو التالي⁽¹⁾:

- زيادة العولمة،
- تغيير هيكل المنافسة وزيادة القدرة التنافسية،
- نقص المنتجات الجديدة، على الرغم من زيادة الاستثمارات في أنشطة البحث والتطوير،
- زيادة أهمية القضايا التنظيمية (التسجيلات وحقوق الملكية الفكرية والدعاوى القضائية)،
- الدمج السريع وتركيز صناعة الأدوية العالمية ،

⁽¹⁾ Dragan Kesic, (2011): Strategic Development Trends in the World Pharmaceutical Industry. Faculty of Management Koper, University of Primorska, Slovenia, Managing Global Transitions: Volume 9, Number 3, P207.

- _ تطوير مجالات وتكنولوجيات علاجية جديدة (التكنولوجيا الحيوية ، علم الصيدلة الجينية)،
- شيخوخة سكان العالم وفتح مجالات علاجية جديدة غير مغطاة بعد،
- التطور السريع للأسواق العالمية العامة.

جعلت هذه الخصائص صناعة الأدوية العالمية تتغير بشكل عميق حيث استمرت عمليات مكثفة للاندماج والاستحواذ في جميع القطاعات الثلاثة لصناعة الأدوية العالمية. كما تؤثر عملية العولمة السريعة على تعزيز صناعة الأدوية العالمية . زيادة القدرة التنافسية والبنية المعدلة للمنافسين تؤثر على التوجه الاستراتيجي لشركات الأدوية العالمية .إن التحالف، في أشكال عمليات الاندماج والاستحواذ، يسود أكثر فأكثر كتوجه استراتيجي لشركات الأدوية العالمية.

تشير التقديرات إلى أن تطوير عقار جديد (ناس - نيو أكتيف سبستانس) يحتاج اليوم إلى استثمار أكثر من 1.2 مليار دولار أمريكي ويستغرق أكثر من 12 عامًا لجعله منتجًا منتهيًا ومسجلًا قانونيًا ومقبولًا في السوق⁽²⁾.

ثانياً_ انواع شركات الادوية العالمية:

هناك ثلاث مجموعات مختلفة من شركات الأدوية العالمية⁽³⁾:

- _ شركات الادوية التي تعمل في مجال البحث والتطوير والتسويق الأساسيين والمبيعات للمنتجات الصيدلانية الجديدة والمبتكرة وذات العلامة التجارية (ما يسمى بالمواد الأصلية)،
- _ شركات المستحضرات الصيدلانية التي تعمل على تطوير ومبيعات المنتجات الجينية (ما يسمى منتجي الأدوية الجينية)،
- _ شركات المستحضرات الصيدلانية التي تعمل في مجال البحث والتطوير الأساسيين في مجال التكنولوجيا الحيوية والمنتجات والتقنيات الصيدلانية الجينية لأنظمة التوصيل الجديدة (ما يسمى بالأخصائيين).

² Ibid. P208.

³ Ibid. PP208-209.

ثالثا_ سوق الادوية في العالم:

في عام 2017 ، تجاوزت سوق الأدوية العالمية عتبة المبيعات البالغة 1 تريليون دولار (حوالي 826 مليار يورو) ، بزيادة 6% عن عام 2016. لا تزال السوق الأمريكية هي الأكبر، حيث تمتلك 45% من السوق العالمية، متقدمة بشكل كبير على الأسواق الأوروبية الرئيسية (ألمانيا وفرنسا وإيطاليا والمملكة المتحدة وإسبانيا)، والتي تتمتع بحصة سوقية تبلغ 16.5% واليابان (7.8%) والبلدان الناشئة (الصين والبرازيل) 10.7%، و فيما يلي الاسواق العشرة الاولى للأدوية في العالم لسنة 2017:

الجدول رقم (3-1): الاسواق الاساسية للأدوية في العالم لسنة 2017:

الدولة	الحصة السوقية
الولايات المتحدة	44.6%
الصين	8.3%
اليابان	7.8%
المانيا	4.6%
فرنسا	3.7%
ايطاليا	3.3%
المملكة المتحدة	2.5%
البرازيل	2.5%
اسبانيا	2.4%
كندا	2.1%

Source: <https://www.leem.org/marche-mondial>, consulté le: 07/06/2018.

المطلب الثاني: مجمع صيدال

من خلال هذا المطلب يتم التعرض الى الصيدلية المركزية الجزائرية، نشأة صيدال، التعريف بمجمع صيدال، الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال، سياسة صيدال في الشراكة، دخول صيدال الى البورصة.

اولا_ الصيدلية المركزية الجزائرية:

تم تطوير القطاع الصيدلي الخاص في الجزائر بشكل عام منذ الاستقلال في عام 1962، في اطار تأميم بعض شركات التوزيع بالجملة والصيدليات التي تخلى عنها أصحابها الأوروبيون.

في سنة 1969 تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية بأمر رئاسي، يسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة للاستيراد و التصنيع و التسويق للمنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب البشري وقد مر قطاع الصيدلاني في الجزائر بثلاث مراحل أساسية⁽⁴⁾:

- تأسيس و تطوير المؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية (PCA).
- تأطير القطاع الناتج من إعادة هيكلة هذه المؤسسة.
- نهاية الاحتكار العمومي للمنتجات الصيدلانية.

عند نشأتها كانت مكلفة بالتمويل والتوزيع للأدوية والمنتجات الكيميائية و ضروريات المستشفيات مع احتكار الاستيراد للمواد الصيدلانية و الأدوات الصحية و الوسائل العلمية والأدوات الأخرى الضرورية للطب الإنساني و الحيواني (البيطرة).

و في إطار مهمتها الإنتاجية، أسست سنة 1971 ثم 1975 وحدة الإنتاج بالحراش و استرجعت على مرحلتين بيوتيك و فارمال.

⁴ <http://ecomedfot.blogspot.com/2015/08/Saidal-complex-.html> consulté le: 05/05/2018.

ثانياً_ نشأة صيدال:

حسب معلومات متحصل عليها من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال، فإن نشأة المجمع مرت بعدة مراحل⁽⁵⁾:

أنشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار، من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة. كما حوّل إليها في 1988، مركب "المضادات الحيوية" للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية).

في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع.

في سنة 1997، وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيببوتيكال وبيوتيك).

في 2009، رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%. وفي سنة 2010، قامت بشراء 20% من رأسمال شركة إبييرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة "تافكو" من 38.75% إلى 44.51%

في 2011، رفعت صيدال حصتها في رأسمال إبييرال إلى حدود 60%.

في جانفي 2014، شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيببوتيكال، فارمال وبيوتيك.

⁵ <https://saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/historique>. consulté le: 07/05/2018.

ثالثا_ التعريف بمجمع صيدال:

حسب نفس الموقع السابق⁽⁶⁾:

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري. 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة و الـ 20 % المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص. تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

يتمثل الهدف الاستراتيجي لمجمع صيدال في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجينية والمساهمة، بشكل فعلي، في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية.

إن صفة المؤسسة العمومية تخول لمجمع صيدال مهمتين أساسيتين:

_ ضمان استقلاله المالي والاستدامة في الحفاظ على توازنه المالي وضمان تحسين القدرة التنافسية لمنتجاته، من أجل تحقيق أهداف نموه وتطوير موارده البشرية. تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة، بصفته المساهم الرئيسي.

_ و في إطار مهمته الأساسية، حدد مجمع صيدال خطوط العمل التي تمكّنه من ضمان نموه وتعزيز مكانته الرائدة في إنتاج الأدوية الجينية.

في طليعة هذه الخطوط، يظهر مخطط شامل ومتكامل للتنمية يرافق توسع المجمع والذي يتمركز حول تثمين الموارد البشرية، تحسين التنظيم ونظام المعلومات، تعزيز ثقافة المؤسسة وتنفيذ سياسة فعالة للاتصال:

- تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية.
- المساهمة في الحد من الواردات،
- الانفتاح على الأسواق الخارجية،
- الزيادة من مستوى رضى المستهلك.

⁶ <https://saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous> .consulté le: 07/05/2018.

رابعاً_ الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

هيكل المجمع هو عبارة عن هيكل من نوع وظيفي، يضم العديد من المديريات المقسمة الى وظائف مختلفة و التي تهدف الى ضمان السير الحسن لنشاط المجمع. كما يضم ثلاثة فروع و ثلاث وحدات تجارية و مركز للبحث و التطوير.

_ الفرع الاول (Antibiotic):

هذه الشركة الفرعية الواقعة في مدينة «مدية»، مجهزة بجميع التسهيلات اللازمة لإنتاج المضادات الحيوية من البنسلين والغير بنسلين. لديها وحدتين شبه اصطناعية للمنتجات عن طريق الفم والحقن، وكيان واحد للتخصصات الصيدلانية ومبنيين: واحد مخصص لمنتجات البنسلين، والآخر لمنتجات غير البنسلين.

_ الفرع الثاني (Pharmal):

لدى فارمال ثلاثة مصانع إنتاجية ومختبر لمراقبة الجودة يقدم خدمات لهذه الوحدات وكذلك للعملاء الخارجيين.

مصنع دار البيضاء: يقع هذا المصنع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة ، وينتج مجموعة واسعة من الأدوية في عدة أشكال جالينية.

مصنع قسنطينة: يقع في قسنطينة ، في شرق البلاد ، لديها ورشتين متخصصة في إنتاج شراب. وحدة الانسولين: هذه الوحدة متخصصة في إنتاج الأنسولين البشري بثلاثة أنواع من الإجراءات: سريعة (Rapid)، بطيئة (Basal) ومتوسطة (25Comb).

مصنع عنابة: هذا المصنع متخصص في تصنيع الأشكال الجافة.

_ الفرع الثالث (Biotic):

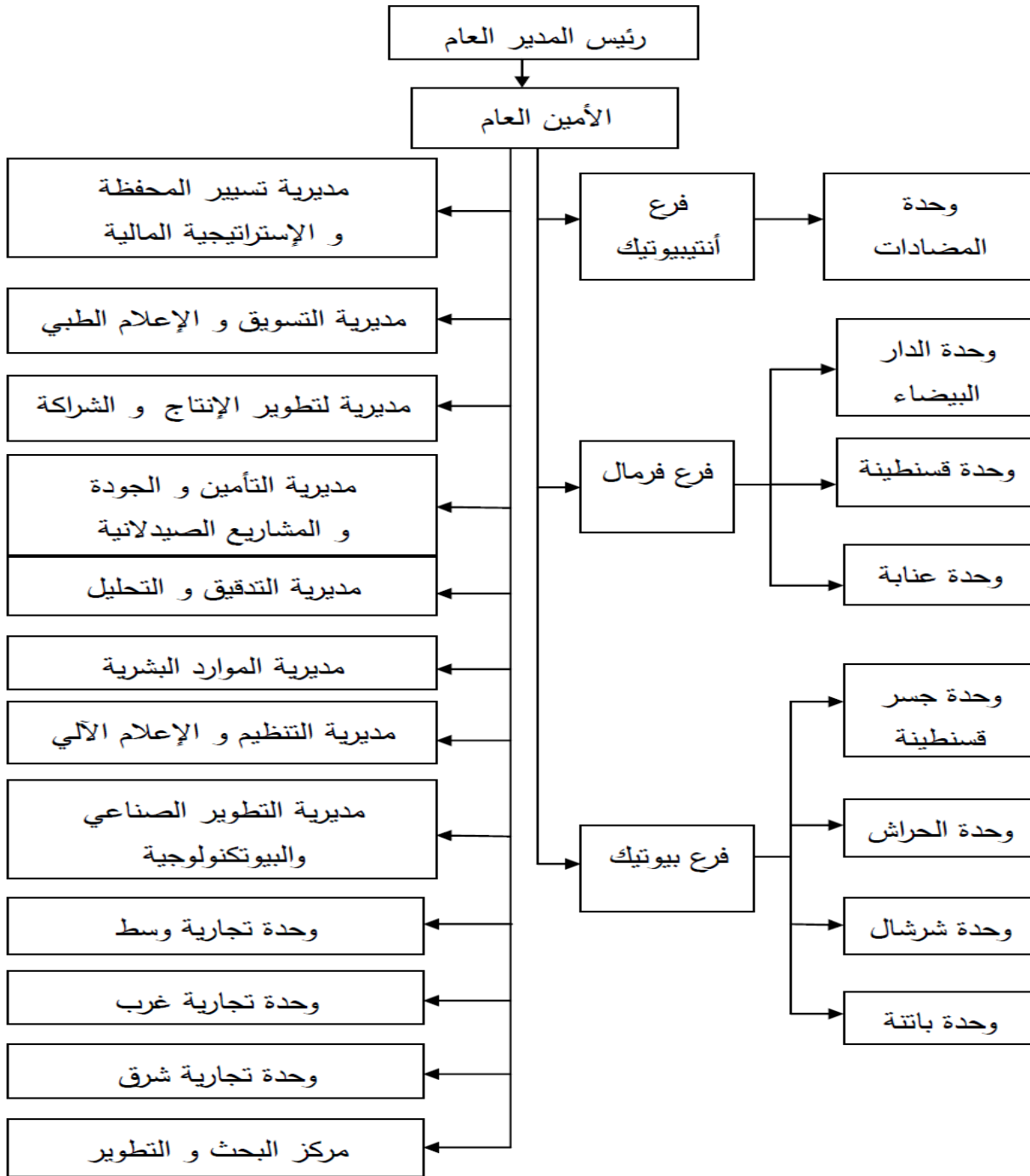
لديها أربعة (04) مصانع إنتاج:

- مصنع: Gué de Constantine

ويتكون من جزأين متميزين: أحدهما لتصنيع الأشكال الجالينية (التحاميل ، الأمبولات والأقراص) ، والآخر مزود بتقنية حديثة جداً متخصصة في إنتاج المواد المذابة الضخمة (الحقائب والقوارير). هذا المصنع لديه مختبر لمراقبة الجودة.

- مصنع الحراش: لديه أربع ورش إنتاج: شراب ، حلول ، أقراص ، لوز ملبس ، مرهم.
- مصنع شرشال: لديه ثلاثة مرافق الإنتاج: شراب ، وأشكال جافة (أقراص ، ومسحوق في كيس ، كبسولات) وتركز غسيل الكلى.
- مصنع باتنة: وهي مكرسة لإنتاج التحاميل.

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: معلومات من مجمع صيدال

خامسا_ سياسة صيدال في الشراكة:

فيما يخص مجمع صيدال الذي يعمل حاليا على برنامج طموح للتوسع، فإن تنمية الشراكة تمثل محورا يتوافق مع احتياجاته، واقع السوق و كذا أهداف شركائه. استخلاصا للعبء من التحالفات السابقة، قمنا بتتبع المسعى من خلال إقامة علاقات شراكة جديدة مبنية على التكامل بين الشركاء، المرودية واستدامة العمليات التي تمت مباشرتها⁽⁷⁾.

يتواجد مجمع صيدال حاليا بصفة مساهم رئيسي أو بالأغلبية في شركة واحدة (01). كمساهم رئيسي أو بالأغلبية في ثلاث (03) شركات هي في طور الإنشاء كمساهم بأقلية في ثلاثة (03) شركات، المناقشات جارية حاليا مع شركاء آخرين لإنشاء شركتين جديدتين (02) من اجل تغطية أقسام علاجية مختلفة. إن الشراكات التي أقامها المجمع تكتسي أشكال عديدة: شراكة صناعية وتجارية، منح امتياز الرخصة وإنشاء شركات مشتركة.

من بين المعايير التي تحدد كل شراكة، نجد مصداقية الشركاء والنزاهة في الالتزامات و كذا الثقة المتبادلة. إن نوعية الاتفاقات المتعلقة بمشاريع الأوسوليين والأورام التي أنجزت مؤخرا وسير برامجها التنفيذية تشهد، إذا لزم الأمر، بصحة هذا المسعى.

ا_ الفروع:

_ سوميدال:

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، سوميدال هو نتاج شراكة بين مجمع صيدال (59%)، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36.45%) و فيناليب (4.55%).

تتضمن وحدة الانتاج سوميدال ثلاثة أقسام:

- قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية،
- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم)،
- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

⁷ <https://saidalgroup.dz/ar/partenariat>. consulté le: 07/05/2018.

_ إيبيرال:

إيبيرال هي شركة ذات أسهم نابعة عن شراكة بين القطاعين العام / الخاص بين مجموعة صيدال (40 %)، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40 %) وفلاش الجزائر، المتخصصة في المواد الغذائية (20 %).

تكمن المهام الرئيسية لـ إيبيرال في إنشاء و إستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري.

يهدف المشروع الصناعي إيبيرال إلى تحقيق ما يلي:

- صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)
- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)
- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

ب_ المساهمات:

تتضمن مساهمات المجمع شركات صيدلانية حيز النشاط، مشاريع قيد الانجاز و مساهمات اخرى.

_ شركات صيدلانية حيز النشاط:

تتضمن هذه الشركات ما يلي:

• وينثروب فارما صيدال: (WPS)

تأسست عام 1999 بين مجموعة صيدال (30 %) وشركة سانوفي (70 %) من أجل تصنيع وتجهيز وتسويق، في الجزائر، المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام البشري. إنطلقت وحدة الانتاج WPS ، الكائنة بالمنطقة الصناعية واد السمار، في الإنتاج في ديسمبر 2000. وتشغل حاليا 103 عاملا حيث حققت عام 2012، إنتاج 24.6 مليون وحدة لتبلغ قيمة مبيعاتها 1.8 مليار دينار.

• فايزر صيدال مانوفكتورينغ: (PSM)

شركة مشتركة، تأسست في عام 1998 بين مجمع صيدال وشركة فايزر فارم الجزائر من أجل تصنيع وتوظيف وتسويق المنتجات الصيدلانية والكيميائية.

تتواجد وحدة PSM في المنطقة الصناعية لواد السمار، إنطلقت في الإنتاج في فيفري 2003 و توظف حاليا 63 عاملا وقد حققت في عام 2012 إنتاجا قيمته 10 ملايين وحدة ليبلغ رقم مبيعاتها 3.7 مليار دينار.

_ المشاريع الصيدلانية قيد الانجاز:

صيدال - نورث افريكا هولدينغ مانوفكتورينغ (SNM) FNI - مشروع قيد الانجاز، (SNM) هو نتاج لشراكة أبرمت في سبتمبر 2012 بين مجمع صيدال (49%)، والشركة الكويتية نورث افريكا هولدينغ مانوفكتورينغ (49%) والصندوق الوطني للاستثمار (02%) من أجل إنشاء مركز متخصص في تنمية وتصنيع وتسويق الأدوية المضادة للسرطان.

• تافكو (شركة تاسيلي للأدوية):

هي ثمرة شراكة أبرمت عام 1999 بين مجمع صيدال (44.51%)، اكديما، سبيماكو و جي بي أم من أجل تصنيع وتسويق واستيراد المنتجات الصيدلانية (الحقن والسوائل والقطرات). تقع وحدة الإنتاج تافكو في المنطقة الصناعية بالروبية.

ج_ المساهمات الأخرى:

يحوز مجمع صيدال أيضا على مساهمات في شركات أخرى:

الجيري كليرينغ (شركة مالية) 6.67%

نوفر (مؤسسة إنتاج الزجاج) 4.46%

اكديما (الشركة العربية للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية) 0.38%.

سادسا_ دخول صيدال الى البورصة:


- طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة، و اثناء اجتماع انعقد يوم 18 جوان 1998، في اطار عملية الخوصصة، و حسب الامر رقم 95/22 ليوم 26 اوت 1995 المتعلق بخوصصة المؤسسات العمومية القابلة للخوصصة حسب برنامج الخوصصة المتبنى من طرف الحكومة لا سيما المواد 25 و 26. انعقاد الجمعية العامة الاستثنائية يوم 22 جوان 1998 لصيدال تبنت القرار رقم اربعة، اثر اقتراح من مجلس الادارة. هذا القرار سمح لصيدال بالدخول الى البورصة من خلال فتح جزء من رأسمالها⁽⁸⁾.

- الجزء المتخلى عنه من راس المال هو 20% و الذي يمثل 2.000.000 سهم بسعر ثابت قدره 800 دج.

- العملية انطلقت في 15 فيفري 1999 و انتهت في 15 مارس 1999.

- التقييم المالي، الاقتصادي و الصناعي لصيدال تم القيام به من طرف مكتب الدراسات الدولي PGA فرع فرنسا ل Arthur Anderson.

جدول رقم (3-2): البطاقة التقنية لمجمع صيدال

البيان	مجمع صيدال
الشعار (العلامة التجارية)	
المقر الاجتماعي	الطريق الوطني رقم 11 الدار البيضاء الجزائر العاصمة
راس المال	شركة مساهمة براس مال 2.500.000.000 دج.
طبيعة الصفقة	سعر العرض العام 20 من راس المال 2.000.000 سهم
نوع الاوراق المالية	اسهم اسمية
عدد المساهمين	19288 مساهم
غالبية المساهمين	عقد عمومي مع chimie-pharmacie 80%
التعاملات	طرح 2.000.000 بقيمة اسمية 250 دج و تصدر ب 800 دج
مدة العرض	من 15 فيفري الى 15 مارس 1999.
تأشيرة COSOB	رقم 04/98 من سبتمبر 1998
الدخول في البورصة	17 جويلية 1999.
اول تحديد للسعر	جلسة 20 سبتمبر 1999.

source: <http://www.cosob.org/poste/emetteur-1/> consulté le 20/04/2018

⁸ La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998, P 04.

ا_ رأسمال المجمع:

عرف رأس المال الاجتماعي للشركة عدة تغيرات، حيث ارتفع من 80 مليون دينار إلى 500 مليون دج سنة 1992، في سنة 1995 زاد رأسمال الشركة من 500 مليون دج إلى 510 مليون دج، ليصل إلى 600 مليون دج سنة 1996، وفي سنة 1997 وصل إلى 1536 مليون دج ليصل إلى 2500 مليون دج سنة 1998، وإلى غاية هذه السنة مجمع صيدال يقدر رأسماله ب 2.500.000.000 دج.

ب_ مبلغ العرض العمومي للبيع:

يتمثل مبلغ العملية في 20% من رأس المال الاجتماعي أي 500 مليون دج مقسمة على 2 مليون سهم، هذه الأخيرة تأخذ شكل سهم اسمية بقيمة وحدوية تقدر ب 250 دج، و هذا من إجمالي 10 ملايين سهم. حسب هذه العملية فان مساهمة الدولة تتكون من 80% من خلال الشركة العامة القابضة " كيمياء- صيدلة".

الجدول رقم (3_3): نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

النسبة %	عدد الأسهم	الفئات
5.13	102 658	المؤسسات المالية
4.48	89 615	الأشخاص المعنويين الآخرين
0.83	16 514	عمال مجمع صيدال
89.56	1 791 213	الأشخاص الطبيعيين الآخرين
100	2 000 000	المجموع

Source : La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1998, Page: 08

ج_ مستوى الاقبال على اسهم المجمع:

يمكن عرض البيانات الخاصة بمستوى الاقبال على اسهم المجمع من طرف المستثمرين للفترة الممتدة من 1999 و هي سنة دخول المجمع الى البورصة، الى غاية تاريخ الاطلاع و هو 2018/04/21، و ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3_4): مستوى الاقبال على اسهم مجمع صيدال

السنة	عدد الصفقات	حجم التداول	قيمة التداول دج
1999	683	24898	20215870.00
2000	1907	165082	129358900.00
2001	1403	195341	152091620.00
2002	1564	47915	23839055.00
2003	165	6148	2714740.00
2004	31	1781	616490.00
2005	32	5245	1829205.00
2006	54	14266	5633480.00
2007	10	730	312400.00
2008	114	31220	12398570.00
2009	91	25521	9761345.00
2010	84	18038	7763465.00
2011	155	29804	20044240.00
2012	58	15031	10195255.00
2013	48	6701	3899550.00
2014	92	22244	12106480.00
2015	70	15739	9343295.00
2016	56	17719	10945785.00
2017	48	4810	3157865.00
2018	34	7697	4825380.00

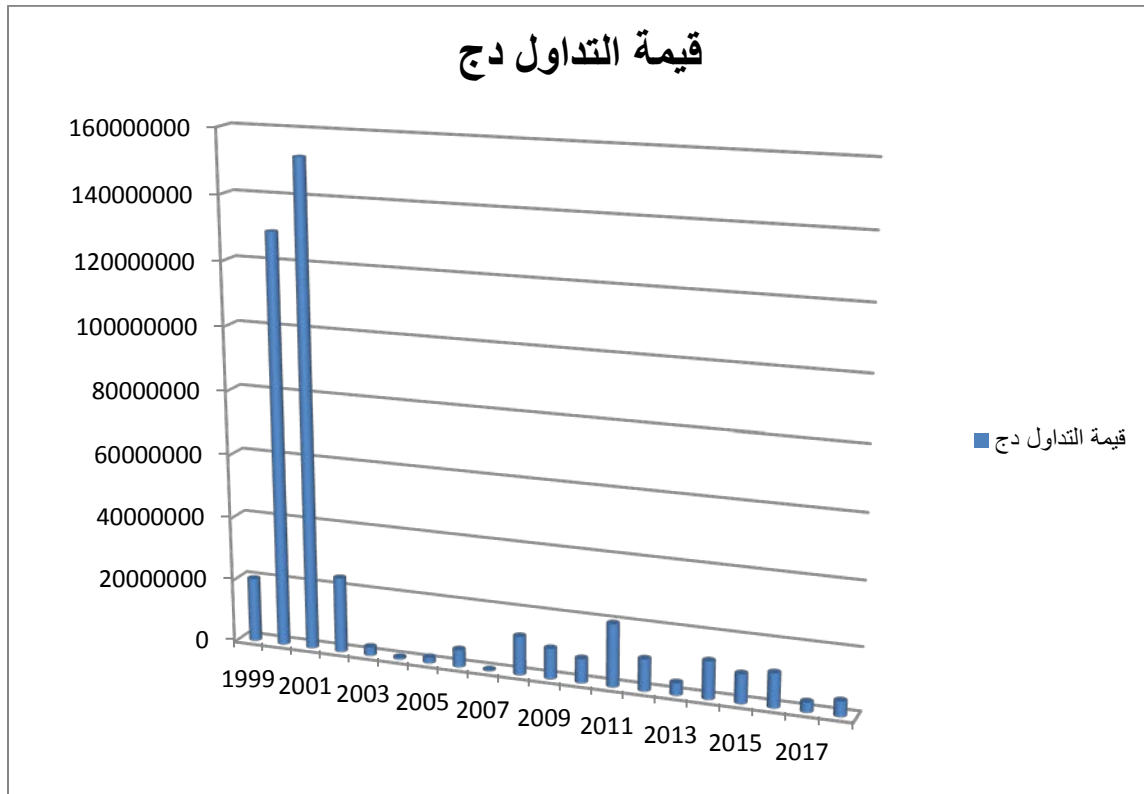
Source: http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc consulté le 21/04/2018

يوضح الجدول مستوى الاقبال على اسهم صيدال منذ تاريخ اول تداول لأسهمها في البورصة و ذلك سنة 1999 الى غاية تاريخ الاطلاع و الذي تم في 2018/04/21. خلال هذه الفترة سجل سهم صيدال اعلى حجم تداول سنة 2001 و ذلك بمقدار 195341 سهم، حيث كان هناك ارتفاع متواصل، مرورا من 24898 سهم سنة 1999 الى 165082 سهم سنة 2000. هذا الارتفاع يرجع الى الاقبال الكبير على اسهم المجمع من طرف المستثمرين حيث قدر عدد الصفقات ب 1403 صفقة بقيمة تداول قدرها 152 مليون دينار، هذه الاخيرة التي تمثل اعلى قيمة للتداول بالنسبة للمجمع. ارتفاع حجم التداول كان تعبير عن سيولة هذه الاسهم خلال السنة المذكورة. حيث نجد ارتفاع في قيمة التوزيع الذي بلغ 40 دج مقارنة ب 20 دج لسنة 2000. بعد سنة 2001، انخفض حجم التداول ليسجل ادنى مستوى له في سنة 2007 بمقدار 730 سهم. هذا الحجم يقابل 10 صفقات تم عقدها و هو ايضا اقل عدد للصفقات. كما ان قيمة التداول كانت عند ادنى مستوى لها اي بقيمة 0.3 ملون دج. هذا المستوى من حجم التداول يدل على تجاهل كبير للاسهم من طرف المستثمرين، و هذا راجع الى انخفاض سعر السهم (440 دج) من جهة و انخفاض قيمة التوزيع من جهة اخرى (11 دج)، و بالتالي يمكن اعتبار الاسهم هزيلة او غير سائلة. في سنة 2017 سجل حجم التداول 4810 سهم بعد تراجع

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

مقارنة بسنة 2016 اين تم تسجيل 17719 سهم. كما ان عدد الصفقات كذلك سجل تراجع ملحوظ، من 56 صفقة سنة 2016 الى 48 صفقة سنة 2017. من ناحية اخرى، نجد ان قيمة التداول انخفضت ايضا من 10.9 ملون دج الى 3.15 مليون دج. فرغم زيادة سعر السهم من 600 دج الى 660 دج الا ان حجم التداول تراجع، و هذا يدل على وجود قوة شرائية او بيعية ضعيفة وراء حركة السعر. كما يمكن اعتبار الاسهم هزيلة. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2_3): قيمة التداول لاسهم مجمع صيدال



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

المطلب الثالث: مؤشرات النشاط لمجمع صيدال

يمكن التركيز على بعض مؤشرات النشاط و المتمثلة في الانتاج بالكمية و القيمة، الموارد البشرية، و رقم الاعمال.

