



جامعة أحمد دراية أدرار
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية



أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه LMD في العلوم المالية والمحاسبة
تخصص: مالية المؤسسة

بعنوان

فعالية استخدام مدخل تكلفة رأس المال في تحسين
القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة - دراسة
قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة
الجزائر في الفترة من 2010 الى 2019 -

إشراف:

أ.د. لخديمي عبد الحميد

إعداد الطالب:

بوحفصي عبد الله

لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د. بوعزة عبد القادر	استاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	رئيسا
أ.د. لخديمي عبد الحميد	استاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	مشرفا ومقررا
أ.د. مسعودي محمد	استاذ التعليم العالي	جامعة أدرار	ممتحنا
د.سيد عمرزنب	أستاذة محاضرة أ	جامعة أدرار	ممتحنا
د.بلعابد فايذة	أستاذة محاضرة أ	جامعة بشار	ممتحنا
د. حاجي كريمة	أستاذة محاضرة أ	جامعة بشار	ممتحنا

الموسم الجامعي

2021-2020

المخلص

تعتبر هذه الدراسة محاولة لتقييم فعالية مدخل تكلفة رأس المال في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة، أجريت على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر من عام 2010 - 2019 ، واعتمدت الدراسة في اختبار الفرضيات على التحليل القياسي من خلال استخدام أساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية ، وكنتيجة للبحث يمكن القول أنه على الرغم من النتائج المحاسبية المالية الإيجابية التي حققتها الشركات الثلاث في معظم فترات الدراسة ، إلا أن الزيادة في رأس المال المستثمر التي عملت عليها الشركات لم تؤدي إلى تحسن في القيمة الاقتصادية المضافة ، بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من تكلفة رأس المال المقابلة لها ، وفي ضوء هذه النتيجة توصي الدراسة بضرورة ان تولى المؤسسات مزيدا من الإهتمام بالمؤشرات والأساليب الكمية لتقييم الأداء المالي وعلى الخصوص باستخدام مؤشري تكلفة رأس المال والقيمة الاقتصادية المضافة، بما يمكنها من مراجعة سياساتها الإستثمارية وتقييم خططها التشغيلية.

الكلمات المفتاحية: ، رأس المال المستثمر تكلفة رأس المال ، القيمة، انشاء القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة.

Abstract

This study is an attempt to evaluate the effectiveness of using the capital cost approach in improving the corporate economic added value , it conducted on a sample of three institutions listed on the Algerian Stock Exchange from 2010 - 2019, the study relied in hypothesis testing on the standard analysis, through the use of panel data analysis methods

As a result of the research, it can be said that despite the positive financial accounting results achieved by the three companies in most of the study periods, the increase in the invested capital did not lead to an improvement in the added economic value, meaning that the profitability of this increase was less than the corresponding cost of capital, and in light of This result the study recommends that institutions should pay more attention to the measure of economic added value, to adopt it as an indicator to assess the efficacy of its investment policies and its operational plans.

Keywords: Invested Capital, Cost Of Capital, Value, Value Creation, Economic Value Added.

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع

إلى روح والدي الكريمين تغمدهما الله بواسع رحمته.

إلى ساعدي وسندي زوجتي العجيبة بآرك الله لي فيها

إلى أبنائي وإخوتي وجميع أهلي.

إلى جميع أساتذتي ومعلمي وزملاء الدراسة من الطور الابتدائي إلى الأطوار الجامعية.

إلى كل ذي فضل أو ذي حق علي

إلى جميع طلبة العلم

إلى كل الأحابج والأصدقاء

بوحفصي عبد الله

كلمة شكر

أحمد الله سبحانه وتعالى على منه وكرمه وتوفيقه أيادي ،

وما توفيقني إلا بالله عليه توكلت وإليه أنيب.

ثم أتوجه بالشكر الجزيل وخالص العرفان إلى الأستاذ الدكتور الفاضل

" لخديمي عبد الحميد" على مرافقته لي في هذا العمل بإرشاداته

ونصائحه وتوجيهاته القيمة، وأشكر جميع أساتذتي في التكوين

للدكتوراه على ما قدموه خلال هذه المرحلة

وأشكر كل من ساعدني من أساتذة وزملاء وأصدقاء على إنجاز

وإتمام هذا العمل، كما أتوجه بالشكر إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة

المناقشة على تقبلهم مناقشة هذه الأطروحة،

بمحفصي عبد الله

فهرس المحتويات

ص	العنوان
	الواجهة
I	المخلص
II	الإهداء
III	كلمة الشكر
IV	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
16-1	مقدمة عامة
64-17	الفصل الأول : الإطار النظري لتكلفة رأس المال
17	توطئة الفصل
18	المبحث الأول : الاطار المفاهيمي لرأس المال وعائده في الفكر الإقتصادي
18	المطلب الأول : نشأة وتطور مفهوم رأس المال في الفكر الإقتصادي
26	المطلب الثاني : عائد رأس المال في الفكر الإقتصادي بين الربح والفائدة
37	المبحث الثاني : هيكل رأس المال
37	المطلب الأول : مفهوم هيكل رأس المال و العوامل المؤثرة فيه
40	المطلب الثاني: مصادر تشكل هيكل رأس المال
52	المبحث الثالث : تكلفة رأس المال
52	المطلب الأول : مفهوم وأهمية تكلفة رأس المال
53	المطلب الثاني : النظريات المفسرة لهيكل وتكلفة رأس المال
64	خلاصة الفصل
105-65	الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الإقتصادية المضافة
65	توطئة الفصل
66	المبحث الأول : مفاهيم نظرية حول القيمة
66	المطلب الأول : مفهوم انشاء القيمة
69	المطلب الثاني : تحقيق القيمة والحفاظ عليها

72	المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي للقيمة الاقتصادية المضافة
72	المطلب الأول : مفهوم وأهمية القيمة الاقتصادية المضافة
76	المطلب الثاني : الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وأهم الانتقادات الموجهة لها
82	المبحث الثالث : قياس القيمة الاقتصادية المضافة
82	المطلب الأول : متطلبات تقدير القيمة الاقتصادية المضافة
90	المطلب الثاني : قياس القيمة الاقتصادية المضافة
105	خلاصة الفصل
140-106	الفصل الثالث: عينة الشركات محل الدراسة
106	توطئة الفصل
107	المبحث الأول: لمحة حول بورصة الجزائر
107	المطلب الأول: بورصة الجزائر
111	المطلب الثاني: الادراج في البورصة
119	المطلب الثالث: المتدخلون في البورصة
123	المبحث الثاني: التعريف بعينة الشركات المدرجة في البورصة
123	المطلب الأول: شركة صيدال
124	المطلب الثاني: شركة أوم أنفست
125	المطلب الثالث: فندق الأوراسي
126	المطلب الرابع: أليانس للتأمينات
128	المبحث الثالث: تحليل القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الشركات المدرجة في البورصة
128	المطلب الأول: تحليل القيمة الاقتصادية كنتاج لمتغيري تكلفة رأس المال وصافي ربح العمليات بعد الضريبة
135	المطلب الثاني: تقييم مقارن لتطور معدلى صافي ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر
140	خلاصة الفصل
186-141	الفصل الرابع: الدراسة القياسية
141	توطئة الفصل
142	المبحث الأول: منهجية الدراسة (Panel Data Analysis)
142	المطلب الأول : متغيرات الدراسة والنموذج المستخدم
143	المطلب الثاني : البيانات اللوحية المقطعية

145	المبحث الثاني : أدبيات التكامل المتزامن للسلاسل الزمنية
146	المطلب الأول: إستقرارية السلاسل الزمنية
152	المطلب الثاني: اختبارات التكامل المتزامن
156	المطلب الثالث: نموذج تصحيح الخطأ و اختبارات السببية
159	المبحث الثالث: تقدير وتحليل النتائج
160	المطلب الأول: تقدير النتائج باستخدام نماذج البائل
163	المطلب الثاني : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
176	المطلب الثالث: اختبارات التكامل المتزامن
186	خلاصة الفصل
190-187	خاتمة العامة
201-191	المراجع
207-202	الملاحق

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
128	قيم رأس المال المستثمر لشركة اليانس خلال فترة الدراسة	جدول رقم 1
129	نتائج شركة اليانس خلال فترة الدراسة	جدول رقم 2
131	قيم رأس المال المستثمر لشركة الأوراسي خلال فترة الدراسة	جدول رقم 3
132	نتائج شركة الأوراسي خلال فترة الدراسة	جدول رقم 4
133	قيم رأس المال المستثمر لشركة صيدال	جدول رقم 5
134	نتائج شركة صيدال خلال فترة الدراسة	جدول رقم 6
135	قيم نسب صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات محل الدراسة	جدول رقم 7
137	قيم نسب القيمة الإقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات محل الدراسة	جدول رقم 8
150	نماذج اختبار ADF	جدول رقم 9
160	نتائج تقدير نماذج البائل لمتغير القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) (Y)	جدول رقم 10
161	نتائج اختبار هوسمان (test Hausman)	جدول رقم 11
162	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة	جدول رقم 12
164	اختبار ADF لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة	جدول رقم 13
164	اختبار PP لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة	جدول رقم 14
165	اختبار ADF لسلسلة رأس المال المستثمر	جدول رقم 15
166	اختبار PP لسلسلة رأس المال المستثمر	جدول رقم 16
166	اختبار ADF لسلسلة رأس المال المستثمر " الفروق الأولى"	جدول رقم 17
167	اختبار PP لسلسلة رأس المال المستثمر " الفروق الأولى"	جدول رقم 18
168	اختبار ADF لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة	جدول رقم 19
169	اختبار PP لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة	جدول رقم 20
169	اختبار ADF لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة " الفروق الأولى"	جدول رقم 21
164	اختبار PP لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة " الفروق الأولى"	جدول رقم 22
164	اختبار ADF لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة	جدول رقم 23
165	اختبار PP لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة	جدول رقم 24
165	اختبار ADF لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة " الفروق الأولى"	جدول رقم 25

قائمة الجداول

166	اختبار PP لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة " الفروق الأولى "	جدول رقم 26
167	اختبار ADF لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	جدول رقم 27
167	اختبار PP لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال	جدول رقم 28
168	اختبار ADF لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال " الفروق الأولى "	جدول رقم 29
169	اختبار PP لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال " الفروق الأولى "	جدول رقم 30
169	اختبار ADF لسلسلة قيمة المبادلات	جدول رقم 31
170	اختبار PP لسلسلة قيمة المبادلات	جدول رقم 32
171	اختبار استقرارية سلسلة البواقي	جدول رقم 33
172	اختبارات مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية	جدول رقم 34
174-173	إختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية ARDL	جدول رقم 35
175	نتائج اختبار الحدود وفق منهجية ARDL	جدول رقم 36
177	اختبار سببية جرانجر	جدول رقم 37
180-179	نتائج تقدير نموذج ال VAR	جدول رقم 38
183-181	نتائج تحويل نموذج ال VAR باستخدام طريقة المربعات الصغرى	جدول رقم 39

قائمة الجداول

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
54	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق مدخل صافي الربح	التمثيل البياني رقم 1
54	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق مدخل صافي الربح	التمثيل البياني رقم 2
45	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق مدخل صافي ربح العمليات	التمثيل البياني رقم 3
56	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق مدخل صافي ربح العمليات	التمثيل البياني رقم 4
56	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق المدخل التقليدي	التمثيل البياني رقم 5
57	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق المدخل التقليدي	التمثيل البياني رقم 6
58	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق نظريتي مودلياني وميلر (1963-1958)	التمثيل البياني رقم 7
59	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق نظريتي مودلياني وميلر (1963-1958)	التمثيل البياني رقم 8
128	تطور رأس المال المستثمر لشركة اليانس خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 9
129	نتائج شركة اليانس خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 10
131	قيم رأس المال المستثمر لشركة الأوراسي خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 11
132	نتائج شركة الأوراسي خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 12
133	قيم رأس المال المستثمر لشركة صيدال خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 13
134	نتائج شركة صيدال خلال فترة الدراسة	التمثيل البياني رقم 14
136	نسب صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات	التمثيل البياني رقم 15
138	نسب القيمة الإقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات	التمثيل البياني رقم 16

تمهيد:

ازدادت أهمية الوظيفة المالية وأصبحت تعد من الوظائف الرئيسية للشركات من حيث اهتمامها بالبحث عن كيفية الحصول على الأموال اللازمة في الوقت الملائم لاستعمالها استعمالاً اقتصادياً فعالاً يحقق أحسن العوائد بأقل التكاليف ويتم ذلك من خلال البحث عن مصادر تمويل خارجية (البنوك، المؤسسات المالية، الحكومة، المنح والمساعدات الخارجية...) وداخلية (زيادة رأس المال، بيع أسهم، إصدار سندات،....) ، وازدادت أهمية القرار المالي لدى المؤسسات الاقتصادية في إطار سعيها للبحث عن أفضل مصادر التمويل التي تسهم في بتعظيم قيمتها والحفاظ على استمراريتها في السوق، حيث تلجأ معظم المؤسسات الى اتخاذ قراراتها المالية والاستثمارية استنادا إلى المعلومات التي تم الحصول عليها من النظم المحاسبية وكذلك بناء على التحليل الذي يجريه الخبير المالي، وتزداد فعالية تلك المعلومات في صنع القرار كلما أنعكس أداء الشركات من حيث القيمة الحقيقية، حيث يعد الأداء المالي من الجوانب ذات الاهتمام البالغ في أى مؤسسة إقتصادية ولذا تبحث الشركات عن الأدوات الأنسب والأنجع لتقييم وقياس أدائها المالي بما يعزز القيمة التنافسية لديها، وفي هذا الاطار وضع كل من ستيرن و ستيوارت Stern et Stewart مقارنة القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لقياس الأداء المالي ، فحسب هذين المؤلفين تعد هذه الأداة أكثر دلالة مقارنة بالأدوات التقليدية كمؤشر الربحية ومعدل العائد على حقوق المالكين ومعدل العائد على الاستثمار، ونظرا لأن تمويل المؤسسات يكون عادة بالاعتماد على مصادر متعددة، فإن المدير المالي يواجه صعوبة في قياس تكلفة رأس المال للحصول على التكلفة المرجحة الوسطية لمختلف مصادر التمويل وبالخصوص ما تعلق بقياس تكلفة الأموال المملوكة أو بالأحرى تكلفة الأسهم العادية.

الإشكالية :

من خلال ما تقدم نحاول من خلال هذا العمل تسليط الضوء على تكلفة رأس المال وبيان فعاليته في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للشركات بطرح الإشكالية التالية :

- ما فعالية استخدام تكلفة رأس المال في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للشركات محل الدراسة؟ ويمكن أن يتفرع من هذه الاشكالية التساؤلات التالية :
- 1- ما أهمية تكلفة رأس المال في تحسين صافي ربح العمليات بعد الضريبة ؟
- 2- أيهما أكثر فاعلية في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة تخفيض تكلفة رأس المال أم زيادة صافي

مقدمة عامة

ربح العمليات بعد الضريبة ؟

3- ما أثر تنوع الميزج التمويلي لشركات الدراسة على صافي ربح العمليات بعد الضريبة؟

فرضيات الدراسة : انطلاق من إشكالية الدراسة سوف نحاول اختبار الفرضيات التالية

الفرضية الأساسية

- انخفاض تكلفة رأس المال للشركات عينة الدراسة له فعالية كبيرة في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة

الفرضية الثانوية الأولى

- زيادة صافي ربح العمليات بعد الضريبة للشركات عينة الدراسة له فعالية ضعيفة في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة

الفرضية الثانوية الثانية

- إن تنوع الميزج التمويلي للشركات عينة الدراسة ليس له أي فعالية على صافي ربح العمليات بعد الضريبة

أهمية وهدف الدراسة

تتجلى أهمية هذا العمل في كونه محاولة علمية لإبراز أهمية اعتماد القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية كمؤشر لتقييم الأداء المالي ومن ثم تقويمه وترشيده من خلال استخدام مدخل تكلفة رأس المال كعنصر أساس لتقييم فاعلية رأس المال المستثمر في خلق هذه القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة

وانطلاقاً من أهمية الدراسة يمكن تحديد هدف الدراسة في :

- معرفة طبيعة القيمة الاقتصادية المضافة لشركات الدراسة
- التعرف على امكانية استخدام تكلفة رأس المال في ترشيد القرار المالي لشركات الدراسة
- التعرف على امكانية استخدام تكلفة رأس المال في ترشيد القرار الإستثماري لشركات الدراسة

أسباب اختيار الموضوع

دوافع ذاتية :

تتمثل في الميول الشخصي لزيادة المعارف العلمية في هذا المجال

دوافع موضوعية :

التطور المتسارع للتنظير والنقد في مجال الإدارة المالية يعطي أهمية بالغة لمثل هذه المواضيع.

منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات

نعتمد في دراستنا هذه على المنهج الوصفي التحليلي، حيث نحاول من خلال استخدام المنهج الوصفي التعرف على الدراسات النظرية لموضوع البحث ، ثم تحليل القوائم المالية لمؤسسة الدراسة باستخدام أدوات التحليل المالي، ونحاول كذلك بيان فعالية استخدام تكلفة رأس المال في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة لشركات الدراسة باستخدام أدوات التحليل القياس الكمي

الحدود المكانية والزمانية للدراسة :

مجتمع الدراسة يتمثل في عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر وهي شركة اليانس للتأمينات شركة صيدال للصناعات الصيدلانية وشركة الأوراسي للخدمات الفندقية وهذا في الفترة الممتدة من 2010 الى 2019

هيكلية الدراسة :

قمنا بتقسيم هذا البحث الى أربع فصول، فصلين للجانب النظري حاولنا فيهما الالمام بأهم العناصر النظرية المتعلقة بالموضوع حيث خصصنا الفصل الأول للإطار النظري لتكلفة رأس المال استعرضنا فيه الإطار المفاهيمي لرأس المال وعائده في الفكر الإقتصادي وكذا تكلفة وهيكل رأس المال، أما الفصل النظري الثاني فخصص للإطار النظري للقيمة الإقتصادية المضافة تعرضنا فيه الى مفهوم خلق القيمة والى الإطار المفاهيمي للقيمة الإقتصادية المضافة وكذا الى بعض الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الإقتصادية المضافة وأهم الانتقادات الموجهة لها، ثم فصلين للجانب التطبيقي حيث خصص الفصل الثالث للإطار التعريفي ببورصة الجزائر وكذا عينة الشركات محل الدراسة ثم قمنا بتحليل القيم الإقتصادية المضافة للشركات الثلاث أما الفصل الرابع فخصص للدراسة القياسية وفق الاختبارات القياسية، حيث تعرضنا فيه البداية لمنهجية الدراسة ثم لأدبيات التكامل المتزامن للسلال الزمنية منتهين بتقدير النماذج وتحليل النتائج باستخدام برنامج Eviews.

الدراسات السابقة : بسبب تعدد واختلاف الآراء والدراسات التي عالجت مثل هذه المواضيع فإنه يجدر بنا التطرق الى بعض الدراسات السابقة التي عالجت عنصر أو أكثر من عناصر موضوع هذه الدراسة

اولا :الدراسات العربية

دراسة : (الجعيدي، 2015)¹

هدفت هذه الدراسة الى معرفة الاختلاف بين علاقة مؤشري العائد على الاصول ROA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA مع العوائد غير العادية للاسهم، وكذا معرفة اثر متغيري نوع القطاع وحجم الشركة على العلاقة بين كل مؤشر والعوائد غير العادية للاسهم. أجريت هذه الدراسة على 60 شركة اردنية مساهمة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية من قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة من عام 2008 الى غاية عام 2011. وكان من أهم النتائج التي توصلت لها الدراسة وجود علاقة دالة احصائيا بين القيمة الاقتصادية المضافة والعوائد غير العادية لأسهم الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة الحجم والشركات الصناعية في حين اثبتت عدم وجود علاقة دالة احصائيا مع العوائد غير العادية لأسهم الشركات الخدمية، وتوصلت ايضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين ROA والعوائد غير العادية للاسهم لجميع النماذج مع استثناء بسيط بوجود علاقة ذات دلالة احصائية مع العوائد غير العادية لأسهم الشركات الخدمية بمعنوية 1% بقيمة sig = 0.08 تقريبا.

وكان من أهم توصيات الدراسة الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لقياس الأداء في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، والاعتماد على المؤشرات التقليدية لقياس الأداء للشركات الخدمية في بورصة عمان.

دراسة(قدومي وآخرون، 2012)² بعنوان " :أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم أم هي القيمة الاقتصادية المضافة أم معايير تقييم الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية."

هدفت الدراسة الى معرفة أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية للأسهم اعتماد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأسلوب حديث لتقييم الأداء أم الاعتماد على الطرق التقليدية لتقييم الأداء، حيث عملت الدراسة على تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة

¹ عمر عبد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للاسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان) ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، ص 208 - 232 يناير 2015

² ثائر القدومي، قيس كيلاني، وأسماء العمارنة، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم أم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA ام معايير تقييم الأداء

التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 14، العدد الأول، 2012.

كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة من عام 2000 الى غاية عام 2009 وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان القيم السوقية للأسهم ترتبط بعلاقة قوية بمعايير تقييم الأداء التقليدية اعلى من ارتباطها ب القيمة الاقتصادية المضافة وان معايير تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية للتغير الذي يحصل في القيمة السوقية للأسهم اكبر من القيمة الاقتصادية المضافة، حيث اثبت انه لا يوجد لها أي تأثير على القيم السوقية للأسهم لكن الطرق التقليدية تؤثر فيها.

وكان من أهم توصيات الدراسة حث المستثمرين على الاعتماد على معايير تقييم الأداء التقليدية عند اتخاذ القرار الاستثماري وعدم الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وحده والعمل على دراسة متغيرات أخرى غير المتغيرات الاقتصادية مثل معدلات التضخم في الدولة ومعدل دخل الفرد أو الناتج الوطني والتي قد يكون لها اثر في القرار الاستثماري في الأوراق المالية.

دراسة (المليجي، 2007)¹ بعنوان " دراسة واختبار مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء الشركات المساهمة المصرية."

هدفت الدراسة الى اختبار طبيعة العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي وعلاقة كل منهما بالقيمة السوقية للأسهم، وتحديد مدى قدرة هذه المؤشرات على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للأسهم لغرض تقييم انجازات المنشأة، وذلك بالتطبيق على بيانات (32) شركة من البورصة المصرية تشمل قطاعي الصناعة والخدمات

.خلال الفترة من 2000 إلى 2005 وقد توصلت الدراسة الى نتائج تشير إلى أن هناك علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي، وان مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي أكثر ارتباطا بالقيمة السوقية للأسهم من مؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي، وارتفاع نسبة ما تفسره من تغيرات في القيمة السوقية للأسهم مقارنة بما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الإفصاح في التقارير المالية للشركات عن مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي وبخاصة معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية نظرا لارتباطها بالقيمة السوقية للأسهم وأهميتها لمستخدمي القوائم المالية.

¹ ابراهيم المليجي، دراسة واختبار مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء شركات المساهمة المصرية، مجلة كلية التجارة والبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 44، عدد 01، 2007.

دراسة (الشرقاوي، 2006)¹ بعنوان " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم -دراسة عملية لاختبار ادعاءات نظرية."

هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، وتحليل مدى نجاح السياسات الاستثمارية المعتمدة على مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها، وقد تم إجراء الدراسة التطبيقية على بيانات (47) منشأة اعمال تمثل المنشآت الاكثر نشاطا

والمسجلة في سوق الأوراق المالية في مصر وذلك عن الفترة من عام 2000 إلى منتصف عام 2003 وكان من أهم نتائج الدراسة عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة، وان تصميم سياسات استثمارية بالاستناد إلى مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بمتوسط العوائد المتحققة بالسوق، وان استخدام سياسات استثمارية معتمدة على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها انفع واقدر في تحقيق عوائد غير عادية.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الاعتماد على المؤشرات المحاسبية المتعارف عليها في السياسات الاستثمارية لتحقيق عوائد غير عادية مقارنة بمتوسط عائد السوق، إلى جانب ضرورة تحليل اسباب ضعف العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار عوائد الاسهم.

دراسة (نور والسبتي، 2003)² بعنوان : مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية.

هدفت الدراسة الى تقييم وتحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم في السوق، من خلال قياس العلاقة بين المتغيرات التقليدية للربحية واسعار الاسهم، وقياس اثر القيمة الاقتصادية المضافة على أسعار الاسهم، وعمل تحليل مقارن بين مؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة. وقد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لعدد (7) شركات من شركات القطاع الصناعي في البورصة الاردنية وذلك خلال الفترة من عام 1997 الى غاية عام 2001

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة هو عدم وجود اثر معنوي يمكن قياسه إحصائيا لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى أسعار الأسهم، كما لا يوجد تأثير معنوي لمؤشري العائد على الاستثمار

¹ أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، دراسة عملية لاختبار مزاعم نظرية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مجلد 02 ، 2006.

² عبد الناصر نور، علاء الدين السبتي، مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 30، عدد 02، 2003.

والعائد على المبيعات على أسعار الأسهم السوقية، بينما يوجد علاقة معنوية بين مؤشر العائد على رأس المال وأسعار الأسهم السوقية.

وكان من أهم التوصيات ضرورة إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث لاختبار إمكانية نجاح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أداء الشركات والعمل على تقييم المؤشرات التقليدية بحيث يتم استبعاد المؤشرات التي لا تضيف قيمة لثروة حاملي الأسهم، إلى جانب القيام بدراسات مقارنة ما بين مؤشرات الأداء للشركات التي تستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لتقييم الأداء مع الشركات التي لا تستخدم هذا المؤشر.

دراسة عماد الشيخ (2012)¹، بعنوان :

دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة EVA على أسعار الأسهم

هدفت الدراسة بشكل أساسي إلى قياس العلاقة بين المقاييس المحاسبية التقليدية، مقياس العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وحصة السهم من الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم من جهة، وقياس مدى العالقة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA وتأثيرها على القيمة السوقية لأسعار الأسهم، ولقد تم استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة لاختبار الفرضيات التي استندت عليها الدراسة، و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ما بين مقاييس الأداء التقليدية وبين السعر السوقي للسهم وبدرجات مختلفة، وتبين وجود علاقة ما بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة والسعر السوقي للسهم، إلا أن درجة تأثير القيمة الاقتصادية المضافة أكبر من تأثير مقاييس الأداء التقليدية، وأن سعر السهم السوقي أكثر ارتباطاً بمقياس القيمة الاقتصادية المضافة منه بمقاييس الأداء التقليدية.

دراسة شعبان ومحمد (2016)² بعنوان :

قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للمؤسسة

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر أداء حديث ومؤشرات الأداء التقليدية العائد على الأصول ROA والعائد على الملكية ROE وربحية السهم الواحد

¹ عماد الشيخ، دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة EVA على أسعار الأسهم، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 19، عدد 2، ص 207-238، 2012

² شعبان لولو، محمد عقيل، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للمؤسسة، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2016

EPS، من جهة، وبين القيمة السوقية لأسعار الأسهم في بورصة فلسطين من جهة أخرى، واختبار أيهما أكثر قدرة على تفسير التغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panal Data لاختبار تأثير المؤشرات على متوسط أسعار الاسهم السوقية ل 21 شركة مدرجة في بورصة فلسطين في الفترة من 2010 الى 2014 ومن أهم نتائج الدراسة أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتمتع بقدرة تفسيرية عالية للتغير في القيم السوقية لأسعار الأسهم ويتفوق على قدرة معدل العائد على حقوق الملكية، وأوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والإفصاح عنه ضمن القوائم والتقارير المالية

دراسة الزبيدي والكيلاني : (2004) ¹ بعنوان :

إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام ، معيار القيمة الاقتصادية المضافة

أجريت هذه الدراسة على عينة من 20 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2000).

هدفت هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ، وبين تقييم الأداء بشكل عام، و الأداء المالي بشكل خاص فيما يتعلق بتعظيم ثروة الملاك من خلال فرض زيادة أرباح التشغيل بدون زيادة الاستثمار في الشركة، ومن خلال تخفيض رأس المال المستثمر مع المحافظة على حجم العمليات التشغيلية ، أو تخفيض الاستثمار في الأنشطة التي لا تحقق عوائد إضافية، أو من خلال استثمار رأسمال إضافي في مشروعات جديدة تحقق أرباحاً أكبر من تكلفة رأس المال المستثمر ومن أهم نتائج الدراسة: أن التغيرات في أسعار الأسهم للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للوراق المالية جاءت متباينة بشكل يثبت أن أسعار الأسهم لا ترتبط في تقلباتها ارتفاعاً، أو انخفاضاً مع القيمة الاقتصادية المضافة .

وتوصل الباحثان أيضاً إلى وجود تجاهل، أو ضعف في إمكانية استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة من قبل الإدارات المالية في شركات الأعمال الأردنية.

دراسة محمد مطر (2006) ²، بعنوان :

القيمة الاقتصادية المضافة EVA ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة MVA

¹ حمزة الزبيدي ، وقيس الكيلاني، إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام ، معيار القيمة الاقتصادية المضافة ، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ، مجلد 8 ، العدد 1 ، عمان.ص 2-12. 2004

² محمد مطر ، القيمة الاقتصادية المضافة EVA ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة MVA ، مجلة أفق اقتصادية ، المجلد 27 ، 106 ، ص 15-45، 2006

هدفت هذه الدراسة الى كشف وتحميل المزايا التي توفرها بعض المفاهيم والمؤشرات الاقتصادية مثل: القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، و القيمة السوقية المضافة MVA كأدوات لتقييم الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن، ومن ثم استخدام تلك المفاهيم والمؤشرات كأدوات للتعقب بالتقلبات السعرية لأسهم تلك الشركات في بورصة عمان للأوراق المالية، وذلك كبديل، أو على الأقل جنباً الى جنب مع المؤشرات المحاسبية التقليدية المستخدمة في هذا المجال، وبلغت عينة الدراسة (10) شركات صناعية، وغطت الفترة الزمنية من 1998 الى 2003.

وقد كشفت تلك الدراسة عن وجود علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة احصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA كمتغير مستقل، و القيمة السوقية المضافة MVA كمتغير تابع.

ثانياً: الدراسات الأجنبية

دراسة Bhatnagar (2015)¹ ، بعنوان : تأثير هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال على تعظيم ثروة المساهمين - دراسة للشركات المدرجة في بورصة BSE للطاقة في الهند

Impact of Capital Structure & Cost of Capital on Shareholders Wealth Maximization-A Study of BSE Listed Companies in India

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم هيكل رأس المال الأمثل وتكلفة رأس المال ومن ثم التعرف على أثر هيكل رأس المال وتكلفة رأس المال على تعظيم ثروة الملاك، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الكمي التحليلي ، حيث أجريت الدراسة على (12) شركة كعينة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة مومباي وذلك خلال الفترة (2006-2010) وتم استخدام الإنحدار اللوجستي واختبار المربعات الصغرى والإنحدار المشترك، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر لتكلفة رأس المال على تعظيم ثروة الملاك، في حين أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود اثر لهيكل رأس المال على تعظيم ثروة الملاك.

دراسة George (2007)² بعنوان : الإدارة القائمة على القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة وأسعار الأسهم في كندا

Value Based Management, EVA And Stock Prices In Canada

قامت هذه الدراسة بمسح ميداني لأكثر من 300 شركة كندية ، حيث هدفت إلى إجراء مقارنة بين أسعار أسهم الشركات الكندية التي تبنت استخدام مقياس (EVA) القيمة الاقتصادية المضافة، والشركات التي لم

¹ Bhatnagar, V., Kumari, M., & Sharma, N. **Impact of Capital Structure & Cost of Capital on Shareholders' Wealth Maximization-A Study of BSE Listed Companies in India.** Chanakya International Journal of Business Research, 1(1), 28-36. 2015

² George A, ; **Value Based Management, EVA And Stock Prices In Canada**, Managerial Decision, The University of western Ontario, London, Vol. 45, N° 9, pp. 1397-1411, 2007

تتبن استخدام هذا المقياس، وذلك من خلال اختبار العلاقة التي تربط بين القيمة الاقتصادية المضافة، وأسعار أسهم هذه الشركات، ومن ثم تحليل العلاقة من خلال معامل الإنحدار. توصلت نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة أظهرت نسبة نمو ارباح لأسهمها أعلى مقارنة مع تلك الشركات التي لا تطبق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة. دراسة راي (Ray, 2014)¹ بعنوان " القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس مالي ، العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم

EVA as a Financial Metric: the relationship between EVA and Stock Market Performance

هدفت الدراسة الى التحقق من العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وأداء سوق الأسهم لعدد (36) شركة من شركات المساهمة المتاحة للتداول العام في الهند خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2012 وحاولت التحقق من قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق المكاسب الإضافية في سوق الأسهم، مع إجراء مقارنة بين مقياس القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المحاسبية مثل ROE و ROA وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة عدم صحة القول بان الشركات ذات قيمة اقتصادية مضافة عالية تكون دائما أعلى أداء في سوق الأسهم وخلق قيمة للمساهمين ، وأن أسعار الأسهم تكون أكثر حساسية لتوقعات النمو وان هذه التوقعات تنعكس في شكل عوائد أسهم مرتفعة وفقا لرغبات وميول المستثمرين بدلا من استراتيجيات ومعلومات القيمة الاقتصادية المضافة. وكان من أهم توصيات الدراسة عدم الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بمفرده في تقييم الأداء وتحقيق القيمة لحملة الاسهم ،وكذلك عدم الاعتماد عليه في تفسير عوائد الاسهم ،مع ضرورة إجراء دراسات اخرى تشمل شركات اكثر للتحقق من اسباب فشل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة واسعار الاسهم.

دراسة بارفي وفارهادي (Parvaei & Farhadi,2013)² بعنوان : المقدرة التفسيرية والتنبؤية للقيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات صافي الدخل والدخل المتبقي والتدفق النقدي الحر في بورصة طهران

¹ Ray, K., **EVA as A Financial Metric: The Relationship between EVA and Stock market Performance**, European Journal of Business and Management, Vol. 06, No. 11, 2014.

² Paravaei, A. & Farhadi, S., **The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE)**, International Journal of Economic and Finance, Vol. 05, No. 2, 2013.

The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE)"

هدفت الدراسة الى اختبار المقدرة التفسيرية والتنبؤية للقيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات صافي الدخل والدخل المتبقي والتدفق النقدي الحر في بورصة طهران وذلك للوقوف حول ما إذا كان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعمل بشكل أفضل من مؤشرات الأداء الأخرى من حيث تقييم أداء الشركة , مع تحليل إمكانية قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على التنبؤ بالأداء المستقبلي.

ولتحقيق ذلك تم إجراء تحليل للبيانات المالية ذات العلاقة لعينة مكونة من (80) شركة إيرانية تشمل على العديد من القطاعات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية , باستثناء البنوك وشركات التمويل , خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2009

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان القيمة الاقتصادية المضافة هي أفضل مقياس لتقييم أداء إدارة الشركة بالمقارنة مع المؤشرات الأخرى المستخدمة في الدراسة , ولكن وجدت الدراسة ان القيمة الاقتصادية المضافة لها قدرة منخفضة على التنبؤ بالأداء و أن مؤشر التدفقات النقدية FCF لديه قدرة اكبر على التنبؤ بالأداء المستقبلي ومتفوق قليلا على غيره من المؤشرات.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم أداء المؤسسات وتفسير التغير في عوائد الاسهم إلى جانب مؤشر التدفقات النقدية لتقدير تنبؤ افضل لعوائد الاسهم

دراسة اسماعيل (Ismail, 2013)¹ بعنوان : "القيمة الاقتصادية المضافة مقابل الأدوات التقليدية في التنبؤ بأداء الشركات في ماليزيا"

Economic value added (EVA) versus traditional tools in predicting corporate performance in Malaysia

هدفت الدراسة إلى دراسة وتحليل القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث وإجراء مقارنة بينه وبين الأدوات التقليدية في توضيح العلاقة مع عائد الأسهم .وقد تم تطبيق الدراسة على بيانات القوائم المالية لعدد (75) شركة من الشركات المساهمة الرئيسية في السوق الاولي المدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة من عام 1993 إلى عام 2002

¹ Ismail, I., **Economic Value Added (EVA) Versus Traditional Tools in Predicting Corporate Performance in Malaysia**, African Journal of Business Management, Vol. 7, No. 18. 2013

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يظهر علاقة ارتباط أفضل مع عوائد الأسهم أكثر من الأدوات التقليدية للشركات العامة المدرجة في السوق الأولى والثانوي لبورصة ماليزيا ,كما ان لهذا المؤشر (القيمة الاقتصادية المضافة) قدرة على تقييم أداء الشركات اكبر من الأدوات التقليدية ,وانه الاكثر قدرة على تحقيق القيمة لحملة الاسهم.

وكان من أهم ما اوصت به الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم اداء الشركات وتفسير عوائد الاسهم.

دراسة (Maitah, Galalh& Bashir, 2011)¹ بعنوان : "العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم – دراسة ميدانية لاختبار مزاعم نظرية."

The Relationship between economic value added and stock return, an empirical study to test the theoretical claim" study to test the theoretical claim"

هدفت الدراسة الى تحليل ودراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وقدرته على خلق القيمة للمساهمين وتقديم أدلة حول قدرة وامكانيات المؤشر على تفسير عوائد الأسهم ,كما عملت الدراسة على تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وبين عوائد الأسهم ,واثر السياسات الاستثمارية المبنية على هذا المؤشر في تحقيق العوائد العادية لعينة مكونة من (40) شركة من شركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية للأوراق المالية ,ومقارنتها بمتوسط السوق ومتوسط العوائد المحققة من خلال السياسات الاستثمارية المبنية على المؤشرات المحاسبية ,وذلك خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2007

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان القيمة الاقتصادية المضافة تقدم تفسير ضئيل لعوائد الأسهم ,وأن المحافظ الاستثمارية المبنية على القيمة الاقتصادية المضافة لا تحقق بالضرورة عائدات مرتفعة مقارنة بعائد السوق ,وان سياسات الاستثمار للمحافظ المبنية على المؤشرات المحاسبية التقليدية كانت أكثر تفوقا من الأولى ,وان هذه المحافظ تحقق عوائد طبيعية تصل إلى عوائد السوق.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة تبني المؤشرات التقليدية في تفسير العوائد على الاسهم لأنه يعطي تفسير اقوى من مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

مع الاعتماد على المؤشرات المحاسبية التقليدية في تكوين المحافظ الاستثمارية لتحقيق عوائد تصل إلى عائد السوق,

¹ Maitah, M., Galalh A. and Bashir, E. **The Relationship between Economic Value Added and Stock Return, An Empirical Study to test The theoretical claim**, Research Journal of Economic, Business and ITC, Vol. (1), 2011

دراسة (Gabriela Chmelíková , 2008)¹ بعنوان : "القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية في شركات الصناعات الغذائية في التشيك."

Economic Value Added versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food-Processing Sector

هدفت الدراسة الى تقييم العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية (العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE) وقدرتهما على قياس خلق ثروة للمساهمين في شركات تجهيز الأغذية في الجمهورية التشيكية، ولتحقيق ذلك تم اختبار فرضية وجود علاقة خطية قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء التقليدية للعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وذلك بالتطبيق على بيانات (18) شركة من شركات الصناعات الغذائية المدرجة في بورصة التشيك خلال الفترة من عام 2000 الى غاية عام 2006

وتشير أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة انه في جميع الحالات كان هناك تطابق ايجابي بين القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشرات الأداء المالية التقليدية، غير ان مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كان له محتوى معلوماتي ذات جودة عالية فيما يتعلق بالقدرة على خلق ثروة للمساهمين أكثر من مؤشرات الأداء التقليدية.

وكان من أهم توصيات الدراسة ضرورة الاهتمام بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة واخذه بعين الاعتبار إلى جانب المؤشرات التقليدية عند تقييم اداء الشركات الصناعية الغذائية في جمهورية التشيك.

دراسة (Ibrahim, M. & Ibrahim, A (2015)² بعنوان : تأثير تكلفة رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي في نيجيريا

The Effect of SMEs' Cost of Capital on Their Financial Performance in Nigeria

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على اثر تكلفة رأس المال في الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم على أدائها المالي، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الكمي التحليلي

¹ Chmelikova, Gabriela. **Economic Value Added Versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food- Processing Sector**, International Food and Agribusiness Management Review, Vol. 11, No 4, 2008

² Ibrahim, M., & Ibrahim, A. **The Effect of SMEs' Cost of Capital on Their Financial Performance in Nigeria**. Journal of Finance and Accounting, 3(1),2015,

أجريت الدراسة على (05) شركات كعينة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم المدرجة في بورصة نيجيريا وذلك خلال الفترة (2008-2012) ، حيث تم استخدام الانحدار الخطي المتعدد وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود اثر ذو دلالة احصائية لتكلفة رأس المال في الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم على أدائها المالي المقاس بالعائد على الأصول.

دراسة **Abdul Sattar (2015)**¹ ، بعنوان : التأثير على قيمة الشركة وربحيتها ؛ أدلة تجريبية في قطاع السلع الشخصية (المنسوجات) من مؤشر KSE 100

The Effect to the Firm Value and Profitability; Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index

حاولت هذه الدراسة التعرف الى دور المعلومات المحاسبية في الإفصاح عن التكلفة المرجحة لرأس المال، كما وهدفت كذلك الى التعرف على اثر تكلفة رأس المال على القيمة السوقية للشركة وربحيتها، واعتمدت على المنهج الكمي التحليلي.

أجريت الدراسة على (100) شركة كعينة عن الشركات المدرجة في بورصة الكويت وذلك خلال الفترة (2004-2013) ، حيث تم اعتماد أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد.

وقد أظهرت النتائج وجود اثر للمعلومات المحاسبية على التكلفة المرجحة لرأس المال وربحيتها، كما أظهرت كذلك وجود اثر سلبي للتكلفة المرجحة لرأس المال على كل من القيمة السوقية والعائد على الأصول.

دراسة **مودلياني وميلر (Modigliani & Miller, 1958)**² بعنوان: " تكلفة رأس المال، والتمويل بالمشاركة ونظرية الاستثمار

The Cost Of Capital, Corporation Finance And The Theory Of Investment

تعتبر هذه الدراسة نقطة البداية في تحديد العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة. حيث حاولت هذه الدراسة إثبات أن القيمة السوقية لأي منشأة تكون مستقلة عن هيكلها المالي، مهما تغير مزيجها التمويلي

أجريت الدراسة على عدد من الشركات الأمريكية في عام 1958 تكونت من (43) شركة من شركات الخدمة الكهربائية للفترة من 1947-1948.