اولا_ الانتاج:

يمكن عرض المعطيات المتعلقة بالانتاج من حيث الكمية و القيمة خلال فترة الدراسة من خلال الجدول الموالي

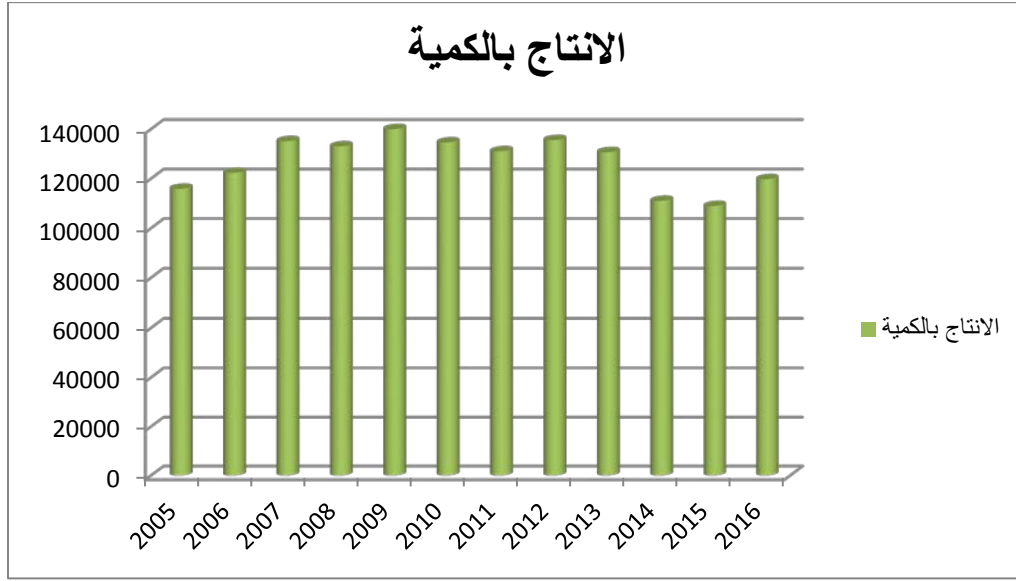
الجدول رقم (3_5): تطور الانتاج لمجمع صيدال

السنة	الانتاج بالقيمة	تطور الانتاج بالقيمة	الانتاج بالكمية	تطور الانتاج بالكمية
2005	5596274		115897	
2006	6096963	9%	122344	6%
2007	6887550	13%	135141	10%
2008	9139809	33%	133025	-2%
2009	10164776	11%	139988	5%
2010	8945845	-12%	134605	-4%
2011	9636263	8%	131048	-3%
2012	10362003	8%	135573	3%
2013	10719779	3%	130676	-4%
2014	8483261	-21%	111020	-15%
2015	8519894	0%	108938	-2%
2016	9393412	10%	119766	10%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مجلس الادارة لسنوات الدراسة

من خلال الجدول نلاحظ ان انتاج الادوية بالكمية سجل اقصى ارتفاع له سنة 2013 حيث بلغ 130676 الف وحدة، و هذا في اطار مخطط التنمية الطموح الذي تم اطلاقه (2010- 2014) الهادف الى رفع حصة مجمع صيدال من 7% من حيث القيمة الى 25% و تحسين مكانتها في السوق الوطنية مع تفتحه على السوق الدولية. سنة 2014 تراجع حجم الانتاج بنسبة 15% مقارنة بسنة 2013، بينما تراجعت قيمة الانتاج بنسبة 21% ، ليرتفع مرة اخرى سنة 2016 اين بلغ 119766 الف وحدة أي بزيادة بنسبة 10% في الكمية و 10% في القيمة مقارنة بسنة 2015. الامر الذي اثر على زيادة رقم الاعمال في السنة الاخيرة. و الشكل الموالي يوضح وضعية الانتاج بالكمية خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (3_3): تطور الانتاج لمجمع صيدال



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

ثانياً_ الموارد البشرية:

تعتبر الموارد البشرية مهمة جدا في قطاع صناعة الادوية، حيث تتطلب اطارات تتمتع بالكفاءة العالية، من اجل مواكبة كل ما هو جديد. في سنة 2016 كان هناك خروج للتقاعد لبعض العمال، كما ان البعض لجا الى الخواص. و هذا يتطلب من مجمع صيدال اتخاذ تدابير لازمة من اجل الحفاظ على عمالها، من اجل مواصلة برامج التنمية المخطط لها. من خلال تطوير الشراكة، يعمل مجمع صيدال على تكوين العمال بشكل يسمح لهم بالذهاب الى المصانع الجديدة التي تحتوي على تقنيات ذات تكنولوجيا متقدمة و المفقودة على المستوى الوطني، و هذا يؤدي الى رفع مستوى الموارد البشرية الموجودة في المجمع. و يمكن عرض المعطيات المتعلقة بالموارد البشرية خلال فترة الدراسة من خلال الجدول الموالي:

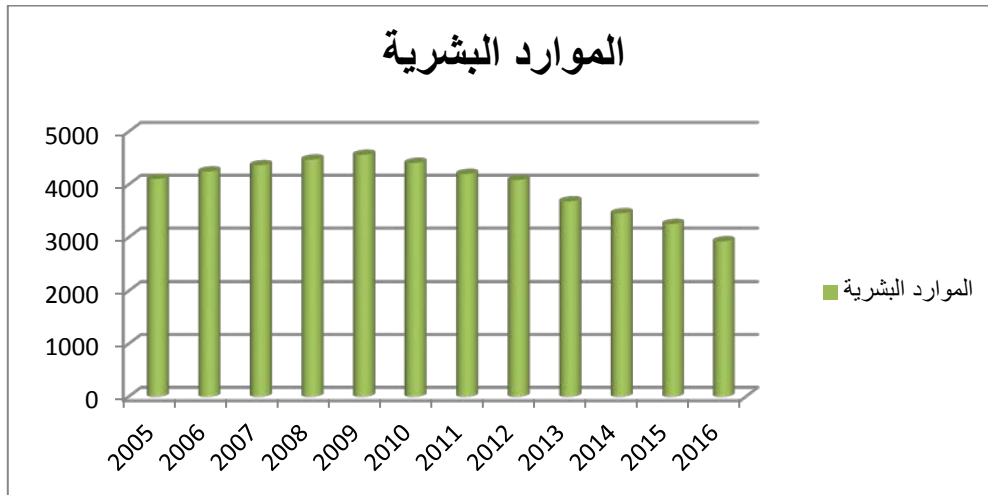
الجدول رقم (3_6): تطور الموارد البشرية للمجمع

السنة	الموارد البشرية	تطور الموارد البشرية
2005	4104	
2006	4243	3%
2007	4363	3%
2008	4470	2%
2009	4559	2%
2010	4405	-3%
2011	4198	-5%
2012	4084	-3%
2013	3678	-10%
2014	3453	-6%
2015	3251	-6%
2016	2923	-10%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مجلس الادارة لسنوات الدراسة

يتضح من خلال الجدول ان عدد العمال في تناقص ملحوظ ابتداء من سنة 2009 اين بلغ عدد العمال في المجمع 4559 ليصل سنة 2016 الى 2923 عامل مسجلا بذلك انخفاض ب 1636 عامل اي بنسبة 36% خلال فترة 8 سنوات. يرجع السبب حسب تقارير مجلس الادارة الى احالة العديد من العمال على التقاعد، اضافة الى هجرة الكفاءات إلى القطاع الخاص، و هذا اثر على تخفيض مصاريف العاملين. و يمكن عرض تطور الموارد البشرية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3_4): تطور الموارد البشرية للمجمع



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

ثالثا_ المبيعات:

يمكن عرض المعطيات المتعلقة بالمبيعات الخاصة بمجمع صيدال خلال فترة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3_7): تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال

السنوات	رقم الاعمال	تطور رقم الاعمال
2005	6720842681	
2006	7222361143	7%
2007	8022396286	11%
2008	9882486205	23%
2009	12038305678	22%
2010	12510199866	4%
2011	13504270701	8%
2012	13895054473	3%
2013	11461847582	-18%
2014	9789025906	-15%
2015	9984043758	2%
2016	10 223 411 484	2%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مجلس الادارة لسنوات الدراسة

يظهر من خلال الجدول ان مقدار الاعمال التي يقوم بها المجمع مع الاطراف الاخرى، و التي تتمثل في مبيعات السلع و الانتاج المباع و الخدمات المقدمة، سجل تزايد مستمر من سنة 2005 الى غاية سنة 2012، اين بلغ رقم الاعمال في هذه السنة قيمة 13895054473 و هي اعلى قيمة. بعد سنة 2012 بدا الرقم في التراجع الى غاية سنة 2014 حيث بلغ قيمة 9789025906. بعد ها بدا رقم الاعمال في الارتفاع مرة الى غاية 2016.

خلال هذه السنة الاخيرة واصل مجمع صيدال جهوده المبذولة لتحقيق نموه على المدى الطويل و تحسين وضعيته كرائد في مجال انتاج الادوية الجنيصة على المستوى الوطني. هذا الاتجاه يبدو جليا من خلال ما تم تحقيقه مقارنة بسنة 2015.

رقم الاعمال المحقق خلال سنة 2016 بلغ 10 223 411 484 و هذا يتناسب مع حجم 103706 الف وحدة مباع، اي بتحقيق نسبة 87.19 % من الهدف المسطر من القيمة و 92.65% من الكمية، مسجلا بذلك ارتفاع ب 1.07% في القيمة و 2.94% في الكمية مقارنة بسنة 2015. هذه النتائج يمكن ارجاعها الى:

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

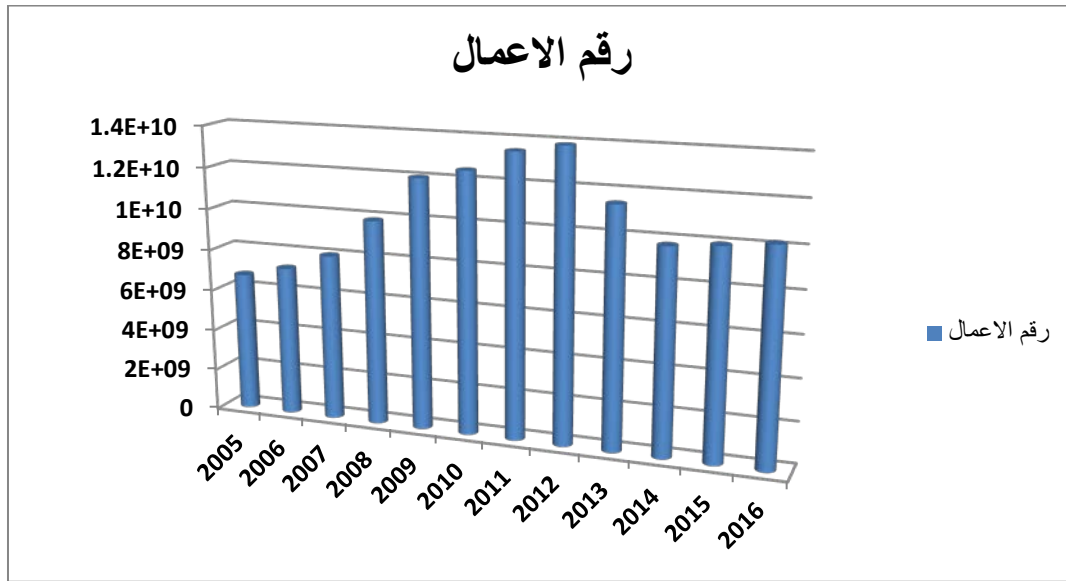
- العمل بطريقة المجموعة اي 8 ضرب 2 و/ او 8 ضرب 3 و هذا على مستوى موقع الحراش و قسنطينة؛

- امضاء عدة اتفاقيات مع الزبائن في بداية السنة؛

- المعايير التجارية الممنوحة؛

و يمكن التوضيح اكثر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3_5): تطور رقم الاعمال لمجمع صيدال



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

المطلب الرابع: مؤشرات البورصة لمجمع صيدال

فيما يلي بعض المؤشرات المتعلقة بمجمع صيدال و التي تعرض صورة المجمع على مستوى السوق المالي. هذه المؤشرات هي: الرسملة البورصية، توزيعات الارباح و الربح حسب السهم.

اولا_ الرسملة البورصية:

يمكن عرض المعطيات الخاصة بالرسملة البورصية للمجمع خلال فترة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3_8): الرسملة البورصية للمجمع

السنة	السعر السوقي للسهم	عدد الاسهم	الرسملة البورصية
2005	360	10000000	3600000000
2006	440	10000000	4400000000
2007	400	10000000	4000000000
2008	380	10000000	3800000000
2009	385	10000000	3850000000
2010	520	10000000	5200000000
2011	715	10000000	7150000000
2012	620	10000000	6200000000
2013	450	10000000	4500000000
2014	560	10000000	5600000000
2015	640	10000000	6400000000
2016	600	10000000	6000000000
2017	660	10000000	6600000000

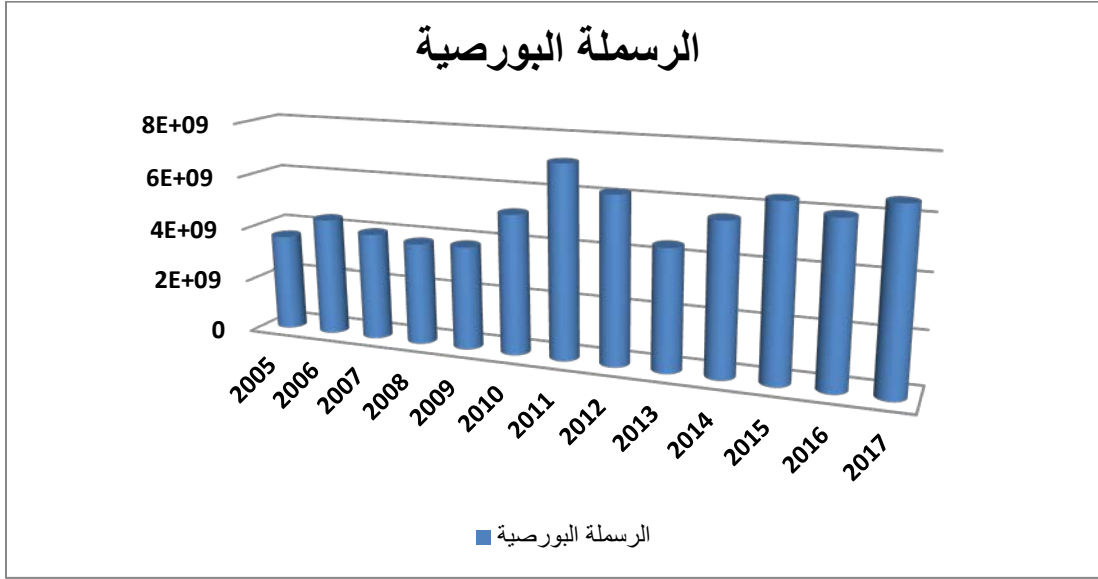
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة (COSOB) لسنوات الدراسة

من خلال الجدول يتضح ان اعلى قيمة للرسملة السوقية لمجمع صيدال تم تسجيلها سنة 2011 و ذلك بقيمة 7.15 مليار دج ، و هذا راجع الى ارتفاع السعر السوقي للسهم في تلك السنة حيث قدر ب 715 دج. هذه القيمة مثلت نسبة 48 % من اجمالي الرسملة البورصية مما يدل على كبر حجم المجمع و تمتعه بخصائص متنوعة يهتم بها المستثمرون بما في ذلك المخاطر، اضافة الى السمعة الجيدة في انتاج سلع و خدمات عالية الجودة، امكانية النمو و توزيعات الارباح الثابتة.

اما اقل قيمة للرسملة فكانت سنة 2005 اين تم تسجيل قيمة 3.6 مليار دج حيث قدر سعر السهم ب 360 دج. هذه القيمة مثلت نسبة 34.6 % من اجمالي قيمة الرسملة البورصية التي بلغت 10.4 مليار دج.

بالنسبة لسنة 2017 ، بلغت قيمة الرسملة البورصية للمجمع 6.6 مليار دج مسجلة بذلك ارتفاع مقارنة بسنة 2016 اين بلغت قيمة الرسملة 6 مليار دج. اجمالي الرسملة البورصية لسنة 2017 بلغت 40.6 مليار دج، اي ان نسبة المجمع من الرسملة هي 16.26 %، و هذا دليل على تراجع حجم المجمع بالمقارنة مع الشركات الاخرى المدرجة في البورصة. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3_6): الرسملة البورصية للمجمع

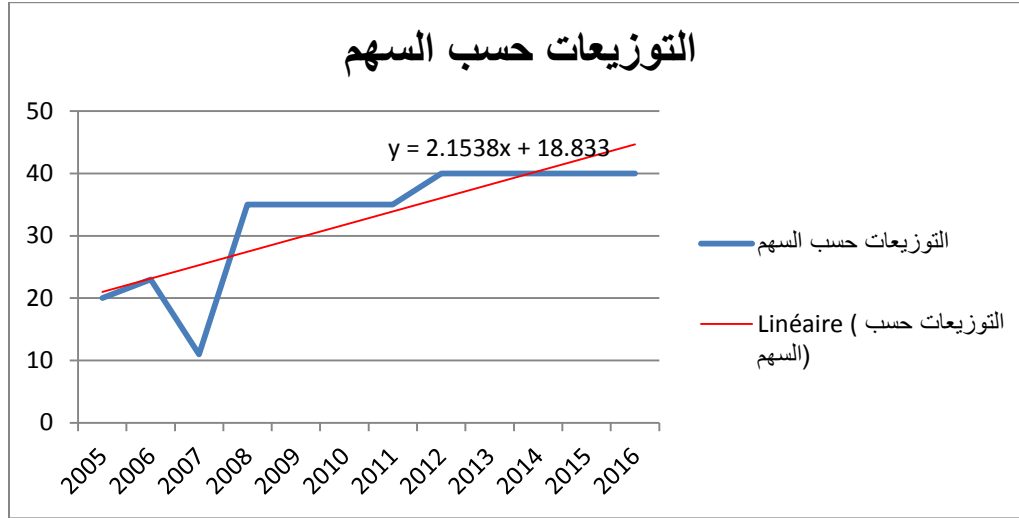


المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

ثانياً_ توزيعات الارباح:

يظهر من خلال الشكل الموالي، توزيعات الارباح لمجمع صيدال من سنة 2005 الى غاية سنة 2016. حيث تم تسجيل ادنى قيمة للتوزيع سنة 2007 اين بلغت 11 دج لترتفع بعدها الى 35 دج سنة 2008 ثم الى 40 دج سنة 2012 و بقيت على حالها دون تغير الى غاية سنة 2016. من خلال الشكل الموالي يبين نموذج الانحدار الخطي البسيط لتوزيعات المجمع وجود نسبة ثابتة للتوزيع تقدر ب 18.833 دج مع ميل موجب. هذه الارقام تدل على حالة الاستقرار المالي السابق و الحالي التي يتمتع بها المجمع، و هي بمثابة مؤشر جيد بالنسبة للمستثمرين. عند المقارنة مع المؤسسات الاخرى المدرجة، يحتل المجمع المرتبة الثانية سنة 2016 بعد شركة بيوفارم (Biopharm) حيث تدفع هذه الاخيرة توزيع قيمته 66 دج.

الشكل رقم (7_3): تطور مؤشر التوزيعات حسب السهم

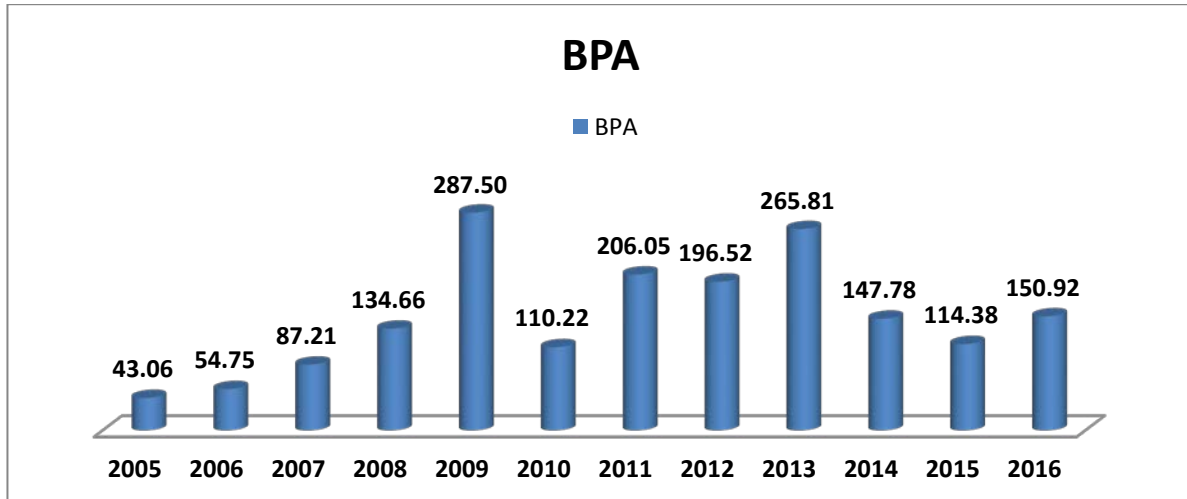


المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة (COSOB) لسنوات الدراسة

ثالثا_ الربح حسب السهم (BPA):

يعبر هذا المؤشر عن الحصة التي يمكن لحملة الأسهم المطالبة بها لكل سهم من الأسهم المحتفظ بها. من خلال الشكل الموالي يتضح ان اعلى قيمة تم تسجيلها هي 287.5 دج سنة 2009، و هذا بعد تزايد مستمر ابتداء من سنة 2005 اين تم تسجيل اقل قيمة بمقدار 43.06 دج. اما سنة 2016 فقد سجلت 150.92 دج مع تحقيق زيادة بنسبة 32 % مقارنة بسنة 2015 اين تم تسجيل قيمة 114.38، و هو بمثابة مؤشر جيد للمساهمين يدل على نمو ربحية السهم خلال السنتين الاخيرتين. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (8_3): تطور مؤشر الربح حسب السهم



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق (3-6-9-12-15-18-21-24-27-30-33-34).

المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة التطبيقية

سيتم في هذا الإطار التعرض الى ثلاث مطالب، المطلب الاول يتناول مجتمع و عينة الدراسة، الطريقة المستخدمة في الدراسة، متغيرات الدراسة. المطلب الثاني يتناول حساب و تحليل قيم متغيرات راس المال العامل. اما المطلب الثالث فيتناول حساب و تحليل قيم متغيرات خلق القيمة.

المطلب الاول: مجتمع و عينة الدراسة، الطريقة المستخدمة، متغيرات الدراسة

يتناول هذا المطلب، كما يوضح العنوان ثلاث عناصر و هي: مجتمع و عينة الدراسة، الطريقة المستخدمة، التعريف بمتغيرات الدراسة.

اولا_ مجتمع و عينة الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على منهج دراسة حالة، و ذلك بالتركيز على مجمع صيدال باعتباره مجتمع الدراسة، اين تم الحصول على القوائم المالية (الميزانيات الختامية و جداول حسابات النتائج) للفترة الممتدة من 2005 الى 2016، حيث تمثل هذه الفترة عينة الدراسة، و التي يمكن من خلالها تعميم النتائج على باقي السنوات الماضية و التقدير للسنوات القادمة. و بالتالي فان عينة الدراسة تتكون من 12 سنة، اين سيتم حساب المتغيرات التابعة الخاصة بمؤشرات خلق القيمة، و المتغيرات المستقلة الخاصة بمتغيرات راس المال العامل لمجمع صيدال، ثم سيتم ايجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة و المتغيرات المستقلة، و اختبار الفرضيات الخاصة بالدراسة، ثم تعميم النتائج على باقي سنوات الدراسة و امكانية التقدير للسنوات القادمة.

لتحقيق هدف الدراسة تم جمع البيانات اللازمة الخاصة بمجمع صيدال، سواء على المستوى الداخلي اين تم الحصول على القوائم المالية و تقارير مجلس الادارة السنوية، او المستوى الخارجي اين تم الحصول على معلومات من موقع البورصة الجزائرية (COSOB) و (SGBV) و المتمثلة في التقارير السنوية.

ثانيا_ الطريقة المستخدمة:

لتحقيق هدف الدراسة تم معالجة بيانات الدراسة باستخدام برنامج Excel 2010، حيث تم حساب المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة الخاصة بالعينة المدروسة. بعد ذلك تم استخدام برنامج SPSS 13.0 لحساب مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون و ذلك لاختبار قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض و

قوتها مع المتغيرات التابعة. كما تم استخدام نماذج الانحدار الخطي البسيط لاختبار قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير في المتغيرات التابعة.

ثالثاً_ متغيرات الدراسة:

تتكون متغيرات الدراس من متغيرات مستقلة، و هي متغيرات خاصة بكفاءة ادارة راس المال العامل و مكوناته المتمثلة في المخزون و الذمم المدينة و النقدية، و متغيرات تابعة، و هي متغيرات خاصة بقياس الاداء المالي من منظور خلق القيمة و تتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و العائد الكلي للمساهم. و يمكن توضيح هذه المتغيرات و كيفية حسابها كما يلي:

ا_ معدل دوران راس المال العامل: (WCTR)

هذا المعدل هو معدل نشاط يقيس قدرة الشركة على توليد المبيعات من خلال أصولها الجارية (النقدية، المخزون، الذمم المدينة، وما إلى ذلك) ويمكن حساب ذلك بتقسيم صافي مبيعات الشركة بمتوسط الأصول المتداولة، حيث يعرض عدد الدورات التي يتم القيام بها بواسطة الأصول الجارية للمؤسسة. قد تختلف قيم هذا المؤشر بين الشركات والصناعات مع غياب القيمة المعيارية. ومع ذلك، فإن ارتفاع معدل دوران راس المال العامل مقارنة بالمنافسين سيشير إلى كثافة عالية لاستخدام الأصول الجارية. الاتجاه المتزايد لهذه النسبة هو علامة جيدة لأن هذا يعني أن الشركة تعمل على التحسين المستمر لسياساتها في المخزون، والذمم المدينة، والنقدية وغيرها من إدارة الأصول المتداولة. الا ان ارتفاع معدل دوران راس المال العامل يؤدي إلى انخفاض كمية الموارد المالية، اللازمة لصيانة عمليات الشركة. وهذا يعني أنه يمكن استخدام جزء أكبر من الموارد المالية لتكثيف العمليات الحالية أو الاستثمار. اما الانخفاض في معدل دوران راس المال العامل فيشير إلى حاجة الشركة المتزايدة إلى مصادر التمويل، فإذا كان الوصول إلى مصادر التمويل محدوداً، سيؤدي ذلك إلى زيادة المصاريف المالية للشركة. يتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

معدل دوران راس المال العامل = صافي المبيعات/متوسط راس المال العامل...مرة

ب_ نسبة الاستثمار في راس المال العامل: (CATT)

يمكن حساب مستوى الأصول المتداولة للأصول الثابتة بتقسيم إجمالي الأصول المتداولة على إجمالي الأصول الثابتة. هذه النسبة تختلف من صناعة إلى صناعة. الزيادة في النسبة تعني أن عملية التداول تتصف بالركود أو ان هناك استخدام كبير في الآلات. و يعني انخفاض النسبة أن المدينين والمخزونات يزدادان أكثر

من اللازم أو أن استخدام الأصول الثابتة أكثر كثافة. إذا زادت الأصول المتداولة مع الزيادة المقابلة في الأرباح، فسوف تظهر أن الشركة في حالة توسع. كما تساعد هذه النسبة على فحص سياسات رأس المال العامل البديلة؛ سياسة متحفظة، السياسة المعتدلة أو سياسة العدوانية. يتم حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

نسبة الأصول المتداولة إلى الأصول الثابتة = إجمالي أصول متداولة / أصول ثابتة

ت_ نسبة تمويل رأس المال العامل: (CLTTA)

نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول هي نسبة الملاءة التي تقوم بفحص مقدار أصول الشركة مقابل الخصوم المتداولة. تستخدم هذه النسبة لتحديد سياسة التمويل التي تعتمد عليها الشركة. اعتماد السياسة العدوانية يعني استخدام مستويات أعلى من الخصوم المتداولة وأقل من الديون طويلة الأجل. في المقابل، تستخدم سياسة التمويل المحافظة المزيد من الديون طويلة الأجل ورأس المال و مستويات متدنية من الخصوم المتداولة. يتم قياس درجة عدوانية و محافظة سياسة التمويل التي تعتمد عليها الشركة عن طريق نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، حيث تعني النسبة الأعلى أن السياسة عدوانية نسبيًا. وكلما ارتفعت نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول، ارتفعت درجة العدوانية في سياسة تمويل رأس المال العامل، و ارتفع كذلك مستوى الربحية المناظر. هذا يعني أن هناك علاقة إيجابية قوية بين العدوانية في تمويل رأس المال العامل و الربحية. يتم حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية:

نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الأصول = خصوم متداولة / إجمالي الأصول

ث_ معدل دوران المخزون: (ITR)

هذا المؤشر عبارة عن نسبة كفاءة يتم من خلالها حساب عدد المرات لكل فترة تباع فيها الشركة مخزوناتاها وتحل محلها مخزوناتاها بالكامل. يتم الحصول على هذا المعدل بنسبة تكلفة البضائع التي تبيعها شركة ما خلال فترة محاسبية إلى متوسط مخزونات الشركة خلال الفترة. إن تقسيم التكلفة الإجمالية للمخزون الذي تم بيعه خلال فترة (التي تساوي تكلفة البضائع المباعة) من خلال تكلفة متوسط المخزون الذي تحتفظ به شركة ما، يعطينا دينار من المبيعات التي يتم الحصول عليها مقابل دينار من النقد المقيد في المخزونات. يتم تفسير معدل دوران المخزون من خلال توضيح نسب الدوران العالية والمنخفضة. وتبين النسبة المنخفضة لمعدل دوران المخزون أن الشركة قد تكون تحتفظ بمخزون كبير أو تعاني من أوجه قصور في خط الإنتاج أو جهود

التسويق. وهو علامة على إدارة المخزون غير الفعالة لأن المخزون عادة ما يكون لديه معدل عائد صفر وتكلفة تخزين عالية. تعتبر أعلى نسبة دوران للمخزون كمؤشر إيجابي على إدارة المخزون الفعالة. ومع ذلك، فإن نسبة دوران المخزون الأعلى لا تعني دائماً أداء أفضل. حيث قد يشير في بعض الأحيان إلى مستوى المخزون غير الكافي، والذي قد ينتج عنه انخفاض في المبيعات. يتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \text{تكلفة البضاعة المباعة} / \text{متوسط المخزون}$$

ج_ نسبة الاستثمار في المخزون: (ITCA)

يتم من خلال هذه النسبة دراسة تركيبة الأصول الجارية، حيث تعبر عن العلاقة بين المخزون و الأصول الجارية، كما تسلط الضوء على مقدار المال الذي يستثمر في المخزون. فكلما كانت قيمة هذه النسبة أعلى، كلما كانت ادارة راس المال العامل لا تتمتع بالكفاءة، حيث ان الحجم الكبير من المخزون يعتبر علامة غير جيدة. يتم الحصول على هذه النسبة من خلال تقسيم المخزون على الاصول الجارية، كما يلي:

$$\text{نسبة الاستثمار في المخزون} = \text{المخزون} / \text{الاصول المتداولة}$$

ح_ معدل دوران الذمم المدينة: (ARTR)