¹ Abdul Sattar, M. Cost of Capital **The Effect to the Firm Value and Profitability, Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index**, Journal of Poverty, Investment and Development, Vol.17, No.1.2015, Pp 24-28

² Barniv, Ran; Samuel B. **The Optimal Capital Structure**, Managerial & Decision Economics, U.K. Vol: 9, No:7 , March 1988

وكانت متغيرات الدراسة التابعة هي (الرافعة، تكلفة رأس المال) وقدم الباحثان تحليلاً ينفى علاقة الهيكل المالي بتكلفة رأس المال، وأن قيمة المنشأة السوقية تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل، حيث لا ينبغي للقيمة السوقية للمنشأة أن تقل أو تزيد عن القيمة السوقية لاستثماراتها.

دراسة **Leong & et. al (2009)** ¹ بعنوان :

أيهما أفضل تشكيل محافظ استراتيجية بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى القيمة السوقية **EVAM** أم بالاعتماد على مؤشر معدل الربحية إلى القيمة السوقية **EP** أو على مؤشر القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية **BM**

Portfolio strategies using EVA, earnings ratio or book-to-market: Is one best?

قامت هذه الدراسة بفحص ما إذا كانت استراتيجية إنشاء المحافظ بالاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة إلى القيمة السوقية **EVAM** ستحقق عوائد أعلى من المحافظ المكونة بالاعتماد على مؤشري الربحية إلى القيمة السوقية **EP** أو نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية **BM** من خلال تحليل 30 محفظة استثمارية،

توصلت الدراسة إلى أن استراتيجيات المحافظ الاستثمارية التي تعتمد على نسبة القيمة الاقتصادية المضافة إلى القيمة السوقية (**EVAM**) تعمل على تحقيق عوائد أفضل

دراسة **(Maditinos, 2006)** ² بعنوان : "مدخل في القيمة الاقتصادية في قطاع الشركات اليونانية."

"The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Greek Corporate sector"

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وربحية السهم الواحد **EPS** وأيها أكثر ارتباطاً مع عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة اليونان من خلال التطبيق على بيانات (163) شركة للفترة المالية من عام 1995 إلى عام 2001

¹ Leong, K., Pagani, M., & Zaima, J. (2009), "Portfolio strategies using EVA, earnings ratio or book-to-market: Is one best?" Review of Accounting and Finance, Vol. *, Issue 1, pp. 76-86

² Maditinos, D. The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Greek Corporate sector, The South European Review of Business & Accounting, Vol. 4, No. 2.2006

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة ان عوائد الأسهم كانت أكثر ارتباطا بربحية السهم الواحد EPS مقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وأن المحتوى المعلوماتي للقيمة الاقتصادية المضافة يزيد من قدرة ربحية السهم الواحد في تفسير عوائد الأسهم.

إختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة :

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من حيث أن معظم الدراسات السابقة ركزت على فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي مقارنة بباقي المؤشرات التقليدية كما أن عنصر مدخل تكلفة رأس المال تمت معالجته في الدراسات السابقة من منظور المزيح التمويلي وأمثلية هيكل رأس المال. أما هذه الدراسة فقد ركزت على دراسة مدخل تكلفة رأس المال كعامل أساس في تقدير القيمة الاقتصادية المضافة وهي الجزئية التي حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء عليها إضافة الى المتغيرات الأخرى التي ارتأت الدراسة اضافتها، هذا فضلا عن ميزة عامل فترة الدراسة وعينة الشركات محل الدراسة.

توطئة الفصل

بات موضوع تكلفة رأس المال يحضي باهتمام كبير في مجال الإدارة المالية انطلاقا من أهمية رأس المال باعتباره العامل الأساسي والضروري لنشأة ونمو واستمرارية أى مؤسسة اقتصادية حيث أصبح تقدير وحساب تكلفة رأس المال يعتبر عنصر أساسي في عملية اتخاذ القرارات المالية سواء تعلقت بالتمويل أم بالاستثمار، من حيث أن تنوع مصادر التمويل يوجب على المؤسسة النظر في تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل والمخاطر التي قد تتجم عنه واختيار المزيج التمويلي الأنسب الذي يلبي الاحتياجات التمويلية للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة وهذا للإسهام في تحقيق هدف المؤسسة النهائي المتمثل في تعظيم قيمتها والحفاظ على استمراريته وزيادة ثقة المتعاملين وأصحاب المصالح بها،

ولهذا فإن أهمية تكلفة رأس المال تكمن في أنها تعتبر عامل أساسي يساعد في اختيار المزيج التمويلي الأنسب والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة، ويعتبر تقدير تكلفة رأس المال وحسابها من أهم العمليات التي يقوم بها المدير المالي، حيث يتبع ذلك جملة من الخطوات للوصول إلى القيمة الحقيقية للتكلفة

ومن هنا المنطلق سوف نحاول في هذا الفصل الاول التطرق للإطار النظرى لتكلفة رأس المال من خلال ثلاث مباحث نعرض في المبحث الأول على الاطار المفاهيمي لرأس المال وعائده في الفكر الاقتصادي وفي المبحث الثاني الى الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال ثم في المبحث الثالث الى الاطار المفاهيمي لتكلفة رأس المال.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

المبحث الأول : الاطار المفاهيمي لرأس المال وعائده في الفكر الإقتصادي

سوف نحاول من خلال هذا المبحث التعرض لأهم الإسهامات الفكرية التاريخية حول نشأة وتطور مفهوم رأس المال وعائده في الفكر الإقتصادي مع التفرقة بين الفائدة والربح باعتبارهما يشتركان في صفة المردود أو العائد الناتج من رأس المال المستثمر.

المطلب الأول : نشأة وتطور مفهوم رأس المال

يسوق الاقتصاديون لتحليل العملية الإرادية لتكوين رأس المال مثال لشخص افتراضي يعيش وحيدا في جزيرة نائية ويشبع جوعه بصيد السمك باليد لاستهلاكه اليومي المباشر، ثم طور عملية الصيد بصنع شبكة توفر وقته وتزيد من إنتاجه، ثم استغلاله الوقت الفائض في صنع مزيد من الشباك، وصيد سمك أكثر من حاجة يومه وتخزينه للمستقبل، ومن هذا المثال نتبين العملية الإرادية للإنسان لإنتاج وتراكم رأس المال كعامل من عوامل الإنتاج، ويفسر ظهور نظام الإنتاج غير المباشر إلى جانب الإنتاج المباشر للاستهلاك. حيث يوجه الإنسان جزءا من الوقت والموارد المتاحة له لإنتاج مزيد من الأدوات التي تساعد وتسهل عملية الإنتاج المباشر، ويمرور الوقت يتزايد ما ينتجه الإنسان من الأدوات ليضيفه إلى ما في حوزته من رأس المال، ولكن يبقى السبب الأساسي الذي يمكنه من هذه الإضافات لرأس المال أنه يقلل أو يؤجل بعضاً من استهلاكه، أو يزيد من وقت عمله ويقلل من أوقات فراغه لإنتاج سلع لا تشبع حاجاته الاستهلاكية المباشرة¹.

وبتزايد رأس المال في شكل أدوات إنتاج ومخزون من السلع الفائضة عن الاستهلاك المباشر تزايدت ثروة المجتمع في شكل رأس المال العيني. ويظهر النقود كوسيلة للتبادل أصبح في الإمكان تجميع الثروة في شكل نقود بدلاً من الاقتصار على شكلها الطبيعي العيني، وظهرت صورة رأس المال النقدي. حيث أصبح في الإمكان إنتاج الثروة وتداولها في عمليتين منفصلتين تربط بينهما النقود وتقوم بالوساطة بينهما طبقة التجار، ولم يعد مفهوم الثروة وبالتالي رأس المال قاصراً على السلع ذات القيمة الإنتاجية، بل أصبح يشمل أيضاً المخزون النقدي².

وتعرف النقود بأنها كل ما يستعمل مقياساً للقيم، وواسطة للتبادل وللإبراء من الديون، وأداة للادخار، وقد تطورت في عدة أطوار من السلع (مثل المواشي والشاي والتبغ والسكر والصدف)، إلى المعادن (مثل الحديد

¹ J.Harvey, **Elementary Economics** (2nd ed., London, McMillan & comp. Ltd., 1965), p.304

² Eric Roll, **A History of Economic Thought** (4th ed., London, Faber & Faber Ltd., 1973) P.64.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

والسبائك)، ثم إلى المعادن النفيسة (مثل الذهب والفضة)، وانتهت إلى الشكل الشائع لها وهو العملات الورقية والنقدية التي تضمن قيمتها الدولة.¹

ولذا كان شائعاً في العالم القديم تجميع المعادن الثمينة، وفي العصور الوسطى كان السعي وراء الثروة والمكانة مرتبطاً بتجميع الثروة النقدية التي تضمن قيمتها الدولة، ثم تراكمت الثروة في صورة الذهب والفضة على أيدي التجار في القرن السادس عشر بسبب التوسع في التجارة الخارجية، التي ساعدت الاكتشافات البحرية ونمو المدن وتوسع الأسواق على تمددها بشكل هائل، وصاحب هذه الثورة التجارية تغير في نظم الإنتاج، حيث استخدمت الرأسمالية التجارية الجديدة ما لديها من ثروة نقدية في السيطرة على عملية الإنتاج بعد أن كان يقوم بها الصناع الحرفيون لحسابهم الخاص، وقد كانت آراء سير وليم بيتي عن النقود لا تختلف كثيراً عن آراء التجار حيث علق أهمية كبيرة على المعادن النفيسة كأكثر شيء مرغوب كثرة، ولكنه فطن إلى أن النقود لا تكون الحاجة إليها إلا باعتبارها عاملاً مساعداً في التجارة والصناعة، و توصل من محاولاته لاكتشاف القدر الصحيح من مقدار النقود في الدولة إلى مفهوم "سرعة التداول للنقود" وأثرها في تحديد حجم الثروة الحقيقية، كما كان نورث أول من كون فكرة واضحة عن رأس المال النقدي وسماه الرصيد الذي يمكن عن طريق إقراضه تحقيق عائد منه، وساواه في ذلك بتأجير الأرض وتحقيق ريع منها، ولم يكن من رأيه الاحتفاظ بالمعادن الثمينة لذاتها، بل كان يرى ضرورة استثمارها كل الوقت، إما بتأجيرها أو باستخدامها في التجارة، أي أنه لا بد من التصرف فيها بطريقة ما لتحقيق الربح وزيادة الثروة، وفي أواخر القرن السابع عشر ومع بدايات الثورة الصناعية ظهرت أهمية رأس المال في الصناعة باكتشاف الآلة البخارية واستخدام هذه القوى الآلية إلى جانب القوى البشرية.²

حيث أدى هذا التطور إلى إقامة المشروعات الكبيرة الحجم التي تستخدم الوسائل الآلية، والأعداد الكبيرة من العمال والتخصص المتزايد في العمل، ونشأت الحاجة إلى رأس المال في شكل تمويل بسبب أن مجموعة من الناس كان بإمكانهم اكتشاف فرص استثمارات مربحة أكبر من قدرتهم على التمويل عرفوا بالمروجين أو المنظمين، بينما كان هناك مجموعة أخرى من المالكين للثروة لديهم الرغبة في تنمية ثروتهم، وبهذا أمكن تحويل ما يمتلكون من قوة شرائية إلى استثمارات مربحة بواسطة مجموعة المنظمين.³ وقد أوجد التنظيم التمويلي الرأسمالي مؤسسات تمويلية متطورة مكنت من استخدام أسلوب تقرير الملكية على الديون، حيث يستخدم منظم المشروع إلى جانب أمواله الخاصة وأموال شركائه، أموال الغير عن طريق الاقتراض واستعمال هذه الأموال المقترضة في تصريف شؤون المشروع، كما أدى تطور الوسائل الفنية الحديثة في التمويل إلى

¹ عبد العزيز مرعي، عيسى عبده إبراهيم، اقتصاديات النقود والمصارف- ج 1 (القاهرة: مطبعة مخيم، 1965)، ص 14-21.

² Roll, *op. cit.*, p.45,56.

³ Joan Robinson, *The Accumulation of Capital* (2nd.ed, London, McMillan & Co. Ltd., 1965) p.6.10

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

إيجاد شكل هام من الملكية وهي الأسهم العادية، التي تتوسط في طبيعتها بين الديون التي تمثلها القروض والسندات، والتمويل بواسطة الأموال الخاصة بالمنظمين وشركاؤهم.¹

وكان ابن خلدون من الاوائل الذين اشاروا الى مفهوم رأس المال في جانبه الإقتصادي، فرأس المال الإقتصادي لدى ابن خلدون يتمثل في محصلة سعى الفاعل الاجتماعي نحو المكاسب، وعلى هذا يرتكز المفهوم على عنصرين، الأول هو السعى أو الجهد المبذول من قبل الفرد والثاني هو الكسب والمتمثل في العوائد والمغانم التي يراكمها الفرد من خلال الجهد المبذول.²

ومفهوم الكسب لدى "ابن خلدون" يشير إلى كل ما حصل عليه الإنسان، وقد يتعلق الكسب بالأشياء الضرورية للغاية، وفي هذه الحالة يكون الكسب مقابل للمعاش، وقد يتعلق الكسب بالكفايات، وفي هذه الحالة تعتبر المكاسب ثروات متراكمة أو منتوجات. وقدم "ابن خلدون" تمييزاً آخر لرأس المال الإقتصادي، يقوم على أن الرصيد الذي يحصل عليه الفرد من رأس المال الإقتصادي ويستهلكه هو "الرزق"، وكل ما يحصل عليه الإنسان من رصيد اقتصادي ولا يستهلكه يسمى كسباً.³

وبدأت دراسة أنواع رأس المال وأهميتها في العملية الإنتاجية تصبح أكثر وضوحاً بظهور الثورة الصناعية في الربع الأخير من القرن الثامن عشر، حيث نشر (آدم سميث، 1961) كتابه المعنون بـ "ثروة الشعوب" سنة 1776.

حيث قسم (سميث، 1961) الأصول الكلية في المجتمع إلى ثلاثة أجزاء: الأول للاستهلاك الفوري مثل الطعام والملابس والأثاث والمساكن، والثاني رأس المال الثابت الذي يعطي العائد من استخدامه دون أن يتغير من صورة إلى أخرى مثل الآلات والمعدات التي تنتج السلع أو تساعد العمل في العملية الإنتاجية، والإصلاحات والتحسينات في الأراضي، كما يشمل المهارات والقدرات المكتسبة لكل السكان. أما الجزء الثالث فهو رأس المال المتداول الذي من ميزاته أنه يعطي العائد عن طريق دورانه أو تغيير شكله، ويتكون من النقود التي يتم بها دوران وتوزيع كل السلع التي تدخل في العمليات الإنتاجية حتى تصل إلى المستهلكين، كما يتكون من المخزون من المواد التموينية لدى البائعين، والمواد الخام والسلع نصف المصنعة والسلع المصنعة لدى التجار أو الصناع، فرأس المال في تقسيم (سميث، 1961) هو ذلك الجزء من الأصول الكلية الذي يعطي العائد ويؤدي إلى زيادة أصول المجتمع أي النوعين الثاني والثالث من الأصول الممثلين في رأس المال الثابت ورأس المال المتداول. وبنفس خاصية القدرة على تحقيق العائد يعرف (سميث، 1961) رأس مال الفرد بأنه ذلك الجزء من ثروته الذي يتوقع أن يحصل منه على عائد، أما الجزء الآخر

¹ Joan Robinson, op cit, p. 7.

² عبد الرحمن بن خلدون، المقدمة، دار الجبل، بيروت، ص ص 421-422.

³ عبد السلام الشدادى، ابن خلدون من منظور آخر، ترجمة محمد الهلالي، دار توتعال، المغرب، 2000م، ص 53.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

فهو الذي يحقق منه إشباعه المباشر. كما وضع (سميث، 1961) أن بعض الأصول قد تكون رأس مال من وجهة نظر الفرد، ولا تكون كذلك بالنسبة للمجتمع مثل المسكن الذي يدر عائداً لصاحبه، ولكنه لا ينتج شيئاً للمجتمع.¹

وفي أوائل القرن التاسع عشر ظهر مفهوم مغاير لرأس المال من قبل المدرسة الألمانية، حيث عرفه (ميلر، 1816)² بأنه "الماضي"، من خلال تقسيم عوامل الإنتاج الى الطبيعة والإنسان والماضي، بدلاً من الأرض والعمل ورأس المال. ويعبر عنصر الماضي كعامل من عوامل الإنتاج عن رأس المال بجانبه المادي وكذا المعنوي الذي تكون بمرور الزمن ليساعد الإنسان على الإنتاج، وينتقد (ميلر، 1816) تجاهل الاقتصاديين لرأس المال المعنوي والتركيز على رأس المال المادي، وكان للفكر الاشتراكي كذلك اتجاهه المتميز في تعريف رأس المال، وأشهر من تعرض لهذا الموضوع قبل (ماركس، 1867) كان (توماس هودسكين³، 1825) الذي حاول أن يبرسي أسس التفرقة بين رأس المال في صورة مساعدات مادية للإنتاج، وهو العمل المخترن في شكل آلات ومعدات، ورأس المال في شكل معين للملكية أي علاقة اجتماعية تعطى للرأسمالي سلطة على العمل الحاضر، وهو رأس المال المتداول حسب تحليل (سميث، 1961)⁴.

كذلك يختلف معنى رأس المال الثابت والمتداول عند (ماركس، 1867) عن مفهوم (سميث، 1961)، حيث يرى (ماركس، 1867) أن صفة الثبات في رأس المال تعني أنه لا ينتج قيمة إضافية، بينما رأس المال المتداول أو المتغير كما يسميه، له هذه الصفة لأنه مصدر القيمة المضافة، فرأس المال الثابت يتكون من ذلك الجزء الذي يشمل ما يستهلك من المصنع والآلات والمواد الخام وأي مواد إضافية. وهذا الجزء لا يضيف قيمة زائدة على المنتج أكثر من قيمته الأصلية قبل العملية الإنتاجية، أما رأس المال المتغير فهو مقدار الأجور المدفوعة أي قيمة ما يتحول إلى قوة عمل مباشر، وهو وحده الذي يضيف قيمة جديدة أثناء مساهمته في العملية الإنتاجية.⁵

¹ Adam Smith, **The Wealth of Nations**, Vol 1. 1st ed. by Edwin Cannon (Methuen, London: University Paperbacks, 1961), pp.294 – 299.

² Adam Miller (1779-1829): اقتصادي ألماني اعتنق آراء آدم سميث في القانون الطبيعي ولكن نظريته في الملكية والثروة والإنتاج ورأس المال مثالية وغامضة، ويرجع ذلك إلى الثغرة الزمنية في البيئة الألمانية التي لم تكن الرأسمالية قد وصلت فيها إلى درجة عالية من النمو سواء من ناحية النظرية أو التطبيق. Eric Roll, **op cit**, p.217, 220

³ Thomas Hodgskin (1787-1869): من الكتاب الاشتراكيين الإنجليز، Eric Roll, **op cit.**, pp.246-255,

⁴ Adam Smith, **op cit**, p.249

⁵ Joan Robinson, **An Essay on Marxian Economics** (2nd ed, London: McMillan. Co Ltd., 1967) p.6

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

وبالإضافة إلى تراكم رأس المال التجاري عن طريق أرباح التجارة والصناعة، اتسع نطاق تراكم رأس المال عن طريق تشغيل النقود ذاتها والحصول على عائد منها دون استعمالها كوسيلة للمبادلة، فيما يسمى بتراكم رأس المال المالي الذي يتم بالإقراض بفائدة أو بالربا أو بالمضاربات المالية.¹

وقد كان هناك مصدر آخر لتراكم رأس المال النقدي من استثمار الأموال في العقارات يعرف برأس المال العقاري والذي بدأ ظهوره في العصور الوسطى في عصر الإقطاع من الضرائب والرسوم التي كان الملوك والأمراء ورجال الكنيسة وملاك الأراض يفرضونها على ريع الأراضي والمدن الصغيرة والبيوت المقامة عليها.²

وقد عرف (مارشال، 1954) رأس المال من وجهة نظر الفرد "بأنه ذلك الجزء من ثروته الذي يخصص للحصول على دخل في شكل نقود"، أي ذلك الجزء الذي يمتلك من أجل التجارة، ويرى أنه من الأفضل التعبير عنه برأس المال التجاري ويمثل السلع الخارجية التي يستعملها في التجارة سواء كان الاحتفاظ بها للبيع المباشر وهي التجارة بمعناها الضيق كتبادل، أو استخدامها لإنتاج سلع وخدمات جديدة تعرض للبيع وهي التجارة بمعناها الواسع التي تشمل كل الصناعات، ولهذا يحدد عناصر رأس المال للمنظم في المصنع والأدوات والتركيبات، والمواد الخام والطعام والملابس والمسكن التي يجب الاحتفاظ بها لاستخدام الموظفين والعمال وهو ما يمثل أجورهم التي تكفي أعباء معيشتهم، وكذلك الشهرة الخاصة بعمل المنظم.³

ويفرق (مارشال، 1954) بين رأس المال والثروة وينتقد استخدامهما كمترادفين، فهذا الترادف في نظره لا يعني إلا الناحية الحسابية فقط. ويقصد برأس المال الأشياء كعوامل مساعدة في الإنتاج ويطلب من أجل خدماته الإنتاجية، فمثلاً آلة النسيج تساعد في تحويل الصوف إلى غزل ونسيج بشكل أكثر سهولة من الأيدي دون مساعدة الآلة. أما الثروة فيقصد بها الأشياء التي تستهلك وتعطى إشباعاً من ملكيتها واستهلاكها، أي "أنه يجب أن نتحدث عن الثروة عندما نعني نتائج الإنتاج كشيء يستهلك أو يعطي لذة من التملك، أما عرض رأس المال فتحكمه حقيقة أنه يجب تراكمه، ويجب العمل بنجاح ممن يقوم باستخدامه... يجب أن "ينتظر"، "ويوفر" ... يجب أن يضحى بالحاضر من أجل المستقبل"، ويرى (كلارك، 1949) أن رأس المال يستخدم كمصطلح له دالتين مختلفتين: السلع المادية أو العينية التي تستخدم كوسائل إنتاج، والكم مجرد من الثروة. وقد أقام تفرقة على أساس ما كان يلاحظه في القارة الأمريكية في عصره من فرق بين الصورة العينية الملموسة لعامل الإنتاج وهي الأرض، والصور المجردة كمصادر لانسياب الدخل مثل الأسهم والسندات، وبصورة أخرى أكد (فيتز، 1914) على التفرقة بين رأس المال كاستثمار مالي أو تمويلي يمكنه

¹ أحمد جامع، الاقتصاد الاشتراكي- دراسة نظرية تحليلية، القاهرة: دار النهضة العربية، 1969، ص31.