يقيس هذا المؤشر قدرة المنشأة على تحصيل مستحقاتها بكفاءة، فمن المنطقي أن تكون النسبة الأعلى أكثر ملاءمة. وتعني النسب الأعلى أن الشركات تجمع مستحقاتها على نحو أكثر تواتراً على مدار العام. كما يشير دوران الذمم المدينة إلى جودة مبيعات الائتمان و المدينين. يمكن أن يشير معدل دوران الذمم المرتفع إلى ان الشركة تعمل على أساس نقدي، وقد يشير أيضاً إلى أن مجموعة حسابات الذمم المدينة تتسم بالكفاءة، وأن الشركة لديها نسبة عالية من العملاء ذوي الجودة التي تسدد ديونها بسرعة. كما يمكن أن تشير النسبة المرتفعة إلى أن الشركة لديها سياسة محافظة فيما يتعلق بتمديداتها للائتمان. كما يمكن أن يشير المعدل المنخفض، إلى أن الشركة قد يكون لديها عمليات تحصيل ضعيفة، أو سياسة ائتمان سيئة أو لا شيء على الإطلاق، أو عملاء سيئين أو عملاء يعانون من صعوبات مالية. و لكن بشكل عام، تشير النسبة المنخفضة إلى أنه يتعين على الشركة إعادة تقييم سياساتها الائتمانية لضمان جمع الائتمان في الوقت المناسب. يتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الذمم المدينة} = \text{صافي المبيعات} / \text{متوسط رصيد الذمم المدينة} = \text{مرة}$$

خ_ نسبة الاستثمار في الذمم المدينة: (ARTCA)

توفر هذه النسبة صورة مهمة عن الأموال الحالية المستثمرة في مكونات الأصول الجارية، حيث تعبر عن العلاقة بين الذمم المدينة و الأصول الجارية، اين يتم تسليط الضوء على مقدار الاموال التي يتم استثمارها في عنصر الذمم المدينة. و تعد المؤسسة ناجحة إذا تمكنت من العمل بأقل نسبة من الاستثمار في الذمم المدينة دون التأثير على حجم المبيعات. يتم الحصول على هذه النسبة من خلال تقسيم الذمم المدينة على الأصول الجارية، و ذلك وفق المعادلة التالية:

نسبة الذمم المدينة الى الأصول المتداولة = الذمم المدينة / اصول متداولة

د_ معدل دوران النقدية: (CTR)

يشير هذا المعدل إلى كفاءة الشركة في استخدامها للنقد لتوليد إيرادات المبيعات. يعادل هذا المعدل إيرادات المبيعات المتولدة خلال السنة مقسومة على متوسط النقد والنقد المعادل خلال نفس العام. يختلف معدل دوران النقدية المناسبة بين الشركات كما يختلف بمرور الوقت وهذا سيبرز الزيادة أو النقصان في الكفاءة على مدى فترة من الزمن. من شأن زيادة معدل دوران النقدية أن يشير إلى أنه على مدى فترة من الزمن، يتم تحويل رصيد النقدية مرات أكثر في السنة و استغراق وقتاً أقل لاستعادته وبالتالي زيادة الكفاءة. من شأن الانخفاض في هذه المعدل أن يشير إلى أن الشركة أصبحت أقل كفاءة في تجديد رصيدها النقدي، وهذا ما يمكن اعتباره سبباً للقلق بالنسبة للمستثمرين والدائنين. يتم حساب هذا المؤشر وفقاً للمعادلة التالية:

معدل دوران النقدية = صافي المبيعات / متوسط النقدية و ما يعادلها

ذ_ نسبة النقدية الى الأصول المتداولة: (CTCA)

يتم من خلال هذه النسبة دراسة تركيبية الأصول الجارية، حيث تعبر عن العلاقة بين النقدية و الأصول الجارية، كما تسلط الضوء على مقدار الاموال الموجودة في المؤسسة كقندية و ما شابهها. فكلما كانت قيمة هذه النسبة أعلى، كلما كانت ادارة راس المال العامل لا تتمتع بالكفاءة، حيث ان الحجم الكبير للنقدية يعتبر علامة غير جيدة. يتم الحصول على هذه النسبة من خلال تقسيم النقدية على الأصول الجارية، و ذلك حسب المعادلة التالية:

نسبة النقدية الى الأصول المتداولة = النقدية و ما يعادلها / الأصول المتداولة

ر_ القيمة الاقتصادية المضافة: (EVA)

تعتبر (EVA) مقياس للأداء المالي للشركة، حيث يشار إليها على أنها أرباح اقتصادية، أي أنها تحاول تحقيق الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة. القيمة الاقتصادية المضافة هي الفرق بين معدل العائد على رأس المال المستثمر (ROCE) و تكلفته (التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال). يتم استخدامها لقياس القيمة التي تولدها الشركة من الأموال المستثمرة فيها. إذا كانت قيمة (EVA) الخاصة بالشركة سالبة، فهذا يعني أن الشركة لا تولد قيمة من الأموال المستثمرة في الأعمال التجارية. على العكس، تظهر (EVA) الإيجابية أن الشركة تنتج قيمة من الأموال المستثمرة فيها. و فيما يلي القيمة الاقتصادية المضافة لمجمع صيدال و التي تم

حسابها من خلال المعادلة التالية: $EVA=(ROCE-WACC)*CE$

حيث: EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

ROCE: العائد على الاموال المستثمرة

WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

CE: مجموع الاموال المستثمرة

ز_ القيمة السوقية المضافة: (MVA)

تعد القيمة السوقية المضافة (MVA) اداة لقياس الاداء و تحسب الزيادة في قيمة سعر سهم للشركة. و يتم الحصول على هذه القيمة المضافة من خلال مقارنة القيمة السوقية الإجمالية للشركة مع القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر. و بعبارة أخرى، فإنها تقيس ما إذا كانت الشركة قد خلقت قيمة إيجابية أو دمرت القيمة لمستثمريها. تعتبر الشركات ذات القيمة السوقية المضافة العالية جذابة للمستثمرين ليس فقط بسبب الاحتمال الأكبر بأنهم سيحققون عوائد إيجابية ولكن أيضا لأنه مؤشر جيد يدل على القيادة القوية والحكم السليم. عادةً ما تجذب الشركات القادرة على الحفاظ على القيمة السوقية المضافة أو زيادتها بمرور الوقت مزيداً من الاستثمار، والذي يستمر في تعزيز القيمة السوقية المضافة. قد لا تكون القيمة السوقية المضافة (MVA) مؤشراً يمكن الاعتماد عليه لأداء الإدارة خلال الأسواق الصاعدة القوية عندما ترتفع أسعار الأسهم بشكل عام. يتم حساب هذا المؤشر من خلال طريقة الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الدفترية للمؤسسة وفق المعادلة التالية:

$$MVA=V_B (CP+D)-V_C (CP+D)$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة

V_B : القيمة السوقية

CP: رأس المال

D: الديون (طويلة و متوسطة الاجل)

V_C : القيمة المحاسبية

(CP+D): رأس المال المستثمر

و بما ان الديون في المجمع ليس لها قيمة سوقية، فان المعادلة تصبح كما يلي:

$$MVA = V_B (CP) - V_C (CP)$$

س_ نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية: (M/B)

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة المحاسبية تتمثل في المقارنة بين القيمة السوقية مع القيمة الدفترية للمجمع، اي تحديد مقدار ما يدفعه المستثمرون مقابل كل دينار من القيمة الدفترية في ميزانية المجمع. يتم الحصول على هذه النسبة من خلال تقسيم القيمة السوقية على القيمة الدفترية. اذا كانت النسبة اقل من الواحد فان هذا يعني ان السوق يدفع اقل مقابل كل دينار من القيمة الدفترية اي هناك تحطيم للقيمة، و العكس صحيح. يتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$M/B = \frac{MV}{BV}$$

حيث:

M/B: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

MV: القيمة السوقية لحقوق الملكية

BV: القيمة الدفترية لحقوق الملكية

ش_ العائد الكلي للمساهم: (TSR)

يقيس هذا المؤشر العائد المشترك من التغير في سعر السهم وأرباح الأسهم، فالمستثمرون في الأسهم يحصلون على العائد بطريقتين، مكاسب رأس المال و الدخل الجاري. يشير الربح الرأسمالي إلى التغير في سعر السوق للسهم، و يشير الدخل الجاري إلى الأرباح الموزعة من قبل الشركة من أرباحها. و بالتالي فهو يشير إلى الأداء العام الذي يحققه أي سهم. اي انه يعكس العائد الإجمالي السابق على المساهمين دون النظر في العوائد المستقبلية. كما يعتمد هذا المؤشر على بصفة كبيرة على السوق المالي الامر الذي يجعله غير قادر على تقييم اداء المديرين. حسب هذا المؤشر يكون هناك خلق للقيمة اذا تجاوزت نسبته تكلفة الاموال الخاصة، و العكس. يتم حساب هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$TSR_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$$

حيث:

TSR_t : هو العائد الكلي للمساهم

$(P_t - P_{t-1})$: المكاسب الراسمالية

(D_t) : توزيعات الارباح في السنة t.

المطلب الثاني: حساب و تحليل قيم متغيرات راس المال العامل

في هذا الاطار، يتم التعرض لحساب كل متغير من المتغيرات المستقلة حسب القوانين المذكورة سابقا و مع شرح موجز لكيفية الحساب و عرض النتائج المتوصل اليها بعد الحساب، اضافة الى التحليل الخاص بكل متغير.

اولا_ معدل دوران راس المال العامل:

فيما يلي معدل دوران راس المال العامل لمجمع صيدال للفترة المدروسة، و الذي يظهر من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3_9): معدل دوران راس المال العامل لمجمع صيدال

السنوات	رقم الاعمال	الاصول المتداولة	متوسط الاصول المتداولة	المعدل
2004		7891876474		
2005	6720842681	9330088133	8610982304	0,78
2006	7222361143	9576478126	9453283130	0,76
2007	8022396286	10418672773	9997575450	0,8
2008	9882486205	13008249226	11713461000	0,84
2009	12038305678	14678684970	13843467098	0,87
2010	12510199866	15038364331	14858524651	0,84
2011	13504270701	16116940187	15577652259	0,87
2012	13895054473	18566400050	17341670119	0,8
2013	11461847582	18790834133	18678617092	0,61
2014	9789025906	18584475032	18687654583	0,52
2015	9984043758	19154714687	18869594860	0,53
2016	10223411484	15 948 740 174	17551727431	0,58

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-3-4-6-7-9-10-12-13-15-16-18-19-21-22-24-25-27-

28-30-31-33-34)

يتضح من خلال الجدول، ان معدل دوران راس المال العامل تراوح خلال فترة الدراسة بين 0.52 دورة سنة 2014 و 0.87 دورة سنة 2009. في الثمانية سنوات الاولى كان هذا المعدل مرتفع نسبيا، بينما في الاربعة سنوات الاخيرة حدث انخفاض ملحوظ في عدد الدورات، هذا الانخفاض يمكن ارجاعه الى الانخفاض المسجل في رقم الاعمال. بالنسبة الى هذا الاخير، فقد شهد نمو مستمر في السنوات الثمانية الاولى، من سنة 2005 الى سنة 2012، اما في السنوات الاربعة الاخير فقد شهد تراجع ملحوظ. كما ان حجم الاصول المتداولة سجل

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

نمو مستمر من سنة 2005 الى سنة 2015. و هذا راجع الى السياسة التوسعية للمجمع. اما سنة 2016 فقد سجلت انخفاض بنسبة مقارنة بسنة 2005. من اجل الزيادة في هذا المعدل يمكن للمجمع ان يعمل على خفض المخزون إلى الحد الأدنى، مما يسمح بالعملية التشغيلية المستمرة ؛ ترويج المبيعات وخفض مخزون البضائع التامة الصنع؛ تفعيل عملية تحصيل الذمم المدينة.

ثانياً_ سياسة الاستثمار في راس المال العامل:

فيما يلي سياسة الاستثمار في راس المال العامل لمجمع صيدال للفترة المدروسة، و المعبر عنها من خلال نسبة الاصول المتداولة الى الاصول الثابتة و هي موضحة من خلال الجدول التالي:

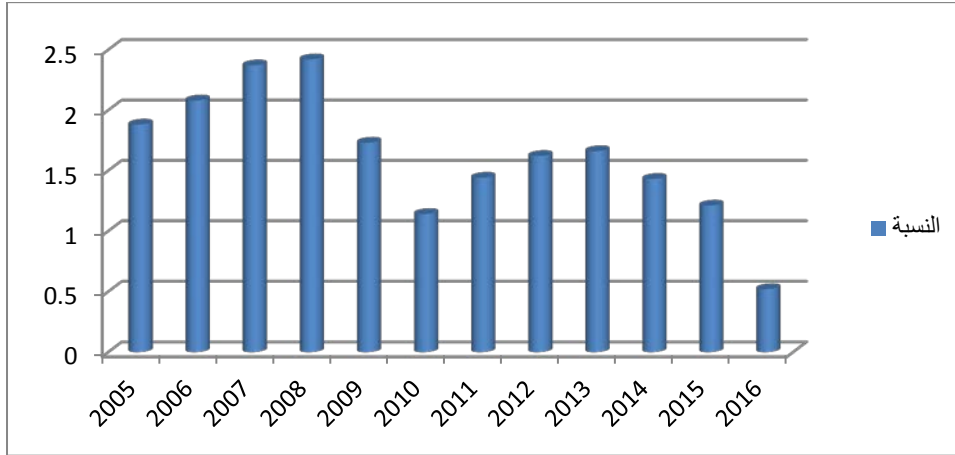
الجدول رقم (3_10): نسبة الاصول المتداولة الى الاصول الثابتة لمجمع صيدال

السنوات	اصول متداولة	اصول ثابتة	النسبة
2005	9330088133	4953219764	1,88
2006	9576478126	4614503407	2,08
2007	10418672773	4393235304	2,37
2008	13008249226	5377429512	2,42
2009	14678684970	8497999134	1,73
2010	15038364331	13212823632	1,14
2011	16116940187	11161030681	1,44
2012	18566400050	11454745445	1,62
2013	18790834133	11308739240	1,66
2014	18584475032	13003229373	1,43
2015	19154714687	15767186134	1,21
2016	15948740174	30 441 796 483	0,52

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-4-7-10-13-16-19-22-25-28-31-34)

من خلال الجدول الموالي يتضح ان نسبة الاصول المتداولة الى الاصول الثابتة تتراوح خلال فترة الدراسة بين 0.52 سنة 2016 و 2.42 سنة 2008. نمو الاصول الثابتة سجل تزايد مستمر طيلة فترة الدراسة، حيث سجل سنة 2016 زيادة معتبرة بنسبة 93% مقارنة مع سنة 2015، و هذا راجع الى السياسة التوسعية للمجمع. الاصول المتداولة سجلت نمو مستمر الى غاية سنة 2015. اما سنة 2016 فقد سجلت انخفاض بنسبة 17% الامر الذي ادى الى تراجع النسبة الى 0.52. و الشكل الموالي يبين تطور هذه النسبة.

الشكل رقم (3_9): نسبة الاستثمار في راس المال العامل في مجمع صيدال



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

ثالثاً_ سياسة تمويل راس المال العامل:

فيما يلي سياسة تمويل راس المال العامل لمجمع صيدال و المعبر عنها من خلال نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول، و هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3_11): نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول للمجمع

السنوات	خصوم متداولة	اجمالي الاصول	النسبة
2005	5015942034	14283307897	0,35
2006	5176464958	14190981534	0,36
2007	5387025646	14811908076	0,36
2008	7537758844	18385678738	0,41
2009	8796530424	23176684104	0,38
2010	7845157833	28251187963	0,28
2011	7740687352	27277970868	0,28
2012	8933235186	30021145495	0,30
2013	8342936668	30099573373	0,28
2014	5508313069	31587704406	0,17
2015	6682146750	34921900821	0,19
2016	7 529 298 964	46 390 536 657	0,16

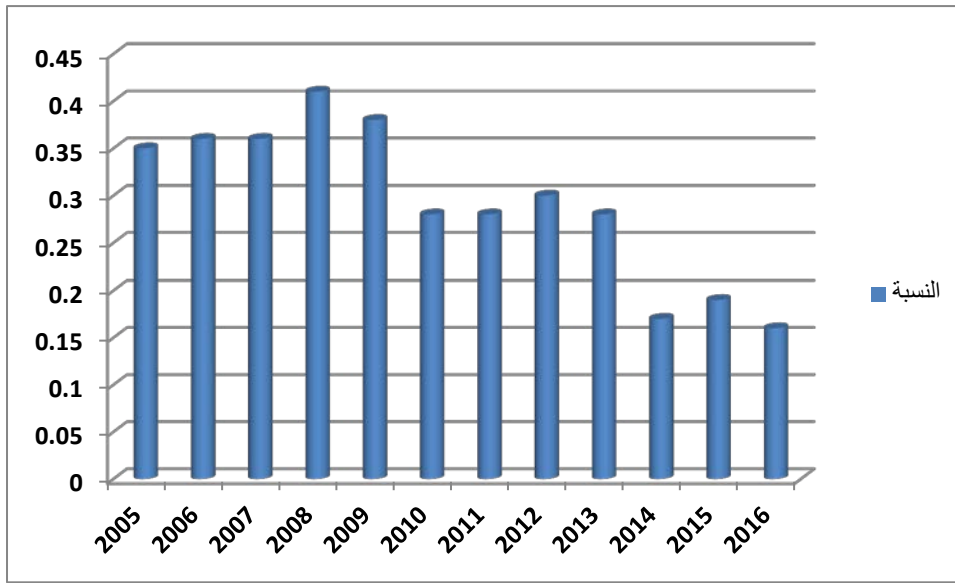
المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-4-7-10-13-16-19-22-25-28-31-34)

يتضح من خلال الجدول ان نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول تراوحت خلال فترة الدراسة بين 0.16 اي 16% في سنة 2016، و هي اقل نسبة، و 0.41 اي 41% في سنة 2008 و هي اعلى نسبة. خلال السنوات الاربعة الاولى سجل المجمع نمو متواصل في هذه النسبة، ابتداء من 35% في سنة 2005،

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

لتصل الى 41% في سنة 2008. بعد هذه السنة الاخيرة، حدث تذبذب في النسبة حيث يتضح من خلال الشكل الموالي ان الاتجاه العام يميل الى الانخفاض، لتصل في سنة 2016 الى ادنى نسبة و هي 16%. يرجع الانخفاض في سنة 2016 الى زيادة قيمة اجمالي الاصول بنسبة 33% مقارنة بسنة 2015. اما الخصوم المتداولة فقد ارتفعت قيمتها بنسبة 13% مقابل سنة 2015. متوسط هذه النسب هو 29%، و هو يشير الى سياسة تمويل متحفظة يعتمد عليها المجمع. و فيما يلي توضيح بياني لنسب التمويل قصيرة الاجل المسجلة من طرف المجمع:

الشكل رقم (10_3): نسبة التمويل قصير الاجل في المجمع



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

رابعاً_ معدل دوران المخزون:

فيما يلي معدل دوران المخزون لمجمع صيدال و الموضح من خلال الجدول الموالي، حيث تم حساب تكلفة البضاعة المباعة من خلال تخفيض نسبة 20% من رقم الاعمال و التي تعبر عن هامش الربح الذي يتعامل به المجمع، اي تكلفة البضاعة المباعة = رقم الاعمال * 0.8.

الجدول رقم (3_12): معدل دوران المخزون لمجمع صيدال

السنوات	رقم الاعمال	تكلفة البضاعة المباعة	المخزون	متوسط المخزون	المعدل
2004			4709861805		
2005	6720842681	5376674145	3758250871	4234056338	1,27
2006	7222361143	5777888915	4307203386	4032727129	1,43
2007	8022396286	6417917029	4536723153	4421963270	1,45
2008	9882486205	7905988964	6201342411	5369032782	1,47
2009	12038305678	9630644543	7693391068	6947366740	1,39
2010	12510199866	10008159893	6660644545	7177017807	1,39
2011	13504270701	10803416561	6250258342	6455451444	1,67
2012	13895054473	11116043578	6175385227	6212821785	1,79
2013	11461847582	9169478066	5534355055	5854870141	1,57
2014	9789025906	7831220725	5606916341	5570635698	1,41
2015	9984043758	7987235006	4965900019	5286408180	1,51
2016	10223411484	8178729187	5 729 341 770	5347620895	1,53

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-3-4-6-7-9-10-12-13-15-16-18-19-21-22-24-25-27-

28-30-31-33-34)

يتضح من خلال الجدول نمو مستمر في تكلفة البضاعة المباعة من سنة 2005 الى سنة 2012، ثم تتراجع هذه التكلفة في السنوات الاربعة الاخيرة. اما المخزون فقد سجل ايضا نموا متواصلا من سنة 2005 الى سنة 2010، ليتراجع حجم المخزون تدريجيا من سنة 2010 الى سنة 2015. اما سنة 2016 فقد سجلت زيادة بنسبة 15% مقارنة بسنة 2015. معدل الدوران تراوح خلال فترة الدراسة بين 1.27 دورة سنة 2005 و 1.79 دورة سنة 2012. و بالتالي فان تغير قيمة المعدل تعود الى التغيرات في كل من تكلفة البضاعة المباعة و قيمة المخزون الذي يحتفظ به المجمع. و نظرا لعدم وجود قيمة معيارية لهذ المؤشر يمكن من خلالها مقارنة معدلات الدوران المسجلة فانه يمكن مقارنة هذه المؤشرات مع بعضها البعض من سنة لأخرى.

خامسا_ نسبة الاستثمار في المخزون:

الجدول الموالي يلخص النتائج المتحصل عليها خلال فترة الدراسة و الخاصة بنسبة الاستثمار في المخزون و المعبر عنها بنسبة المخزون الى الاصول المتداولة:

الجدول رقم (3-13): نسبة الاستثمار في المخزون خلال فترة الدراسة

السنوات	اصول متداولة	المخزون	نسبة المخزون
2005	9330088133	3758250871	40%
2006	9576478126	4307203386	45%
2007	10418672773	4536723153	44%
2008	13008249226	6201342411	48%
2009	14678684970	7693391068	52%
2010	15038364331	6660644545	44%
2011	16116940187	6250258342	39%
2012	18566400050	6175385227	33%
2013	18790834133	5534355055	29%
2014	18584475032	5606916341	30%
2015	19154714687	4965900019	26%
2016	15 948 740 174	5 729 341 770	36%
	الوسط الحسابي		39%

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-4-7-10-13-16-19-22-25-28-31-34).

يتضح من خلال الجدول ان الوسط الحسابي لهذه النسبة يقدر ب39%، و هي نسبة معتبرة من اجمالي راس المال العامل، الامر الذي يتطلب اهمية خاصة بهذا العنصر من طرف المجمع. اعلى نسبة تقدر ب 52% و ذلك سنة 2009. اقل نسبة تقدر ب 26% و ذلك سنة 2015. السبب الذي ادى الى تنذب هذه النسبة هو برامج التنمية المخططة من طرف المجمع، حيث يتضح ذلك من خلال النمو المتواصل للأصول المتداولة، و بعض العراقيل التي يتم مواجهتها اثناء عمليات التوسع و الترميم الخاص بالمصانع القديمة، و تحويل بعض المصانع القائمة الى اماكن اخرى.

سادسا_ معدل دوران الذمم المدينة:

فيما يلي معدل دوران الذمم المدينة لمجمع صيدال، و المعبر عنه من خلال تقسيم رقم الاعمال على متوسط الذمم المدينة و الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (3_14): معدل دوران الذمم المدينة خلال فترة الدراسة

السنوات	رقم الاعمال	الذمم المدينة	متوسط الذمم المدينة	المعدل
2004		3507514515		
2005	6720842681	4551208378	4029361447	1,67
2006	7222361143	4527140467	4539174423	1,59
2007	8022396286	5083862857	4805501662	1,67
2008	9882486205	5468645399	5276254128	1,87
2009	12038305678	4759292481	5113968940	2,35
2010	12510199866	5108045599	4933669040	2,54
2011	13504270701	4028437393	4568241496	2,96
2012	13895054473	5218852524	4623644959	3,01
2013	11461847582	5824546101	5521699313	2,08
2014	9789025906	4760421975	5292484038	1,85
2015	9984043758	5182610047	4971516011	2,01
2016	10223411484	5069838027	5126224037	1,99

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-3-4-6-7-9-10-12-13-15-16-18-19-21-22-24-

25-27-28-30-31-33-34)

يتضح من خلال الجدول تذبذب في قيمة الذمم المدينة خلال فترة الدراسة. اقصى قيمة تم تسجيلها سنة 2013 و هي 5.8 مليار دج، اما ادنى قيمة فقد سجلت سنة 2011 و هي 4.03 مليار دج. التغيرات في قيمة الذمم المدينة اثرت على معدلات الدوران، حيث ادنى قيمة هي 1.59 دورة سنة 2006 و اعلى قيمة هي 3.01 دورة سنة 2012. من ناحية اخرى، يمكن ملاحظة ارتفاع متواصل في معدل الدوران من سنة 2005 الى سنة 2012، ثم انخفاض في السنوات الاربعة الاخيرة، بالمقابل، فان رقم الاعمال تغير بنفس الطريقة من حيث الزيادة و الانخفاض اي ان التغير في رقم الاعمال هو السبب في تغير معدل الدوران.

سابعاً_ نسبة الاستثمار في الذمم المدينة:

الجدول الموالي يلخص النتائج المتحصل عليها خلال فترة الدراسة، حيث يتم التعبير عن نسبة الاستثمار في الذمم المدينة من خلال نسبة الذمم المدينة الى الاصول المتداولة:

الجدول رقم (3-15): نسبة الاستثمار في الذمم المدينة خلال فترة الدراسة

السنوات	اصول متداولة	ذمم مدينة	نسبة الذمم المدينة
2005	9330088133	4551208378	49%
2006	9576478126	4527140467	47%
2007	10418672773	5083862857	49%
2008	13008249226	5468645399	42%
2009	14678684970	4759292481	32%
2010	15038364331	5108045599	34%
2011	16116940187	4028437393	25%
2012	18566400050	5218852524	28%
2013	18790834133	5824546101	31%
2014	18584475032	4760421975	26%
2015	19154714687	5182610047	27%
2016	15948740174	5069838027	32%
	الوسط الحسابي		35%

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-4-7-10-13-16-19-22-25-28-31-34).

يتضح من خلال الجدول ان الوسط الحسابي لهذه النسبة يقدر بـ 35%، و هي نسبة معتبرة من اجمالي راس المال العامل، الامر الذي يتطلب اهمية خاصة بهذا العنصر من طرف المجمع عند ادارة راس المال العامل. اعلى نسبة تم تسجيلها، تقدر بـ 49% و ذلك في كل من سنة 2005 و سنة 2007. اما اقل نسبة فتقدر بـ 25% و ذلك سنة 2011. يرجع تذبذب هذه النسبة الى السياسة التوسعية للمجمع، حيث يتضح ذلك من خلال النمو المتواصل للأصول المتداولة، مع بقاء الذمم المدينة في نفس المجال بين 4 و 5 مليار دج طيلة فترة الدراسة.

ثامنا_ معدل دوران النقدية:

فيما يلي معدل دوران النقدية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3_16): معدل دوران النقدية خلال فترة الدراسة

السنوات	رقم الاعمال	النقدية و ما يماثلها	متوسط النقدية	المعدل
2004		458049810		
2005	6720842681	1020628884	739339347	9,09
2006	7222361143	742134273	881381578,5	8,19
2007	8022396286	798086762	770110517,5	10,42
2008	9882486205	1338261417	1068174090	9,25
2009	12038305678	2226001421	1782131419	6,76
2010	12510199866	3269674186	2747837804	4,55
2011	13504270701	5838244452	4553959319	2,97
2012	13895054473	7172162298	6505203375	2,14
2013	11461847582	7431932976	7302047637	1,57
2014	9789025906	8217136716	7824534846	1,25
2015	9984043758	9006204621	8611670669	1,16
2016	10223411484	5149560378	7077882499	1,44

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-3-4-6-7-9-10-12-13-15-16-18-19-21-22-24-

25-27-28-30-31-33-34).

يتضح من خلال الجدول ان حجم النقدية و ما يعادلها سجل نمو هائل ابتداء من سنة 2005، اين بلغت القيمة 1.02 مليار دج، الى سنة 2015 اين بلغت القيمة 9 مليار دج، اي تقريبا تسعة اضعاف مقارنة بالسنة الاولى، الا ان سنة 2016 سجلت انخفاض بنسبة 43 مقارنة بسنة 2015، اين بلغت القيمة 5.15 مليار دج. اما معدل الدوران فقد سجل انخفاض مستمر ابتداء من سنة 2007، اين بلغ هذا المعدل 10.42 دورة، ليصل سنة 2015 الى 1.16 دورة و هذا راجع الى زيادة حجم النقدية بالدرجة الاولى. من الناحية النظرية، يعد انخفاض هذا المعدل بشكل متواصل من سنة لأخرى اشارة على عدم كفاءة المجمع في تجديد رصيدها النقدي.

تاسعا_ نسبة النقدية الى الاصول المتداولة:

الجدول الموالي يلخص النتائج المتحصل عليها خلال فترة الدراسة، و الخاصة بنسبة النقدية الى الاصول

المتداولة

الجدول رقم (3-17): نسبة النقدية الى الاصول الجارية خلال فترة الدراسة

السنوات	اصول متداولة	النقدية	نسبة النقدية الى الاصول المتداولة
2005	9330088133	1020628884	11%
2006	9576478126	742134273	8%
2007	10418672773	798086762	8%
2008	13008249226	1338261417	10%
2009	14678684970	2226001421	15%
2010	15038364331	3269674186	22%
2011	16116940187	5838244452	36%
2012	18566400050	7172162298	39%
2013	18790834133	7431932976	40%
2014	18584475032	8217136716	44%
2015	19154714687	9006204621	47%
2016	15948740174	5149560378	32%
	الوسط الحسابي		26%

المصدر: من اعداد الباحث على الملاحق (1-4-7-10-13-16-19-22-25-28-31-34).

يتضح من خلال الجدول ان الوسط الحسابي لهذه النسبة يقدر ب26%، و هي نسبة مهمة من اجمالي راس المال العامل، الامر الذي يستدعي عناية خاصة بهذا العنصر من طرف المجمع عند ادارة راس المال العامل. اعلى نسبة تم تسجيلها، تقدر ب 47% و ذلك في سنة 2015. هذه النسبة تعادل تقريبا نصف قيمة راس المال العامل، و السبب هو توقف بعض المصانع و تحويلها من اماكنها مما ادى الى تجمد الاموال في شكل نقدية. اما اقل نسبة فتقدر ب 8% و ذلك في كل من سنة 2006 و سنة 2007. حيث تعتبر هذه النسبة جيدة مقارنة مع باقي السنوات.

المطلب الثالث: حساب و تحليل قيم متغيرات خلق القيمة

من خلال هذا المطلب، يتم التعرض لحساب كل متغير من المتغيرات التابعة حسب القوانين المذكورة سابقاً، مع شرح موجز لكيفية الحساب و عرض النتائج المتوصل اليها بعد الحساب، اضافة الى التحليل الخاص بكل متغير.

اولا_ القيمة الاقتصادية المضافة: (EVA)

لحساب القيمة الاقتصادية المضافة لا بد من حساب معدل العائد على راس المال المستثمر و تكلفة هذا الاخير:

ا_ معدل العائد على راس المال المستثمر (ROCE):

يقيس هذا المؤشر ربحية الشركة والكفاءة التي تدير بها رأس مالها المستثمر، و يتم الحصول عليه من خلال نسبة النتيجة العملياتية الى مجموع الاموال المستثمرة. كلما كانت النسبة اعلى كلما كان ذلك افضل، لكن يجب أن تكون دائماً أعلى من تكلفة راس المال المستثمر اي التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال المستثمر (WACC). و فيما يلي العائد على الاموال المستثمرة (ROCE) لمجمع صيدال:

الجدول رقم (3_18): العائد على الاموال المستثمرة (ROCE) خلال فترة الدراسة

السنوات	النتيجة العملياتية	مجموع الاموال المستثمرة	العائد على الاموال المستثمرة
2005	1066384442	9267365863	12%
2006	1425139322	9014516576	16%
2007	1586583009	9424882431	17%
2008	2363867081	10847919895	22%
2009	2921981749	14380153681	20%
2010	1649967193	20046030129	8%
2011	2624059985	19537283517	13%
2012	2521790318	21087910309	12%
2013	2946399282	21756636704	14%
2014	1618736152	26079391337	6%
2015	1433808242	28239754071	5%
2016	2 093 143 975	38 861 237 693	5%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق (2-3-5-6-8-9-11-12-14-15-17-18-20-21-23-24-26-27-

(34-33-32-30-29)

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

يتضح من خلال الجدول ان العائد على الاموال المستثمرة خلال فترة الدراسة تراوح بين 5% كأقل نسبة تم تسجيلها في كل من سنة 2015 و سنة 2016، و 22% كأعلى نسبة تم تسجيلها سنة 2008. في السنوات الاربعة الاولى سجل المجمع نمو متزايد، لكن بعد ذلك، حدث تذبذب في المؤشر الى ان وصل في كل من سنة 2015 و سنة 2016 الى 5%، و يمكن ارجاع السبب السياسة التوسعية للمجمع في اطار برامج التنمية المخطط لها.

ب_ حساب التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال (WACC):

بما ان المجمع يعتمد على الاموال الخاصة و الاقتراض في تشكيل هيكل راس ماله، فان تقدير تكلفة امواله سيكون حسب هذا المزيج التمويلي.

• تكلفة الاموال الخاصة:

يمكن الحصول على تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها الدفترية او قيمتها السوقية في نهاية السنة كما يلي:

- تقدير تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها الدفترية (k'cp): حيث يتم استعمال المعادلة التالية:

تكلفة الاموال الخاصة = التوزيعات السنوية/ قيمة الاموال الخاصة

و يمكن تلخيص تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها الدفترية في الجدول التالي:

الجدول رقم (3_19): تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها الدفترية

السنوات	التوزيعات حسب السهم	عدد الاسهم	التوزيعات السنوية	القيمة الدفترية للاموال الخاصة	تكلفة الاموال الخاصة
2005	20	10000000	200000000	6180402723	3,24%
2006	23	10000000	230000000	6302203148	3,65%
2007	11	10000000	110000000	6812796067	1,61%
2008	35	10000000	350000000	8297185486	4,22%
2009	35	10000000	350000000	11261304777	3,11%
2010	35	10000000	350000000	11785525448	2,97%
2011	35	10000000	350000000	13795482543	2,54%
2012	40	10000000	400000000	14746506012	2,71%
2013	40	10000000	400000000	16748436102	2,39%
2014	40	10000000	400000000	17590664386	2,27%
2015	40	10000000	400000000	20465934577	1,95%
2016	40	10000000	400000000	27464009197	1,46%
				الوسط الحسابي	2,68%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير مجلس الادارة و الملاحق (2-5-8-11-14-17-20-23-26-29-32-34)

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

يتضح من خلال الجدول ان تكلفة الاموال الخاصة خلال فترة الدراسة لم تتجاوز 4,22 % و هي النسبة المسجلة سنة 2008. بعد هذه السنة تم تسجيل تراجع تدريجي اين بلغت سنة 2016 نسبة 1,46%. تراجع هذه التكلفة يعتبر من الناحية النظرية في مصلحة المؤسسة لانها استطاعت كسب ثقة المساهمين و بالتالي تخفيض مستوى الخطر. و من جهة اخرى فان نسبة مساهمة الدولة في المجمع و التي تعادل 80% من راس المال من شأنها التأثير على معدل العائد المطلوب من طرف باقي المساهمين.

- تقدير تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية (kcp):

يتم حساب تكلفة الاموال الخاصة للمجمع حسب القيمة السوقية باستعمال المعادلة التالية:

تكلفة الاموال الخاصة = توزيعات السهم الواحد/ سعر السهم في 12/31/ن

و يمكن تلخيص تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية في الجدول التالي:

الجدول رقم (3_20): تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية

السنوات	التوزيعات حسب السهم	سعر السهم في 12/31	تكلفة الاموال وفقا لقيمتها السوقية
2005	20	360	5,56%
2006	23	440	5,23%
2007	11	400	2,75%
2008	35	380	9,21%
2009	35	385	9,09%
2010	35	520	6,73%
2011	35	715	4,90%
2012	40	620	6,45%
2013	40	450	8,89%
2014	40	560	7,14%
2015	40	640	6,25%
2016	40	600	6,67%
		الوسط الحسابي	6,51%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير السنوية للبورصة (COSOB) لسنوات الدراسة

يتضح من خلال الجدول ان تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها خلال فترة الدراسة سجلت في المتوسط نسبة 6,51%. حيث يلاحظ وجود تذبذب في التكلفة و الذي يمكن ارجاعه الى تذبذب سعر السهم، خاصة و ان التوزيعات سجلت ثبات طيلة الخمس سنوات الاخيرة في حدود 40 دج. تعتبر هذه التكلفة مرتفعة بالمقارنة مع التكلفة السابقة وفق القيمة الدفترية، الا انها اكثر تعبير عن ما يطلبه المستثمر من معدل عائد لقاء مستوى

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

المخاطر التي يتضمنها الاستثمار في المجمع و لذلك سيم الاعتماد عليها عند تقدير القيمة الاقتصادية المضافة.

• تكلفة الاموال المقترضة:

تحسب تكلفة الاموال المقترضة بقسمة مجموع الفوائد و المصاريف المالية على حجم القروض المتوسطة و طويلة الاجل، مع خصم الاعباء المالية المترتبة من النتيجة الخاضعة للضريبة، و هذا وفق المعادلة التالية:
تكلفة الاموال المقترضة= (مجموع الفوائد و المصاريف المالية/ القروض طويلة و متوسطة الاجل) * (1- معدل الضريبة)

الجدول رقم (3_21): تكلفة الاموال المقترضة

السنوات	الفوائد و المصاريف	القروض طويلة و متوسطة الاجل	تكلفة الاقتراض قبل استبعاد الوفورات الضريبية	تكلفة الاقتراض بعد استبعاد الوفورات الضريبية
2005	255011836	3086963140	8,26%	5,78%
2006	223700807	2712313428	8,25%	5,77%
2007	205807857	2612086364	7,88%	5,52%
2008	273387343	2550734409	10,72%	7,50%
2009	433506362	3118848904	13,90%	9,73%
2010	261601049	8260504681	3,17%	2,22%
2011	201298041	5741800974	3,51%	2,45%
2012	225135654	6341404297	3,55%	2,49%
2013	221326018	5008200602	4,42%	3,09%
2014	157011457	8488726951	1,85%	1,29%
2015	132453560	7773819494	1,70%	1,19%
2016	177710456	11397228496	1,56%	1,09%
			الوسط الحسابي	4,01%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق (2-3-5-6-8-9-11-12-14-15-17-18-20-

21-23-24-26-27-29-30-32-33-34).

يتضح من خلال الجدول ان تكلفة الاموال المقترضة تراوحت خلال فترة الدراسة بين 1.09% في سنة 2015 و هي اقل نسبة، و 9.73% في سنة 2009، و هي اعلى نسبة. اما الوسط الحسابي لتكلفة الاقتراض فهو 4.01% ، كما يتضح ان هناك انخفاض في التكلفة في السنوات الاخيرة الى ادنى نسبة. من الناحية النظرية، يمكن ارجاع هذا الانخفاض في التكلفة الى انخفاض مستوى المخاطر التي يتعرض لها المقرضون. اما من الناحية الواقعية، فيمكن ارجاع الانخفاض في التكلفة الى اسباب اخرى مثل طبيعة نشاط المجمع و تشجيعه

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

من طرف الحكومة، ملكية 80 % من الاسهم من طرف القطاع العام...الخ. و هذا من شأنه ان يخفض تكلفة القروض الممنوحة من طرف البنوك.

• نسب الاموال الخاصة و نسب الديون:

يتم تحديد هذه النسب من خلال قسمة كل من الاموال الخاصة و القروض متوسطة و طويلة الاجل الى اجمالي راس المال المستثمر، حيث تبين هذه النسب مدى اعتماد الشركة على الاموال الخاصة و الديون في تمويل استثماراتها. لتكون هذه النسب مقبولة، يجب أن تكون نسبة الاموال الخاصة الى اجمالي راس المال المستثمر أكبر من 50%، و العكس بالنسبة لنسب الديون. و هي اشارة الى استقلالية الشركة و قدرتها على السداد.

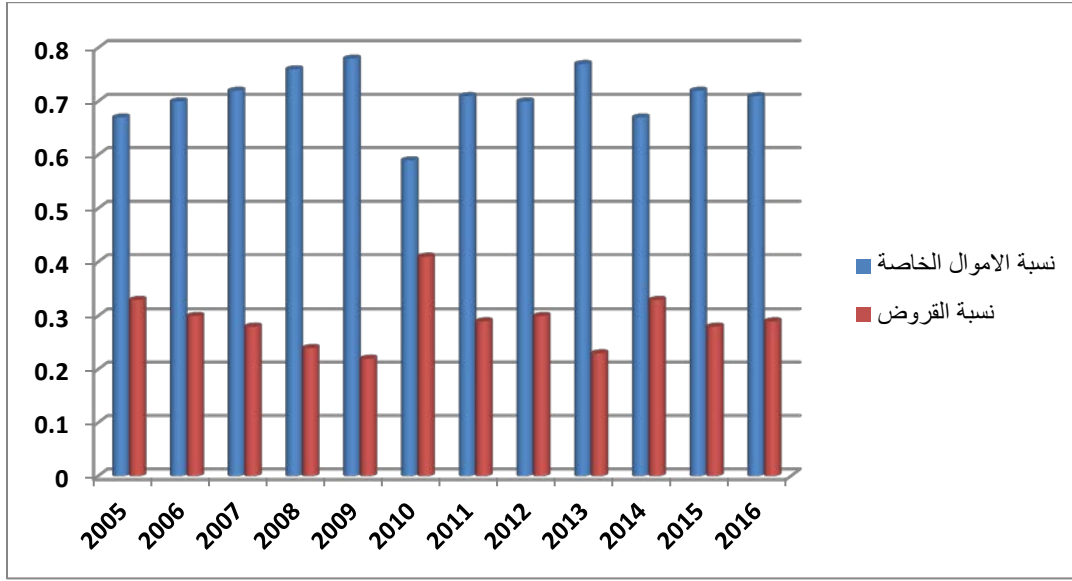
الجدول رقم (3_22): نسب الاموال الخاصة و نسب الديون

السنوات	الاموال الخاصة	القروض طويلة و متوسطة الاجل	مجموع الاموال المستثمرة	نسبة القروض	نسبة الاموال الخاصة
2005	6180402723	3086963140	9267365863	0,33	0,67
2006	6302203148	2712313428	9014516576	0,3	0,7
2007	6812796067	2612086364	9424882431	0,28	0,72
2008	8297185486	2550734409	10847919895	0,24	0,76
2009	11261304777	3118848904	14380153681	0,22	0,78
2010	11785525448	8260504681	20046030129	0,41	0,59
2011	13795482543	5741800974	19537283517	0,29	0,71
2012	14746506012	6341404297	21087910309	0,3	0,7
2013	16748436102	5008200602	21756636704	0,23	0,77
2014	17590664386	8488726951	26079391337	0,33	0,67
2015	20465934577	7773819494	28239754071	0,28	0,72
2016	27 464 009 197	11 397 228 496	38 861 237 693	0,29	0,71

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الملاحق (2-5-8-11-14-17-20-23-26-29-32-34)

يتضح من خلال الجدول ان هيكل رأس المال متوازن لأن نسبة الدين (الديون / رأس المال المستثمر) للمجمع لم تتجاوز 50% طيلة فترة الدراسة. اقل نسبة تم تسجيلها هي 22% و ذلك سنة 2009، اما اعلى نسبة فهي 41% في سنة 2010. تشير هذه النتائج الى الاستقلالية المالية التي يتمتع بها المجمع، و قدرته على السداد في الاجل الطويل. و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (11_3): نسب الاموال الخاصة و نسب الديون



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

• حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

يتم استخدام WACC لتقدير التكاليف المتوقعة لجميع مصادر التمويل الخاصة بالشركة. ويشمل ذلك تكلفة التمويل بالديون، و تكلفة التمويل بالأسهم. ارتفاع متوسط تكلفة رأس المال، يدل على وجود مخاطر أعلى مرتبطة بعمليات الشركة، مما يؤدي بالمستثمرين إلى طلب عائد إضافي لتحمل مخاطر إضافية. كما تعتبر WACC ذات أهمية كبيرة عند تقييم الشركات في إطار طلب القروض والتقييم التشغيلي، و بالتالي تبحث الشركات عن سبل لتخفيض متوسط التكلفة المتوقعة من خلال مصادر تمويل أرخص. كما قد يشعر المستثمرون بالقلق إذا كانت نسبة WACC للشركة أعلى من عائدها الفعلي، حيث يعتبر مؤشر على أن الشركة تخسر القيمة، وربما تكون هناك عوائد أكثر كفاءة متاحة في مكان آخر في السوق. و فيما يلي التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لمجمع صيدال:

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

الجدول رقم (3_23): التكلفة الوسطية المرجحة لراس المال وفق القيمة السوقية

السنوات	تكلفة الاموال وفقا لقيمتها السوقية	نسبة الاموال الخاصة	تكلفة الاقتراض بعد استبعاد الوفورات الضريبية	نسبة القروض	wacc
2005	5,80%	0,67	5,78%	0,33	5,79%
2006	5,56%	0,7	5,77%	0,3	5,62%
2007	5,23%	0,72	5,52%	0,28	5,31%
2008	2,75%	0,76	7,50%	0,24	3,89%
2009	9,21%	0,78	9,73%	0,22	9,32%
2010	9,09%	0,59	2,22%	0,41	6,27%
2011	6,73%	0,71	2,45%	0,29	5,49%
2012	4,90%	0,7	2,49%	0,3	4,18%
2013	6,45%	0,77	3,09%	0,23	5,68%
2014	8,89%	0,67	1,29%	0,33	6,38%
2015	7,14%	0,72	1,19%	0,28	5,47%
2016	6,25%	0,71	1,09%	0,29	4,75%
				الوسط الحسابي	5,68%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول (20_3)، (21_3)، (22_3).

يتضح من خلال الجدول ان هذه التكلفة تراوحت خلال فترة الدراسة بين 3.89% و 9.32%. اما الوسط الحسابي فقد بلغ 5.68%. من خلال النتائج الموضحة في الجدول يتضح ان مجمع صيدال بإمكانه تخفيض هذه التكلفة من خلال زيادة اعتماده على القروض. و فيما يلي القيمة الاقتصادية المضافة للمجمع خلال فترة الدراسة.

الجدول رقم (3_24): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) خلال فترة الدراسة

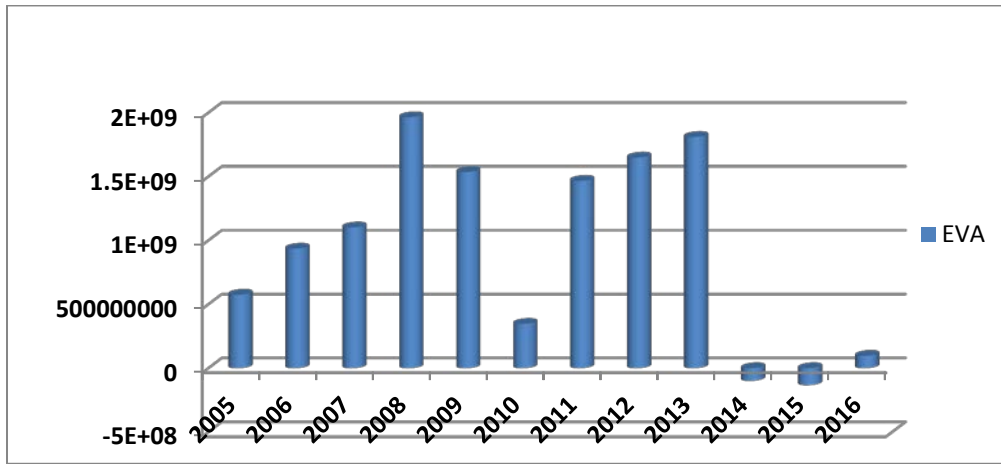
السنوات	مجموع الاموال المستثمرة	العائد على الاموال المستثمرة	wacc	EVA
2005	9267365863	12%	5,79%	575503420,1
2006	9014516576	16%	5,62%	935706820,6
2007	9424882431	17%	5,31%	1101768756
2008	10847919895	22%	3,89%	1964558293
2009	14380153681	20%	9,32%	1535800413
2010	20046030129	8%	6,27%	346796321,2
2011	19537283517	13%	5,49%	1467249992
2012	21087910309	12%	4,18%	1649074586
2013	21756636704	14%	5,68%	1810152174
2014	26079391337	6%	6,38%	-99101687,08
2015	28239754071	5%	5,47%	-132726844,1
2016	38 861 237 693	5%	4,75%	97153094,23

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (18_3) و (23_3).

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

يتضح من خلال الجدول ان مجمع صيدال استطاع ان يحقق قيمة اقتصادية مضافة موجبة في اغلب سنوات الدراسة السنوات. حيث حقق اكر قيمة في سنة 2008. اما في كل من سنة 2014 و 2015 فكانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة مما يعني ان هناك تدمير للقيمة في هاتين السنتين. و بالتالي فالمجمع عموما، يقدم عائد للمساهمين اكبر مما يطلبونه. وجود هذه الارقام الموجبة من شأنه اعطاء اشارة جيدة عن المجمع في السوق المالي، و بالتالي يؤدي ذلك الى اقبال المستثمرين عن اسهم المجمع. الا ان خلق القيمة على المستوى الداخلي لا يعني بالضرورة خلق القيمة على المستوى الخارجي اي على مستوى السوق المالي، و لعل حجم المبادلات في البورصة في السنوات الاخيرة خير دليل على ذلك. و يمكن توضيح النتائج الخاصة بالقيمة الاقتصادية المضافة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3_12): القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

ثانياً_ القيمة السوقية المضافة: (MVA)

فيما يلي القيمة السوقية المضافة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة و المعبر عنها من خلال الفرق بين القيمة السوقية للأموال الخاصة و القيمة الدفترية للأموال الخاصة:

الجدول رقم (3_25): القيمة السوقية المضافة (MVA) خلال فترة الدراسة

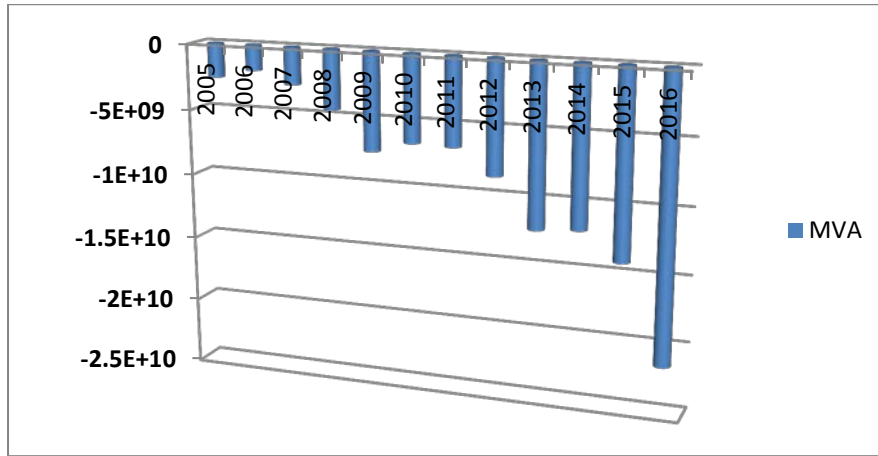
MVA	القيمة الدفترية للأموال الخاصة	القيمة السوقية للأموال الخاصة	عدد الاسهم	سعر السهم في 12/31	السنوات
-2580402723	6180402723	3600000000	10000000	360	2005
-1902203148	6302203148	4400000000	10000000	440	2006
-2812796067	6812796067	4000000000	10000000	400	2007
-4497185486	8297185486	3800000000	10000000	380	2008
-7411304777	11261304777	3850000000	10000000	385	2009
-6585525448	11785525448	5200000000	10000000	520	2010
-6645482543	13795482543	7150000000	10000000	715	2011
-8546506012	14746506012	6200000000	10000000	620	2012
-12248436102	16748436102	4500000000	10000000	450	2013
-11990664386	17590664386	5600000000	10000000	560	2014
-14065934577	20465934577	6400000000	10000000	640	2015
-21464009197	27464009197	6000000000	10000000	600	2016

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البورصة (COSOB) لسنوات الدراسة و الملاحق (2-5-8-11-

14-17-20-23-26-29-32-34).

يتضح من خلال الجدول ان القيم السوقية المضافة للمجمع خلال فترة الدراسة سالبة طيلة فترة الدراسة، و هذا يعني من الناحية النظرية أن قيمة الاستثمارات التي تسيروها الإدارة أقل من رأس المال المساهم في المجمع في أسواق رأس المال، وهذا اشارة الى انه تم تدمير ثروة المساهمين. كما يتضح من خلال الجدول ان القيمة السوقية المضافة سجلت تدهورا مستمرا، منذ سنة 2005 الى غاية سنة 2016. في السنة الاخيرة تدهورت القيمة بنسبة 53 % مقارنة بسنة 2015. تعني القيمة السوقية السلبية (MVA) ان نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أقل من واحد . و بالتالي فان مجمع صيدال لم يتمكن من خلق القيمة على المستوى الخارجي. و يمكن التوضيح اكثر من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3_13): القيمة السوقية المضافة (MVA) خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

ثالثا_ نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية: (M/B)

فيما يلي ملخص للنتائج المتحصل عليها خلال فترة الدراسة و الخاصة بنسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و المعبر عنها من خلال تقسيم القيمة السوقية للأموال الخاصة على القيمة الدفترية للأموال الخاصة، و هي موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3_26): نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) خلال فترة الدراسة

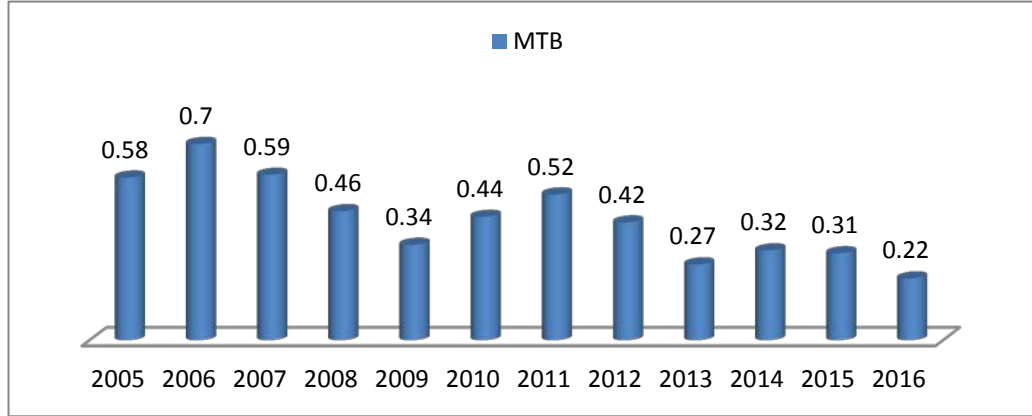
السنوات	القيمة السوقية للأموال الخاصة	القيمة الدفترية للأموال الخاصة	MTB
2005	3600000000	6180402723	0,58
2006	4400000000	6302203148	0,7
2007	4000000000	6812796067	0,59
2008	3800000000	8297185486	0,46
2009	3850000000	11261304777	0,34
2010	5200000000	11785525448	0,44
2011	7150000000	13795482543	0,52
2012	6200000000	14746506012	0,42
2013	4500000000	16748436102	0,27
2014	5600000000	17590664386	0,32
2015	6400000000	20465934577	0,31
2016	6000000000	27464009197	0,22

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البورصة (COSOB) لسنوات الدراسة و الملاحق (2-5-8-11-14-17-20-23-26-29-32-34).

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

يتضح من خلال الجدول او نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية تراوحت خلال الدراسة بين اقل قيمة و هي 0.22 و ذلك سنة 2016، و اكبر قيمة و هي 0.7 و ذلك سنة 2006. و بالتالي فالمجمع لم يتمكن من خلق القيمة طيلة فترة الدراسة بالاعتماد على هذا المقياس. هذا الاخير يشير الى ان المستثمرون يدفعون قيمة اقل مقابل كل دينار مستثمر في المجمع. و منه يمكن القول ان مجمع صيدال لم يتمكن من خلق القيمة على المستوى الخارجي، و هذا راجع الى طبيعة القطاع العام الذي يتميز بالثقل في اتخاذ القرارات و تنفيذها، اضافة الى وضعية البورصة الجزائرية التي تعتبر حديثة النشأة. و الشكل الموالي يوضح النتائج الخاصة بنسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية خلال فترة الدراسة.

الشكل رقم (3-14): نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

رابعاً_ العائد الكلي للمساهم: (TSR)

فيما يلي معدل العائد الكلي للمساهم لمجمع صيدال:

الجدول رقم (3_27): العائد الكلي للمساهم (TSR) خلال فترة الدراسة

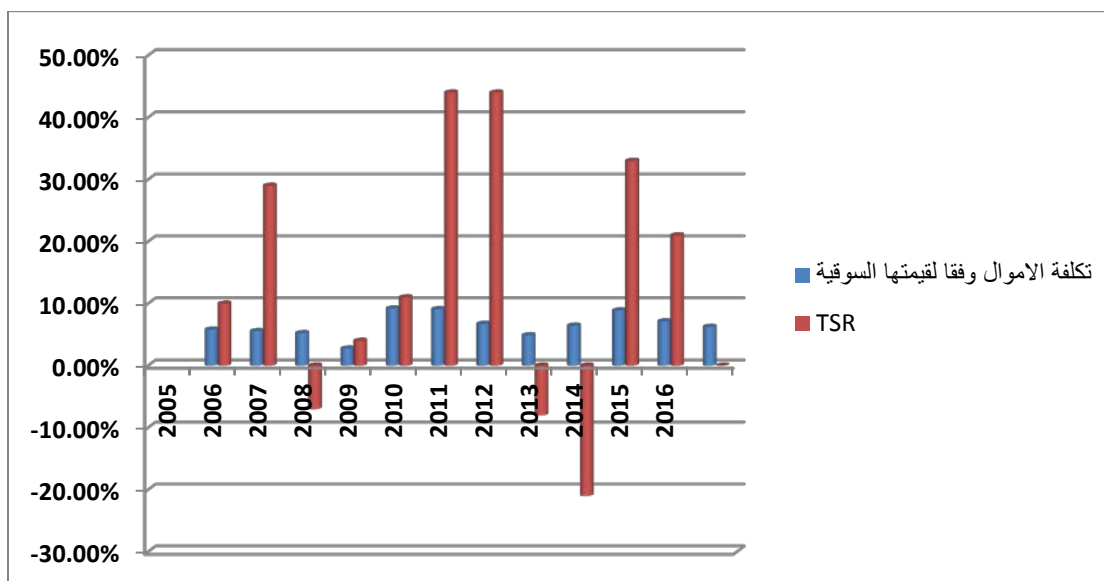
السنوات	التوزيعات حسب السهم	سعر السهم في 12/31	($P_t - P_{t-1}$)	TSR	تكلفة الاموال وفقا لقيمتها السوقية	TSR -Kcp
2004	20	345				
2005	20	360	15	10%	5,80%	4,20%
2006	23	440	80	29%	5,56%	23,44%
2007	11	400	-40	-7%	5,23%	-12,23%
2008	35	380	-20	4%	2,75%	1,25%
2009	35	385	5	11%	9,21%	1,79%
2010	35	520	135	44%	9,09%	34,91%
2011	35	715	195	44%	6,73%	37,27%
2012	40	620	-95	-8%	4,90%	-12,90%
2013	40	450	-170	-21%	6,45%	-27,45%
2014	40	560	110	33%	8,89%	24,11%
2015	40	640	80	21%	7,14%	13,86%
2016	40	600	-40	0%	6,25%	-6,25%

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على تقارير البورصة (COSOB) لسنوات الدراسة و نتائج الجدول رقم (3-20).