² المرجع نفسه، ص ص 32، 31.

³ Alfred Marshall, Principles of Economics (2nd. Ed., London: MacMillan & co. Ltd., 1954), p.60

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

الحصول على جميع السلع العينية بما فيها الأرض، وبين الثروة التي تتكون من السلع العينية التي يمكن تعريفها على أساس الصفات الاقتصادية فيها بدلاً من تعريفها على أساس الملكية والافتناء الشخصي كما فعل (مارشال، 1954)، واهتم (فيشر، 1907) بصفة خاصة بالتمييز بين الدخل كندفق من السلع والخدمات خلال الزمن، وبين رأس المال كمخزون من السلع في لحظة معينة، وكل منهما يتكون من نفس الأشياء العينية.¹

كذلك اهتم (شومبتر، 1951) بالتأكيد على أهمية رأس المال النقدي في علاقته بالمشروع الإنتاجي، حيث "أن رأس المال ليس إلا أداة يتمكن بواسطتها المنظم من التحكم في السلع الفنية التي يحتاجها وليس إلا وسيلة لتحويل عوامل الإنتاج إلى استخدامات جديدة...". كما رفض أي تعريف لرأس المال على أنه أي نوع من سلع الإنتاج، أو على أنه المجموع الكلي للسلع التي تخدم أغراض الإنتاج، وأكد على أهمية الصفة النقدية التي تميزه عن باقي السلع والتي تجعل له وظيفة خاصة تختلف عن وسائل الإنتاج المادية في المشروع، وهذه الوظيفة هي "أنه يقف كعامل ثالث ضروري للإنتاج إلى جانب أدوات الإنتاج العينية والتنظيم، ويكون بمثابة الجسر بين المنظم وكل السلع ولا يأخذ دوراً مباشراً في الإنتاج، أي لا يعمل بنفسه بل على العكس يؤدي عملاً يجب أن يتم قبل أن يبدأ الإنتاج الفني".²

ولم يقتصر (شومبتر، 1951) في تعريفه لرأس المال على صورته النقدية فحسب، بل عممه على كل وسائل الدفع التي تمكن المنظم من الحصول على وسائل إنتاجه، ولكنه من ناحية أخرى قصر معنى النقود كرأس مال على تلك التي تكون في أيدي المنظمين والتي توجه إلى الأغراض الإنتاجية دون الاستهلاكية، ولهذا أضاف إلى تعريف رأس المال أنه "تلك المبالغ من وسائل الدفع المتاحة في أي لحظة لتنتقل إلى المنظمين"، فرأس المال بتعريفات (شومبتر، 1951) يختلف عن السلع المادية في أنه عامل مساعد في التبادل الاقتصادي، وبصفة خاصة في نقل وسائل الإنتاج إلى المنظم، أما السلع المادية فهي ليست رأس مال إلا إذا تم بيعها، بصفتها "مجرد رأس مال محتمل".³

وقد أوضح (فيبلن⁴ 1899) من قبل أيضاً التفرقة بين رأس المال النقدي والعيني، إلا أنه لم يؤكد على الأهمية الخاصة برأس المال النقدي التي أبرزها (شومبتر، 1951)، بل اهتم بالعلاقة بينه وبين ما يمثله من رأس المال العيني أو الحقيقي. فإذا كان رأس المال النقدي وسيلة للحصول على رأس المال العيني

¹ Alfred Marshall , op cit, p . 68,433

² Joseph Schumpeter, The Theory of Economic Development (Cambridge, Harvard University Press, 1951), p.116-118

³ Joseph Schumpeter, op cit, p. 121 , 203

⁴ ثورشتاين بوند فيبلن (Thorstein Bunde Veblen) عالم اقتصادي واجتماعي أمريكي، كان قائد حركة الاقتصاد المؤسسي. و بجانب عمله التقني، كان مشهوراً وبارعاً في نقد الرأسمالية من خلال أشهر كتبه نظرية الطبقة الغنية في عام 1899.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

لاستخدامه في الإنتاج، إلا أنه يرى خطورة اختلال العلاقة بينهما بل تعارضها في بعض الأحيان وخاصة في حالات التضخم والانكماش، كما انتقد فبلن فشل الاقتصاديين الكلاسيكيين في التفرقة بين رأس المال كاستثمار نقدي، ورأس المال كأجهزة صناعية، وفي تحليله لطبقة "الملاك الغائبين" في المشروع الصناعي الحديث وصفها بأنها طبقة من الناس تنعم بالفراغ وتعيش على قصاصات الكوبونات، أي من الدخل من الأسهم والسندات، ولم تعد جزءاً من عملية الإنتاج، وأنها مهتمة فقط بالتصرف في الدخل الذي تدره استثماراتها، وهي بذلك تنظر إلى النشاط الاقتصادي من وجهة نظر الاستهلاك وحده وما يدره عليها من دخل يمكنها من ذلك بل أنه خرج من تحليله بأنه يوجد عداء بين المشروع ممثلاً في أصحاب الأموال فيه ورجال الأعمال الذين يديرونه من جهة، والصناعة التي تهتم بالبحث عن التكنولوجيا الجديدة والتحسينات المادية لعملية الإنتاج من جهة أخرى، وتتمثل في المهندسين والمخترعين والعمال المهرة والطبقة الصناعية العاملة بوجه عام.¹

كما استخدم هذا الانقسام في المصالح للتفرقة بين خصائص كل من رأس المال النقدي ورأس المال الصناعي، وهذا لتأكيد عدم وجود علاقة ضرورية بين وسائل الإنتاج المادية المستخدمة في الصناعة وبين قيمة هذه الأصول الرأسمالية، وهي القيمة التي تمثل رأس المال النقدي للملاك الغائبين. بحيث يمكن إرجاع أسباب الأزمات الاقتصادية إلى هذا التفاوت بين القيمتين الذي يرجع أساساً إلى التطور المستمر في وسائل التكنولوجيا التي تعمل باستمرار على خفض قيمة الأصول الرأسمالية بسبب تقادمها وانخفاض قدرتها على الكسب، ومن ثم فإن تقدم التكنولوجيا يعتبر قوة معادية لأنها تنقص من قيمة رأس المال النقدي وتوجه باستمرار إلى خلق الأزمات لرجال الأعمال.²

كما يرى (بولدنج، 1948) أن أكثر المفاهيم أهمية لرأس المال أنه "الكمية الكلية من السلع ذات القيمة أي التي يتم تداولها بالنقود والموجودة في لحظة من الوقت." ورأس المال ينقسم إلى سلع الأعمال مثل المصانع والآلات والخامات، و السلع الاستعمال مثل الأثاث والملابس والطعام، ويمكن تقسيم رأس المال من حيث الثبات والتغير إلى مجموعة السلع التامة أو المخصصة لغرض معين في صورتها النهائية مثل السيارات والمنازل، ومجموعة السلع غير التامة أو المتداولة مثل القمح وكافة المواد الخام والنصف مصنعة والتي تتحول إلى شكل آخر. كما يمكن تقسيم رأس المال إلى السلع الأصلية، مثل الأرض وخيرات الطبيعة بوجه عام والسلع المصنوعة، وتعتمد هذه التفرقة على حقيقة أن عرض الأولى منعدم المرونة تماماً. وفي كل

¹ Eric Roll, op. cit, p.369,449

² Eric Roll, Ibid., pp 450, 451

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

هذه التقسيمات نجد أن رأس المال هو السلع ذات القيمة في المجتمع، وإن كان كل تصنيف يخدم أغراضاً تحليلية معينة¹.

وتتلخص وجهة نظر المدرسة الحدية/ النمساوية أن رأس المال في المجتمع يتم خلقه عندما تتضافر عوامل الإنتاج الأصلية (العمل والأرض) وتتجسم في شكل سلع، ويتم تحلله أو هدمه عندما تتحقق الخدمات النهائية من هذه العوامل، وتوجد فترة من الزمن بين التجسيم الأصلي للسلع والثمرة النهائية عند الاستهلاك تعرف بفترة الإنتاج، "ولهذا ينظر إلى رأس المال الكلي في المجتمع كمستودع للقيمة الكلية الذي تولد فيه القيم عندما تستخدم عوامل الإنتاج وتنتهي عندما تسلم كل الخدمات فيها"، فطول الفترة الإنتاجية لرأس المال هي متوسط عمر القيمة أو الخدمات التي يعطيها حتى تستنفذ هذه الخدمات. أي أنها متوسط الفترة التي تتقضي منذ استخدام عامل الإنتاج حتى هلاكه النهائي بالاستعمال. ومثال لذلك فإن قيمة الخبز الذي نستهلكه اليوم يمثل الخدمات التي قدمها الموزع في الصباح، والخباز أمس، والطحان في الشهر الماضي والفلاح في العام الماضي وهكذا، والعمر المتوسط لهذه الخدمات التي يتضمنها الخبز هي متوسط فترة الإنتاج له.²

وتتحدد قيمة أو كمية رأس المال في المجتمع بطول فترة الإنتاج وتدفق الوحدات بين الإنتاج والاستهلاك أي صافي الدخل، والمثال الذي يوضح هذه الفكرة عدد السكان في المجتمع فهو يتوقف على متوسط عمر الأفراد فيه والعدد السنوي للمواليد والوفيات أي صافي الزيادة السنوية أو النقص في عدد الأفراد.³

وتلخص الموسوعة البريطانية مجموعة الآراء حول مفهوم رأس المال فيما يلي :

"رأس المال كلمة لها معاني كثيرة، ومع ذلك فكل المعاني تشترك في بعض النقاط، مثلاً أنها كلمة تتضمن أن رأس المال مخزون بعكس الدخل فهو تدفق... ويعرف رأس المال بشكل واسع بأنه مجموعة العناصر التي يكون لها صفة اقتصادية وتوجد في لحظة معينة، وتدور التعريفات والمفاهيم المختلفة برأس المال حول تحديد ما هو مقصود "بالصفة الاقتصادية"... ويشمل رأس المال في أوسع معانيه: البشر والعناصر غير المادية مثل المهارات والقدرات والتعليم والأرض والمباني والآلات والتجهيزات من كل الأنواع وكل المخزون من السلع تامة أو غير تامة الصنع لدى الأفراد أو المنشآت... وعند الاقتصاديين تنحصر كلمة رأس المال فيما هو أصل حقيقي في مقابل مجرد الأصول التمويلية، وفي عالم الأعمال تشير كلمة

¹ Kenneth E. Boulding, Economic Analysis, (London, Harrish Hamilton, 1948), p. 246

² Kenneth E. Boulding, Economic Analysis, (3rd ed., New York: Harper & Brothers, 1955), p.439.

³ Ibid, p.440

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

رأس المال عادة إلى بند في الميزانية العمومية يمثل صافي حقوق أصحاب رأس المال في المشروع التي لم تنتج أو تنشأ خلال عمليات المشروع ... ومن خلال ما تتضمنه مجموعة العناصر ذات الصلة الاقتصادية، فإن بعض الاقتصاديين يطلقون لفظ رأس المال على بعضها دون الآخر، فمثلاً يميز بين السلع التي في يد المنشآت والسلع التي في يد الأفراد حيث يقصر لفظ رأس المال على الأولى. وقد يميز بيع السلع التي تنتج والسلع التي تكون هبة من الطبيعة فيقتصر أيضاً لفظ رأس المال على الأولى بالرغم من أن التمييز عادة يكون في غاية الصعوبة ... وتفرقة هامة أخرى نجدها بين المخزون من البشر وقدراتهم، والمخزون من العناصر غير البشرية، وبالطبع فإنه في مجتمع العبيد يحسب البشر كرأسمال مثل الآلات، وقيمة العبيد تظهر كأصل في الميزانية العمومية لمالكي العبيد... وتفرقة هامة من الناحية التاريخية بين رأس المال الثابت والمتداول، ويعرف رأس المال الثابت عادة بأنه ذلك الجزء الذي لا يغير من شكله أثناء عملية الإنتاج مثل الأرض والمباني والآلات، ويتكون رأس المال المتداول أو العامل من البضائع في سبيل الصنع والمواد الخام والمخزون من السلع تامة الصنع المعدة للبيع، وهذه التفرقة مثل غيرها ليس من السهل الوصول إليها.¹

ولقد جاء الطرح المعاصر لمفهوم رأس المال ليؤكد على أن رأس المال لا يكون بالضرورة في صورة مادية أو مالية فحسب، بحيث تتعدد أشكاله بين رأس المال الاقتصادي، ورأس المال الثقافي، ورأس المال الاجتماعي، ورأس المال الديني، وغير ذلك، كما أن هناك إمكانية لتحويل رأس المال من شكل لآخر، طبقاً لمبدأ تحويل الطاقة الاجتماعية وتبديلها.²

المطلب الثاني : عائد رأس المال في الفكر الإقتصادي بين الفائدة والربح

سوف نحاول من خلال هذا المطلب التعرض لأهم الإسهامات الفكرية حول عائد رأس المال في الفكر الإقتصادي.

1 رأي التجاريين في الربح والفائدة

استطاع عصر التجاريين أن يلفت النظر إلى الاستعمالات الإنتاجية للنقود بشكل واضح، فقد كانت النقود تقتصر على نطاق واسع لتمويل العملية التجارية التي يتحقق منها الربح. وعرف التجاريون الربح بأنه الفائض الناشئ من مجال التبادل، وإن لم يفسروا لماذا وكيف ينشأ. كان كل تأكيدهم على أهمية التجارة الخارجية في تحقيق إضافة صافية لثروة الدولة، ففي حين تنتج التجارة الداخلية فائضاً نسبياً، لأن ما يربحه أحد التجار يخسره الآخر، فإن التجارة الخارجية هي التي تحقق تلك الإضافة الصافية.³

¹ Encyclopaedia Britanica, Williem Benton Publisher, Published by Society of Gentapital, 1973, P. 835.

² خالد كاظم أبو دوح، أطروحة رأس المال وأشكاله في الفكر الخلدوني، ورقة مقدمة إلى مؤتمر علم الاجتماع في مجتمعاتنا مجتمع واحد، ومرجعيات بديلة، من 6 - 7 مارس 2010م بدار الضيافة - جامعة عين شمس، ص: 3-4

³ Eric Roll, op. cit, p 66, 67

2 تأثير نمو الصناعة في تفسير الربح والفائدة

مع التحول من الرأسمالية التجارية إلى الرأسمالية الصناعية تزايدت الحاجة إلى رأس المال النقدي، وتحولت الرغبة من الاحتفاظ به كثروة نقدية تتزايد مع تزايد التبادل إلى استخدامه في الإنتاج الصناعي بشكل كبير. لذلك تحول اهتمام الاقتصاديين من البحث في علاقة التاجر برجل المال (الممول) إلى دراسة علاقة رأس المال بالعمل، وتحول الاهتمام من دراسة الربح الناشئ من مجرد التبادل إلى دراسته في علاقته بالإنتاج والتكلفة.¹

فقد ظهرت محاولات لتفسير فائدة رأس المال ولتفسير الربح وعلاقة كل منهما بالآخر في آراء الاقتصاديين الإنجليز الذين عاصروا الرأسمالية الصناعية في بدايتها ومهدوا بتحليلاتهم للمذهب الكلاسيكي. فقد بدأ بتي ولوك في تفسير فائدة رأس المال على أساس ريع الأرض، حيث كان الربح هو الفائض الوحيد الذي يتضمن مفهوم الربح، ولهذا ربطا كل قيمة للنقود بقيمة ما تستطيع هذه النقود أن تشتريه من الأرض، وعليه فإن معدل الفائدة على مقدار من النقود يساوي ريع ما يمكن أن تشتريه النقود المقترضة من الأرض، واستمر لوك في البحث عن مصدر هذه الفائدة للمال، وخرج من بحثه بأن السبب في الفائدة هو التوزيع غير المتساوي لكل من النقود والأرض، فعندما يمتلك الفرد أكثر مما يستطيع زراعته من الأرض يضطر إلى تأجيرها والحصول منها على ريع أو إيجار، وكذلك إذا تملك قدراً أكبر من حاجته من النقود يمكنه تأجيرها والحصول على فائدة منها، واستنتج نورث من هذا التحليل أن العرض والطلب على النقود يؤثران في سعر الفائدة، فالسعر المرتفع للفائدة يكون سببه طلب كبير للاقتراض، وعدد قليل من المقرضين، وأضاف هيوم إلى عاملي العرض والطلب عاملاً ثالثاً، هو ربط سعر الفائدة بالأرباح من التجارة والصناعة، أي بالعامل الذي يدفع منه المقترض سعر الفائدة، واستنتج من ذلك أن الأرباح والفائدة يؤثر كل منهما في الآخر، وسار (ستيوارت، 1975) خطوة أبعد من ذلك في بحث أصل الربح، فقد ميز بين الربح النسبي الذي هو مجرد تذبذبات في ميزان الثروة بين الأفراد، لأن ما يعتبر ربحاً من ناحية بعض الأفراد هو خسارة للبعض الآخر، وبين الربح الإيجابي الذي يضيف إلى الثروة أو الرصيد المخزون منها ولا يسبب خسارة لأحد، وهو ينشأ من زيادة عامة في العمل والصناعة والمهارة ويضيف إلى الخير العام.²

¹ ibid, p 89, 99

² Eric Roll, op cit, p 106 - 108.

3 إنتاجية العمل ومفهوم الفائض

اهتمت مدرسة الطبيعيين¹ بالبحث عن مصدر الفائض بتقسيم العمل إلى طبقتين، عمل منتج وعمل غير منتج. الأول يخلق الفائض عن طريق إنتاج أكثر مما يستهلك، والثاني يستمتع بثمار عمله في الحال. وبتطبيق هذا التقسيم على مجال الزراعة، اعتبر المنتج الصافي الإضافي ما يزيد من المحصول عن استهلاك العمال المنتجين وأسرهم، أما الصناعة فلا تخلق قيمة جديدة بل تجمع فقط قيماً موجودة وتعمل على تحويلها إلى سلع، ولهذا يجب أن يكون الثمن على أساس تكلفة الإنتاج، ولم ير الطبيعيون مبرراً لنشأة الربح في التبادل كما فسره التجاريون، وإن اعترفوا بأن السعر يتأثر بالمنافسة ومن ثم قد يزيد الثمن عن تكلفة الإنتاج.²

وقد تدارك (سميث، 1961) وهو من مدرسة الطبيعيين، الخطأ في قصر إنتاجية العمل على مجال الزراعة، وعممها على كل مجالات التجارة والصناعة، ودافع (سميث، 1961) عن الربح كضرورة لتشجيع رجال الأعمال على توظيف أروادهم من الأموال في استخدام العمال وتزويدهم بالمواد الخام ووسائل العيش الضرورية لكي يحققوا الربح من بيع ناتج عملهم.³

كما يرى (سميث، 1961) أن الربح يتحقق عند توظيف كل من رأس المال المتداول ورأس المال الثابت، بحيث يتحقق الربح من رأس المال المتداول في المضاربة أو الصناعة أو التجارة باستمرار دورانه في تمويل الخامات والإصلاحات والصيانة والقوى العاملة، أما رأس المال الثابت فيكون الربح منه عن طريق استخدامه في تحسين الأرض أو شراء آلات وأدوات نافعة للتجارة والصناعة بدون تغيير شكله بل بالمحافظة عليه، ولا يستطيع رأس المال الثابت أن يعطي عائداً بدون رأس المال المتداول أي بدون الخامات والإصلاحات والصيانة والقوى العاملة، وقد ميز (سميث، 1961) بين نوعين من إيراد العمل لتفسير الربح، أحدهما يعطى كأجر للعامل ليكفل له معيشته، والآخر جزء يخصم من القيمة التي ينتجها العامل ويستولي عليها صاحب رأس المال في شكل ربح، أو مالك الأرض في شكل ربح، أي أن السبب في ظهور الربح والربح يرجع إلى توزيع ناتج العمل، كما اعتبر الفائدة على المال المقترض شكلاً من توزيع الربح بحيث يتحدد سعر الفائدة على أساس معدل الربح.⁴

¹ مدرسة الطبيعيين أول مدرسة اقتصادية نشأت في فرنسا في القرن الثامن عشر، جوهر نظامها الاعتماد على ما هو طبيعي. أهملت رأي التجاريين في أن الثروة ترجع في الأصل إلى التبادل، وأرجعوا أصلها إلى الإنتاج، وخاصة الإنتاج الزراعي.