يتضح من خلال الجدول ان العائد الكلي للمساهم تراوح خلال فترة الدراسة بين (-21%) سنة 2013 كأقل نسبة، و (44%) سنة 2010 و 2011 كأعلى نسبة. كما يتضح ان هناك تذبذب في هذا المؤشر، و هذا راجع الى تذبذب الاسعار، لان توزيعات الارباح مستقرة تقريبا.

من خلال الفرق بين العائد الكلي للمساهم و تكلفة الاموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية، يتضح ان مجمع صيدال تمكن من خلق قيمة للمساهمين في اغلب سنوات الدراسة. اما السنوات الاخرى التي يظهر فيها الفرق سالب، فقد سجل المجمع تدمير للقيمة، و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (15_3): العائد الكلي للمساهم (TSR) خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجدول السابق

المبحث الثالث: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

من خلال هذا المبحث، يتم التعرض الى دراسة تأثير المتغيرات المستقلة، المتعلقة براس المال العامل و مكوناته على مؤشر خلق القيمة المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره متغير تابع. للقيام بذلك يتم استعمال مصفوفة ارتباط بيرسون ثم نماذج انحدار خطي بسيط، اي دراسة قدرة تفسير كل متغير مستقل للمتغير التابع في كل مرة.

المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و EVA

تتمثل هذه المتغيرات في ثلاث مؤشرات اساسية و هي معدل دوران راس المال العامل (WCTR)، سياسة الاستثمار في راس المال العامل (CATA)، سياسة تمويل راس المال العامل (CLTA) و علاقتها بالقيمة الاقتصادية المضافة (EVA). و الجدول الموالي يبين البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-28): متغيرات راس المال العامل الاجمالي و EVA

السنوات	WCTR	CATA	CLTA	EVA
2005	0,78	0,65	0,35	575503420,1
2006	0,76	0,67	0,36	935706820,6
2007	0,8	0,7	0,36	1101768756
2008	0,84	0,71	0,41	1964558293
2009	0,87	0,63	0,38	1535800413
2010	0,84	0,53	0,28	346796321,2
2011	0,87	0,59	0,28	1467249992
2012	0,8	0,62	0,3	1649074586
2013	0,61	0,62	0,28	1810152174
2014	0,52	0,59	0,17	-99101687,08
2015	0,53	0,55	0,19	-132726844,1
2016	0,58	0,34	0,16	97153094,23

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-9)، (3-10)، (3-11)، (3-24)

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل دراسة قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير في المتغير التابع، يتم دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض من اجل تجنب مشكلة فقدان معنوية النموذج، كما يتم دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع من اجل معرفة مدى قوة الارتباط و معنويته، و الجدول الموالي يوضح نتائج الارتباط المتوصل اليها:

الجدول رقم (3-29): مصفوفة الارتباط (راس المال العامل الاجمالي و EVA)

		Correlations			
		Economic value added	Working capital turnover ratio	Current assets to total assets	Current liabilities to total assets
Economic value added	Pearson Correlation	1	,625*	,581*	,720**
	Sig. (2-tailed)		,030	,048	,008
	N	12	12	12	12
Working capital turnover ratio	Pearson Correlation	,625*	1	,475	,807**
	Sig. (2-tailed)	,030		,118	,002
	N	12	12	12	12
Current assets to total assets	Pearson Correlation	,581*	,475	1	,789**
	Sig. (2-tailed)	,048	,118		,002
	N	12	12	12	12
Current liabilities to total assets	Pearson Correlation	,720**	,807**	,789**	1
	Sig. (2-tailed)	,008	,002	,002	
	N	12	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة اختبار الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATTA) نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول (نسبة الاستثمار في راس المال العامل) ، (CLTTA) نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول (نسبة التمويل قصير الاجل)؛ يتبين ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.625$)، معنوية ($0.05 > 0.03$) بين (EVA) و (WCTR) اي كلما زاد معدل الدوران لراس المال العامل زادت القيمة الاقتصادية المضافة.
- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.581$)، معنوية ($0.05 > 0.048$) بين (EVA) و (CATTA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في راس المال العامل زادت القيمة الاقتصادية المضافة.
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.720$)، معنوية ($0.01 > 0.008$) بين (EVA) و (CLTTA) اي كلما زادت نسبة التمويل قصير الاجل زادت القيمة الاقتصادية المضافة.

اما بالنسبة للارتباط بين المتغيرات المستقلة، فقد تبين ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.807$)، معنوية ($0.01>0.002$) بين (WCTR) و (CLTTA) اي كلما زاد معدل دوران راس المال العامل زادت نسبة التمويل قصير الاجل.
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.789$)، معنوية ($0.01>0.002$) بين (CATTA) و (CLTTA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في راس المال العامل زادت نسبة التمويل قصير الاجل.

ثانياً_ دراسة الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة الارتباط بين المتغير التابع المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATTA) نسبة الاستثمار في راس المال العامل، (CLTTA) نسبة التمويل قصير الاجل؛ كان من الممكن تقدير نموذج انحدار خطي متعدد يجمع كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة الا ان علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة حالت دون ذلك، و بالتالي يمكن تقدير نماذج انحدار خطية بسيطة يتم من خلالها دراسة اثر كل متغير مستقل على المتغير التابع على حدى في كل مرة، حيث سيكون هناك ثلاثة نماذج كما يلي:

ا_ تأثير معدل دوران راس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة:

لاختبار قدرة معدل دوران راس المال العامل (WCTR) على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$EVA_t = a + \beta(WCTR)_t + \varepsilon$$

حيث:

EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t

$(WCTR)_t$: معدل دوران راس المال العامل في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة الاقتصادية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-30): نتائج تقدير نموذج الانحدار (EVA-WCTR)

المتغير التابع: (EVA)		المتغير المستقل
الدلالة	المعامل	(WCTR)
0.030	4^E+009	
0.141	-2^E+009	المقطع الثابت a
0.390		معامل التحديد R^2
6.405		قيمة احصائية فيشر F
0.030		احتمال

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 39 % وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.030 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل معدل دوران راس المال العامل له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة ومعدل دوران راس المال العامل وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.625)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن معامل المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.141) وهي أكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل معدل دوران راس المال العامل غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة الاقتصادية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفع معدل دوران راس المال العامل بدورة واحدة ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة ب (4^E+009) دج.

ب_ تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة الاستثمار في راس المال العامل (نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول)

(CATTA) على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$EVA_t = a + \beta(CATTA)_t + \varepsilon$$

حيث:

EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t

$(CATTA)_t$: نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة الاقتصادية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-31): نتائج تقدير نموذج الانحدار (EVA-CATTA)

المتغير التابع: (EVA)		المتغير المستقل
الدالة	المعامل	(CATTA)
0.048	5^E+009	المقطع الثابت a
0.176	-2^E+009	معامل التحديد R^2
	0.338	قيمة احصائية فيشر F
	5.096	احتمال
	0.048	

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 33.8% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.048 وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدره نلاحظ أن معامل نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وبالتالي نقبل

الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.581)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية المقطع الثابت هي (0.176) وهي أكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول غير معدم أي أنه يفسر التغير في القيمة الاقتصادية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين ، فكلما ارتفعت نسبة الاستثمار في راس المال العامل بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة ب (5^E+007) دج.

ج_ تأثير سياسة تمويل راس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة تمويل راس المال العامل (نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول) (CLTTA) على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$EVA_t = a + \beta(CLTTA)_t + \varepsilon$$

حيث:

EVA_t : القيمة الاقتصادية المضافة في الفترة t

$(CLTTA)_t$: نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة الاقتصادية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-32): نتائج تقدير نموذج الانحدار (EVA-CLTTA)

(EVA)		المتغير التابع:
الدلالة	المعامل	المتغير المستقل
0.008	7^E+009	(CLTTA)
0.137	-1^E+009	المقطع الثابت a
0.518		معامل التحديد R^2
10.734		قيمة احصائية فيشر F
0.008		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 51.8% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة متوسطة، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.008 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدره يتبين أن معامل نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة و نسبة تمويل راس المال العامل و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.720)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن معامل المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.137) وهي أكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنويًا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة الاقتصادية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين ، فكلما ارتفعت نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة الاقتصادية المضافة ب (7^E+007) دج.

المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و EVA

تتمثل متغيرات ادارة المخزون في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران المخزون (ITR) و نسبة الاستثمار في المخزون (ITCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و فيما يلي البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم(3-33): متغيرات ادارة المخزون و EVA

السنوات	ITR	ITCA	EVA
2005	1,27	0,4	575503420
2006	1,43	0,45	935706821
2007	1,45	0,44	1101768756
2008	1,47	0,48	1964558293
2009	1,39	0,52	1535800413
2010	1,39	0,44	346796321
2011	1,67	0,39	1467249992
2012	1,79	0,33	1649074586
2013	1,57	0,29	1810152174
2014	1,41	0,3	-99101687,1
2015	1,51	0,26	-132726844
2016	1,53	0,36	97153094,2

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-12)، (3-13).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، يتم دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، ثم علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-34): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و EVA)

		Economic value added	ITCA	ITR
Economic value added	Pearson Correlation	1	,399	,394
	Sig. (2-tailed)		,199	,204
	N	12	12	12
ITCA	Pearson Correlation	,399	1	-,404
	Sig. (2-tailed)	,199		,193
	N	12	12	12
ITR	Pearson Correlation	,394	-,404	1
	Sig. (2-tailed)	,204	,193	
	N	12	12	12

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ITR) معدل دوران المخزون، (ITCA) نسبة الاستثمار في المخزون (نسبة المخزون الى الاصول الجارية)؛ يتبين عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع و المتغيرين المستقلين، كما لا توجد علاقة ارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، و بالتالي لا يمكن دراسة الانحدار.

المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و EVA

تتمثل متغيرات ادارة الذمم المدينة في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران الذمم المدينة (ARTR) و نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (ARTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و فيما يلي البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-35): متغيرات ادارة الذمم المدينة و EVA

السنوات	ARTR	ARTCA	EVA
2005	1,67	0,49	575503420
2006	1,59	0,47	935706821
2007	1,67	0,49	1101768756
2008	1,87	0,42	1964558293
2009	2,35	0,32	1535800413
2010	2,54	0,34	346796321
2011	2,96	0,25	1467249992
2012	3,01	0,28	1649074586
2013	2,08	0,31	1810152174
2014	1,85	0,26	-99101687,1
2015	2,01	0,27	-132726844
2016	1,99	0,32	97153094,2

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-24)، (3-14)، (3-15).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، لا بد من دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، ثم علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-36): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و EVA)

		Economic value added	ARTR	ARTCA
Economic value added	Pearson Correlation	1	,314	,129
	Sig. (2-tailed)		,321	,690
	N	12	12	12
ARTR	Pearson Correlation	,314	1	-,672*
	Sig. (2-tailed)	,321		,017
	N	12	12	12
ARTCA	Pearson Correlation	,129	-,672*	1
	Sig. (2-tailed)	,690	,017	
	N	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ARTR) معدل دوران الذمم المدينة، (ARTCA) نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية)؛ يتبين:

- عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع و المتغيرين المستقلين، و بالتالي لا يمكن دراسة الانحدار.
- وجود علاقة ارتباط عكسية متوسطة (-0.672 = r)، معنوية ($0.05 > 0.017$) بين (ARTR) و (ARTCA) اي كلما انخفضت نسبة الاستثمار في الذمم المدينة كلما زاد معدل دورانها و هذا يتوافق مع ادبيات الادارة المالية.

المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و EVA

تتمثل متغيرات ادارة النقدية في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران النقدية (CTR) و نسبة النقدية الى الاصول المتداولة (CTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، و الجدول الموالي يوضح البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة لمجمع صيدال:

الجدول رقم (3-37): متغيرات ادارة النقدية وEVA

السنوات	CTR	CTCA	EVA
2005	9,09	0,11	575503420
2006	8,19	0,08	935706821
2007	10,42	0,08	1101768756
2008	9,25	0,1	1964558293
2009	6,76	0,15	1535800413
2010	4,55	0,22	346796321
2011	2,97	0,36	1467249992
2012	2,14	0,39	1649074586
2013	1,57	0,4	1810152174
2014	1,25	0,44	-99101687,1
2015	1,16	0,47	-132726844
2016	1,44	0,32	97153094,2

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-24)، (3-16)، (3-17).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، لا بد من دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، ثم علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-38): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و EVA)

Correlations

		Economic value added	CTR	CTCA
Economic value added	Pearson Correlation	1	,330	-,295
	Sig. (2-tailed)		,295	,352
	N	12	12	12
CTR	Pearson Correlation	,330	1	-,958**
	Sig. (2-tailed)	,295		,000
	N	12	12	12
CTCA	Pearson Correlation	-,295	-,958**	1
	Sig. (2-tailed)	,352	,000	
	N	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (CTR) معدل دوران النقدية، (CTCA) نسبة النقدية الى الاصول الجارية؛ يتبين:

- عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع و المتغيرين المستقلين، و بالتالي لا يمكن دراسة الانحدار.
- وجود علاقة ارتباط عكسية قوية ($r = -0.958$)، معنوية ($0.01 > 0.000$) بين (CTR) و (CTCA) اي كلما انخفضت نسبة النقدية الى الاصول الجارية كلما زاد معدل دورانها و هذا يتوافق مع ادبيات الادارة المالية.

المبحث الرابع: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة للقيمة السوقية المضافة (MVA)

من خلال هذا المبحث، يتم التعرض الى دراسة تأثير المتغيرات المستقلة، المتعلقة براس المال العامل و مكوناته على مؤشر خلق القيمة المتمثل في القيمة السوقية المضافة باعتباره متغير تابع. للقيام بذلك يتم استعمال مصفوفة ارتباط بيرسون ثم نماذج انحدار خطي بسيط، اي دراسة قدرة تفسير كل متغير مستقل للمتغير التابع في كل مرة.

المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و MVA

كما في المبحث السابق، تتمثل هذه المتغيرات في ثلاث مؤشرات اساسية و هي معدل دوران راس المال العامل (WCTR)، سياسة الاستثمار في راس المال العامل (CATTا)، سياسة تمويل راس المال العامل (CLTTا) و علاقتها بالقيمة السوقية المضافة (MVA). و الجدول الموالي يبين البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-39): متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و MVA

السنوات	WCTR	CATTا	CLTTا	MVA
2005	0,78	0,65	0,35	-2580402723
2006	0,76	0,67	0,36	-1902203148
2007	0,8	0,7	0,36	-2812796067
2008	0,84	0,71	0,41	-4497185486
2009	0,87	0,63	0,38	-7411304777
2010	0,84	0,53	0,28	-6585525448
2011	0,87	0,59	0,28	-6645482543
2012	0,8	0,62	0,3	-8546506012
2013	0,61	0,62	0,28	-12248436102
2014	0,52	0,59	0,17	-11990664386
2015	0,53	0,55	0,19	-14065934577
2016	0,58	0,34	0,16	-21464009197

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (25-3)، (9-3)، (10-3)، (11-3).

اولا_ دراسة الارتباط:

بعد دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض في المبحث السابق من اجل تجنب مشكلة فقدان معنوية النموذج، يتم دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع من اجل معرفة مدى قوة الارتباط و معنويته، و الجدول الموالي يوضح نتائج الارتباط المتوصل اليها:

الجدول رقم (3-40): مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و MVA)

		Correlations			
		Market value added	Working capital turnover ratio	Current assets to total as sets	Current liabilities to total as sets
Market value added	Pearson Correlation	1	,734**	,849**	,842**
	Sig. (2-tailed)		,007	,000	,001
	N	12	12	12	12
Working capital turnover ratio	Pearson Correlation	,734**	1	,475	,807**
	Sig. (2-tailed)	,007		,118	,002
	N	12	12	12	12
Current assets to total as sets	Pearson Correlation	,849**	,475	1	,789**
	Sig. (2-tailed)	,000	,118		,002
	N	12	12	12	12
Current liabilities to total as sets	Pearson Correlation	,842**	,807**	,789**	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,002	,002	
	N	12	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATTA) نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول و (CLTTA) نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول؛ يتبين ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.734$)، معنوية ($0.01 > 0.007$) بين (MVA) و (WCTR) اي كلما زاد معدل الدوران لراس المال العامل كلما زادت القيمة السوقية المضافة.
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.849$)، معنوية ($0.01 > 0.001$) بين (MVA) و (CATTA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في راس المال العامل كلما زادت القيمة السوقية المضافة.
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.842$)، معنوية ($0.01 > 0.002$) بين (MVA) و (CLTTA) اي كلما زادت نسبة التمويل قصير الاجل زادت القيمة السوقية المضافة.

ثانياً_ دراسة الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة الارتباط بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATTA) نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول، (CLTTA) نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول؛ كان من الممكن تقدير نموذج

انحدار خطي متعدد يجمع كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة الا ان علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة حالت دون ذلك، و بالتالي يمكن تقدير نماذج انحدار خطية بسيطة يتم من خلالها دراسة اثر كل متغير مستقل على المتغير التابع على حدى في كل مرة، حيث سيكون هناك ثلاثة نماذج كما يلي:

ا_ تأثير معدل دوران راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة معدل دوران راس المال العامل (WCTR) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(WCTR)_t + \varepsilon$$

حيث:

EVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(WCTR)_t$: معدل دوران راس المال العامل في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-41): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-WCTR)

المتغير التابع: (MVA)		المتغير المستقل
الدالة	المعامل	(WCTR)
0.007	3^E+010	المقطع الثابت a
0.001	-3^E+010	معامل التحديد R^2
	0.538	قيمة احصائية فيشر F
	11.650	احتمال
	0.007	

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 53.8 % وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة متوسطة، كما يظهر بناءً على

نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.007 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل معدل دوران راس المال العامل له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة ومعدل دوران راس المال العامل وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.734)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن معامل المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.001) وهي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل معدل دوران راس المال العامل غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفع معدل دوران راس المال العامل بدورة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (3^F+010) دج.

ب- تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة الاستثمار في راس المال العامل (CATT_t) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(CATT)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(CATT)_t$: نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-42): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-CATTA)

(MVA)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.000	5^E+010	(CATTA)
0.000	-4^E+010	المقطع الثابت a
0.720		معامل التحديد R^2
25.734		قيمة احصائية فيشر F
0.000		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 72 % و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة جيدة، ونلاحظ بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.000 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة نسبة الاستثمار في راس المال العامل و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.849)، كما يتبن من خلال النموذج المقدر أن معامل المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.000) وهي اقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الاستثمار في راس المال العامل غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الاستثمار في راس المال العامل بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (5^E+008) دج.

ج- تأثير سياسة تمويل راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة تمويل راس المال العامل (نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول) (CLTTA) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(CLTTA)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(CLTTA)_t$: نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-43): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-CLTTA)

(MVA)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.001	6^E+010	(CLTTA)
0.000	-3^E+010	المقطع الثابت a
0.709		معامل التحديد R^2
24.380		قيمة احصائية فيشر F
0.001		احتمال

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 70.9% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة جيدة، ونلاحظ بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.001 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدره نلاحظ أن معامل نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.842)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.000) وهي اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر. التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة تمويل راس المال العامل بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (6^E+008) دج.

المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و MVA

تتمثل متغيرات ادارة المخزون في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران المخزون (ITR) و نسبة الاستثمار في المخزون (ITCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة (MVA)، و فيما يلي البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

جدول رقم (3-44): متغيرات ادارة المخزون و MVA

السنوات	ITR	ITCA	MVA
2005	1,27	0,4	-2580402723
2006	1,43	0,45	-1902203148
2007	1,45	0,44	-2812796067
2008	1,47	0,48	-4497185486
2009	1,39	0,52	-7411304777
2010	1,39	0,44	-6585525448
2011	1,67	0,39	-6645482543
2012	1,79	0,33	-8546506012
2013	1,57	0,29	-12248436102
2014	1,41	0,3	-11990664386
2015	1,51	0,26	-14065934577
2016	1,53	0,36	-21464009197

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-25)، (3-12)، (3-13).

اولا_ دراسة الارتباط:

بعد دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، يتم دراسة علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم (3-45): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و MVA)

		Correlations		
		Market value added	ITCA	ITR
Market value added	Pearson Correlation	1	,612*	-,302
	Sig. (2-tailed)		,034	,340
	N	12	12	12
ITCA	Pearson Correlation	,612*	1	-,404
	Sig. (2-tailed)	,034		,193
	N	12	12	12
ITR	Pearson Correlation	-,302	-,404	1
	Sig. (2-tailed)	,340	,193	
	N	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ITCA) نسبة الاستثمار في المخزون (نسبة المخزون الى الاصول الجارية)، (ITR) معدل دوران المخزون؛ يتبين:

- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.612$)، معنوية ($0.05 > 0.034$) بين (MVA) و (ITCA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في المخزون كلما زادت القيمة السوقية المضافة.
- عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض.

ثانيا_ تحليل الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة الارتباط بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغير المستقل المتمثل في (ITCA) نسبة المخزون الى الاصول الجارية، يمكن تقدير نموذج انحدار خطي بسيط يتم من خلاله دراسة اثر المتغير المستقل على المتغير التابع كما يلي:

1- تأثير نسبة الاستثمار في المخزون على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة المخزون الى الاصول الجارية (ITCA) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(ITCA)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(ITCA)_t$: نسبة المخزون الى الاصول الجارية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-46): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-ITCA)

المتغير التابع: (MVA)		المتغير المستقل
الدالة	المعامل	(ITCA)
0.034	4^E+010	المقطع الثابت a
0.005	-3^E+010	معامل التحديد R^2
	0.375	قيمة احصائية فيشر F
	5.993	احتمال
	0.034	

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 37.5% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.034 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل نسبة المخزون الى الاصول الجارية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نسبة المخزون الى الاصول الجارية وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.612)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.005) وهي اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة المخزون الى الاصول الجارية غير معدوم أي أنه يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة المخزون الى الاصول الجارية بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (4^E+008) دج.

المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و MVA

تتمثل متغيرات ادارة الذمم المدينة في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران الذمم المدينة (ARTR) و نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (ARTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة (EVA)، و فيما يلي البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-47): متغيرات ادارة الذمم المدينة و MVA

السنوات	ARTCA	ARTR	MVA
2005	0,49	1,67	-2580402723
2006	0,47	1,59	-1902203148
2007	0,49	1,67	-2812796067
2008	0,42	1,87	-4497185486
2009	0,32	2,35	-7411304777
2010	0,34	2,54	-6585525448
2011	0,25	2,96	-6645482543
2012	0,28	3,01	-8546506012
2013	0,31	2,08	-12248436102
2014	0,26	1,85	-11990664386
2015	0,27	2,01	-14065934577
2016	0,32	1,99	-21464009197

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-25)، (3-14)، (3-15).

اولا_ دراسة الارتباط:

بعد دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، يتم دراسة علاقتهما بالمتغير التابع، و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-48): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و MVA)

		Market value added	ARTR	ARTCA
Market value added	Pearson Correlation	1	-,124	,655*
	Sig. (2-tailed)		,701	,021
	N	12	12	12
ARTR	Pearson Correlation	-,124	1	-,672*
	Sig. (2-tailed)	,701		,017
	N	12	12	12
ARTCA	Pearson Correlation	,655*	-,672*	1
	Sig. (2-tailed)	,021	,017	
	N	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ARTR) معدل دوران الذمم المدينة و (ARTCA) نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية)؛ يتبين:

- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.655$)، معنوية ($0.05 > 0.021$) بين (MVA) و (ARTCA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في الذمم المدينة كلما زادت القيمة السوقية المضافة.
- عدم وجود علاقة ارتباط بين (MVA) و (ARTR).
- وجود علاقة ارتباط عكسية متوسطة ($r=0.672$)، معنوية ($0.05 > 0.017$) بين (ARTR) و (ARTCA) اي كلما انخفضت نسبة الاستثمار في الذمم المدينة كلما ارتفع معدل دورانها و هذا يتوافق مع ادبيات الادارة المالية.

ثانياً_ تحليل الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة ارتباط بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغير المستقل المتمثل في (ARTCA) نسبة الاستثمار في الذمم المدينة، يمكن تقدير نموذج انحدار خطي بسيط يتم من خلاله دراسة اثر المتغير المستقل على المتغير التابع كما يلي:

1- تأثير نسبة الاستثمار في الذمم المدينة على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (ARTCA) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم

تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(ARTCA)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(ARTCA)_t$: نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-49): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-ARTCA)

المتغير التابع:		(MVA)
المتغير المستقل	المعامل	الدلالة
(ARTCA)	4^E+010	0.021
المقطع الثابت a	-2^E+010	0.002
معامل التحديد R^2	0.429	
قيمة احصائية فيشر F	7.518	
احتمال	0.021	

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 42.9% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.021 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نسبة الذمم المدينة الى

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

الاصول الجارية وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.655)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.002) وهي اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية غير معوم أي أنه يفسر التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (4^E+008) دج.

المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و MVA

تتمثل متغيرات ادارة النقدية في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران النقدية (CTR) و نسبة النقدية الى الاصول المتداولة (CTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة (MVA)، و الجدول الموالي يوضح البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

جدول رقم (3-50): متغيرات ادارة النقدية و MVA

السنوات	CTR	CTCA	MVA
2005	9,09	0,11	-2580402723
2006	8,19	0,08	-1902203148
2007	10,42	0,08	-2812796067
2008	9,25	0,1	-4497185486
2009	6,76	0,15	-7411304777
2010	4,55	0,22	-6585525448
2011	2,97	0,36	-6645482543
2012	2,14	0,39	-8546506012
2013	1,57	0,4	-12248436102
2014	1,25	0,44	-11990664386
2015	1,16	0,47	-14065934577
2016	1,44	0,32	-21464009197

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-25)، (3-16)، (3-17).

اولا_ دراسة الارتباط:

بعد دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، يتم دراسة علاقتهما بالمتغير التابع، و يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول الاتي.

الجدول رقم (3-51): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و MVA)

		Market value added	CTR	CTCA
Market value added	Pearson Correlation	1	,811**	-,718**
	Sig. (2-tailed)		,001	,009
	N	12	12	12
CTR	Pearson Correlation	,811**	1	-,958**
	Sig. (2-tailed)	,001		,000
	N	12	12	12
CTCA	Pearson Correlation	-,718**	-,958**	1
	Sig. (2-tailed)	,009	,000	
	N	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

- من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (CTR) معدل دوران النقدية و (CTCA) نسبة النقدية الى الاصول الجارية؛ يتبين:
- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.811$)، معنوية ($0.01 > 0.001$) بين (MVA) و (CTR) اي كلما زاد معدل دوران النقدية كلما زادت القيمة السوقية المضافة.
 - وجود علاقة ارتباط عكسية قوية ($r=0.718-$)، معنوية ($0.01 > 0.009$) بين (MVA) و (CTCA) اي كلما زادت نسبة النقدية الى الاصول الجارية كلما انخفضت القيمة السوقية المضافة.
 - وجود علاقة ارتباط عكسية قوية ($r=0.958-$)، معنوية ($0.01 > 0.000$) بين (CTR) و (CTCA) اي كلما زادت نسبة النقدية الى الاصول الجارية كلما انخفض معدل دوران النقدية و هذا يتوافق مع ادبيات الادارة المالية.

ثانياً_ دراسة الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة ارتباط بين المتغير التابع المتمثل في القيمة السوقية المضافة (MVA) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (CTR) معدل دوران النقدية و (CTCA) نسبة النقدية الى الاصول الجارية، و بسبب الارتباط بين المتغيرين المستقلين يمكن تقدير نموذجين للانحدار الخطي البسيط يتم من خلالهما دراسة اثر المتغيرين المستقلين على المتغير التابع كما يلي:

1- تأثير معدل دوران النقدية على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة معدل دوران النقدية (CTR) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(CTR)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(CTR)_t$: معدل دوران النقدية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-52): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-CTR)

المتغير التابع: (MVA)		المتغير المستقل
الدلالة	المعامل	(CTR)
0.001	1^E+010	
0.000	-1^E+010	المقطع الثابت a
0.657		معامل التحديد R^2
19.195		قيمة احصائية فيشر F
0.001		احتمال

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 65.7% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة جيدة، كما يتضح بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.001 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل معدل دوران النقدية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و معدل دوران النقدية وهي تتوافق مع نتائج

الفصل الثالث: دراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005-2016)

الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.811)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.000) وهي اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل معدل دوران النقدية غير معدوم أي أنه يفسر نظريا التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفع معدل دوران النقدية بدورة واحدة ارتفعت القيمة السوقية المضافة ب (1^E+010) دج.

ب_ تأثير حجم النقدية على القيمة السوقية المضافة:

لاختبار قدرة نسبة النقدية الى الاصول الجارية (CTCA) على تفسير القيمة السوقية المضافة (MVA) تم تقدير النموذج التالي:

$$MVA_t = a + \beta(CTCA)_t + \varepsilon$$

حيث:

MVA_t : القيمة السوقية المضافة في الفترة t

$(CTCA)_t$: نسبة النقدية الى الاصول الجارية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من القيمة السوقية المضافة الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a: هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-53): نتائج تقدير نموذج الانحدار (MVA-CTCA)

(MVA)		المتغير التابع:
الدلالة	المعامل	المتغير المستقل
0.009	-3 ^E +010	(CTCA)
0.596	-1 ^E +009	المقطع الثابت a
0.515		معامل التحديد R ²
10.627		قيمة احصائية فيشر F
0.009		احتمال

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 51.5% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة متوسطة، كما يتبين بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.009 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل نسبة النقدية الى الاصول الجارية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة و نسبة النقدية الى الاصول الجارية وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.718)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.596) وهي اكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة النقدية الى الاصول الجارية غير معدوم أي أنه يفسر نظرياً التغير في القيمة السوقية المضافة، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الاستثمار في النقدية بوحدة واحدة (0.01) انخفضت القيمة السوقية المضافة ب (3^E+008) دج.

المبحث الخامس: تحليل نتائج الدراسة بالنسبة ل (M/B) و (TSR)

من خلال هذا المبحث، يتم التعرض الى دراسة تأثير المتغيرات المستقلة، المتعلقة براس المال العامل و مكوناته على مؤشرين لخلق القيمة و المتمثلين في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و العائد الكلي للمساهم باعتبارهما متغيرين تابعين. للقيام بذلك يتم استعمال مصفوفة ارتباط بيرسون ثم نماذج انحدر خطي بسيط، اي دراسة قدرة تفسير كل متغير مستقل للمتغير التابع في كل مرة.

المطلب الاول: متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و M/B

تتمثل هذه المتغيرات، كما سبقت الاشارة اليها، في ثلاث مؤشرات اساسية و هي معدل دوران راس المال العامل (WCTR)، سياسة الاستثمار في راس المال العامل (CATTا)، سياسة تمويل راس المال العامل (CLTTا) و علاقتها نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B). و الجدول الموالي يبين البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-54): متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و M/B

السنوات	WCTR	CATTا	CLTTا	M/B
2005	0,78	0,65	0,35	0,58
2006	0,76	0,67	0,36	0,7
2007	0,8	0,7	0,36	0,59
2008	0,84	0,71	0,41	0,46
2009	0,87	0,63	0,38	0,34
2010	0,84	0,53	0,28	0,44
2011	0,87	0,59	0,28	0,52
2012	0,8	0,62	0,3	0,42
2013	0,61	0,62	0,28	0,27
2014	0,52	0,59	0,17	0,32
2015	0,53	0,55	0,19	0,31
2016	0,58	0,34	0,16	0,22

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-26)، (3-9)، (3-10)، (3-11).

اولا_ دراسة الارتباط:

بعد دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض، يتم دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع من اجل معرفة مدى قوة الارتباط و معنويته، و الجدول الموالي يوضح نتائج الارتباط التي تم التوصل اليها:

الجدول رقم (3-55): مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية و M/B)

		Correlations			
		Market to book ratio	Working capital turnover ratio	Current assets to total assets	Current liabilities to total assets
Market to book ratio	Pearson Correlation	1	,596*	,631*	,650*
	Sig. (2-tailed)		,041	,028	,022
	N	12	12	12	12
Working capital turnover ratio	Pearson Correlation	,596*	1	,475	,807**
	Sig. (2-tailed)	,041		,118	,002
	N	12	12	12	12
Current assets to total assets	Pearson Correlation	,631*	,475	1	,789**
	Sig. (2-tailed)	,028	,118		,002
	N	12	12	12	12
Current liabilities to total assets	Pearson Correlation	,650*	,807**	,789**	1
	Sig. (2-tailed)	,022	,002	,002	
	N	12	12	12	12

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (M/B) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATTA) نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول ، (CLTTA) نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول؛ يتبين ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.596$)، معنوية ($0.05 > 0.041$) بين (M/B) و (WCTR) اي كلما زاد معدل الدوران لراس المال العامل زادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية.
- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.631$)، معنوية ($0.05 > 0.028$) بين (M/B) و (CATTA) اي كلما زادت نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول زادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية.
- وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ($r=0.650$)، معنوية ($0.05 > 0.022$) بين (M/B) و (CLTTA) اي كلما زادت نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول زادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية.

ثانياً_ دراسة الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة ارتباط بين المتغير التابع المتمثل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (GATTA) نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول، (CLTTA) نسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الاصول؛ كان من الممكن تقدير نموذج انحدار خطي متعدد يجمع كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة الا ان علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة حالت دون ذلك، و بالتالي يمكن تقدير نماذج انحدار خطية بسيطة يتم من خلالها دراسة اثر كل متغير مستقل على المتغير التابع على حدى في كل مرة، حيث سيكون هناك ثلاثة نماذج كما يلي:

ا_ تأثير معدل دوران راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة معدل دوران راس المال العامل (WCTR) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(WCTR)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(WCTR)_t$: معدل دوران راس المال العامل في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-56): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B-WCTR)

(M/B)		المتغير التابع:
الدلالة	المعامل	المتغير المستقل
0.041	0.650	(WCTR)
0.830	-0.046	المقطع الثابت a
0.355		معامل التحديد R ²
5.511		قيمة احصائية فيشر F
0.041		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 35.5% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يتضح بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.041 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل معدل دوران راس المال العامل له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.596)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.830) وهي اكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل معدل دوران راس المال العامل غير معدوم أي أنه يفسر نظرياً التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفع معدل دوران راس المال العامل بدورة واحدة ارتفعت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.650).

ب_ تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول (CATTA) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(CATTA)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(CATTA)_t$: نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى لا يتضمنها النموذج

a: هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-57): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B - CATTa)

(M/B)		المتغير التابع:
الدلالة	المعامل	المتغير المستقل
0.028	0.937	(CATTa)
0.566	-0.131	المقطع الثابت a
0.398		معامل التحديد R^2
6.622		قيمة احصائية فيشر F
0.028		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 39.8% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.028 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ أن معامل نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.631)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.566) وهي اكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول غير معدوم أي أنه يفسر التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الاصول الجارية الى اجمالي الاصول بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.00937).

ج. تأثير سياسة تمويل راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول (CLTTA) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(CLTTA)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(CLTTA)_t$: نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج
a: هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-58): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B-CLTTA)

(M/B)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.022	1.130	(CLTTA)
0.453	0.099	المقطع الثابت a
0.422		معامل التحديد R ²
7.305		قيمة احصائية فيشر F
0.022		F احتمال

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 42.2% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R² ، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.022 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة يتضح أن معامل نسبة التمويل قصير الاجل له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و نسبة الخصوم

الجارية الى اجمالي الاصول و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.650)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.453) وهي اكبر تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول غير معدوم أي أنه يفسر التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الخصوم الجارية الى اجمالي الاصول بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.0113).

المطلب الثاني: متغيرات ادارة المخزون و M/B

تتمثل متغيرات ادارة المخزون، كما سبقت الاشارة اليهما، في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران المخزون (ITR) و نسبة الاستثمار في المخزون (ITCA) و قدرتهما على تفسير التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)، و فيما يلي البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-59): متغيرات ادارة المخزون و M/B

السنوات	ITR	ITCA	M/B
2005	1,27	0,4	0,58
2006	1,43	0,45	0,7
2007	1,45	0,44	0,59
2008	1,47	0,48	0,46
2009	1,39	0,52	0,34
2010	1,39	0,44	0,44
2011	1,67	0,39	0,52
2012	1,79	0,33	0,42
2013	1,57	0,29	0,27
2014	1,41	0,3	0,32
2015	1,51	0,26	0,31
2016	1,53	0,36	0,22

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-26)، (3-12)، (3-13).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، يتم دراسة علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-60): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة المخزون و M/B)

		Market to book ratio	ITCA	ITR
Market to book ratio	Pearson Correlation	1	,501	-,224
	Sig. (2-tailed)		,097	,484
	N	12	12	12
ITCA	Pearson Correlation	,501	1	-,404
	Sig. (2-tailed)	,097		,193
	N	12	12	12
ITR	Pearson Correlation	-,224	-,404	1
	Sig. (2-tailed)	,484	,193	
	N	12	12	12

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في القيمة السوقية المضافة (M/B) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ITCA) نسبة الاستثمار في المخزون و (ITR) معدل دوران المخزون؛ يتبين عدم وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع و المتغيرين المستقلين و بالتالي لا يمكن دراسة الانحدار.

المطلب الثالث: متغيرات ادارة الذمم المدينة و M/B

تتمثل متغيرات ادارة الذمم المدينة، كما سبقت الاشارة اليهما، في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران الذمم المدينة (ARTR) و نسبة الاستثمار في الذمم المدينة (ARTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)، و فيما يلي جدول يتضمن البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-61): متغيرات ادارة الذمم المدينة و M/B

السنوات	ARTCA	ARTR	M/B
2005	0,49	1,67	0,58
2006	0,47	1,59	0,7
2007	0,49	1,67	0,59
2008	0,42	1,87	0,46
2009	0,32	2,35	0,34
2010	0,34	2,54	0,44
2011	0,25	2,96	0,52
2012	0,28	3,01	0,42
2013	0,31	2,08	0,27
2014	0,26	1,85	0,32
2015	0,27	2,01	0,31
2016	0,32	1,99	0,22

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-26)، (3-14)، (3-15).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، لا بد من دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع المتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح نتائج الارتباط المتحصل عليها.

الجدول رقم (3-62): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة الذمم المدينة و M/B)

Correlations

		Market to book ratio	ARTR	ARTCA
Market to book ratio	Pearson Correlation	1	-,210	,713**
	Sig. (2-tailed)		,512	,009
	N	12	12	12
ARTR	Pearson Correlation	-,210	1	-,672*
	Sig. (2-tailed)	,512		,017
	N	12	12	12
ARTCA	Pearson Correlation	,713**	-,672*	1
	Sig. (2-tailed)	,009	,017	
	N	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (ARTR) معدل دوران الذمم المدينة و (ARTCA) نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية؛ يتبين:

- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.713$)، معنوية ($0.01 > 0.009$) بين (M/B) و (ARTCA) اي كلما زادت نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية كلما زادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و بالتالي يمكن دراسة انحدار (M/B) على (ARTCA).

ثانياً_ دراسة الانحدار:

ا_ تأثير نسبة الاستثمار في الذمم المدينة على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية (ARTCA) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(ARTCA)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(ARTCA)_t$: نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-63): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B-ARTCA)

(M/B)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.009	1.142	(ARTCA)
0.826	0.029	المقطع الثابت a
0.509		معامل التحديد R^2
10.349		قيمة احصائية فيشر F
0.009		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 50.9% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة متوسطة، كما يظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.009 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة يمكن ملاحظ أن معامل نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و نسبة الذمم المدينة الى الاصول الجارية و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.713)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت ليس له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.826) وهي اكبر تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الاستثمار في الذمم المدينة غير معدوم أي أنه يفسر التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة الاستثمار في الذمم المدينة بوحدة واحدة (0.01) ارتفعت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.01142).

المطلب الرابع: متغيرات ادارة النقدية و M/B

تتمثل متغيرات ادارة النقدية في متغيرين اساسيين و هما معدل دوران النقدية (CTR) و نسبة النقدية الى الاصول المتداولة (CTCA) و قدرتهما على تفسير التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)، و الجدول الموالي يوضح البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة لمجمع صيدال:

الجدول رقم (3-64): متغيرات ادارة النقدية و M/B

السنوات	CTR	CTCA	M/B
2005	9,09	0,11	0,58
2006	8,19	0,08	0,7
2007	10,42	0,08	0,59
2008	9,25	0,1	0,46
2009	6,76	0,15	0,34
2010	4,55	0,22	0,44
2011	2,97	0,36	0,52
2012	2,14	0,39	0,42
2013	1,57	0,4	0,27
2014	1,25	0,44	0,32
2015	1,16	0,47	0,31
2016	1,44	0,32	0,22

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-26)، (3-16)، (3-17).

اولا_ دراسة الارتباط:

قبل التطرق الى دراسة قدرة المتغيرين المستقلين على تفسير التغير في المتغير التابع، و بعد دراسة علاقة الارتباط بين المتغيرين المستقلين مع بعضهما البعض، لا بد من التطرق الى علاقتهما بالمتغير التابع، و الجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-65): مصفوفة الارتباط (متغيرات ادارة النقدية و M/B)

		Market to book ratio	CTR	CTCA
Market to book ratio	Pearson Correlation	1	,746**	-,687*
	Sig. (2-tailed)		,005	,014
	N	12	12	12
CTR	Pearson Correlation	,746**	1	-,958**
	Sig. (2-tailed)	,005		,000
	N	12	12	12
CTCA	Pearson Correlation	-,687*	-,958**	1
	Sig. (2-tailed)	,014	,000	
	N	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

المصدر: مخرجات SPSS 13.0

• مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (CTR) معدل دوران النقدية و (CTCA) نسبة النقدية الى الاصول الجارية؛ يتبين:

- وجود علاقة ارتباط طردية قوية ($r=0.746$)، معنوية ($0.01 > 0.005$) بين (M/B) و (CTR) اي كلما زاد معدل دوران النقدية كلما زادت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية.
- وجود علاقة ارتباط عكسية متوسطة ($r=0.687-$)، معنوية ($0.05 > 0.014$) بين (M/B) و (CTCA) اي كلما زادت نسبة النقدية الى الاصول الجارية كلما انخفضت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية.

ثانياً_ دراسة الانحدار:

بعد دراسة الارتباط و اكتشاف علاقة ارتباط بين المتغير التابع المتمثل في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) و المتغيرين المستقلين المتمثلين في (CTR) معدل دوران النقدية و (CTCA) نسبة النقدية الى الاصول الجارية، يمكن تقدير نماذج انحدار خطية بسيطة يتم من خلالها دراسة اثر كل متغير مستقل على المتغير التابع كما يلي:

1- تأثير معدل دوران النقدية على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة معدل دوران النقدية (CTR) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B)

تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(CTR)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(CTR)_t$: معدل دوران النقدية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a : هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم(3-66): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B-CTR)

(M/B)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.005	0.030	(CTR)
0.000	0.283	المقطع الثابت a
0.557		معامل التحديد R ²
12.579		قيمة احصائية فيشر F
0.005		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 55.7% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R² وهي نسبة متوسطة، كما يتضح بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.005 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدره يمكن ملاحظة أن معامل نسبة الاستثمار في الذمم المدينة له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي نقبل الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و معدل

دوران النقدية و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.746)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.000) وهي اقل تماما من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنويا عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال نتائج تقدير النموذج يمكن ملاحظة أن معامل معدل دوران النقدية غير معدوم أي أنه يفسر نظريا التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة طردية بين المتغيرين، فكلما ارتفع معدل دوران النقدية بدورة واحدة ارتفعت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.030).

ب_ تأثير حجم النقدية على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية:

لاختبار قدرة نسبة النقدية الى الاصول الجارية (CTCA) على تفسير نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية (M/B) تم تقدير النموذج التالي:

$$(M/B)_t = a + \beta(CTCA)_t + \varepsilon$$

حيث:

$(M/B)_t$: نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية الفترة t

$(CTCA)_t$: نسبة النقدية الى الاصول الجارية في الفترة t

ε : يمثل ذلك الجزء من المتغير التابع الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل اخرى لا يتضمنها النموذج

a: هو المقطع الثابت في خط الانحدار.

β : تمثل معامل الانحدار.

الجدول رقم (3-67): نتائج تقدير نموذج الانحدار (M/B-CTCA)

(M/B)		المتغير التابع:
الدالة	المعامل	المتغير المستقل
0.014	-0.662	(CTCA)
0.000	0.603	المقطع الثابت a
0.473		معامل التحديد R ²
8.959		قيمة احصائية فيشر F
0.014		احتمال F

المصدر: مخرجات SPSS 13.0 (بتصرف)

يظهر من خلال الجدول أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 47.3% و هو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 وهي نسبة متوسطة، ويظهر بناءً على نتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفق بإحصائية فيشر F هي 0.014 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية كلية للنموذج المقدر.

و باختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة يمكن ملاحظة أن معامل نسبة النقدية الى الاصول الجارية له دلالة إحصائية حيث إن الاحتمال المرفق بإحصائية t أقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) و بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية و نسبة النقدية الى الاصول الجارية و هي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة (0.687)، كما يتبين من خلال النموذج المقدر أن المقطع الثابت له دلالة إحصائية حيث ان الاحتمال المرفق بإحصائية t للمقطع الثابت هي (0.000) وهي اقل تماماً من مستوى المعنوية (0.05) وهذا يدل على أنه يختلف معنوياً عن الصفر.

التفسير الاقتصادي:

من خلال النموذج يمكن ملاحظة أن معامل نسبة النقدية الى الاصول الجارية غير معدوم أي أنه يفسر التغير في نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية، كما يمكن ملاحظة وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، فكلما ارتفعت نسبة النقدية الى الاصول الجارية بوحدة واحدة (0.01) انخفضت نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية ب (0.00662).

المطلب الخامس: تأثير متغيرات راس المال العامل على العائد الكلي للمساهم

في هذا الاطار، يتم التعرض الى دراسة تأثير متغيرات راس المال العامل بصفة اجمالية ثم التعرض للمتغيرات التي تمثل مكونات راس المال العامل و اثرها على مؤشر خلق القيمة المتمثل في العائد الكلي للمساهم (TSR).

اولاً_ متغيرات راس المال العامل بصفة كلية و TSR:

تتمثل هذه المتغيرات، كما سبقت الاشارة اليها، في ثلاث مؤشرات اساسية و هي معدل دوران راس المال العامل (WCTR)، سياسة الاستثمار في راس المال العامل (CATT)، سياسة تمويل راس المال العامل (CLTTA) و علاقتها مع العائد الكلي للمساهم (TSR). و الجدول الموالي يبين البيانات الخاصة بكل متغير خلال فترة الدراسة:

الجدول رقم (3-68): متغيرات راس المال العامل بصفة كلية و TSR

السنوات	WCTR	CATTA	CLTTA	TSR
2005	0,78	0,65	0,35	0,1014
2006	0,76	0,67	0,36	0,2861
2007	0,8	0,7	0,36	-0,0659
2008	0,84	0,71	0,41	0,0375
2009	0,87	0,63	0,38	0,1053
2010	0,84	0,53	0,28	0,4416
2011	0,87	0,59	0,28	0,4423
2012	0,8	0,62	0,3	-0,0769
2013	0,61	0,62	0,28	-0,2097
2014	0,52	0,59	0,17	0,3333
2015	0,53	0,55	0,19	0,2143
2016	0,58	0,34	0,16	0

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على نتائج الجداول: (3-27)، (3-9)، (3-10)، (3-11).

دراسة الارتباط:

بعد دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض، يتم دراسة الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع من اجل معرفة مدى قوة الارتباط و معنويته، و الجدول الموالي يوضح نتائج الارتباط التي تم التوصل اليها:

الجدول رقم (3-69): مصفوفة الارتباط (متغيرات راس المال العامل بصفة كلية و TSR)

		Total stockholder return	Working capital turnover ratio	Current assets to total assets	Current liabilities to total assets
Total stockholder return	Pearson Correlation	1	,128	-,128	-,199
	Sig. (2-tailed)		,691	,691	,535
	N	12	12	12	12
Working capital turnover ratio	Pearson Correlation	,128	1	,475	,807**
	Sig. (2-tailed)	,691	,118	,118	,002
	N	12	12	12	12
Current assets to total assets	Pearson Correlation	-,128	,475	1	,789**
	Sig. (2-tailed)	,691	,118	,002	,002
	N	12	12	12	12
Current liabilities to total assets	Pearson Correlation	-,199	,807**	,789**	1
	Sig. (2-tailed)	,535	,002	,002	,002
	N	12	12	12	12

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

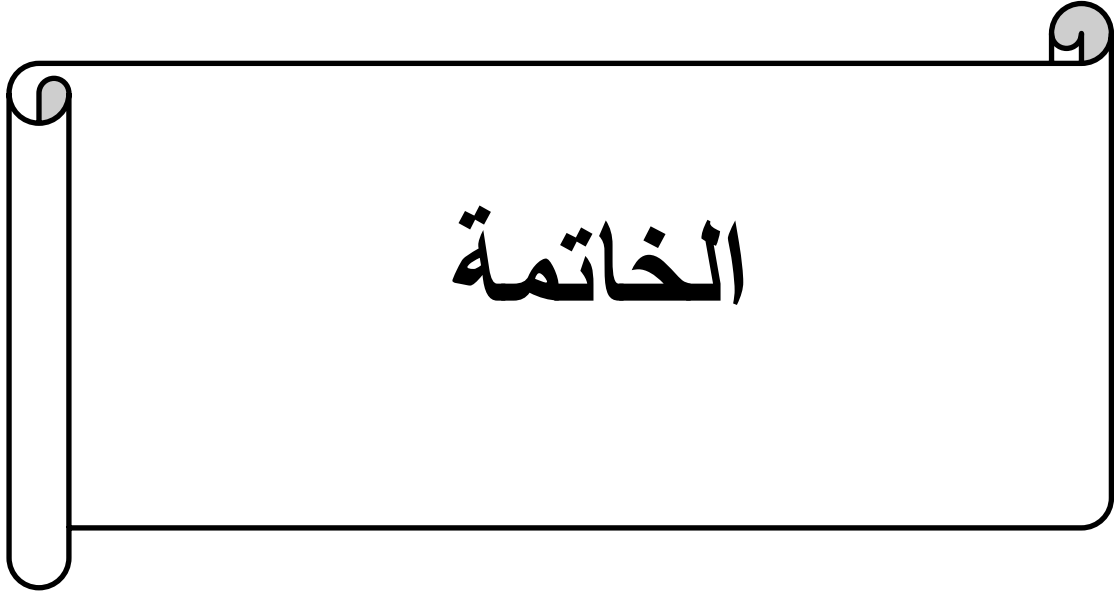
المصدر: مخرجات SPSS 13.0

مناقشة نتائج الارتباط:

من خلال نتائج الارتباط بين المتغير التابع و المتمثل في العائد الكلي للمساهم (TSR) و المتغيرات المستقلة المتمثلة في (WCTR) معدل دوران راس المال العامل، (CATT) نسبة الاستثمار في راس المال العامل، (CLTTA) نسبة التمويل قصير الاجل؛ يتبين عدم وجود علاقات ارتباط بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة و بالتالي، لا يمكن دراسة الانحدار من جهة، و من جهة اخرى يمكن الاستنتاج بان مكونات راس المال العامل ايضا لا ترتبط بمؤشر العائد الكلي للمساهم و بالتالي لا يمكنها تفسير التغير في هذا المؤشر اي لا يمكن دراسة الانحدار لهذه المكونات. يمكن ارجاع سبب عدم وجود الارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع، الى كون هذا الاخير مؤشر خارجي يعتمد بصفة كلية على البيانات السوقية الخاصة بالمجمع، بعيدا عن البيانات الداخلية، فالأسعار السوقية للاسهام قد تعكس ما هو متوقع لكنها لا تعكس ما هو تاريخي من معلومات منشورة في القوائم المالية. اما سياسة توزيع الارباح فهي لا تعكس مستوى الارباح المحقق في المجمع لان هذا الاخير يتبع سياسة توزيع ارباح ثابتة تقريبا خاصة في الخمس سنوات الاخيرة اين استقرت قيمة التوزيعات عند 40 دج. و هذا راجع ايضا الى برامج التنمية المخطط لها من طرف المجمع، من انشاء مصانع جديدة و ترميم المصانع القديمة، الامر الذي من شأنه التأثير على سياسة توزيع الارباح.

خلاصة الفصل الثالث

من خلال هذا الفصل يتضح ان الادارة الكفوة لراس المال العامل يمكنها المساهمة بشكل فعال في خلق القيمة على مستوى مجمع صيدال، و هذا يتوافق مع ادبيات الادارة المالية فيما يتعلق بالمستويات المثلى للأصول المتداولة و مكوناتها و المزيج التمويلي الامثل لتمويل للأصول الجارية و اثره على زيادة قيمة المؤسسة. فمن خلال النتائج المتوصل اليها، يتضح وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض و هو ما يتوافق ايضا مع ادبيات الادارة المالية، كما يتضح وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة و المتغيرات التابعة مع استثناء حالة المتغير التابع المتمثل في العائد الكلي للمساهم (TSR)، لكونه مؤشر خارجي يعتمد على البيانات المنشورة على مستوى السوق المالي. الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع بعضها البعض يجعل نموذج الانحدار الخطي المتعدد يفقد معنويته، لذلك تم استعمال نماذج انحدار خطي بسيط. من خلال هذه الاخيرة، و من خلال علاقات الارتباط بين المتغيرات المستقلة مع المتغيرات التابعة، اتضح ان مؤشرات ادارة راس المال العامل قادرة على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة. كما يمكن ملاحظة بعض النتائج المتناقضة، اين يتعلق الامر بالقيمة الاقتصادية المضافة حيث كانت موجبة في اغلب السنوات، في حين ان القيمة السوقية المضافة كانت سالبة في كل السنوات، و كذلك الامر بالنسبة لنسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية التي لم تتجاوز الواحد الصحيح في كل السنوات، و السبب في ذلك هو طريقة حساب تكلفة الاموال الخاصة التي اعطت قيم منخفضة لهذ التكلفة، حيث توجد العديد من طرق حساب هذه الاخيرة، لكن كل طريقة، رغم صحتها، تعطي نتيجة مختلفة عن الطرق الاخرى.



الخاتمة:

في العقود القليلة الماضية، شهدت البيئة الاقتصادية للصناعات بأكملها تغيرات مهمة، حيث أصبحت الاعمال التجارية عالمية، كما اثرت التكنولوجيا على الاتصالات و صنع القرارات، كما ان عرض الاموال خلق تحديات و فرص جديدة. لطالما كان الاحتفاظ بالأصول المتداولة و كذلك الاصول الثابتة بشكل متراكم، امر بالغ الاهمية من اجل البقاء و النمو، و هو ما تتطلبه استراتيجيات الاعمال التقليدية للقيام بعمليات التصنيع و التسويق المختلفة. الا ان المؤسسات الاقتصادية في الوقت الحالي تعتمد على نموذج مختلف من اجل نفس الهدف و المتمثل في البقاء و النمو، حيث تعتمد على تقليل اصولها، خاصة راس المال العامل الاجمالي، التحكم الصارم في التكاليف، معدلات دوران الاصول مرتفعة الى اقصى درجة، ارباح مرتفعة لكل معاملة، اضافة الى تطوير العلاقات الاستراتيجية بين المؤسسة و مورديها. ان وجود اسلوب متكامل لإدارة راس المال العامل و مكوناته المتمثلة في المخزون و الذمم المدينة و النقدية، و كيفية تمويل راس المال العامل، امر يستحق الاهتمام الكافي لضمان البقاء و النمو في ظل بيئة اقتصادية مليئة بالتحديات، اين يشكل خلق القيمة هدفا اساسيا للمؤسسة الاقتصادية.

ان التطور الحاصل في النظرية المالية جعل المؤسسة الاقتصادية تنتقل من الهدف التقليدي، المتمثل في الربح المحاسبي، الى هدف حديث، و المتمثل في الربح الاقتصادي، حيث اثبتت التجارب و الابحاث ان الفرق بين الربح المحاسبي و الربح الاقتصادي يمثل الفرق بين المؤسسة الربحة و المؤسسة الفاشلة، فالمؤسسة التي تعمل على تحقيق ارباح اقتصادية تبذل المزيد من الجهود لتغطية تكلفة الاموال الخاصة مما يؤدي الى خلق قيمة للمساهمين، في حين ان المؤسسة التي تعمل على تحقيق ربح محاسبي، تتجاهل تماما تكلفة الاموال الخاصة مما يؤدي الى تدمير القيمة للمساهمين. في هذا الاطار، يشكل خلق القيمة الهدف التي تسعى الادارة المالية الى تحقيقه من خلال كافة القرارات التي تتخذها، قرارات التمويل، قرارات الاستثمار و قرارات التوزيع، و من هذه الاقرارات تلك المتعلقة بإدارة راس المال العامل.