² Eric Roll, Ibid, p 128, 149

³ Adam Smith, The Wealth of Nations, op cit. pp 293, 299

⁴ Ibid

وقد عرض (ريكاردو¹، 1817) وهو من مؤسسي المدرسة الكلاسيكية، مفهوم إنتاجية العمل لكل القيمة الفائضة بشكل آخر، حيث حاول أن يبين أنها لا تتحدد بالعمل الحاضر فقط بل أيضاً بالعمل الماضي المتجسد في المعدات والأدوات والمباني، هذا العمل الماضي المختزن قد يكون مملوكاً أو غير مملوك للعمل الحاضر، وفي هذه الحالة الأخيرة يظهر دور صاحب رأس المال فيقسم قيمة الفائض من العملية الإنتاجية إلى قسمين، أحدهما يدفع أجراً للعمل الحاضر، والآخر أجر العمل الماضي وهو ربح رأس المال العيني المختزن في المعدات والأدوات والمباني، كما ميز بين نوعين من الربح، معدل الربح الذي له علاقة برأس المال، والفائض الذي يتكون من الفرق بين قيمة السلعة والأجور التي يدفعها صاحب رأس المال إلى العامل الذي ينتجها، وهذا النوع هو الذي له علاقة بالأجور، كما أنه اعترف بأن المنفعة أساسية في تبادل السلع، وإن لم يدخلها في تحديد القيمة التي أرجعها إلى عاملين هما الندرة والعمل، ثم أضاف فيما بعد أنه يمكن أن يكون رأس المال منتجاً للقيمة بسبب الفترة التي يبقي فيها مقيداً في عمليات الإنتاج لا بسبب العمل المختزن فيه فقط، ولذلك يتأثر معدل الربح بطول الفترة الإنتاجية حتى تصل السلع إلى الأسواق.²

4 الفكر الاشتراكي ونفي صفة الإنتاجية عن رأس المال

أعاد رواد الفكر الاشتراكي إحياء فكرة العدل والهجوم على الفائدة، واهتموا في تحليلاتهم ببيان أن سوء الملكية يكمن أساساً في القدرة على استخلاص دخل دون عمل، وأهم طريقة لذلك الحصول على فائدة من إقراض النقود لأن النقود مجرد وسيط للتبادل وهي كأى سلعة أخرى يجب أن تباع بتكلفتها، أما الإقراض بفائدة فإنه يمكن صاحب النقود من بيع نفس الشيء الواحد عدة مرات دون أن يفقد ملكيته، وطبق رأيه على كل أنواع الإقراض.³

كما نجد كثيراً من الهجوم على الربح في آراء الاشتراكيين الإنجليز الذين سبقوا (ماركس، 1867) الذي جمع كل آرائهم وبلورها في تحليله المستفيض لعملية الاستغلال التي يقوم بها الرأسمالي ويحصل بها على فائض القيمة الناشئة عن العمل.⁴

أما كيف ينشأ الربح فإن (ماركس، 1867) يرفض اعتباره ناتج رأس المال، فالرأسمالي حسب رأيه يحصل عليه لأنه يستخدم العمال عدداً من الساعات أكبر مما يعطيهم من أجر، أي أن العامل يخلق القيمة المساوية لعدد الساعات التي يأخذ عليها أجراً ثم يخلق فائضاً للقيمة عن طريق عمل ساعات لا يأخذ عليها

¹ David Ricardo (1772-1823): اقتصادي إنجليزي من مؤسسي المدرسة الكلاسيكية. Eric Roll, op cit, p 174

² Eric Roll, op cit, pp 174 -187

³ Eric Roll, op cit ; pp 240 -244

⁴ كارل ماركس، رأس المال - الجزء الأول، ترجمة راشد البراوي (القاهرة؛ الطبعة الثانية، مكتبة النهضة المصرية، 1965)، ص ص 114 - 120 .

أجراً، أما ما تقدمه أدوات الإنتاج التي يستخدمها الرأسمالي في العملية الإنتاجية فإنه لا يزيد عن قيمتها الأصلية، ولهذا لا تستطيع هذه الآلات أن تضيف قيمة أكبر مما لها.¹

5 مذهب المنفعة وإنتاجية رأس المال

بينما كانت أفكار الطبيعيين بشأن العمل المنتج وغير المنتج تؤدي إلى أن قيمة السلعة لا تخلق إلا في الإنتاج وليس للتبادل دخل فيها، فيري رواد هذا المذهب أن كلا الطرفين، البائع والمشتري، يكسب في التبادل، فكل طرف يتنازل عن شيء هو أقل منفعة في سبيل الحصول على شيء ذي منفعة أكبر له. ومن هنا استنتج أن كل نشاط زراعي أو تجاري أو صناعي يعالج موارد الطبيعة لكي تشبع الحاجات هو نشاط منتج وخالق للقيمة. واعتبر الأرض والعمل ورأس المال شركاء في العملية الإنتاجية، وعوائد كل منها تمثل أثمانها التي تتحدد مثل السلع الأخرى عن طريق العرض والطلب، وهذه الأثمان تمثل نصيب كل منها في المنتج الذي يتعاونون في إنتاجه.²

وقد استخدموا هذه الفكرة في تطوير نظرية المنفعة، إلى التأكيد على مفهوم "الخدمات الإنتاجية" ودور المنظم، بحيث يكون للعمل والموارد الطبيعية ورأس المال قيمة لأنها توفر خدمات إنتاجية أي توفر وسائل لخلق المنافع، والمنظمون هم الوسطاء الذين يطلبون الخدمات الإنتاجية التي يحتاجها أي منتج لإشباع طلب المستهلكين، وأرسوا من هذا التحليل أساس العلاقة الدالية بين التكلفة والثلث والتفضيل من جانب المستهلك، فالقيمة في التبادل تعبر عن التقديرات الذاتية للمنافع على ضوء الكميات المطلوبة، وتؤثر تكلفة الإنتاج على الثمن من خلال التغيرات في العرض، أي أن التكلفة تشكل حداً أدنى تقوم بعده المنفعة بدور العامل المحدد،³ وتعتبر ساي أول الكتاب الفرنسيين الذين تبنا فكرة اختلاف الربح عن الفائدة، وإن كانت قد توسعت بمفهوم "الخدمات الإنتاجية" ليشمل الربح أيضاً، فالربح أجر للمنظم كمكافأة لتحمل المخاطر، بعد أن كان ينظر إليه كدخل يرتبط بالرأسمالي بصفته التي يمتلك بها رأس المال.⁴

6 التحليل الحدي ومبدأ الفرصة البديلة

يعتبر (ثنن⁵، 1850) أحد الرواد الأوائل في تكوين علم الاقتصاد الحديث باستخدامه أسلوب التحليل الحدي لشرح فكرة إنتاجية رأس المال على أساس تكلفة الفرصة البديلة. ففي المثال الذي وضعه عن المدينة المنعزلة وطريقة الإنتاج فيها، قام بتحليل الفرصة البديلة على أساس أن ثمن اللبن مثلاً يجب أن يكون عند

¹ كارل ماركس ، المرجع السابق، ص 151، 161.

² Eric Roll, *op. cit.*, p 321

³ Eric Roll *Ibid.*, pp 319- 321

⁴ F. H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* (6th ed.; New York: Kelly & Millman Inc., 1957), p 25

⁵ Johann H. Von Thunen : اقتصادي ألماني اشتهر بكتابه "الدولة المنعزلة"، نشر الجزء الأول عام 1726، والثاني عام 1850.

الحد الذي لا يمكن معه استعمال الأرض التي يجري إنتاجه فيها لأي منتج آخر يغل عائداً أكبر، وهذا الثمن يجب أن يكون مرتفعاً بدرجة كافية ليتساوى على الأقل مع تكلفة الإنتاج والنقل من أبعد مكان ممكن للإنتاج الذي تحتاجه المدينة إلى السوق التي يباع فيها اللين بسعر موحد، وتساوي الثمن يؤدي إلى تفاوت الربح عند المنتجين، حتى تتساوى التكلفة مع الثمن عند المنتج الحدي.¹

كما عرف الربح (أو الفائض) بأنه ما يتبقى بعد دفع الفائدة على رأس المال، والتأمين ضد المخاطر التي يمكن التأمين ضدها، وأجور الإدارة. وهذا المتبقي الذي يمثل الربح يتكون من جزأين أو يرجع إلى عاملين هما: ما يدفع لمخاطر معينة لا يمكن التأمين ضدها، وإلي إنتاجية عمل المدير في التخطيط والتفكير ليلاً ونهاراً لما فيه نجاح مشروعه.²

7 الربح والفائدة وعلاقتهما بالمنظم

يرى (كلارك، 1949) ضرورة أن تكون دورة النقود مرتبطة بدورة الإنتاج، وأن سبب وجود الفائدة على رأس المال هو الفارق الزمني أي السبب الموضوعي الثالث الذي فسره بومبرك الفائدة. إلا أنه يرى أن سعرها يتحدد بالإنتاجية الحدية لرأس المال مثل الأجور التي تتحدد بالإنتاجية الحدية للعمل. وأهم ما في آراء (كلارك، 1949) إلى جانب تأكيده على أهمية ارتباط سعر الفائدة بالإنتاج، أنه فرق بين طبيعة الفائدة وطبيعة الربح، فالربح لا يتحقق إلا من التغيير، أي يرتبط باقتصاد متحرك، أما الفائدة فهي مثل الأجور تعتبر عائداً طبيعياً، أي أن الأجور والفائدة لهما مصدرهما في القيمة الأساسية للمنتج.³

وينشأ التغيير الذي يسبب الربح في نظر (كلارك، 1949) من خمسة عوامل مستمرة كل منها يتفاعل مع هيكل المجتمع وهي: الزيادة في السكان، وتضاعف حاجات المستهلكين وتغير الأذواق، والزيادة في رأس المال، والتحسينات في الوسائل الفنية وطرق الإنتاج، وتغير أشكال التنظيمات الصناعية.⁴ فأى تغيير في أحد هذه العوامل ينشأ عنه أرباح للمؤسسة، أما في الاقتصاد الساكن فلا يكون المنظم إلا مجرد مشرف يأخذ أجراً مثل باقي العاملين. ويقاس نجاح المنظم حين تتغير البيانات بمدى قدرته على التعامل مع المشكلات الجديدة، والتنسيق بين رأس المال والعمل، وإعادة تكييف العملية الإنتاجية لتنمى مع الظروف المتغيرة، والربح مكافأة المنظم التي تقيس هذا النجاح.⁵

¹ F. H. Knight, Ibid

² F. H. Knight, op. cit., p 26.

³ Eric Roll, op. cit. p435 , 427

⁴ F.H.Knight, op. cit., p 56

⁵ Eric Roll, op. cit., p 437, 438

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

بتحليل آراء (كلارك، 1949) نرى عائد رأس المال بصورة أكثر وضوحاً من حيث التفرقة بين الفائدة والربح؛ فالفائدة عائد خدمات رأس المال المستثمر في العملية الإنتاجية ولها صفة الأجر مثل أجر العمل البشري ولهذا فهي أجر طبيعي وضروري. أما الربح فيرتبط بالظروف المتغيرة وتغير النتائج تبعاً لها، بما يجعل القدرة على استيعاب هذه المتغيرات وملاحظتها والتخطيط على ضوءها السبب في الربح كعائد إضافي لرأس المال.

والربح في نظر (شومبتر، 1951) هو عائد التنظيم، وهو يعتمد في نظريته على الدور الكبير الذي يقوم به المنظم الأجير في المشروع الحديث، والذي لم يعد يملك رأس المال كما كان سائداً في القرن التاسع عشر، ويعتبر المنظم هو الشخص أو الهيئة التي يقع على عاتقها وظيفة الإدارة والتنظيم والابتكار، وتتحقق الأرباح في طبيعتها ومقدارها بمدى نجاح هذه الوظيفة وترتبط بالخسارة بفشلها.¹

فالعلاقات التنظيمية الناجحة، مثل التغيرات الفنية في العملية الإنتاجية، والبحث عن أسواق جديدة، وإنتاج سلع جديدة أو متطورة، كل هذه مصادر للربح التنظيمي ولكنها مصادر مؤقتة تنضب بعد فترة من الزمن قد تطول أو تقصر تبعاً لمدى انتشارها بين المنظمين الآخرين، وبهذا المعنى المؤقت للربح لا يكون عائد رأس المال، بل الفائدة هي عائده، وبينما تتحدد الفائدة بالإنتاجية الحدية لرأس المال، فإن الربح يختلف عنها لأنه يرتبط بالمنظم وهو ببساطة لا يمكن تحديده لأننا لا نستطيع تحديد كمية الخدمات التنظيمية المطلوبة. كما يرى شومبتر أنه إذا كان الربح يرتبط بالمنظم، إلا أن المنظم ليس هو الذي يتحمل المخاطر بل يتحملها رأس المال، "... فالذي يمنح الائتمان هو الذي يحزن إذا فشل العمل، وإذا كان المنظم هو الذي يمول نفسه أو يساهم بوسائل إنتاج يمتلكها فإن المخاطر تقع عليه كرأسمالي أو كمالك للسلع لا كمنظم، فتحمل المخاطر ليس على أي حال من وظيفة المنظم، ورغم أنه يمكن أن يخاطر بسمعته إلا أن المسؤولية الاقتصادية المباشرة للفشل لا تقع أبداً عليه".²

وبالنسبة لطبيعة الفائدة على رأس المال، التي يسميها (شومبتر، 1951) الفائدة الإنتاجية تمييزاً لها عن فائدة القروض الاستهلاكية، فإنه يعتبرها أحد فروع الربح، لأن الاقتصاد الساكن في نظره لا يمكن أن يعرف الفائدة الإنتاجية بل إن الربح هو المصدر الوحيد والأساسي لها ومن مجاله انتشرت إلى كل مجال النظام الاقتصادي حتى لو لم يتحقق الربح بالفعل. وبينما وصف الربح بأنه مؤقت ولا يمكن أن يكون فرعاً للدخل مثل الأجر، فإنه عرف الفائدة بأنها "... دخل صاف دائم يتدفق إلى فئة معينة من الأفراد..."، ومن هنا كان اهتمامه بالبحث عن هذا العنصر الدائم الذي يخلق القيمة والذي يرتبط في نفس الوقت بالحركة والتقدم حيث

¹ صلاح الدين نامق، توزيع الثروة بين النظامين الرأسمالي والاشتراكي (القاهرة: دار المعارف، 1967م)، ص 162

² Joseph Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, op. cit. pp 133- 136

أن الفائدة الإنتاجية لا توجد في اقتصاد ساكن كما يؤكد. وقد رفض فكرة أن تكون الفائدة توزيعاً للأجور بسبب الاستغلال كما يذهب إلى ذلك الماركسيون، كما لم يؤيد أنها أجر العمل المخزن الذي تحتويه أدوات الإنتاج، لأنه لا يمكن أن يكون هناك اختلاف "دائم" بين قيمة هذه الأدوات وبين قيمة المنتجات التي تعزى إليها، بل هو اختلاف مؤقت قد يحقق أرباحاً ولكنه لا ينتج الفائدة، ورفض كذلك فكرة الحرمان أو الامتناع كعنصر إنتاجي ثالث يمثل خدمة إنتاجية مستقلة، أي رفض إدخال الفائدة في قائمة التكاليف بدلاً من قائمة الربح، ولتفسير الفائدة بعد رفض التفسيرات السابقة، ربطها (شومبتر، 1951) بالنمو والتطور أي ربطها بالربح التنظيمي، وفي نفس الوقت ربطها بوظيفة رأس المال ودوره في تحقيق هذا الربح، أي بخاصيته النقدية التي تمكن المنظم من الحصول على وسائل الإنتاج. ولهذا تدفع الفائدة للرأسمالي أي صاحب رأس المال، وفي هذه الحالة يمكن أن يطلق عليها "ربح رأس المال"، وهي لا تستقطع في حالة امتلاك المنظم لرأس المال فتبقى لها صفة أرباح المنظم، ولارتباط الفائدة بوظيفة رأس المال، فإنها تتحدد بالإنتاجية الحدية له، وهي تساوي الربح للمنظم الأخير أو الحدي الذي يكاد ربحه يجعل دفع الفائدة ممكناً، أي أن الفائدة تساوي أقل ربح تنظيمي يمكن أن يتحقق فعلاً.¹

8 الربح كعائد للمخاطرة وعدم التأكد

وجه (نايت، 1957) نقده الأساسي لآراء (كلارك، 1949) في التغيير الذي يسبب الربح على أساس "أنها تهمل السؤال الأساسي عن الاختلاف بين التغيير الذي يمكن التنبؤ به عن فترة معقولة قادمة، وذلك الذي لا يمكن التنبؤ به، فبافتراض أن كل التغييرات الديناميكية التي أحصاها (كلارك، 1949) والتي لم يحصها كانت معلومة مسبقاً بوقت كاف قبل أن تحدث، أو أنها تحدث باستمرار تبعاً لقوانين عامة ومعروفة بالفعل، حيث يمكن التنبؤ بها في المستقبل لمقابلة الفرص المطلوبة، فإن المناقشة التي اعتمدت على تأثيرات التغيير سوف تتداعى من أساسها."²

فالمعلومات المسبقة عن التغييرات لا تنشئ خسائر أو فرص للربح، لأن المبدأ الأول في المضاربة هو عدم معرفة البيانات التي تستخلص النتائج منها بشكل كامل، وأنه من الممكن أن يتم التقدم الصناعي بما فيه من الاختراعات ومكافأاتها ولا ينشأ عن ذلك زيادة الأجور والفائدة والربح، أي أنه "طالما أن قانون التغيير معروف فلن ينشأ ربح ... لأنه إذا كان كل شيء يتحرك إلى الأمام بطريقة منتظمة تماماً، فإن المستقبل سوف يكون معروفاً تماماً في الحاضر، وسوف تتلاءم المنافسة بالتأكيد مع الحالة المثالية التي تتساوى فيها التكاليف مع الأسعار،" أما التغيير الذي يحمل معه جهلاً بالمستقبل فهو الذي ينتج عنه الربح، وهذا يتفق مع

¹ Joseph Schumpeter, op.cit. pp154 – 163, 177- 194.

² F.H.Knight, op. cit., p 35

ما ذهب إليه ثنن عند خصمه لكل أقساط التأمين للمخاطر التي يمكن التأمين ضدها أي التي يمكن حسابها كتكاليف من أجل الحصول على الربح أو الفائض.¹

9 سعر الفائدة ونظرية التفضيل النقدي

اهتم (جيسيل²، 1911) بالترقية بين سعر الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال، فالكفاية الحدية تتعلق بالنمو في رأس المال الحقيقي، أما سعر الفائدة فهو الذي يضع حداً لمعدل هذا النمو، وهو مجرد ظاهرة نقدية، وخاصة النقود التي تميزها بسعر فائدة تكمن في حقيقة أن تملكها كوسيلة لتخزين الثروة لا تحمّل المكنتز بتكاليف مثل باق أشكال المخزون من السلع، فإذا أمكن إزالة هذه الخاصية التي تجعل النقود بدون تكلفة، فإن نمو رأس المال الحقيقي يصبح من السرعة بحيث يكون من المحتمل أن يصبح السعر السائد للفائدة صفراً، واقترح لذلك أن نجعل النقود تتحمل بتكاليف على تملكها مثل المخزون من السلع الأخرى، وذلك باستخدام نظام النقود المختومة أو ذات الطوابع (stamped money) والتي ارتبط بها اسمه، هذه العملة المقترحة تستبقي قيمتها بختمها كل شهر بطوابع شرائية في أي مكتب بريد، وتكلفة هذه الطوابع يمكن أن تثبت عند أي رقم مناسب، واقترح واحداً في الألف لكل أسبوع أي بما يعادل 5.2% سنوياً.³

وبالرغم من أن (كينز، 1970) لم ينظر في عدالة الفائدة ومشروعيتها حيث اعتبر هذه المناقشات أمراً منتهياً، إلا أنه أبدى تقديره للصفة الأخلاقية التي تميزت بها تحليلات وآراء جيسيل عند دراسة المشاكل النقدية والأزمات، والتي تأثر بها في وضع نظريته في التفضيل النقدي، وقد رأى (كينز، 1970) أن الفكرة وراء النقود المختومة صحيحة، وإن كان الرقم المقترح قد يكون عالياً، والرقم الصحيح يمكن الوصول إليه بالتجربة والخطأ ويجب أن يتغير من وقت لآخر، كما لاحظ مشكلة أن النقود ليست موحدة في قدرها من السيولة المرتبطة بها، وعليه فإذا سحب قدر من السيولة من العملات الورقية بنظام الختم، فإن سلسلة طويلة من البدائل سوف تحل محلها، مثل الشيكات والودائع تحت الطلب والنقد الأجنبي والمجوهرات والمعادن الثمينة بوجه عام للتهرب من التكلفة.⁴

وقد بلور (كينز، 1970) فكرة الكفاية الحدية لرأس المال واهتم بالتمييز بينها وبين سعر الفائدة على النقود المقترضة، فالكفاية الحدية هي الربح الحدي الناتج من استثمار وحدة جديدة من رأس المال تضاف إلى الاستثمارات القائمة، وهي الزيادة الرأسمالية سواء كانت رأس مال ثابت أو رأس مال عامل أو رأس مال

¹ Eric Roll, *op. cit.*, p 37, 38

² Silvio Gesell : (1862 – 1930) ، ألف "نظام الاقتصاد الطبيعي" بجزئيه المنشورين عامي 1911، 1906.

³ Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London: McMillan & co. Ltd., 1970), p.356.