من خلال الدراسة الحالية التي تناولت موضوع مدى مساهمة ادارة راس المال العامل في خلق القيمة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، اين تم القيام بدراسة حالة مجمع صيدال للفترة (2005 _ 2016). حيث تم دراسة تأثير متغيرات ادارة راس المال العامل (معدل دوران راس المال العامل، سياسة الاستثمار في راس المال العامل، سياسة تمويل راس المال العامل، سياسة الاستثمار في المخزون، معدل دوران المخزون، سياسة الاستثمار في الذمم المدينة، معدل دوران الذمم المدينة، نسبة النقدية الى الاصول المتداولة، معدل دوران

النقدية) على مؤشرات قياس خلق القيمة مع التركيز على مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)، اين تم التوصل الى نتيجة مفادها ان المتغيرات المستقلة الخاصة بإدارة راس المال العامل قادرة على تفسير التغير في القيمة السوقية (MVA)، و فيما يلي اهم النتائج التي تم التوصل اليها:

• النتائج المتعلقة بالجانب النظري:

من خلال الدراسة النظرية للموضوع يمكن ابراز اهم النتائج كما يلي:

- ادارة راس المال العامل موضوع مهم في الادارة المالية لكونه يساهم في خلق القيمة من خلال الحجم الامثل للأصول المتداولة، الذي يؤدي الى تقليل التكلفة الكلية الناتجة عن تكلفة الاحتفاظ بالأصول المتداولة و تكلفة نفاذ هذه الاصول؛
- سياسة الاستثمار المتحفظة الخاصة براس المال العامل تساعد المؤسسة على البقاء في ظل اسوء الظروف مقارنة بالسياسة العدوانية التي ادت الى افلاس الكثير من المؤسسات خلال الازمة المالية العالمية؛
- ادارة المخزون عنصر مهم في ادارة راس المال العامل لكونه يحتل نسبة معتبرة منه، و بالتالي بإمكان المؤسسة التركيز على هذا العنصر لتحسين ادارة راس المال العامل؛
- تقنيات ادارة المخزون مثل المراقبة الانتقائية للمخزون، تحديد مستويات المخزون، الكمية الاقتصادية للطلب و نظام (JIT)، تساهم في رفع كفاءة ادارة راس المال العامل و بالتالي تفادي مشاكل الوكالة؛
- ادارة الذمم المدينة تشكل عنصر في غاية الاهمية عند ادارة راس المال العامل باعتباره يمثل نسبة معتبرة منه، الامر الذي يستدعي عناية خاصة من اجل تحسين ادارة راس المال العامل و جعله يساهم في خلق القيمة.
- سياسة الاستثمار المثلى تساهم في زيادة قيمة المؤسسة من خلال تخفيض التكلفة الكلية للاستثمار في الذمم المدينة و الناتجة عن تكلفة الاحتفاظ بالذمم المدينة و تكلفة الفرصة البديلة؛
- ادارة النقدية عنصر مهم في ادارة راس المال العامل و تساهم في زيادة قيمة المؤسسة اذا توفر عنصر الكفاءة، و ذلك من خلال تحديد الحجم الامثل للنقدية الذي يؤدي الى تقليل التكلفة الكلية الناتجة عن تكلفة الاحتفاظ بالنقدية و تكلفة المعاملات (تكلفة الحصول على النقدية)؛

- الموازنة النقدية هي الاسلوب الاكثر استعمالا في مجال ادارة النقدية حيث تضم التدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة و هذا من شأنه توفير الاحتياجات التخطيطية و الرقابة للنقدية. كما ان الاستثمار في الاوراق المالية المؤقتة هو المنفذ لتوظيف الفوائض النقدية المؤقتة.
 - القيمة في الفكر الاقتصادي تعتبر حكم فردي (قيمة استعمالية) او حكم جماعي (قيمة تبادلية) على السلع و الخدمات.
 - القيمة في الفكر المالي تنصرف الى قيمة السوقية للمؤسسة و التي تتحدد على المستوى الداخلي من خلال قرارات التمويل، قرارات الاستثمار و قرارات التوزيع، اما على المستوى الخارجي فهي تتحدد من خلال السوق المالي اين تطرح مشكلة الكفاءة؛
 - خلق القيمة للمساهمين و لأصحاب المصالح الاخرين كهدف استراتيجي يتطلب العمل على كافة المستويات في المؤسسة من اجل تحقيق الميزة التنافسية، الا ان جاذبية الصناعة يبقى لها دور فعال في خلق القيمة؛
 - حساب تكلفة راس المال و تقليلها عند اختيار مصادر التمويل يؤدي الى زيادة قيمة المؤسسة، طالما انها اقل من معدل العائد على راس المال المستثمر؛
 - استعمال المؤشرات الحديثة لخلق القيمة و التي تأخذ تكلفة الاموال الخاصة بعين الاعتبار تعكس الاداء الحقيقي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - صناعة الادوية في العالم، حسب الخبراء، تحتل المرتبة الثانية بعد صناعة الاسلحة من حيث الارباح، مما يجعلها مصدرا للتنمية الاقتصادية المستدامة.
- **النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي:**
- من خلال الجانب التطبيقي، يمكن ذكر اهم النتائج المتوصل اليها:
 - تطابق النتائج التطبيقية مع الجانب النظري من حيث تأثير متغيرات ادارة راس المال العامل على مؤشرات خلق القيمة على المستوى الداخلي و الخارجي باستثناء مؤشر العائد الكلي للمساهم؛
 - وجود علاقات ارتباط قوية معنوية بين اغلبية متغيرات الدراسة باستثناء مؤشر العائد الكلي للمساهم؛
 - وجود علاقات ارتباط قوية معنوية بين المتغيرات المستقلة ادى الى عدم القدرة على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة من خلال نموذج انحدار خطي متعدد، مما ادى الى دراستها بواسطة نماذج انحدار خطي بسيط؛
 - اختلاف طرق حساب تكلفة الاموال الخاصة يؤدي الى اختلاف مبلغ القيمة الاقتصادية المضافة حسب كل طريقة مما يؤدي الى صعوبة الحكم على مدى صحة قيمة هذا المؤشر؛

- سياسة الاستثمار في راس المال العامل و سياسة التمويل قادرة على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة باستثناء مؤشر العائد الكلي للمساهم؛
 - ادارة مكونات راس المال العامل المتمثلة في المخزون، الذمم المدينة و النقدية قادرة على تفسير التغير في القيمة السوقية المضافة و نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية، لكن غير قادرة على تفسير التغير في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة،
 - توفر صناعة الادوية على مصدر مهم لخلق القيمة و المتمثل في جاذبية الصناعة و بالتالي تبقى الميزة التنافسية التي تستوجب على المجمع العمل على تحقيقها من اجل خلق القيمة.
- اختبار الفرضيات:

من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع وبعد اختبار الفرضيات كانت النتائج كما يلي:

الفرضية الاساسية الاولى: ادارة راس المال العامل قادرة على تفسير خلق القيمة

تم تقسيم هذه الفرضية الى الفرضيات الفرعية التالية:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران راس المال العامل يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط بين المتغيرين تبين ان هناك علاقة ارتباط طردية قوية، معنوية بين (MVA) و (WCTR) اي كلما زاد معدل الدوران لراس المال العامل كلما زادت القيمة السوقية المضافة. كما اظهرت نتائج تقدير نموذج الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 53.8 % وهي نسبة متوسطة. و هذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الاولى.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في راس المال العامل تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط بين المتغيرين تبين وجود علاقة ارتباط طردية قوية، معنوية بين (MVA) و (CATT) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في راس المال العامل كلما زادت القيمة السوقية المضافة. كما اظهرت نتائج تقدير نموذج الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 72 % وهي نسبة جيدة، و هذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الثانية.

- الفرضية الفرعية الثالثة: نسبة التمويل قصير الاجل تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط اتضح وجود علاقة ارتباط طردية قوية، معنوية بين (MVA) و (CLTTA) اي كلما زادت نسبة التمويل قصير الاجل زادت القيمة السوقية المضافة. كما اظهرت نتائج

الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 70.9% وهي نسبة جيدة، و هذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الثالثة.

بما ان الفرضيات الفرعية الثلاثة مؤكدة فهذا يدل على صحة الفرضية الاساسية الاولى، اي ان ادارة راس المال العامل في شكلها الاجمالي قادرة على تفسير خلق القيمة.

الفرضية الاساسية الثانية: الادارة السليمة للمخزون كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. تم تقسيم هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران المخزون يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط بين المتغيرين اتضح عدم وجود علاقة ارتباط و بالتالي يتم تأكيد عدم صحة هذه الفرضية.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في المخزون تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط تبين وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة، معنوية بين (MVA) و (ITCA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في المخزون كلما زادت القيمة السوقية المضافة. كما اظهرت نتائج تقدير النموذج أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 37.5% و هذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الثانية.

من خلال ما سبق يتضح ان الفرضية الاساسية الثانية مقبولة بشكل جزئي اي ان الادارة السليمة للمخزون كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة من خلال نسبة الاستثمار في المخزون.

الفرضية الاساسية الثالثة: الادارة السليمة للذمم المدينة كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. تم تقسيم هذه الفرضية الى فرضيتين فرعيتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران الذمم المدينة يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط اتضح عدم وجود علاقة ارتباط بين (MVA) و (ARTR). و بالتالي التأكيد على عدم صحة هذه الفرضية.

- الفرضية الفرعية الثانية: نسبة الاستثمار في الذم المدينة تؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط اتضح وجود علاقة ارتباط طردية متوسطة ، معنوية بين (MVA) و (ARTCA) اي كلما زادت نسبة الاستثمار في الذم المدينة كلما زادت القيمة السوقية المضافة. كما تظهر نتائج تقدير نموذج الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 42.9% و هذا يؤكد صحة الفرضية الفرعية الثانية.

من خلال ما سبق يتضح ان الفرضية الاساسية الثالثة مقبولة بشكل جزئي اي ان الادارة السليمة للذم المدينة كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة من خلال نسبة الاستثمار في الذم المدينة.

الفرضية الاساسية الرابعة: الادارة السليمة للنقدية كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة. تم تقسيم هذه الفرضية الى الفرضيتين التاليتين:

- الفرضية الفرعية الاولى: معدل دوران النقدية يؤثر على القيمة السوقية المضافة عند مستوى ثقة 95%. من خلال دراسة الارتباط اتضح وجود علاقة ارتباط طردية قوية ، معنوية بين (MVA) و (CTR) اي كلما زاد معدل دوران النقدية كلما زادت القيمة السوقية المضافة. كما تظهر نتائج تقدير نموذج الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 65.7% و هو ما يؤكد صحة الفرضية الفرعية الاولى.

- الفرضية الفرعية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة احصائية عند مستوى ثقة 95% بين نسبة الاستثمار في النقدية و القيمة السوقية المضافة. من خلال دراسة الارتباط اتضح وجود علاقة ارتباط عكسية قوية، معنوية بين (MVA) و (CTCA) اي كلما زادت نسبة النقدية الى الاصول الجارية كلما انخفضت القيمة السوقية المضافة. كما يظهر من خلال نتائج تقدير نموذج الانحدار أن المتغير المستقل له قدرة على تفسير المتغير التابع بنسبة 51.5% و هو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

من خلال ما سبق يمكن التأكيد على صحة الفرضية الاساسية الثالثة اي ان الادارة السليمة للنقدية كعنصر من عناصر ادارة راس المال العامل تؤثر على خلق القيمة.

• التوصيات:

يمكن لمجمع صيدال الاعتماد على متغيرات ادارة راس المال العامل و مكوناته لتقدير مؤشرات خلق القيمة في المستقبل، خاصة و ان النتائج اثبتت ان هذه المتغيرات قادرة على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة، و هذا يقود الى تقديم التوصيات التالية:

- العمل على تحسين ادارة راس المال العامل من خلال تحديد الحجم الامثل للأصول المتداولة و الذي يؤدي الى تعظيم قيمة المؤسسة في السوق؛
- الاعتماد على مؤشرات الكفاءة الخاصة بإدارة راس المال العامل و مقارنتها مع متوسطات الصناعة في نفس القطاع؛
- العمل على تحسين ادارة كل عنصر من عناصر راس المال العامل بكفاءة من اجل الحصول على افضل النتائج؛
- اعداد التقديرات قصيرة الاجل و التأكد من تناسقها مع الخطط الاستراتيجية؛
- مراجعة الكفاءة التي يتم بها ادارة راس المال العامل من اجل تخفيض دورة راس المال العامل؛
- العمل على اختيار المزيح التمويلي الامثل لتمويل راس المال العامل، اين يتم تقليل تكلفة التمويل الى ادنى حد ممكن و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة؛
- العمل على اختيار البنك المناسب للتعامل معه، مع تحسين العلاقات طويلة الاجل من اجل تغطية النقص في النقدية في جميع الظروف؛
- العمل على تطوير سياسات مناسبة و التركيز على ادارة المخزون من حيث تحديد كميات الطلب الاقتصادية، و النظر فيما اذا كان نظام (JIT) مناسب و لا يحمل اي مخاطر.
- وضع سياسات ائتمانية مناسبة، مع التركيز على ادارة الذمم المدينة، من حيث مراجعة جداول التقادم و اتخاذ التدابير اللازمة تجاه الديون المعدومة، استخدام خدمة تقارير الائتمان للمساعدة في اتخاذ القرارات بشأن قبول او رفض العملاء الجدد، مراجعة شروط البيع من اجل اضافة او تعديل هذه الشروط وفق اهداف المؤسسة و وفق الظروف الاقتصادية، استخدام وكالة تحصيل الديون لمتابعة الديون المعدومة؛
- العمل على استثمار الفائض النقدي المؤقت في ادوات مالية قصيرة الاجل مناسبة، اضافة الى تحديد الحجم الامثل للنقدية الذي يؤدي بدوره الى تعظيم قيمة المؤسسة؛
- مراجعة السياسات المتعلقة بحوكمة الشركات و العمل نحو الشفافية و الافصاح عن سلوك الشركة في الاسواق المالية؛

- مراجعة تكنولوجيا المعلومات الحالية و / او المقترحة لتحديد الاحتياجات الحالية و المستقبلية للشركة.
- الاقتراحات:

من خلال النتائج المتوصل اليها يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

- يمكن فتح راس مال المجمع الى اكثر من 20% امام الخواص حتى يكون تأثير المساهمين فعال من حيث عدة جوانب، لا سيما معدل العائد المطلوب المنخفض، البطؤ في اتخاذ القرارات و تنفيذها و هي السمة التي يتميز بها القطاع العام، زيادة حدة المنافسة مع تزايد عدد المنافسين؛
- تعزيز الشراكة مع المخابر التي تحتل الصدارة في مجال صناعة الادوية للاستفادة اكثر من مستويات التطور الحاصل في هذا القطاع، خاصة المخابر الامريكية.

- الافاق:

من خلال نتائج الدراسة يمكن وضع الافاق التالية:

- القيام بدراسة مماثلة على كل مؤسسات صناعة الادوية في الجزائر لاكتشاف مدى قدرة متغيرات ادارة راس المال العامل على تفسير التغير في مؤشرات خلق القيمة في مؤسسات مختلفة من حيث مساهمة القطاع الخاص؛
- القيام بدراسة مماثلة مع زيادة مدة الدراسة لأكثر من 12 سنة من اجل اكتشاف تأثير متغيرات ادارة راس المال العامل في المدى الطويل؛
- القيام بدراسة مماثلة مع المقارنة بين المقاييس التقليدية و المقاييس الحديثة لخلق القيمة، بالنظر الى مستوى السوق المالي الجزائري الذي يعتبر حديث النشأة.

المراجع

مراجع باللغة العربية:

كتب:

1. ابراهيم مشورب، (2002): الاقتصاد السياسي (مبادئ- مدارس- أنظمة)، الطبعة الاولى، لبنان: درا المنهل اللبناني.
2. احمد بوراس، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، دون طبعة، الجزائر: دار العلوم للنشر و التوزيع.
3. اسامة محمد الفولي و مجدي محمود شهاب، (1998): اساسيات الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الاسكندرية: دار الجامعة الجديدة.
4. اسماعيل ابراهيم عبد الباقي، (2016): ادارة البنوك التجارية، دون طبعة، عمان: دار غيداء للنشر والتوزيع.
5. اشرف قادوس، (2015): الاب الالكتروني، من دون طبعة، مصر: المكتب العربي للمعارف.
6. الياس بن ساسي و يوسف قريشي، (2006): التسيير المالي: دروس و تطبيقات، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر.
7. ايمن الشنطي و عامر شقر، (2005): الادارة و التحليل المالي، الطبعة الاولى، عمان: دار البداية.
8. بن حمود سكينه، (2006): دروس في الاقتصاد السياسي، الطبعة الاولى، الحراش، الجزائر: دار الملكية.
9. جليل كاظم مدلول العارضي، (2014): الادارة المالية المتقدمة - مفاهيم نظرية و تطبيقات عملية - الطبعة الاولى، عمان: دار صفاء.
10. جمال الدين محمد المرسي، مصطفى محمود ابو بكر و طارق رشدي جبة، (2002): التفكير الاستراتيجي والادارة الاستراتيجية، منهج تطبيقي، الإسكندرية: الدار الجامعية.
11. جمال الدين المرسي و احمد عبد الله الحلح، (2007): الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، دون طبعة، الاسكندرية: الدار الجامعية.
12. جميل احمد توفيق و علي شريف بقة، (1998): الادارة المالية، بيروت: الدار الجامعية.
13. جون كنيث جالبرت، (2000): تاريخ الفكر الاقتصادي، ترجمة: احمد فؤاد بليغ، مراجعة: اسماعيل صبري عبد الله، سلسلة عالم المعرفة، الكويت: المجلس الوطني للثقافة و الفنون و الآداب.
14. حسان محمد جلول، (2014): علم الاقتصاد، الطبعة الاولى، عمان: دار امجد للنشر و التوزيع.
15. حسن محمد القاضي، (2014): الادارة المالية العامة، الطبعة الاولى، عمان: دار الأكاديميون للنشر والتوزيع.
16. حمزة محمود الزبيدي، (2004): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الاولى، عمان: الوراق.
17. حمزة محمود الزبيدي، (2008): الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، عمان: الوراق.
18. خالد امين عبد الله و اسماعيل ابراهيم الطراد، (2011): ادارة العمليات المصرفية (المحلية و الدولية)، الطبعة الاولى، عمان: دار وائل.
19. دريد كامل ال شبيب، (2006): مبادئ الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج.
20. دريد كامل ال شبيب، (2007): مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة.
21. دريد كامل ال شبيب، (2010): ادارة مالية شركات متقدمة، عمان: دار اليازوري العلمية.
22. دلال صادق الجواد و حميد ناصر الفتال، (2010): بحوث العمليات، الطبعة الاولى، الاردن: دار اليازوري العلمية.
23. رائد محمد عبد ربه، (2012): نظرية المنظمة و المؤسسات، الطبعة الاولى، الاردن: الجنادرية للنشر و التوزيع.
24. رائد محمد عبد ربه، (2013): الاقتصاد الاداري، من دون طبعة، عمان: دار الجنادرية للنشر و التوزيع.
25. رضوان وليد العمار، (1997): اساسيات في الادارة المالية " مدخل الى قرارات الاستثمار و سياسات التمويل"، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة للنشر و التوزيع.

26. روبرت ج. هاغستروم، (2007): الاستثمار في الأسهم: على طريقة وورن بفت، الطبعة العربية الاولى، نقله الى العربية مروان ابو جيب، المملكة السعودية: العبيكان.
27. زغيب مليكة و مولود بوشنقىر، (2010): التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
28. زينب حسين عوض الله و سوزي عدلي ناشد، (2006): مبادئ الاقتصاد السياسي، الطبعة الاولى، لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية.
29. سلمان عبد الله معلا، (2015): التمويل و المؤسسات التمويلية: مفهوم و اهداف و سياسات، الطبعة الاولى، عمان: دار امجد للنشر و التوزيع.
30. سليمان محمد مرجان، (2002): بحوث العمليات، الطبعة الاولى، بنغازي، ليبيا: دار الكتب الوطنية.
31. شعيب شنوف، (2008): محاسبة المؤسسة طبقا للمعايير المحاسبية الدولية، الجزء الاول، بوداوا: مكتبة الشركة الجزائرية.
32. طارق حجاج، (1997): تحليل الاقتصاد الجزئي، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة.
33. طارق عبد العال حماد، (2009): حوكمة الشركات، المفاهيم- المبادئ- التجارب- المتطلبات، الطبعة الثانية، القاهرة: الدار الجامعية.
34. طاهر لطرش، (2001): تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
35. عابد فضلية و رسلان خضور، (2015): التحليل الاقتصادي الجزئي، الطبعة الاولى، دمشق: دار الملايين للنشر و الترجمة و التوزيع.
36. عاطف جابر طه عبد الرحيم، (2008): اساسيات التمويل و الادارة المالية، الطبعة الاولى، مصر: الدار الجامعية.
37. عامر علي سعيد، (2012): مقدمة في الاقتصاد الجزئي، الطبعة الاولى، عمان: دار البداية.
38. عبد الحليم كراجه، علي ربابعة، ياسر السكران و موسى مطر، (2006): الادارة و التحليل المالي (اسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، عمان: دار صفاء.
39. عبد الرحمان عطية، (2009): المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي، من دون طبعة، الجزائر: دار النشر حيطالي.
40. عبد الستار مصطفى الصباح و سعود جايد مشكور العامري، (2003): الادارة المالية – اطر نظرية و حالات عملية – الطبعة الاولى، عمان: دار وائل للنشر.
41. عبد الغفار حنفي و رسمية ذكي قرياقص، (2002): مدخل معاصر في الادارة المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية.
42. عبد الغفار حنفي، (2008): الادارة المالية – مدخل اتخاذ القرارات، من دون طبعة، الاسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.
43. عبد اللطيف بن اشنهو، (2000): مدخل الى الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
44. عبد على كاظم المعموري، (2012): تاريخ الافكار الاقتصادية، الطبعة الاولى، عمان: دار الحامد.
45. عبود نجم نجم، (2013): مدخل الى ادارة العمليات، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع.
46. عبيد علي أحمد الحجاري، (2001): مصادر التمويل، دون طبعة، مصر: دار النهضة العربية.
47. عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2007): اساسيات الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المسيرة.
48. عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، اسامة عزمي سلام و شقيري نوري موسى، (2014): الادارة المالية – النظرية و التطبيق- الطبعة الخامسة، عمان: دار المسيرة.
49. عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، (2015): اساسيات في الادارة المالية، الطبعة الثانية، عمان: دار المسيرة.
50. علي عباس، (2008): الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: اثناء للنشر و التوزيع.
51. فايز سليم حداد، (2009): الادارة المالية، الطبعة الثانية، عمان: دار الحامد.

52. فتحي ذياب سبيتان، (2011): قضايا عالمية معاصرة، من دون طبعة، عمان: الجنادرية للنشر و التوزيع.
53. فليح حسن خلف، (2006): الأسواق المالية و النقدية، الطبعة الاولى، عمان: عالم الكتب الحديث للنشر و التوزيع.
54. فهمي مصطفى الشيخ، (2008): التحليل المالي، الطبعة الاولى، فلسطين، رام الله.
55. فيصل محمود الشواورة، (2013): مبادئ الادارة المالية، عمان: دار المسيرة.
56. مبارك لسوس، (2004): التسيير المالي، دون طبعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
57. محمد ابيوي الحسين، (2004): تخطيط الانتاج و مراقبته، الطبعة الثانية، عمان: دار المناهج.
58. محمد حسين الوادي، احمد عارف العساف و وليد احمد صافي، (2013): الاقتصاد الجزئي، الطبعة الرابعة، عمان: دار المسيرة.
59. محمد دويدار، (2002): مبادئ الاقتصاد السياسي: الجزء الاول الاساسيات، لبنان: منشورات الحلبي الحقوقية.
60. محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، (1997): اساسيات الادارة المالية ، دون طبعة، الاسكندرية: مكتبة الاشعاع.
61. محمد صالح الحناوي، (1998): الادارة المالية و التمويل، الاسكندرية: الدار الجامعية.
62. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و رسمية زكي قرياقص، (2001): اساسيات الادارة المالية، الاسكندرية: الدار الجامعية.
63. محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، (2002): الادارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، من دون طبعة، الاسكندرية: الدار الجامعية.
64. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى و جلال ابراهيم العبد، (2004): الادارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الاسكندرية: الدار الجامعية.
65. محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، (2005): الادارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الاعمال، مصر: الدار الجامعية.
66. محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقص، (2009): الادارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الطبعة الاولى، الاسكندرية: الدار الجامعية.
67. محمد عوض عبد الجواد و علي ابراهيم الشديفات، (2006): الاستثمار في البورصة (اسهم، سندات، اوراق مالية)، الطبعة الاولى، عمان: دار الحامد.
68. محمد علي ابراهيم العامري، (2007): الادارة المالية، الطبعة الاولى، عمان: دار المناهج للنشر و التوزيع.
69. محمد فتحي البديوي، (2012): إدارة البنوك، الطبعة الاولى، مصر: المكتبة الاكاديمية.
70. محمد مفلح عقل، (2010): مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الاولى، عمان: مكتبة المجمع العربي للنشر و التوزيع.
71. محمد محمود الداغر، (2005): الاسواق المالية، الطبعة الاولى، الاردن: دار الشروق للنشر و التوزيع.
72. محمد مروان السمان، محمد ظافر محبك و احمد زهير شامية، (1998): مبادئ التحليل الاقتصادي (الجزئي و الكلي)، الطبعة الثانية، عمان: مكتبة الثقافة.
73. محمد عمر ابو عيدة و عبد الحميد محمد شعبان، (2009): تاريخ الفكر الاقتصادي، من دون طبعة، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات.
74. محمود عبد الحلیم الخاليلة، (2007): التحليل المالي باستخدام البيانات المحاسبية، الطبعة 4، عمان: مطابع الدستور التجارية.
75. محمود الطنطاوي الباز، (1995): مدخل لدراسة الاقتصاد السياسي، من دون طبعة، الاسكندرية: مؤسسة الثقافة الجامعية.
76. محمود الوادي، ابراهيم خريس، نضال الحواري و ضرار العتيبي، (2007): الاساس في علم الاقتصاد، دون طبعة، عمان: دار البازوري.
77. منير ابراهيم هندي، (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الاولى، الاسكندرية: منشأة المعارف.

78. منير ابراهيم هندي، (2000): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، من دون طبعة، الاسكندرية: منشأة المعارف للنشر.
79. منير شاکر محمد، اسماعيل اسماعيل و عبد الناصر نور، (2008): التحليل المالي: مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثالثة، عمان: دار وائل.
80. موفق عدنان عبد الجبار الحميري، (2009): اساسيات التمويل و الاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الاولى، عمان: الوراق للنشر و التوزيع.
81. ناصر دادی عدون، (1999): تقنيات مراقبة التسيير – التحليل المالي- الجزء الاول، الجزائر: دار المحمدية العامة.
82. نور الدين خبابة، (1997): الادارة المالية، الطبعة الاولى، بيروت: دار النهضة العربية.
83. وليد ناجي الحياي، (2007): التحليل المالي، منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدنمارك.
84. يحيى محمد الياس محبوب، (2007): المختصر في التحليل الجزئي، الطبعة الاولى، جدة: خوارزم العلمية.
85. النظام المحاسبي المالي الجديد، الجزائر: دار بلقيس، 2009.
86. نبيل عبد السلام شاکر، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية. (<https://www.kutub-.pdf.com/downloading/9MRJI.html>)
87. نبيل عبد السلام شاکر، دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات الجديدة. (<http://www.books-world.net/feasibility-.studies/#download>)
88. نبيل عبد السلام شاکر، ادارة عناصر راس المال العامل، (<https://www.noor-book.com>) /كتاب-إدارة-عناصر-رأس-المال-العامل-ل-دنبيل-عبد-السلام-شاکر-pdf
89. نبيل عبد السلام شاکر، الادارة الفعالة للأموال و المشروعات: منهج تنمية القدرات المعرفية و المهارية. (<https://www.kutub-.pdf.com/downloading/9MRJI.html>)

الاطروحات:

1. إيمان محمود عبد اللطيف، (2011): الازمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات، اطروحة دكتوراه، جامعة سانت آليمنتس العالمية، قسم الاقتصاد العام، العراق.
2. بن امر بن حاسين، (2013/2012): فعالية الاسواق المالية في الدول النامية – دراسة قياسية- ، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان.
3. بن حمودة يوسف، (2015/2014): خلق القيمة من خلال ادارة المعرفة داخل المؤسسة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي – الشلف.
4. سميحة بن محياوي، (2015/2014): درو الاسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية –دراسة حالة بعض الدول العربية-، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة.
5. صابر عباسي، (2016/2015): دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة محمد خيضر - بسكرة.
6. محمد علي محمد علي، (2005): إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة – جامعة القاهرة.
7. مواعي بحرية، (2016): التقييم المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة العمومية في ظل المعايير المحاسبية الدولية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بو علي- الشلف.
8. هواري سويبي، (2008/2007): تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، اطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر.

المقالات:

1. الطيب داودي، (2001): نظرية القيمة عند ابن خلدون، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الاول.
2. ايثنان راسل و بول فريجة، (2002): الادارة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA ، خلاصات كتب المدير و رجل الاعمال (العدد 5)، القاهرة.
3. بلبركاني أم خليفة، (2014): آليات الحوكمة في المؤسسات الاقتصادية ، مجلة التنظيم و العمل، (العدد 5).
4. بن زاير مبارك و بن زاير عبد الوهاب، (2017): نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، (العدد 1).
5. شوقي بورقبة، (2010): دور نظرية الاشارة في الرفع من كفاءة الاسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية و علوم التسيير (العدد 10).
6. عبد الرحمان بن سانية، صلاح الدين نعاس و علي بن ضب، (2017): الخلفية النظرية للمالية السلوكية وتحليل سلوك المستثمر في سوق راس المال، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد (1)، (العدد 2).
7. محمد زرقون، (2010): أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة المباحث (العدد الثامن).
8. مهدي شرقي، (2005): مراقبة المديرين التنفيذيين في ضوء نظرية الوكالة – حالة المؤسسات العمومية الاقتصادية في التشريع الجزائري- المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية و المالية (العدد 01).
9. مؤيد محمد علي الفضل و نوال حربي راضي، (2010): العلاقة بين الحاكمية المؤسسية و قيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة (دراسة حالة الاردن)، مجلة القادسية للعلوم الادارية و الاقتصادية، المجلد 12، (العدد 4).

المداخلات:

1. بن بريكة عبد الوهاب و غضبان حسام الدين، (2014): تصور نظري لدور الحوكمة الاجتماعية في ترسيخ المقاربة " أخلاق، ثقافة، مواطنة' لدى المؤسسات الاقتصادية، مؤتمر دولي بعنوان: حوكمة الشركات عبر الأخلاقيات و الثقافة و المواطنة: ماذا نعطي؟ وماذا نتوقع؟، جونييه، لبنان، 14-15 افريل.
2. بوقرة رايح و غانم هاجرة، (2012): الحوكمة: المفهوم والأهمية، الملتقى الوطني حول: حوكمة الشركات كالية للحد من الفساد المالي و الاداري، جامعة بسكرة، يومي 06-07 ماي.
3. علي بن الضب و سيدي محمد عباد، (2011): تكلفة أرس المال ومؤشرات إنشاء القيمة، دراسة تحليلية للأدبيات و النماذج، مداخلة في الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 22/ 23 نوفمبر.

المطبوعات:

1. سفير محمد و قاشي يوسف، (2017/2016): محاضرات في حوكمة الشركات، مطبوعة دروس، جامعة العقيد اكلي محند اولحاج، البويرة.
2. عمران عبد الحكيم، (2017/2016): معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية، مطبوعة محاضرات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.
3. غربي حمزة، (2016/2015): السياسات المالية للمؤسسة، مطبوعة دروس، جامعة محمد بوضياف – المسيلة.
4. فرحي كريمة و فراح رشيد، (2014/2013): محاضرات في مدخل للاقتصاد، مطبوعة، كلية العلوم الاقتصادي و التجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة.

Ouvrages :

1. Christian Hoarau, (2000): Modèles d'évaluation stratégique et facteurs explicatifs de la création de valeur pour l'actionnaire, Working Paper, GREGOR, n°6/2000.
2. Christian Walter, (2010): Nouvelles normes financières: S'organiser face à la crise, France: Springer-Verlag.
3. Claude- Annie Duplat, (2004): Analyser et maîtriser la situation financière de son entreprise, Paris: Librairie Vuibert.
4. Dov Ogien, (2008): Gestion financière de l'entreprise , Paris: Dunod.
5. Félix Bogliolo, (2000): LA CRÉATION DE VALEUR, Paris: Éditions d'Organisation.
6. FLORIN AFTALION, (2005): Le MEDAF et la finance comportementale, Revue française de gestion, Volume 4, no 157.
7. Gregory Denglos , (2003): La creation de valeur , Paris: Dunod.
8. Hubert de La Bruslerie, (2010): Analyse financière, 4 éd, Paris: Dunod.
9. Jean-Louis Magakian et Marielle Audrey Payaud, (2007): 100 fiches pour comprendre la stratégie de l'entreprise, 2e ed, Paris, Breal.
10. Marie-Noëlle, Désiré-Luciani, Daniel Hirsch, Nathalie Kacher et Marc Polossat, (2013): Le grand livre du contrôle de gestion, Paris: EYROLLES.
11. Michael PORTER, (1993):l'Avantage concurrentiel des nations, Paris: Inter-éditions.
12. Michel Gervais, (2000): contrôle de gestion, 7 ed, Paris: Ed Economisa.
13. Mondher Cherif, Stéphane Dubreuille et Roland Gillet, (2009): Création de valeur et capital-investissement, France: Pearson Education.
14. Pascal BARNETO et Georges GREGORIO, (2009): Finance DSCG 2_ MANUEL ET APPLICATIONS, 2e edition, Paris: Dunod.
15. PATRICK PIGET, (1998): La gestion financière, Paris: Edition Economica.
16. Sandrine Lardic et Valérie Mignon, (2006): L'EFFICIENCE INFORMATIONNELLE DES MARCHÉS FINANCIERS, Paris: Éditions La Découverte.
17. Les normes comptables internationales IAS/IFRS, pages bleues internationales,2008.