⁴ *Ibid.*, p.357, 358

نقدي، واعتبرها الاستثمار الحقيقي علي خلاف الاستثمار المالي، كسواء سندات أو شراء منزل قديم وهو ما عبر عنه بإعادة الاستثمار، أما سعر الفائدة فيرتبط بعرض النقود وليس باستثمارها، وإن كانت هناك علاقة بينهما حيث يجب أن تغطى الكفاية الحدية لرأس المال المستثمر معدل الفائدة الجاري على الأقل، ومنه نجد أن سعر الفائدة يحدد معدل الاستثمارات الجديدة، وهذا ما دعا (كينز، 1970) إلى أن يرى ضرورة تخفيض سعر الفائدة حتى يمكن زيادة الاستثمارات.¹

10 وجهة النظر الحديثة في أهمية سعر الفائدة على النقود

يري (روبنسون، 1967) إن "الاتجاه الحديث للنظرية العلمية يعلق أهمية قليلة على تأثير سعر الفائدة على العمالة والتوظيف"، "...معدل الفائدة حتى ولو كانت حركته في الاتجاه الصحيح، له تأثير ضعيف جداً على تنظيم مستوى الاستثمار"، "ومن وجهة النظر الحديثة يبدو أن أهمية معدل الفائدة مبالغ فيه كثيراً... وأن (ماركس، 1867) لم يكن مخطئاً كثيراً في إهماله له"، "... ففي منهج (كينز، 1970) يبدو معدل الفائدة كعقبة في سبيل التراكم ... وربما يبالغ (كينز، 1970) في السهولة التي يمكن للسلطات أن تنظم بها التعقيدات في معدلات الفائدة ... ومع ذلك فإنه من الواضح أنه كلما نجحت السلطات في خفض سعر الفائدة، كلما أمكن زيادة المخزون من رأس المال، وعلى ذلك فإن فكرة سعر الفائدة كعنصر ضروري لعرض رأس المال تكون قد انتزعت من أساسها".² "إن كل شرور البطالة ترجع إلى بعض العوائق التي تمنع سعر الفائدة من الانخفاض إلى الحد الذي يجعلنا نقادى هذه الشرور".³ "... ومع ذلك فإن معدل الفائدة كمنظم للنظام الاقتصادي يحتوي على عنصر هام من الحقيقة. والاهتمام الآن مع مشكلة عدم التوظيف، وتناقص الفقر في قلب الوفرة يظل كل المناقشات للتساؤلات الاقتصادية...".⁴

كما يري (ستيوارت، 1975) إنه "بالرغم من القبول الواسع لتطبيق نظرية (كينز، 1970) في التوظيف والعمالة، إلا أن حالة عدم التوظيف ما زالت قائمة في الوقت الحاضر..."، "والأكثر خطورة هو البطالة التي نتجت من تطبيقات هذه السياسة كما في بريطانيا... فقد تراوحت البطالة في خلال هذا القرن (العشرين) أو قبل الحرب الأخيرة (الحرب العالمية الثانية) من 2% أو 3% إلى 8%، 10%..."، "ويبدو أن العامل الذي يرفع الأسعار كان دفع الأجور والأرباح بمعدل أسرع من معدل الإنتاج"، "... لهذا فإن الحكومات بدأت تتقبل مع كثير من التردد سياسة للدخول تمنع الأرباح والأجور والدخول الأخرى من الاندفاع بسرعة أكبر من الإنتاج." "وبينما ركزت إحدى مدارس الفكر على تأثيرات معدل الفائدة ... يري البعض الآخر من

¹ Keynes, John Maynard, op. cit. p 352

² Joan Robinson, An Essay on Marxian Economics, op cit , p 70, 71.

³ Ibid, p 53.

⁴ Joan Robinson, Introduction to the Theory of Employment (London: MacMillan & co., Ltd., 1964).p 67

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

الاقتصاديين أنه ليس فقط انخفاض تكلفة الاقتراض هي التي تنشط الاستثمار الجديد، ولكن انخفاض أسعار كل شيء آخر، كالأجور وأسعار الخامات الأخرى... وإنه "في بداية حالات الرواج لا يكون هناك مشكلة في التمويل الذي يتم من المكتنزات العاطلة من النقد التي تراكمت خلال فترة الكساد، أو من الأرباح التي تكونت من الاستثمارات الجديدة، أو من الائتمان الذي تقدمه البنوك، لأن البنوك تعيش بصفة رئيسية على إقراض النقود بأسعار فائدة مريحة...".¹

ويري (بولدنج، 1948) أنه "من الضروري أن نناقش جانباً آخر للادخار كمفهوم يعبر عن تأجيل الاستهلاك، وهو مفهوم شائع في الفكر الاقتصادي يحمل معنى الخلط الصريح بين طبيعة كل من الاستهلاك والادخار... فالادخار هو العملية التي تتراكم بها السلع، بمعنى أن المخزون الكلي من السلع يزيد، ويحدث هذا فقط عن طريق الإنتاج أكثر من الاستهلاك"، كما أن "معدل الفائدة يعرف عادة بالنسبة بين الدخل الثابت المتكرر إلى مبلغ رأس المال الذي يشتري هذا الدخل... ولكن معدل الفائدة ليس الثمن، وليس نسبة التبادل، ولكنه معدل النمو...".²

كما يضيف (صبري، 1976) أن "الأمر المحير في الكساد الحالي (أواخر السبعينيات من القرن العشرين)، هو زيادة نسبة البطالة مع استمرار التضخم وارتفاع الأسعار مما جعل الحكومات تتخبط بين إجراءات مقاومة التضخم وإجراءات مقاومة الكساد. وظهر في لغة الاقتصاد مصطلح جديد يعبر عن الوضع الراهن هو "الكساد التضخمي"... و"تصل المديونية الخارجية لبعض الدول إلى أرقام فلكية، ويصبح عبء سداد أقساطها وفوائدها أكبر من طاقتها الانتاجية، وهو في جميع الأحوال يستوعب جزءاً هاماً من مواردها من العملات الأجنبية"، وعن أهمية الإنتاجية وخطورة الكسب بلا انتاج يري (صبري، 1976) أن "كل ما وصلت إليه الاستراتيجية التقليدية في التطبيق هو خلق أو دعم طبقة متعطشة للثراء من أقرب سبيل وفي أسرع وقت ولا تقبل أدنى مخاطرة بالإنتاج، وإنما تعيش على المضاربة والوساطة والاتجار بالنفوذ، ولا تقدم بحال على الاشتغال بالصناعة الحقة...".³

¹ Stewart, Michael, **Keynes and After** (2nd ed., London: Cox & Wyman ltd., 1975) pp 11-14, 42- 44

² Kenneth E. **Boulding**, **Economic Analysis**, op cit p 365,371

³ إسماعيل صبري عبد الله، نحو نظام اقتصادي عالمي جديد (القاهرة: الهيئة المصرية العامة للكتاب، 1976م)، ص 48 ، 77 ، 162

المبحث الثاني : هيكل رأس المال

يتطلب البحث ضرورة الاشارة الى هيكل رأس المال وهو ما نحاول ايجازه من خلال هذا المبحث بالتطرق

الى مفهوم هيكل رأس المال وأهم العوامل المؤثرة فيه ومصادر تشكيله

المطلب الأول : مفهوم هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه

نحاول أن نستعرض في هذا المطلب الى مفهوم هيكل رأس المال وأهم العوامل المؤثرة فيه

مفهوم هيكل رأس المال

يفرق العديد من الباحثين بين هيكل رأس المال و هيكل التمويل ، فهيكل التمويل هو عبارة عن "

تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، فهو يتكون من

جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية وقروض قصيرة وطويلة الأجل¹ "

أما هيكل رأس المال فيعرف بأنه " :خليط من مصادر مختلفة للتمويل الدائم الطويل الأجل للمؤسسة ، كحقوق

الملكية والقروض طويلة الأجل، الأرباح المحتجزة، وبطبيعته يحدد العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة من جهة

وعلاقتها بقوة وقيمة المؤسسة من جهة آخر² "

ويستخدم مصطلح هيكل رأس المال إذا تضمن مصادر تمويل من حق الملكية وقروض طويلة الأجل فقط.

وهذا ما أشار إليه (بريلي ، 2007) إذ عرف هيكل رأس المال بأنه مزيج من الدين طويل الأجل وحق

الملكية³ .

أما (روز ، 2008) فلم يميز بين هيكل رأس المال وهيكل التمويل وأعطى تعريفاً واحداً لهما هو المزيج من

الدين طويل الأجل وحق الملكية الذي تستخدمه الشركة لتمويل أعمالها وان هيكل رأس المال لا يكون ثابتاً

وانما يتغير بما يحقق تقليل المعدل الموزون لكلفة رأس المال.

وفي هذا التعريف أستثنى الكاتب الديون قصيرة الأجل من مصادر التمويل⁴ .

وعرف (النعيمي والتميمي) هيكل التمويل "على انه هيكل مصادر التمويل أو جانب المطلوبات وحق الملكية

في كشف الميزانية العمومية" وأشارا إلى تعاريف أخرى لهيكل التمويل ومنها أنه يمثل الأسلوب الذي يتم عن

طريقه تمويل موجودات الشركة ويتمثل في فقرات المطلوبات وحق الملكية في الميزانية العمومية ويتضمن

المديونية قصيرة الأجل (المطلوبات المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (لمطلوبات طويلة الأجل) ، وانهما

فرقا بين هيكل التمويل الذي تم تعريفه آنفا وبين هيكل رأس المال، الذي يراد منه التمويل طويل الأجل أو

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص 3

² حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية القاهرة، 2005، ص 50

³ Brealy & Marcus & Myers " **Fundamentals of corporate financial**" McGraw-Hill/Irwin, 2007 , p 6

⁴ Roos S &Westerfield " **Fundamentals of corporate financial** " McGraw-Hill Americas: New York, 2009, P 3

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

الدائم وهي القروض طويلة الأجل (الأسهم الممتازة إن وجدت) وحقوق الملكية المكونة من الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة، والاستئجار المالي طويل الأجل.

ويعتبر الكاتبان أن هيكل التمويل يعكس السياسة المالية التي تتبعها الشركة في تحديد مزيج الأدوات المالية المستخدمة في تمويل الاحتياجات المالية¹

أما (تشاد وقيتمان ، 2012) فأشارا إلى هيكل رأس المال من خلال تأثير مقدار الرافعة في هيكل رأس المال على العائد والمخاطرة إذ عرفا هيكل رأس المال بأنه مزيج من الديون وحق الملكية الذي تحتفظ به الشركة، واعتبرا هيكل رأس المال احد المجالات لقرارات مالية المعقدة لارتباطها بقرارات مالية أخرى .

ومن خلال استعراضهما لأنواع رأس المال، أوضحا أن كل العناصر في الجانب الأيسر لكشف ميزانية الشركة ومن ضمنها المطلوبات المتداولة تكون مصادر لرأس المال وهذا تعريف لهيكل التمويل، وهنا أستخدم الكاتبان مصطلح هيكل رأس المال للتعبير عن إجمالي مصادر التمويل خلافا للمألوف من إطلاق مصطلح هيكل التمويل .

أما (بريقمان وارهات، 2011) فأوضحا أن الشركة ولغرض زيادة حجم مبيعاتها بحاجة إلى تمويل خارجي من الملكية والدين، لذلك يعرف الكاتبان هيكل رأس المال للشركة بأنه المزيج من الديون وحق الملكية.²

وقد أوضح كل من (بارامسيفن وسوبرمانين، 2009) معنى هيكل رأس المال بأنه مزيج من المصادر طويلة الأجل مثل الأسهم الممتازة، والسندات، والقروض طويلة الأجل، والأرباح المحتجزة. أي إن مصطلح هيكل رأس المال يشير إلى العلاقة بين مصادر التمويل طويلة الأجل، ويعد هيكل رأس المال المناسب قراراً مهماً للإدارة المالية لارتباطه بقيمة الشركة ويمثل التمويل الدائم للشركة الديون طويلة الأجل وحقوق المساهمين³.

وتطرق الباحثان إلى تعريف هيكل التمويل لتمييزه عن هيكل رأس المال إذ يبين هيكل التمويل نمط التمويل الإجمالي فهو يقىس إلى أي مدى تكون الأموال متوافرة لتمويل إجمالي الموجودات وبتعبير آخر:

هيكل التمويل = إجمالي مطلوبات هيكل التمويل = هيكل رأس المال + المطلوبات المتداولة.

العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال

هنالك عدة عوامل او محددات تؤثر على هيكل رأس المال منها⁴:

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشاد فؤاد التميمي، المرجع السابق، ص 349

² Brigham & Ehrhard , "Corporate finance" South-Western, a part of Cengage Learning 2011, P 600

³ Subramanian & Paramasivan " Financial Management " New Age international (P) Limited : New Delhi, 2009 , p 48

⁴ هند ضياء عبد الرسول ، أهمية هيكل رأس المال واثره على قرارات التمويل دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق

المالية (2006-2011)، جامعة القادسية، العراق، 2008، ص 9-11

1- حجم الشركة :- Firm Size

تأتي أهمية حجم الشركة من حيث الزيادة في حجمها أصبحت أكثر تنوعاً وأقل تذبذباً في العوائد السنوية ، مما يؤدي الى انخفاض مخاطر المالية المرتبطة بها ، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة المديونية في هيكل رأس مالها وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة المديونية مرتفعة في هيكلها رأسمالها أكثر من الشركات ذات الحجم الأقل.

2- هيكل الموجودات (الضمانات):- Tangibility (Asset Structure)

يشير (Rajan&Zingales, 1995) الى ان الشركة التي تمتلك موجودات يمكن تقديمها كضمان للمقرضين ويكون لديها الدافع لان تعتمد بدرجة كبيرة على الاموال المقرضة اي ان هنالك علاقة بين هيكل الموجودات والرافعة المالية، وأشار ، أيضاً، (الهندي، 1997) إلى أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الموجودات الثابتة بوصفها أكثر الموجودات ملائمة لتقديمها كضمان.

3- ربحية الشركة :- Firm Profitability

ان الهدف الاساسي لجميع الشركات ، والامر الضروري لبقائها واستمرارها ، غاية يتطلع اليها المستثمرون ، وتأتي أهمية هذا العنصر من ان ربحية الشركة تؤثر بشكل قوي في المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة ، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وزادت قدرتها على تحقيق الوفر الضريبي هذا من ناحية ومن ناحية اخرى فكلما زادت ربحية الشركة استطاعت تمويل انشطتها وتمويل التوسع من ارباحها وبالتالي قل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل . لذلك وبسبب ان الشركات التي تحقق ارباحاً كبيرة لديها القدرة الاكبر على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل افضل من الوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض اي ان الشركة ذات ربحية عالية من الموجودات تستطيع احتجاز جزء اكبر من ارباحها السنوية الصافية لتمويل احتياجاتها وبالتالي تقليل اعتمادها على نسبة المديونية.

4- عمر الشركة :- Firm Age

يرى العديد من الاقتصاديين الى ان العمر من بين اهم محددات هيكل رأس المال لأنه يساعد على رفع درجة استقرار الشركة وكذلك تحسين علاقتها مع الدائنين وتأتي أهمية عمر الشركة من انه يعتبر المقياس لسمعة الشركة كما يراه كثيرون من الباحثين حيث يعطي فكرة قدرة الشركة على الاستمرارية قبل منح القرض حيث ان المصارف تميل الى تقييم الصدارة الائتمانية من الشركات وبالتالي حيث ان الشركات الحديثة -الأقل عمراً- مقارنة بالشركات القديمة -الأكبر عمراً- تتميز بانخفاض تنوعها وقلة ارباحها وزيادة حاجتها لتمويل مشاريع التوسع والنمو وانخفاض سمعتها وبالتالي انخفاض قدرتها على الاقتراض. لكن جاء اعتقاد عكس ذلك حيث اشار الى وجود علاقة عكسية بين عمر الشركة ونسبة مديونيتها حيث ان الشركات التي تتراوح اعمارها من 10-20 سنة تكون لها نسبة استدانة اعلى من الشركات ذات العمر الاكبر.

5- الوفر الضريبي من غير القروض :- Non-Debt Tax Shield

تأتي أهمية الوفر الضريبي من غير قروض استنادا" الى دراسة خلصت الى وجود بدائل كثيرة للاستفادة من الوفر الضريبي من غير الاقتراض . وهذه الوسائل هي الاستهلاكيات ،التبرعات، الخسائر المدورة و مصاريف الابحاث والتطوير لذلك فإنه يمكن توقع علاقة عكسية بين نسبة الوفر الضريبي من غير القروض ونسبة المديونية في الشركات ذات نسبة الوفر الضريبي من غير القروض المرتفعة لان الشركة لم تعد مجبرة على اقتراض للاستفادة من الوفر الضريبي.

المطلب الثاني: مصادر تشكل هيكل رأس المال :

يتكون هيكل رأس المال من مصادر التمويل طويلة الأجل سواء كانت في شكل حنوق ملكية (أسهم عادية، أسهم ممتازة و أرباح محتجزة) و في شكل أموال مقترضة (قروض طويلة الاجل و سندات (والتي تستخدم في تمويل أنشطة الشركة العامة والانشطة الاستثمارية بشكل خاص من أجل تخنيق هدف الشركة الأساسي وهو تعظيم ثروة حملة الأسهم أي ان الشركة في حاجة الي الأموال لتمويل أنشطتها المختلفة؛ وتحصل على هذه الأموال من مصادر متعددة تتمثل عادة في :

أولا : الأسهم

تشكل الأسهم أحد أهم مصادر تشكيل هيكل رأس المال،

• تعريف الأسهم وخصائصها

لأسهم عدة تعاريف وخصائص يمكن إدراج أهمها فيما يلي:

لم يهتم المشرع الجزائري بوضع تعريف للسهم إلا في سنة 1993 ،حيث عرفته المادة 715 مكرر 40 من القانون التجاري "السهم هو سند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها كما يعرف السهم على أنه مستند ملكية في رأس مال الشركة، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق مع الاستفادة من الحقوق وتحمل المخاطر¹.

كما عرف بأنه عبارة عن صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي الأصول لشركة مساهمة أو توصية بالأسهم، وحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم².

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الأسهم عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، تمكن حاملها من الحصول على حصة من رأس مال الشركة المصدرة لها، إضافة إلى جزء من التوزيعات من الأرباح التي

¹ - الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2001، ص 8 .

² - محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص:

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

تحققها. هذه الأوراق تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الأوراق أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، كما تسمح هذه الورقة بالحصول على امتيازات مثل العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين.

ويتميز كل منهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، تمثل القيمة الاسمية القيمة التي يصدر بها السهم في عقد الإصدار، وتحسب بالصيغة التالية¹:

$$\text{القيمة الاسمية} = \frac{\text{رأس مال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

بينما تمثل القيمة الدفترية في حقوق الملكية، وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمون}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوم محاسبي، بينما الثانية تمثل مفهوم قانوني، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى العرض والطلب، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من الدفترية أو الاسمية، فان كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية².

كما أن للأسهم عدة خصائص تميزها عن الأوراق المالية الأخرى منها:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العادية هم أصحاب الشركة.
- الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح يتوقف على عدد الأسهم وحجم هذه الأرباح، وكذلك على اتخاذ القرار بتوزيعها.
- الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، إن أصحاب الأسهم يتمتعون بحق المشاركة في إدارة الشركة.
- أرباح السهم غير محددة مسبقا، وتعتمد على الموقف المالي للشركة³

¹- حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 25.

²- عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001، ص: 157.

³- ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدائها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص: 41.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

- تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.
- تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
- الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
- قابلية السهم للتداول وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
- الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.

• أنواع الأسهم

تتعدد الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة إلى عدة أنواع سواء من حيث الشكل أو من حيث الحقوق التي ستمتع بها أصحابها أو من حيث الإمتيازات التي تمنحها بعض الأنواع من الأسهم. وعليه يمكن تصنيف الأسهم إلى ما يلي:

- أسهم عادية؛
- أسهم ممتازة؛
- أسهم خاصة.

1- الأسهم العادية

هي مستند ملكية، وهي أسهم ليس لها أي امتياز أو أفضلية على الأنواع الأخرى من الأسهم، وتأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال.

ويمكن تصنيف الأسهم العادية إلى عدة أنواع، تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف، والتي منها ما يلي:

1-1 من حيث الشكل

وفقاً لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى ما يلي:

1-1-1 أسهم لحاملها: وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة¹.

¹ - طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 20.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

1-1-2 أسهم اسمية: هو سهم يحمل اسم صاحبه، وتنتقل ملكيته بالقيود في دفاتر الشركة.

1-1-3 أسهم لأمر: يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير، دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسهم كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم¹.

2-1 حسب الحصاة المدفوعة من قبل المساهم

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

1-2-1 الأسهم النقدية: هي أسهم تمثل حصص نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية.

2-2-1 الأسهم العينية: هي أسهم تمثل حصص عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجدات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

3-2-1 أسهم أو حصص التأسيس: هي أسهم تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما قدموه من جهد وخدمات نادرة لإتمام إنشاء الشركة، هي أسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية².

3-1 حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

1-3-1 الأسهم العادية: وهي النوع السائد والمألوف من الأسهم ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المنشأة.

1-3-2 أسهم التمتع:

هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركات تعويضا للمساهمين القدامى عند استهلاك أسهمها الأصلية ويكون منصوص على هذا المنح في القانون الأساسي للشركة حتى يبقى المساهم على صلة بالمؤسسة³

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 21.

² - نفس المرجع، ص: 22.

³ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطارات النظرية والتطبيقات العلمية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993، ص 411

وقد تم النص عليها في القانون التجاري حيث عرفها "أسهم التمتع هي أسهم التي تم تعويض مبلغها الاسمي إلى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إما من الفوائد أو الاحتياطات ويمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبق من المساهم عن حصته في تصفية الشركة في المستقبل"¹.

2- الأسهم الممتازة

هي ورقة مالية تمثل حق ملكية وأيضا حق مديونية، وباعتبارها ملكية فإنها تستحق أرباح مما تحققه منشأة الأعمال وتكون تلك الأرباح محددة بحدها الأدنى أو حدا الأعلى، وتدفع أولا لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية².

وللسهم الممتاز قيمة اسمية، دفترية و سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة³ وللأسهم الممتازة عدة أنواع منها:

2-1 الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح وغير مجمعة الأرباح: يقصد بالأسهم الممتازة مجمعة للأرباح بأنه إذا لم تكف أرباح الشركة لدفع النسبة المتفق عليها لحملة الأسهم الممتازة في سنة ما، لا يؤدي إلى سقوط حقهم في الحصول على نصيبهم من الأرباح وإنما تؤجل و تجمع مع المستحق في العام الموالي عندما تتوفر الأرباح، أما الأسهم الممتازة غير المجمعة للأرباح فإنها إذا لم تحصل على النسبة المتفق عليها من أرباح الشركة فلا يجوز المطالبة بالجزء المتبقي من الأرباح في السنوات التالية حتى عندما تتوفر الأرباح⁴.

2-2 الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح تتميز عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت المعدلات أكبر من الحد الأدنى المقدر، بينما تستحق الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية بمعدل ثابت بغض النظر عن مقدار الأرباح التي ستحققها المنشأة⁵.

2-3 الأسهم الممتازة القابلة للسداد: يطلق عليها أيضا.الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء، حيث تقوم الشركة بإصدارها وتحفظ بحقها في سداد قيمة هذه الأسهم لأصحابها بعد فترة زمنية معينة، عادة ما تكون لحملة هذه الأسهم نسبة عالية محددة من الأرباح، لذلك فبمجرد تحسن المركز المالي للشركة، تنتهز هذه

¹ - المادة 715 مكرر 45 من القانون التجاري الجزائري.

² - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 177.

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 23.

⁴ - محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 41.

⁵ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 177.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

الفرصة وتقوم بسداد هذه الأسهم لأصحابها، للتخلص من النسبة العالية من الأرباح التي تدفعها لحملة هذه الأسهم¹.

2-4 الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت: في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير أنه قد يحدث. أن يعطى حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطى لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتياز في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

2-5 الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: هي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقا للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 7.5%².

3- الأسهم الخاصة

وهي أسهم وشهادات. تصدرها شركة المساهمة بهدف. الحصول. على التمويل اللازم. وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعا ما عن الأسهم العادية والممتازة، ولأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها:

3-1 شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة³.

3-2 سندات المساهمة: تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار...، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فبينما نجد حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة- عند الاستحقاق- منقوصا من ذلك بعض المصاريف، نجد أن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وأن تاريخ الاستحقاق غير محدود، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد، جزء منها متغير والأخر ثابت وهي غير قابلة للتسديد⁴.

¹ - محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، 2002، ص: 43.

² - نفس المرجع، ص: 43-44.

³ - Yves Simon, *Encyclopédie des marchés financiers*, economica, Paris, 1997, P:3.

⁴ - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص: 82.

2-3-3- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم: هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلا، هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك¹.

ويقدم هذا النوع من المستندات مزايا للمصدر والمستثمر فبالنسبة للمصدر يمثل قرضا بشروط تفضيلية، ذلك أن معدل الفائدة على مثل هذه الأوراق المالية يكون أقل من المعدل السائد في السوق أما بالنسبة للمستثمر فإن هذا النوع من الأوراق المالية يتميز بميزة المضاربة.

ثانيا : السندات

تعد السندات من أحد مصادر تشكيل هيكل رأس المال سوف. نحاول التعرض الى تعريفها وتحديد أنواعها وأهم ميزاتها وعيوبها من خلال ما يلي:

• تعريف السندات

تعرف السندات بأنها عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أجل محدد وبسعر فائدة ثابت، وعلى المؤسسة أن تلتزم بدفع قيمته عند الاستحقاق بالإضافة إلى الفوائد السنوية، ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات كما يمكن بيعه قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق²

لا يعتبر حامل السند مالكا في المؤسسة ولا يحق له التدخل في شؤونها، مع أنه يحق له الحصول على مدفوعات الفائدة سواء حققت المؤسسة أرباحا أو لم تحقق وذلك إلى جانب التزامها بسداد أصل السندات³ وتحمل السندات تاريخ استحقاق محدد يجب على المؤسسة المصدرة أن تسددها خلاله.

• أنواع السندات

تقسم السندات وفقا لعدة معايير أهمها:

1- حسب الجهة المصدرة

يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:

1-1 السندات العامة: هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

1-2 السندات الخاصة: تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها⁴.

¹-Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002, P: 206.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص85 - 86

³ محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر، 1999، ص312-314

⁴ ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 33.

2- حسب ما تمتع به من ضمان

يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

1-2 السندات المضمونة: هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عن الوفاء بأصل الدين أو فائدته.

2-2 السندات غير المضمونة: هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين (مركزها المالي)¹.

3- حسب العائد

يمكن هنا التمييز بين:

1-3 السندات ذات العائد الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.

2-3 سندات ذات العائد المتغير: هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعاً لمؤشرات اقتصادية معينة.

4- حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى:

1-4 السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يجدد عند الإصدار.

2-4 السندات غير القابلة للتحويل: هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل².

5- حسب أجلها

يمكن التمييز في هذا الصدد بين:

1-5 السندات الدائمة: هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية للسند بل يبيعه في السوق المالية.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، 2001، ص: 231.

² - ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998، ص: 15.

الفصل الاول : الاطار النظري لتكلفة رأس المال

5-2 سندات ذات تاريخ استحقاق محدد: هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد. يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وفي هذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

6- حسب طريقة تداولها وتملكها

حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:

6-1- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كما يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كل من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيل جزئي أي تسجيل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تنزع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.

6-2- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها¹.

7- سندات ذات شرط الاستدعاء

يعطي هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء².

• مزايا وعيوب السندات:

مزايا السندات من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرتها³ :

-غالبا ما تكون تكلفة السندات أقل من تكلفة غيرها من أدوات الدين الأخرى.

-تحقق السندات ميزة تخفيف العبء الضريبي على المؤسسة، حيث تعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسة لأصحاب السندات جزءا من المصاريف التي تخصم من الأرباح قبل احتساب الضريبة، وبالتالي فهي تحقق وفورات ضريبية.

-تتيح للمؤسسة استخدام أموال الغير دون أن يكون لهم الحق في الاشتراك في ادارتها.

أما عيوب السندات فتتمثل في⁴ :

¹ - حفيظ عبد الحميد، مرجع سابق، 2004، ص: 07.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، 2001، ص: 232.

³ عدنان تايه ذياب النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 1، 2007، ص 175

⁴ علي محمد عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الاردن ، 2019، ص228

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

-تخصص المؤسسة سنويا مبال كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها، وبالتالي يتشكل عبئا عليها.

-تحذد التشريعات القانونية من الاستفاداة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبال التي يمكن اقتراضها بهذه الطريقة.

-بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس والتصفية.

ثالثا : الأرباح المحتجزة :

تعتبر الأرباح المحتجزة كذلك عنصر من عناصر تشكيل هيكل رأس المال نقدم في مايلي تعريفها واهم مزاياها وعيوبها

• تعريف الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت إلا أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم ، و ذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية ، وتعرف الأرباح المحتجزة بأنها عبارة عن الجزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المربحة ويتمثل في المتبقى من 2الأرباح العامة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة¹

• مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة:

من أبرز مزايا الأرباح المحتجزة ما يلي²

-تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة مع السندات والأسهم الممتازة.

-سهولة الحصول عليها فهي لا تحتاج إلى ضمانات كما في حالة التمويل بالسندات.

-كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

-التمويل بالأرباح المحتجزة لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين نظرا لعدم دخول مساهمين جدد.

وأما عيوب الأرباح المحتجزة فتتمثل هي³:

-يعتبر استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر أمر ليس بالجيد بالنسبة للمؤسسة.

-قد يتعذر على شركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر.

¹ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية 1986، ص 180

² عبد الحليم كراجه، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط2 2006 ، ص 94

³ علي محمد عباس، الإدارة المالية ، المرجع السابق، ص 282

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

-يتطلب أحيانا من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

رابعا : القروض طويلة الأجل

تعتبر القروض طويلة الأجل كذلك عنصر من عناصر تشكيل هيكل رأس المال نقدم في مايلي تعريفها واهم مزاياها وعيوبها

• تعريف القروض طويلة الأجل:

القروض طويلة الأجل هي إحدى المصادر الهامة لتمويل الفرص الاستثمارية، وهي تمثل الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية المحلية والدولية مثل البنوك وشركات التأمين ومختلف المؤسسات المالية 1، ويتم تحديد ميل القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض، وكذلك أسلوب إعادة المبل المقترض يكون في التاريخ المنفق عليه، وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي وإمكانية الطرفين، بالإضافة إلى الضمانات التي يطلبها المقرض مثل الحفاظ على درجة سيولة الأصول، نسبة المديونية، مكونات هيكل رأس المال، ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها¹

• مزايا وعيوب القروض طويلة الأجل:

لا تختلف مزايا وعيوب القروض طويلة الأجل عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة باعتبارها ناتج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض والمقترض، وتبعاً لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن المؤسسة من الحصول على احتياجاتها بسرعة، وتتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد مباشرة في حالة حدوث تغييرات في الظروف الاقتصادية التي تستدعي تغيير هذه الشروط، الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل²

خامسا : القروض المصرفية متوسطة الأجل:

تتمثل القروض المصرفية متوسطة الأجل في القروض التي تتراوح مدتها من سنة إلى 5 سنوات و في بعض الأحيان قد تصل إلى 7 سنوات، و يمنح بغرض تمويل العمليات الرأسمالية للمؤسسة مثل: شراء آلات جديدة للتوسع لوحدات جديدة³.

¹ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1 2006 ، ص 120

² مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1 2009 ، ص 467

³ محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999 ،ص429

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

أغلبية هذه القروض تكون مضمونة بأصول المؤسسة كما أنها تفتقرن بجملة من الشروط التي تحفظ للبنك حق استرجاع أمواله، كما انها تتشارك مع القروض طويلة الأجل في المزايا والعيوب.

سادسا : الاعتماد الإيجاري :

يعتبر الاعتماد الإيجارى أحد صيغ التمويل المتوسط الأجل وهو يشابه الاقتراض، حيث عرفه القانون الفرنسي عمليات الاعتماد الإيجاري " :بأنها عمليات إيجار وسائل تجهيز أو عتاد مشتريات بغرض هذا التأجير من طرف المؤسسات التي تصبح مالك لها، بحيث تمنح هذه العمليات مهما كانت صفتها للمستأجر إمكانية اقتناء كل أو جزء من الأصل المؤجر مقابل سعر مناسب¹.

• مزايا وعيوب الاعتماد الإيجارى :

كبقية صيغ التمويل سألفة الذكر فإن للإعتماد الإيجارى مزايا وعيوب² :

حيث تتمثل مزايا هذه الصيغة من التمويل في :

- 1- يحافظ الإعتماد المستندي على طاقة الاستدانة للمؤسسة.
- 2- يبقى الأصل في حوزة المؤسسة طيلة مدة العقد، دون إدراجه في ميزانية المؤسسة مما يحسن من صورة المؤسسة أمام دائنيها ويعزز من فرص الاستدانة لديها
- 3-التغطية الكلية لقيمة الأصل على عكس القروض يغطي الاعتماد الإيجاري % 100 من تكلفة الاستثمار الشيء الذي يتيح للمؤسسة الاحتفاظ بسيولتها (التمويل الذاتي) لتمويل احتياجات أخرى.
- 4-لا يتحمل المستأجر خطر تقادم الأصل بل يحوله للمؤجر.
- 5- يسمح للمؤسسة بتحقيق ميزة جبائية إذ أن الأجر يسجل كتكلفة يخفض من الربح الخاضع للضريبة بشرط أن تكون مدة الإيجار تعادل مدة حياة الاستثمار (مدة الاهتلاك المحاسبي).
- 6- يتيح للمؤسسة تحقيق معدلات نمو عالية مع الحفاظ على هدف الاستقلالية المالية.
- 7- يعتبر وسيلة لتمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تتميز بضعف القدرة على الاستدانة.

أما عيوب هذه الصيغة من التمويل تتمثل في :

- 1- هي طريقة لتمويل مكلفة مقارنة بالاقتراض و خاصة بالنسبة للإستثمارات الصغيرة.
- 2- أن الأصل الممول لا يمكن تقديمه كضمان.

¹ Pierre Conso, Farouk Hémici; Gestion financière de l'entreprise, 10^{ème} édition, 2002, P 487

² Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, éditions management, Paris 1997, 2^{ème} éd; P 199

المبحث الثالث : تكلفة رأس المال :

نحاول من خلال هذا المبحث التعرف على تكلفة رأس المال وبيان أهميتها وأهم النظريات المفسرة لها

المطلب الأول : مفهوم وأهمية تكلفة رأس المال :

• تعريف تكلفة رأس المال

تعددت صيغ تعريف تكلفة رأس المال وسوف نحاول تلخيص بعضها في ما يلي :

"تكلفة رأس المال هي تكلفة الموارد المستخدمة من طرف المؤسسة في تمويل احتياجاتها التمويلية"¹
تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير ، فتحقيق عائد يقل عن تكلفة الأموال يضر بالمنظمة والمساهمين اما الزيادة في العائد وهي المرغوبة فتؤدي إلى تحسين الوضع المالي لأصحابها مع ارتفاع القيمة السوقية لأسهم المشروع.²

"تكلفة رأس المال هي الأعباء المالية التي تتحملها المنشأة على عاتقها من أجل تغطية احتياجاتها المالية"³.
"تكلفة رأس المال هي كلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته، وتأتي أهمية دراسة كلفة رأس المال من طبيعة الموارد المالية التي تتصف بالندرة وارتفاع أهميتها النسبية في تكاليف المشروع، وهذا يتطلب اختيار وتخصيص الموارد المتاحة بأسلوب امثل لتحقيق اهداف المشروع"⁴

• أهمية تكلفة رأس المال

تتجلى أهمية تكلفة رأس المال في كونها تستخدم للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية فالمؤسسة عندما عدة خيارات لتمويل استثماراتها فإنها تختار الخيار التمويلي الأقل تكلفة مع الموازنة بين عاملى العائد والمخاطرة⁵، كما أن تعظيم قيمة المؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يتطلب العمل على تخفيض التكاليف أن تكون تكلفة جميع العناصر المشكلة لرأس المال في حدودها الدنيا وهو ما يؤكد على أهمية التقدير الجيد لهذه التكلفة⁶

¹ Bellalah. M; **Finance moderne d'entreprise**, éd Economica, Paris 1998, p 202.

² إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، **الإدارة المالية المتقدمة**، جامعة السودان المفتوحة، ط1، 2001، ص 139

³ جمال اليوسف و فواز الحموي، **الإدارة المالية**، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2013، ص 193،

⁴ إسماعيل دريد ال شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن. 2011، ص 313

⁵ Gup, B.E; **Principles Of Financial Management**, N. Y. John Willey & Sons, Inc, 1983, P 167.

⁶ BRIGHAM E; **Financial Management**, Theory and Practices, the Drydem Press, 1989, p 549.

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

المطلب الثاني : النظريات المفسرة لهيكل وتكلفة رأس المال :

تشكيل وصياغة هيكل رأس المال يكتسي أهمية بالغة حيث أن الإعتماد على مصدر التمويل بالاستدانة او مصادر الأموال المملوكة وتحديد المزيج من كل منها لا يكون اعتباطيا وإنما تحكمه مجموعة من القواعد تعد من أخطر القرارات التي تواجه الإدارة المالية للمؤسسة

إن موضوع صياغة هيكل رأس المال المناسب يؤثر بشكل مباشر على قيمة المؤسسة وعلى التكلفة المتوسطة المرجحة لعناصر المزيج التمويلي وهذا الموضوع لا يزال يشكل موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالإدارة المالية، حيث تعددت النظريات التي تفسر العلاقة بين هيكل رأس المال والمزيج التمويلي من أموال مقترضة ومملوكة وتأثير ذلك في قيمة المؤسسة

ولهذا سوف نحاول التعرض لأهم هذه النظريات المفسرة لهيكل وتكلفة رأس المال والمتمثلة في :

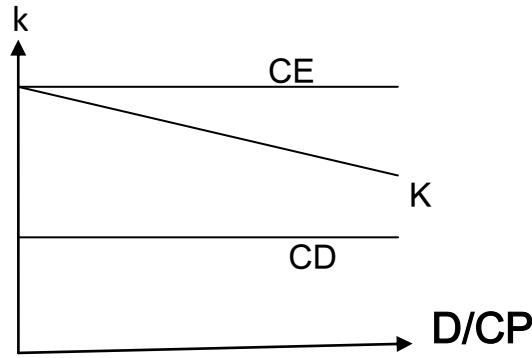
- مدخل صافي الربح
- مدخل صافي ربح العمليات
- المدخل التقليدي
- نظرية مودلياني وميلر لسنتي 1958-1963
- نظرية تكاليف الإفلاس
- نظرية تكاليف الوكالة
- نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف
- نظرية تسلسل مصادر التمويل أو نظرية الانتقال التدريجي
- نظرية الإشارة
- نظرية توقيت السوق

1- مدخل صافي الربح :

حسب نظرية صافي الربح فإن تكلفة الديون وتكلفة رأس المال لا تتغير بتغير نسبة الاستدانة مع فرضية أن تكلفة الإستدانة أقل من تكلفة الأموال الخاصة بسبب إمكانية التخفيض الجبائي للأعباء المالية الناجمة عن الإستدانة¹ ، والجدير بالملاحظة في هذا المدخل أن تكلفة رأس المال المرجحة بالأوزان (WACC) سوف تصل الى أدنى حد لها عندما تتعادل مع تكلفة الإقتراض، وعند هذا الحد تصل قيمة المؤسسة الى أقصى قيمة لها ولن يتحقق ذلك الا عندما تعتمد المؤسسة في تمويلها على أموال الإقتراض فقط ونتيجة لذلك يري أصحاب هذا المدخل أن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك يتضمن أموال اقتراض فقط²

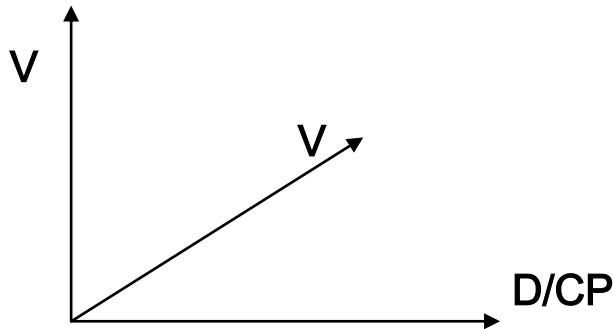
والشكلان التاليين يوضحان العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وقيمة المؤسسة وفق هذا المدخل :

التمثيل البياني رقم 1 : العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق مدخل صافي الربح



المصدر : منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998، ص 180

التمثيل البياني رقم 2 : العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق مدخل صافي الربح



المصدر : منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998، ص 180

¹ Elie Cohen, **gestion financière de l'entreprise et développement financier**, EDICEF, Economica, France, 1991, p 236

² محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، الإدارة المالية ، الدار الجامعية، الاسكندرية ، 2002 ، ص : 324

الفصل الاول : الاطار النظري لتكلفة رأس المال

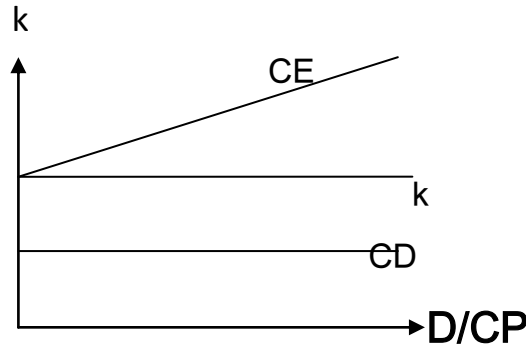
2- **مدخل صافي ربح العمليات** : يقوم هذا المدخل على مجموعة من الفرضيات تتمثل في ¹ :

-تحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات المتاحة وليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين اقتراض وملكية

-تحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة فإن تكلفة رأس المال لا تتغير أيضا

-الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة الملاك بعائد يتزايد مع تزايد المخاطر، ويفترض هذا المدخل كذلك أن تكلفة القروض تبقى ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض ، أما تكلفة حقوق الملكية متمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فهي ترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، بحيث أن زيادة تكلفة رأس المال بزيادة تكلفة حقوق الملكية الناجمة عن زيادة نسبة الاقتراض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة رأس المال نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض²

والشكلين التاليين يوضحان العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مع نسبة الدين وفق هذا المدخل التمثيل البياني رقم 3 : العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق مدخل صافي ربح العمليات

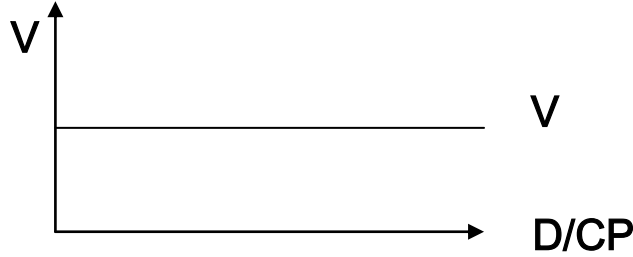


المصدر : منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998، ص 180.