Thèses de doctorat:

1. Fateh Saci, (2013): La création de valeur des alliances stratégiques et fusions-acquisitions: justification comparative par le modèle de mesure de la valeur financière. Cas des sociétés du SBF 250. Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nice Sophia Antipolis, France.
2. Mazen Kebewar, (2012): La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail: analyses théoriques et empiriques sur données de panel françaises , Thèse de doctorat, Economies et finances, Université d'Orléans.

Bulletins d'informations:

1. La notice d'information, Groupe SAIDAL,1998.

الكتب باللغة الانجليزية:

Books :

1. Aswath Damodaran, (2005): Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, USA: now Publishers.
2. Brealey, Myers and Marcus, (2003): Fundamentals of Corporate Finance, Fourth Edition, USA: The McGraw-Hill Companies.
3. CHANDRA BOSE, (2006): INVENTORY MANAGEMENT, Prentice-Hall of India.
4. Daniela Venanzi, (2012): Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, Italy: Springer .
5. Dennis Schlegel, (2015): Cost-of-Capital in Managerial Finance, Germany: Springer.
6. Donald Waters, (2003): Inventory Control and Management, England: Wiley.
7. Doyle P., (2008): Value- Based Marketing: Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholders Value, 2ed, USA: John & Sons.
8. Ed C. Mercado, (2008): Hands-on inventory management, USA: Auerbach Publications.
9. Erik Hofmann , Daniel Maucher , Sabrina Piesker and Philipp Richter, (2011): Ways Out of the Working Capital Trap, Berlin Heidelberg: Springer-Verlag.
10. Eugen F. Brigham and Joel F. Houston, (2004): Fundamentals of financial management, Tenth edition, USA: Thomson/South-Western.
11. FRANK J. FABOZZI and PAMELA PETERSON DRAKE, (2009): Finance: Capital Markets, Financial Management, and Investment Management, USA: John Wiley & Sons.
12. Ivo Welch, (2006): A First Course in Corporate Finance, USA: bookc.tex.
13. James C. Van Home, (2002): Financial management and policy, 12th ed, USA: Prentice-Hall.
14. James C. Van Horne and John M. Wachowicz, (2008): Fundamentals of financial management, 13th ed, USA: Prentice Hall.
15. James L. Grant, (2003): Foundations of Economic Value Add, Second Edition, USA: John Wiley & Sons, Inc.
16. James S. Sagner, (2014): Working capital management: applications and cases, USA: John Wiley & Sons.
17. John G. Salek, (2005): Accounts Receivable Management Best Practices, USA: John Wiley & Sons.
18. John w. Toomey, (2000): INVENTORY MANAGEMENT: Principles, Concepts and Techniques, USA: Springer.

- 19.** Jonathan Berk, Peter DeMarzo and Jarrad Harford, (2012): FUNDAMENTALS OF Corporate Finance, SECOND EDITION , USA: Pearson Education.
- 20.** Kirti Pandey, (2016): Financial Management, INDIA: LAXMI BOOK PUBLICATION.
- 21.** Lorenzo A. Preve and Virginia Sarria-Allende, (2010): WORKING CAPITAL MANAGEMENT, New York: Oxford University Press.
- 22.** Max Muller, (2003): ESSENTIALS OF INVENTORY MANAGEMENT, USA: AMACOM.
- 23.** Michael C. Ehrhardt and Eugene F. Brigham, (2011): Financial Management: Theory and Practice, Thirteenth Edition, USA: South-Western Cengage Learning.
- 24.** Manika Garg, (2015): Working Capital Management ,INDIA: Education Publishing.
- 25.** M. P. Narayanan and Vikram Nanda, (2004): Finance for strategic decision making : what non-financial managers need to know, 1 Ed. USA: John Wiley & Sons.
- 26.** Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Le Fur and Antonio Salvi.,(2014): CORPORATE FINANCE (THEORY AND PRACTICE), 4 ed, Great Britain: John Wiley & Sons Ltd.
- 27.** Robert Alan Hill, (2013): Working Capital Management Theory and Strategy, 1st ed , Robert Alan Hill & bookboon.com.
- 28.** Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Jeffrey Jaffe, (2002): Fundamentals of Corporate Finance, Sixth Edition, Alternate Edition, USA: The McGraw –Hill Companies
- 29.** Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan, (2010): Fundamentals of corporate finance, Ninth Edition, USA: The McGraw-Hill/Irwin.
- 30.** Sudhindra Bhat, (2008) :Financial Management:Principles and Practice, 2 ed Edition, NEW DELHI: EXCEL BOOKS.
- 31.** S. ANIL KUMAR and N. SURESH, (2008): Production and Operations Management, 2 ed., New Delhi, New Age International

Articles:

- 1.** Danka Starovic, Stuart Cooper and Matt Davis, (2004): «Maximizing Shareholder Value Achieving clarity in decision-making», London: The Chartered Institute of Management Accountants (CIMA).
- 2.** Dragan Kesic, (2011): Strategic Development Trends in the World Pharmaceutical Industry. Faculty of Management Koper, University of Primorska, Slovenia, Managing Global Transitions: Volume 9, Number 3.
- 3.** George W. Edwards, The Theory of Investment Value. by John Burr Williams, Journal of the American Statistical Association, Vol. 34, No. 205 (Mar., 1939).
- 4.** Hechmi Soumaya, (2013): EVA VERSUS OTHER PERFORMANCE MEASURES, Asian Economic and Financial Review, vol. 3, issue 4.
- 5.** Pablo Fernandez, Jose Maria Carabias, Julio Aznarez L., et Oscar E. Carbonell Lopez, (2006): EUROSTOXX 50: 1997-2005 Shareholder value creation in Europe, IESE Business School-University of Navarra.
- 6.** Sandeep Singh, (2016): The Role of Behavioral Finance in Modern Age Investment, Pacific Business Review International ,Volume 1, Issue 1.

<http://www.investorwords.com/1631/EBIT.html>.

<http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/EBITDA>.

<http://www.investorwords.com/1632/EBITDA.html>.

<https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/%D9%82%D9%8A%D9%85%D8%A9/?page=1>

<http://www.maaber.org/philosophy/value.htm>

<http://www.maaber.org/philosophy/value.htm>

<https://efinancemanagement.com/working-capital-financing/techniques-for-finding-optimal-level-of-working-capital>.

<https://www.leem.org/marche-mondial>.

<http://ecomedfot.blogspot.com/2015/08/Saidal-complex-.html>.

<https://saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/historique>.

<https://saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/qui-sommes-nous>.

<https://saidalgroup.dz/ar/partenariat>.

<http://www.cosob.org/poste/emetteur-1/>

http://www.sgbv.dz/ar/?page=bilan_boc

<https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>.



الملاحق

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de product	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cou	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	INVESTISSEMENTS	17 619 195 517,02	12 643 831 858,22	4 975 363 657,80			17 619 195 517,02	12 643 831 858,22	4 975 363 657,80
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	STOCKS	4 017 257 579,20	192 854 835,73	3 824 402 743,47			3 951 105 706,84	192 854 835,73	3 758 250 871,11
42	Créances d'investisseme	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et ste	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du p	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CREANCES	20 319 790 384,67	744 297 480,38	19 575 492 904,29			6 316 134 742,39	744 297 480,38	5 571 837 262,01
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 956 243 480,89	13 580 984 175,33	28 375 259 305,56			27 886 435 966,25	13 580 984 175,33	14 305 451 790,92

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016.

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et b	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes a	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,56			14 305 451 790,92

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
80	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 205 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
81	Matières et fourts consommés	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
82	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,86
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
83	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
84	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
85	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
86	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
88	Dot aux amortissement	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
89	Charges hors exploitation	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EXPL	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	INVESTISSEMENTS	17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07			17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	STOCKS	4 583 071 171,30	211 358 092,84	4 371 713 078,46			4 518 561 479,06	211 358 092,84	4 307 203 386,22
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	CREANCES	21 453 695 712,28	895 638 318,34	20 558 057 393,92			6 164 913 058,48	895 638 318,34	5 269 274 740,14
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	43 998 233 977,46	14 301 940 560,01	29 696 293 417,45			28 644 941 631,44	14 301 940 560,01	14 343 001 071,43

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et sies app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 385,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
80	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	MARGE BRUTE		497 723 514,98				23 215 100,34
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
81	Matières et fourts consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
82	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18				4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
83	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
84	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
85	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
86	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
88	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 191 386,77				1 219 685 503,01
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
89	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				379 988 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 509 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 993 524,80				547 483 832,56

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	INVESTISSEMENTS	18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19			18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					0,00
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	STOCKS	4 864 600 090,95	249 033 902,46	4 615 566 187,89			4 785 757 055,55	249 033 902,46	4 536 723 153,09
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	CREANCES	23 700 072 972,99	874 353 178,13	22 825 719 794,86			6 756 302 797,82	874 353 178,13	5 881 949 619,69
	RESULTAT (PERTE)			0,00					
	TOTAL ACTIF	47 061 235 523,79	15 024 025 509,82	32 037 210 013,94			30 038 622 313,79	15 024 025 509,82	15 014 596 803,97

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 835 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 365 382 184,54			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			15 014 596 803,97

الملحق رقم 9: جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال لسنة 2007

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
80	MARGE BRUTE		552 243 913,07				41 912 098,77
71	Production vendue		6 069 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 679,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
61	Matières et fourts consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,56				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 733 383 681,18				1 411 993 594,18
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	209 381 301,27				169 391 214,27	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 232 992 805,67				872 149 770,87

الملحق رقم 10: ميزانية مجمع صيدال لسنة 2008 (جانب الاصول)
BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<u>INVESTISSEMENTS</u>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	<u>STOCKS</u>			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<u>CREANCES</u>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

1 - Actif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
INVESTISSEMENTS				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
TOTAL		23 483 257 529	15 946 904 853	7 536 352 675
STOCKS				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
TOTAL II		8 936 700 242	613 055 513	8 323 644 728
CREANCES				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
TOTAL III		9 318 680 969	1 912 250 992	7 406 429 977
TOTAL ACTIF		41 738 638 739	18 472 211 358	23 266 427 381

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

2 - Passif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		9 789 871 730
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
	TOTAL I	9 789 871 730	9 789 871 730
	DETTES		10 601 555 286
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
	TOTAL II	10 601 555 286	10 601 555 286
	RESULTAT (BENEFICE)	2 875 000 365	2 875 000 365
	TOTAL PASSIF	23 266 427 381	23 266 427 381

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

3 - Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
80	MARGE BRUTE		21 636 452
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	PE.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
81	VALEUR AJOUTEE		8 497 558 062
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		3 592 528 907
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	75 329 069	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 875 000 365

الملحق رقم 16: ميزانية مجمع صيدال لسنة 2010 (جانب الاصول)

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
<u>ACTIFS COURANTS</u>				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 494 013 307,03	2 455 648 976,06	15 038 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 166 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

a. : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

الملحق رقم 25: ميزانية مجمع صيدال لسنة 2013 (جانب الاصول)

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 724 776 277,24	18 416 037 037,37	11 308 739 239,87	11 454 745 444,91
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 351 142 188,28	3 560 308 055,46	18 790 834 132,82	18 566 400 049,61
TOTAL GENERAL ACTIF	52 075 918 465,52	21 976 345 092,83	30 099 573 372,69	30 021 145 494,52

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

الملحق رقم 26: ميزانية مجمع صيدال لسنة 2013 (جانب الخصوم)

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

3.3. Tableau de comptes de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 243 878 149,00	14 125 059 949,37
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 296 731 000,37	-6 161 220 892,79
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 947 147 148,63	7 963 839 056,58
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 887 686 198,92	3 926 594 396,57
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortis,provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 946 399 282,02	2 522 169 350,70
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	-147 696 864,44	-124 338 803,55
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 798 702 417,58	2 397 830 547,15
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 293 599 347,59	1 996 670 407,30
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-21 476,75	-3 985 277,20
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 293 577 870,84	1 992 685 130,10
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
<i>(cart d'acquisition (ou goodwill)</i>	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
Bâtiements	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00		
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 653 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87	15%
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00			
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	256 042 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00		
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82	-1%
TOTAL GENERAL ACTIF	54 411 330 997,61	22 823 626 591,68	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
Écart de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04	
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 325,76	-44%
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 085,57	16%
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	17 590 664 386,45	16 748 436 102,49	5%
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,34	600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57	69%
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	5 508 313 068,58	8 342 936 667,63	-34%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00	-20%
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63	-24%
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92	-34%
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortis provisions et pertes de valeur	-1 130 374 282,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02	-45%
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44	-66%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58	-44%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59	-41%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75	0%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84	-41%
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

الملحق رقم 31: ميزانية مجمع صيدال لسنة 2015 (جانب الاصول)

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	35 157 914 948,13	19 390 728 814,41	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 781 092 008,80	2 626 377 321,84	19 154 714 686,96	18 584 475 032,46
TOTAL GENERAL ACTIF	56 939 006 956,93	22 017 106 136,25	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 10/10/2016

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Dotation de l'état	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33
Ecarts de réévaluation	145 245 635,13	218 627 945,68
Écart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02
Résultat Net	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22
Autres capitaux propres -report à nouveau	-166 052 299,51	371 301 688,91
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29
TOTAL I	20 465 934 577,15	17 590 664 386,45
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>	0,00	
Emprunts et dettes financières	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impôts (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 705 764,33
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 605 571 934,62	1 381 034 485,26
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	7 773 819 493,64	8 488 726 950,90
<u>PASSIFS COURANTS</u>	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 460 434 895,94
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63
Trésorerie passif	728 832 746,41	628 175 601,26
TOTAL PASSIF COURANT III	6 682 146 749,89	5 508 313 068,58
TOTAL GENERAL PASSIF	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 10/10/2016

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 972 150 634,01	9 836 622 190,20
Achats consommés	-3 470 479 457,80	-3 017 970 352,54
Services extérieurs et autres consommations	-996 298 147,20	-815 279 475,31
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 466 777 605,00	-3 833 249 827,85
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 505 373 029,01	6 003 372 362,35
Charges de personnel	-3 056 024 245,03	-3 222 199 202,24
Impôts, taxes et versements assimilés	-166 639 675,94	-205 064 473,74
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 282 709 108,04	2 576 108 686,37
Autres produits opérationnels	202 735 842,16	85 434 154,80
Autres charges opérationnelles	-143 865 838,16	-204 467 978,10
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 328 939 749,35	-1 130 374 262,15
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	421 168 878,85	292 035 551,31
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 433 808 241,54	1 618 736 152,23
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
VI - RESULTAT FINANCIER	10 001 361,07	-50 302 205,93
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 443 809 602,61	1 568 433 946,30
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-328 709 218,00	-309 812 391,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	15 393 711,92	-90 261 226,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 738 510 276,29	10 320 801 147,68
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 638 803 603,60	-8 971 918 366,01
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22

Source: <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs>. Consulté le 20/05/2016

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2016		31/12/2015	
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
<i>Coût d'acquisition (au godwill)</i>	115 414 200,00	-	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles				
Terrains	10 383 338 837,77	-	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Aménagements terrains				
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	-	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	-	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	-	3 000 000 000,00	-
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	-	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	-	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANTS	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	-	-	-	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés	-	-	-	-
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	-	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIFS COURANTS	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

L'Assemblée Générale Ordinaire du groupe industriel SAIDAL spa Séance du 25 décembre 2017

L'an deux mille dix-sept et le vingt-cinq du mois de décembre à 10 heures, à l'Institut de Formation en Électricité et Gaz - IFEG-spa (SONELGAZ), sis à BenAkoun, les actionnaires de la société par actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au capital social de 2.500.000.000 DA, se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire Annuelle, sur convocation qui leur a été adressée par le Conseil d'Administration, à travers un premier communiqué de presse en date du 12 décembre 2017, à l'effet de délibérer sur le point de l'ordre du jour suivant :

- Examen des comptes sociaux de l'exercice 2016.
- Reconfiguration du Conseil d'Administration

Il est dressé à cet effet, une feuille de présence, signée lors de leur entrée en salle de réunion, par chacun des actionnaires présents ou agissant en qualité de mandataire.

Il est procédé à la constitution du bureau de l'Assemblée Générale qui est composée de Messieurs :

- M. CHOUTRI Djamel-Eddine, représentant de Monsieur le Ministre de l'Industrie et des Mines, Président ;
- M. MAHTALI Abdelkrim, représentant du Ministre des Finances, Membre ;
- M. KERBOUB Hocine, représentant des petits porteurs, Membre.

Le secrétariat est assuré par Monsieur TOUNSI Yacine, Président du Conseil d'Administration du groupe SAIDAL.

Le Président constate la présence de Messieurs BOUKORTT Larbi et BALI Azouz, Commissaires aux comptes de la société régulièrement convoqués.

Le Président constate d'après la feuille de présence que l'Assemblée Générale est régulièrement constituée et peut valablement délibérer.

Le Président dépose sur le bureau de l'Assemblée Générale, les documents suivants :

- Les statuts de la société,
- La feuille de présence revêtue de la signature des Membres du bureau ;
- Les états financiers de l'exercice 2016,
- Le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2016,
- La copie du communiqué de presse parus le 12-12-2017, portant convocation de l'AGO,
- Les pouvoirs des actionnaires représentés,
- Les documents afférents à l'ordre du jour ;
- Les projets de résolutions.

Le Président souligne en outre, que tous les documents ont été communiqués aux Membres de l'Assemblée Générale et aux actionnaires, conformément aux dispositions législatives et statutaires, pendant les quinze (15) jours qui ont précédé la présente réunion.

Il soulève, ensuite la question de savoir si l'ordre du jour proposé suscite des observations et, à défaut d'intervention sur ce point, déclare l'ordre du jour adopté.

Le Président donne alors, respectivement la parole au Président du Conseil d'Administration du Groupe SAIDAL et aux Commissaires aux Comptes, afin d'exposer leurs rapports respectifs et relatifs aux points inscrits à l'ordre du jour ;

Un débat s'en est suivi, des explications et des compléments

d'informations ont été donnés par le Président du Conseil d'Administration ainsi que par les Commissaires aux comptes, chacun en ce qui le concerne.

A l'issue des débats et délibérations sur les points inscrits à l'ordre du jour, l'Assemblée Générale Ordinaire a adopté les résolutions suivantes :

Première Résolution : Examen du rapport du cabinet C.E.C.F portant sur levée des réserves des commissaires aux comptes

Deuxième Résolution : Etats Financiers de la société mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa Groupe SAIDAL, après avoir entendu respectivement, la lecture du rapport de gestion du Conseil d'Administration et celui des Commissaires aux comptes, relatifs aux états financiers de la société pour l'exercice clos au 31/12/2016 et après avoir entendu les explications complémentaires exposées verbalement :

Adopte le rapport de gestion du Conseil d'Administration ;
Approuve les états financiers de l'exercice 2016 tels qu'ils sont présentés avec un total bilan net Actif/Passif de 43.953.899.734,06 DA et un résultat net bénéficiaire de 1.614.277.609,14 DA.
Donne quitus aux Administrateurs pour ledit exercice ;

Cette résolution est adoptée à l'unanimité des membres présents

Troisième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2016 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa Groupe SAIDAL, décide d'affecter le résultat bénéficiaire de l'exercice 2016, d'un montant de 658.478.572,01 DA, déduction faite d'un montant porté au débit du compte « report à nouveau » de -956.249.057,13 DA, aux emplois, ci-après :

- Dividendes : 400 000 000,00 DA
- Tantômes : 4 770 000,00 DA (03 jetons)
- Intéressement des travailleurs : 124 489 261,00 DA
- Réserves facultatives : 129 219 310,48 DA

Cette résolution est adoptée à l'unanimité des membres présents

Quatrième résolution : Prime d'encouragement exceptionnelle Conformément à la résolution du conseil d'Administration N°01 du 06 septembre 2017, portant attribution d'une prime d'encouragement exceptionnelle au titre de l'exercice 2016, l'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa Groupe SAIDAL, prend acte de cette prime d'encouragement exceptionnelle d'un montant global de 115.510.738,47 DA.

Cette résolution est adoptée à l'unanimité des membres présents

Cinquième résolution : Etat financiers consolidés du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPF Spa Groupe SAIDAL, après avoir entendu respectivement, la lecture du rapport de gestion du Conseil d'Administration et celui des Commissaires aux Comptes relatifs aux comptes consolidés de l'exercice 2016 et après avoir entendu les explications complémentaires données verbalement :

- Approuve les états financiers consolidés de l'exercice 2016, tels qu'ils sont présentés avec un total net bilan Actif/Passif de 46.390.536.657,41 DA et un résultat net bénéficiaire d'un montant de 1.509.161.605,06 DA

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2016	31/12/2015
	CAPITAUX PROPRES	
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
dotations de l'état	-	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	-
Primes et réserves - (réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Écart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,28	20 465 934 577,15
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	11 997 228 495,69	7 773 819 493,64
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	1 018 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 729 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,42	34 921 900 820,68

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	31/12/2016	31/12/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,74
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 633,51	-11 893 133,70
Production Immobilisée	-	-
Subvention d'exploitation	-	-
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,04
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,04
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 107,07
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 863 838,16
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 399 749,35
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,57
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 923,27
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,70
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 360,57
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,14
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	-	-
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-	-
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-	-
X - RESULTAT Net DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69
Résultat minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96
part dans le Résultat dans des sociétés en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24
XI - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89

Cette résolution est adoptée à l'unanimité des membres présents.

Sixième résolution : Déclaration rectificative de la liasse fiscale

Septième résolution : Audit externe du Groupe.

Huitième résolution : Partie variable du GSP

Neuvième résolution : Honoraires des Commissaires aux comptes.

Dixième résolution : Jetons de présence.

Onzième résolution : Salaire du Cadre Dirigeant Principal.

Douzième résolution : Dispositions de mise en retraite.

Treizième résolution : Transmission de l'information à L'ECOFIE.

Quatorzième résolution : Transmission de l'information à la DGGSPM.

Quinzième résolution : Contrat de performance.

Seizième résolution : Reconfiguration du Conseil d'Administration.

Dix-septième résolution : Convocation du Conseil d'Administration.

Dix-huitième résolution : Publicité légale.

Le Président du Conseil d'Administration

MOHAMED NOUAS

Opinion Sur Les Comptes Consolidés

Sous réserve de l'engagement du conseil d'administration pour la prise en charge totale des réserves restant à leveres au cours de l'exercice 2017 et compte tenu des diligences professionnelles que nous avons accomplies, selon les normes généralement admises en la matière et sous les réserves exposées ci-dessus, nous sommes en mesure de certifier les comptes annuels consolidés du groupe SAIDAL, tels qu'ils sont annexés au présent rapport, avec un total net le bilan (Actif/Passif) égal à 46.390.536 KDA et un résultat bénéficiaire de 1 509 162 KDA et un report à nouveau déficitaire cumulé de 1 766 797 KDA, sont sincères et réguliers et respectent l'image fidèle du résultat des opérations de l'exercice ainsi que de la situation financière et du patrimoine de la Spa SAIDAL au 31 Décembre 2016

Alger le 28 Novembre 2017

Les Commissaires aux Comptes

A BALI

L. BOUKORTT

BALI AZOUE
COMMISSAIRE AUX COMPTES
100 RUE EL MASSARA
ALGER

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Working capital turnover ratio	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Economic value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,625 ^a	,390	,329	624319454

a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+018	1	2,497E+018	6,405	,030 ^a
	Residual	4E+018	10	3,898E+017		
	Total	6E+018	11			

a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio

b. Dependent Variable: Economic value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2E+009	1E+009		-1,597	,141
	Working capital turnover ratio	4E+009	1E+009	,625	2,531	,030

a. Dependent Variable: Economic value added

الملحق رقم 36: تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على القيمة الاقتصادية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current assets to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Economic value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,581 ^a	,338	,271	650837878

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+018	1	2,158E+018	5,096	,048 ^a
	Residual	4E+018	10	4,236E+017		
	Total	6E+018	11			

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

b. Dependent Variable: Economic value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2E+009	1E+009		-1,456	,176
	Current assets to total assets	5E+009	2E+009	,581	2,257	,048

a. Dependent Variable: Economic value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current liabilities to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Economic value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,720 ^a	,518	,469	555341450

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3E+018	1	3,310E+018	10,734	,008 ^a
	Residual	3E+018	10	3,084E+017		
	Total	6E+018	11			

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

b. Dependent Variable: Economic value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1E+009	6E+008		-1,615	,137
	Current liabilities to total assets	7E+009	2E+009	,720	3,276	,008

a. Dependent Variable: Economic value added

الملحق رقم 38: تأثير معدل دوران راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Working capital turnover ratio	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,734 ^a	,538	,492	4079914055

- a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+020	1	1,939E+020	11,650	,007 ^a
	Residual	2E+020	10	1,665E+019		
	Total	4E+020	11			

- a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio
b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3E+010	7E+009		-4,591	,001
	Working capital turnover ratio	3E+010	9E+009	,734	3,413	,007

- a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 39: تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current assets to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,849 ^a	,720	,692	3175712012

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3E+020	1	2,595E+020	25,734	,000 ^a
	Residual	1E+020	10	1,009E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4E+010	6E+009		-6,431	,000
	Current assets to total assets	5E+010	1E+010	,849	5,073	,000

a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 40: تأثير سياسة تمويل راس المال العامل على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current liabilities to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,842 ^a	,709	,680	3237654950

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3E+020	1	2,556E+020	24,380	,001 ^a
	Residual	1E+020	10	1,048E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3E+010	4E+009		-7,135	,000
	Current liabilities to total assets	6E+010	1E+010	,842	4,938	,001

a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 41: تأثير نسبة الاستثمار في المخزون على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ITCA ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,612 ^a	,375	,312	4747031606

a. Predictors: (Constant), ITCA

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1E+020	1	1,350E+020	5,993	,034 ^a
	Residual	2E+020	10	2,253E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), ITCA

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3E+010	7E+009		-3,608	,005
	ITCA	4E+010	2E+010	,612	2,448	,034

a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 42: تأثير نسبة الاستثمار في الذمم المدينة على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ARTCA ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,655 ^a	,429	,372	4535655444

a. Predictors: (Constant), ARTCA

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+020	1	1,547E+020	7,518	,021 ^a
	Residual	2E+020	10	2,057E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), ARTCA

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^b

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2E+010	5E+009		-4,205	,002
	ARTCA	4E+010	2E+010	,655	2,742	,021

a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CTR ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,811 ^a	,657	,623	3513424183

a. Predictors: (Constant), CTR

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+020	1	2,369E+020	19,195	,001 ^a
	Residual	1E+020	10	1,234E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), CTR

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1E+010	2E+009		-8,350	,000
	CTR	1E+009	3E+008	,811	4,381	,001

a. Dependent Variable: Market value added

الملحق رقم 44: تأثير نسبة الاستثمار في النقدية على القيمة السوقية المضافة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CTCA ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market value added

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,718 ^a	,515	,467	4179916690

a. Predictors: (Constant), CTCA

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+020	1	1,857E+020	10,627	,009 ^a
	Residual	2E+020	10	1,747E+019		
	Total	4E+020	11			

a. Predictors: (Constant), CTCA

b. Dependent Variable: Market value added

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1E+009	2E+009		-,548	,596
	CTCA	-3E+010	8E+009	-,718	-3,260	,009

a. Dependent Variable: Market value added

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 45: تأثير معدل دوران راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Working capital turnover ratio	.	Enter

- a. All requested variables entered.
b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,596 ^a	,355	,291	,12295

- a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,083	1	,083	5,511	,041 ^a
	Residual	,151	10	,015		
	Total	,234	11			

- a. Predictors: (Constant), Working capital turnover ratio
b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,046	,206		-,221	,830
	Working capital turnover ratio	,650	,277	,596	2,348	,041

- a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 46: تأثير سياسة الاستثمار في راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current assets to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,631 ^a	,398	,338	,11877

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,093	1	,093	6,622	,028 ^a
	Residual	,141	10	,014		
	Total	,234	11			

a. Predictors: (Constant), Current assets to total assets

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,131	,221		-,594	,566
	Current assets to total assets	,937	,364	,631	2,573	,028

a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 47: تأثير سياسة تمويل راس المال العامل على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Current liabilities to total assets ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,650 ^a	,422	,364	,11641

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,099	1	,099	7,305	,022 ^a
	Residual	,136	10	,014		
	Total	,234	11			

a. Predictors: (Constant), Current liabilities to total assets

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,099	,127		,780	,453
	Current liabilities to total assets	1,130	,418	,650	2,703	,022

a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 48: تأثير نسبة الاستثمار في الذمم المدينة على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ARTCA ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,713 ^a	,509	,459	,10735

a. Predictors: (Constant), ARTCA

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,119	1	,119	10,349	,009 ^a
	Residual	,115	10	,012		
	Total	,234	11			

a. Predictors: (Constant), ARTCA

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,029	,129		,226	,826
	ARTCA	1,142	,355	,713	3,217	,009

a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 49: تأثير معدل دوران النقدية على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CTR ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,746 ^a	,557	,513	,10191

a. Predictors: (Constant), CTR

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,131	1	,131	12,579	,005 ^a
	Residual	,104	10	,010		
	Total	,234	11			

a. Predictors: (Constant), CTR

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,283	,051		5,538	,000
	CTR	,030	,009	,746	3,547	,005

a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)

الملحق رقم 50: تأثير نسبة الاستثمار النقدية على نسبة القيمة السوقية الى القيمة المحاسبية

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	CTCA ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,687 ^a	,473	,420	,11121

a. Predictors: (Constant), CTCA

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,111	1	,111	8,959	,014 ^a
	Residual	,124	10	,012		
	Total	,234	11			

a. Predictors: (Constant), CTCA

b. Dependent Variable: Market to book ratio

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,603	,066		9,158	,000
	CTCA	-,662	,221	-,687	-2,993	,014

a. Dependent Variable: Market to book ratio

المصدر: (مخرجات SPSS 13.0)