¹ محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، الإدارة المالية ، المرجع السابق، ص : 326

² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998، ص 181

التمثيل البياني رقم 4 : العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق مدخل صافي ربح العمليات



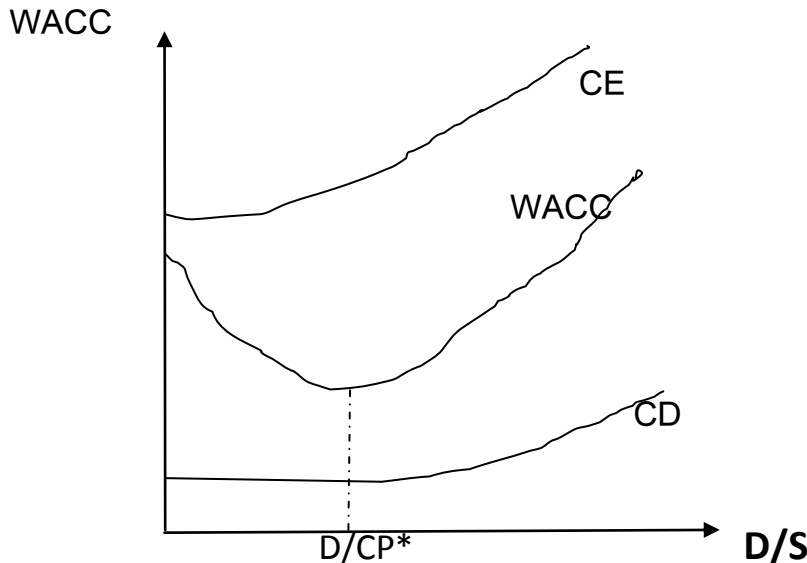
المصدر : منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998، ص 180.

3- المدخل التقليدي :

ويتشابه هذا المدخل مع مدخل صافي الربح الا أنه يختلف عنه بافتراضه أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة الى حد معين تتخفض فيه تكلفة رأس المال الى حدها الأدنى وتصل عنده قيمة المؤسسة الى حدها الأقصى، وبعد هذا الحد ترتفع تكلفة الاقتراض بارتفاع المخاطر المالية¹، ولهذا يري أصحاب هذا المدخل أن نسبة الاقتراض المثالية هي عند الحد الأدنى الذي تصل إليه تكلفة رأس المال ثم تبدأ بعد في الارتفاع بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض نتيجة زيادة المخاطر المالية

والشكلين التاليين يوضحان العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مع نسبة الدين وفق المدخل التقليدي

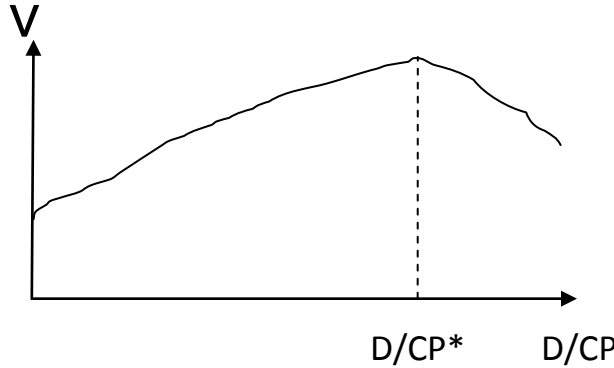
التمثيل البياني رقم 5 : العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق المدخل التقليدي



Source : Elie cohen، op cit، p 245

¹ منير عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2002، ص ص

التمثيل البياني رقم 6 : العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق المدخل التقليدي



Source : Robert Goffin, Principes De Finance Moderne 02e Edition, Gestion Economica, Paris 1999 P

254

4-نظرية مودلياني وميلر لسنتي 1958-1963:

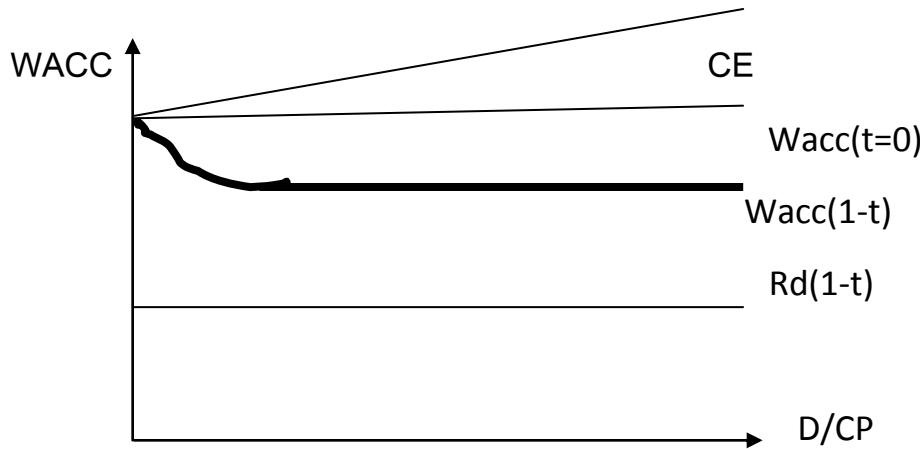
- ترتكز هذه النظرية على عدم أمثلية هيكل رأس المال، حيث اعتمدت مجموعة من الافتراضات تتمثل في¹:
- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية وبشكل ال يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية
 - إمكانية قيام الأفراد (المستثمرين) بالافتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل المؤسسات بها على القروض
 - إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانية
 - إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد، هذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف الشراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة
 - يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث تنتمي المؤسسات إلى شرائح خطر متجانسة إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق مودلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر.
- لقد بنى مودلياني وميلر نظريتهما على مفهوم المراجعة المتولدة من عمليات البيع والشراء لأصليين متماثلين يتداولان بسعرين مختلفين بدافع تحقيق الربح، حيث تؤدي عمليات الشراء الى ارتفاع سعر الأصل

¹ Pierre Vernimmen, Corporate Finance : Theory And Practice, Pascal Quiry, Maurizio Dallocchio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, Page 660.

الفصل الاول : الاطار النظري لتكلفة رأس المال

ذي السعر الأقل في حين تؤدي عمليات البيع الى انخفاض سعر الأصل ذي السعر الأعلى ويستمر ذلك الى أن تنتهي فرصة تحقيق الربح وهي النقطة التي يتحقق عندها التوازن عندما يتساوى سعر الأصلين¹ وفي سنة 1963 أدخل **مودلياني وميلر** عنصر الضريبة على دخل المؤسسة لنظريتهما ، حيث توصلوا الى أن قيمة المؤسسة المستدينة تساوي قيمة المؤسسة غير المستدينة مضافا اليها قيمة الوفرات الضريبية المتحققة نتيجة خصم أعباء الديون من الدخل قبل حساب الضريبة² وعلى خلاف النظرية الاولى (1958) التي تقر بعدم وجود هيكل أمثل لرأس المال فإن النظرية الثانية لسنة 1963 توصلت الى امكانية وجود هيكل أمثل لرأس المال يتمثل في مستوى الدين المتزايد بالمؤسسة حتى ولو كان يمثل 100% من الهيكل المالي³ والشكلين التاليين يوضحان العلاقة بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مع نسبة الدين وفق نظريتي مودلياني وميلر (1958-1963)

التمثيل البياني رقم 7 : العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الدين وفق نظريتي مودلياني وميلر (1958-1963)



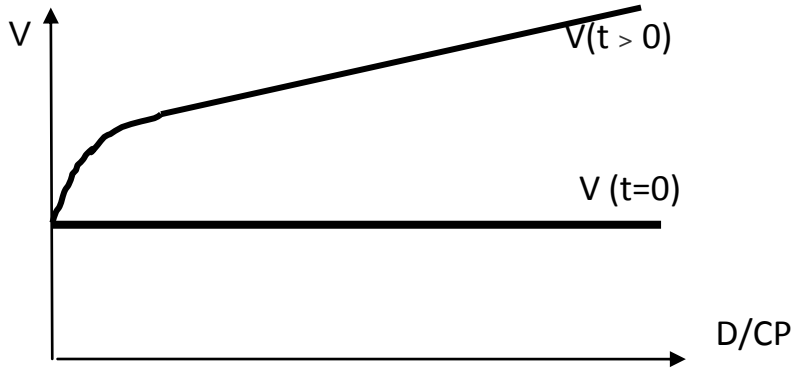
Source : Tesi di lauruea, 2010, op cit , p 15

¹ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2019، ص 243

² Tesi di lauruea, Evaluating theories of capital structure in different financial systems : an empirical analysis, venezia , 2012, pp 12-13

³ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص 243

التمثيل البياني رقم 8 : العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الدين وفق نظريتي مودلياني وميلر (1958-1963)



Source : Tesi di lauruea, 2010, op cit , p 15

ويشار الى أن مودلياني وميلر رغم أنهما أدخلتا عنصر الضرائب على الأرباح في النظرية الثانية الى أنهما أغفلا عنصر الضرائب على دخول الأفراد، غير أن ميلر قدم نموذجا مطورا عمل فيه على دراسة آثار الرفع المالي بوجود الضرائب على أرباح المؤسسات وكذا الضرائب على دخول الأفراد (أصحاب الأسهم والسندات)¹.

وتفرض ضريبة على دخول أصحاب الأسهم فيما يخص الجزء الموزع فقط من الربح وهو ما يجعل معدل الضريبة الفعلي على دخل الأسهم أقل من معدل الضريبة على دخل السندات، ونخلص من ذلك أن إدخال الضرائب على الأفراد إلى النموذج يؤدي إلى تقليل مزايا الدين ولكنه لا يلغيها كليا، لهذا يمكن القول بأنه إذا كان معدل الضريبة على دخل الأسهم أقل من معدل الضريبة على دخل السندات فإن القيمة الإضافية الناتجة عن استخدام الدين تكون أقل في نموذج ميلر عنها في نموذج مودلياني وميلر في ظل وجود ضرائب على المؤسسات فقط².

5-نظرية تكاليف الإفلاس : تقوم هذه النظرية على الرد على نظرية مودلياني وميلر (1958) التي تفترض ان سوق رأس المال مثالي بمعنى أن جميع أصول المؤسسة يمكن بيعها بقيمتها الاقتصادية دون تكبد أى مصاريف تصفية لكن في الواقع هذا غير صحيح بسبب التكاليف المباشرة وغير المباشرة للإفلاس، وتتمثل التكاليف المباشرة في تكاليف دفع أتعاب المحامين والمصاريف المحاسبية والإدارية وفقدان القرض الضريبي³

¹ أجين برغام، ترجمة محمود فتوح، عمر عبد الكريم، الإدارة المالية، القرارات التمويلية الإستراتيجية، ط1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا. 2010، ص ص 586، 588 بتصرف

² مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، المرجع السابق، ص ص: 246، 247 بتصرف

³ القرض الضريبي : يمثل القرض الضريبي حق قابل للتحميل على ضريبة أخرى، فهو عبارة عن " إمتياز ضريبي يتعلق بفئة من المكلفين الذين يتمتعون بشروط خاصة ويتمثل في تخفيض مبلغ الضريبة المدفوع أخذا بعين الاعتبار القواعد الضريبية السارية المفعول،

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في فارق بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الإقتصادية وضياع فرص الإستثمار ونقص المبيعات بسبب التخفيض القسري في حجم العمليات وعدم اليقين من طرف الزبائن والموردين والموظفين في التعامل مع المؤسسة. وبالتالي تصبح تكاليف الإفلاس كبيرة إلى الحد الذى يجعل المقرضون ينقلون تكاليف الإفلاس إلى المؤسسة في شكل تكلفة أعلى للديون ، وهو ما يوجب على حملة الأسهم تحمل عبء تكاليف الإفلاس والعواقب المترتبة على انخفاض قيمة المؤسسة، وهو ما يجعل المؤسسة المثقلة بالديون لديها احتمال كبير لإفلاسها مقارنة بمؤسسة لديها مستوى منخفض من الديون، وعلى الرغم من أن التكاليف المباشرة للإفلاس تبدو صغيرة مقارنة بالقيم السوقية للمؤسسات الى أن التكاليف غير المباشرة يمكن أن تكون كبيرة¹

6-نظرية تكاليف الوكالة : طورت هذه النظرية من قبل:

George Akerlof [1970] ، Stephen Ross [1973]، Michael Jensen ، William Meckling [1976] and mayers (1984)

ونقترح أن فصل الملكية عن الإدارة في المؤسسات الحديثة يمكن أن يؤدي الى تضارب المصالح سواء بين الدائنين والمؤسسة أو بين المدراء والملاك(المساهمين) ، وهذا ما قد يضع كلا الطرفين في مواقف متعارضة ، فالوكلاء لا يمكنهم الحصول على كل ما يطلبون في إطار تنفيذ مسؤولياتهم المهنية وخبراتهم في إدارة شؤون المؤسسة، وقد يحاولون تحقيق أكبر قدر ممكن من المنافع والامتيازات الشخصية وهو يدخل ضمن تكاليف عدم الكفاءة، وللحد من هذا التعارض بين الطرفين، يتم تقرير حوافز مناسبة للمدراء مثل خيارات شراء الأسهم أو عن طريق استحداث مكافئة القيمة الإقتصادية المضافة أو اعتماد حزمة تعويض للإدارة على أداء سعر السهم في المؤسسة².

كما قد تحدث صراعات وتعارض بين المساهمين والدائنين، فلمواجهة مخاطر الفشل أو العسر يلجأ المقرضون لحماية أنفسهم من خلال فرض بعض القيود على مستوى توزيعات الأرباح المدفوعة للمساهمين ومستوى المديونية في المؤسسة وعدم التنازل عن الأصول الرئيسية ، وهذه القيود يمكن أن تضعف من أداء المؤسسة كما أن الرقابة على تنفيذها يستوجب تكاليف ، بحيث يلجأ الدائنين الى نقل هذه التكاليف الى

فيعمل القرض الضريبي على التخفيض من قيمة الضريبة المستحقة بحيث لا يمس قيمة المادة الخاضعة للضريبة ولكنه يؤدي إلى تحقيق وفر ضريبي لا يتغير تبعاً لسلم الاقتطاع الضريبي

¹ Rajib datta et al, **Reassess of capital structure theories**, international journal of research in computer application & management, volume N°. 3, issue N° 10, 2013, p 03

² Rajib datta et al, op cit, 2013, p 03

المؤسسات، هذه التكاليف تضاف اليها تكاليف عدم الكفاءة الناتجة عن التعارض بين مصالح الملاك والمديرين لتشكل تكاليف الوكالة¹.

7-نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف

وفق هذه النظرية فإن أي زيادة في مستوى الدين تسبب زيادة في الإفلاس، مشكلات مالية، وتكاليف الوكالة . وبالتالي تنخفض قيمة الشركة .ولذلك من الممكن تحديد هيكل أمثل لرأس المال من خلال الموازنة بين المنافع الضريبية وتكاليف الإفلاس والأزمات المالية، ومن أجل تحقيق هذه الموازنة يجب البحث على المستوى من الدين الذي عنده يكون من الممكن تعويض التكاليف المالية بالمنافع الضريبية للدين الإضافي² إن نظرية المبادلة تتوقع نسبة من الدين مستهدفة تختلف من شركة إلى أخرى، الشركات الآمنة التي لها موجودات ملموسة ولها وفورات ضريبية لها نسب مستهدفة عالية إلى حد معين، أما الشركات التي تتعرض للمخاطرة، وموجوداتها غير ملموسة يكون تمويلها الأولي من حق الملكية، أي أن هذه النظرية تتبنى نسباً من الدين معتدلة وعقلانية، ولكن كانت الحقائق معاكسة لتوقعات هذه النظرية، فهناك الكثير من الشركات الربحية تفضل الدين القليل، ولكن حسب توقعات نظرية المبادلة بوصفها شركات لها أرباح عالية يعني طاقتها الإقتراضية عالية، لها وفورات ضريبية كبيرة فيجب أن تكون نسب الدين عالية³ .

8-نظرية تسلسل مصادر التمويل أو نظرية الالتقاط التدريجي

تُعد هذه النظرية بديلة لنظرية المبادلة، وفيها يفترض (Majluf & Myers) ،1984 أن المعلومات غير متشابهة لدى المستثمرين، وعموماً المستثمر له معلومات أقل من المديرين داخل الشركة، لهذا أساس هذه النظرية هو المحتوى الإعلامي أو ما يسمى بعدم تباين المعلومات أي أن لمديري الشركة معلومات عن مستقبل الشركة ونشاطها أكثر من المستثمرين لنفرض أن المدير يحتاج إلى التمويل بسبب وجود فرص استثمارية مربحة ، ويطلب المديرون من المستثمرين الإسهام في تمويل الشركات المربحة، ولكن يحصل شك من قبل المستثمرين في تحقيق الأرباح، وليس لهم وسيلة للتحقق من صحة أدعاء المديرين، إذا حاول المديرون بيع الأسهم لتمويل الاستثمارات، يدفع المستثمر الأسعار التي تعكس المعلومات المتاحة لهم، وهذا يعني أن المدير يبيع بسعر منخفض لأن المستثمرون لن يقبلوا الا إذا دفعوا سعرا منخفضاً (يعكس التباين بينهم وبين المديرين في المعلومات)⁴

¹ Rajib datta et al, op cit, 2013, p 03

² Karadeniz E & Serkan Y. K & Omer I & Yildirim B. O " Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies " Journal: International Journal of Economics and Financial Issues Provider: DOAJ Publisher: EconJournal Vol:1 Issue: 1, 2011 Pages: 3

³ Brealy & Marcus & Myers " Fundamentals of corporate financial" op cit, P : 414

⁴ Gitman L & Chad J "Managerial Finance" Manufactured in the United States of America, 2012, P 533

الفصل الاول : الاطار النظرى لتكلفة رأس المال

ولهذا قد يقرر المديرون رفض الاستثمارات التي تحقق قيمة حالية موجبة ليتجنبوا بيع أسهم الملكية بأسعار منخفضة، الحل الوحيد لهذه المشكلة وللحفاظ على تمويل الاستثمارات يلجأ المديرون إلى مصادر التمويل الأخرى وحسب أوليات مصادر التمويل التي حددها وهي كالاتي¹:

1. التمويل الداخلي يكون على قمة القائمة في الأفضلية.
2. لأن العوائد وفرص الاستثمار تختلف من سنة إلى أخرى يمكن للشركات سحب أرصدها النقدية.
3. إذا كان هذا لا يكفي وأصبح التمويل الخارجي ضرورياً فأنها تصدر السندات الخالية من المخاطرة.
4. عندما لا تستطيع الشركة اللجوء إلى القروض التقليدية تصدر الأوراق المالية وتبدأ من النوع الأقل مخاطرة وتنتقل تدريجياً إلى الأكثر مخاطرة.
5. وأخيراً عندما يفشل كل شيء فإن الشركة تصدر أسهم الملكية

وتوضح نظرية تسلسل مصادر التمويل لماذا الشركات المريحة يكون اقتراضها قليلاً ، لا بسبب وجود نسب دين مستهدفة ولكن بسبب عدم حاجة هذه الشركات إلى التمويل الخارجي . والشركات ذات الأرباح القليلة تصدر السندات لأنها لا تملك تمويلاً داخلياً كافياً للاستثمارات ولأن التمويل بالدين يكون الأول عند اختيار التمويل الخارجي².

9-نظرية الإشارة : تؤكد هذه النظرية أنه نظراً لعدم وجود تناظر في المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين بشأن القيمة الحالية للمؤسسة، وبالنظر إلى أن الخطر المرتبط بعائد المؤسسة غير المعروف لدى المستثمرين فهذا يجعلهم مجبرون على الاعتماد على اشارات تدعى الاشارات الصاخبة (noisy signaux) مثل مستوى الرفع المالي من أجل تحديد مخاطر استثمارتهم³ تبدأ نظرية الإشارة من افتراض أن الأسواق نادراً ما تكون متوازنة، والحصول على البيانات له كلفة محددة، بحيث أن المديرين يمكنهم الوصول إلى المعلومات التي لا يمكن للمستثمرين الوصول إليها، وهذا ما يجعل المديرين في موقف أفضل لقابليتهم على توقع التدفقات المستقبلية⁴.

ومن هنا يلجأ المديرين الى ارسال إشارات عن حالة المؤسسة من خلال القرارات المالية المتخذة، فمثلاً إذا أعلنت المؤسسة عن تغيير في النفقات الرأسمالية أو البحث والتطوير فسوف يستخلص المستثمرين بعض

¹ Pierre, Vernimmen, "**Corporate Financial Theory and Practice**" , John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom. 2011, P 659

² Brealy & Allen & Myers "**principles of corporate financial**" McGraw- Hill, New York/ Irwin, 2006, P 493

³ Rajib datta et al, op cit, 2013, p 04

⁴ Mirela V & Duicu S "**overview of the company's financial structure**" Journal: Lex et Scientia Vol: 19 Issue: 1 Provider: DOAJ Publisher: LexEtScientia, 2012, P 184

الدلالات من هذا الاعلان حول ربحية الفرص الاستثمارية للمؤسسة وتعديل سعر السهم وبالمثل فإن السوق قد يتلقي في بعض الأحيان إعلاناً عن إصدار الأسهم كإشارة إلى أن المؤسسة مقيمة بأكثر من قيمتها وقد يؤدي ذلك إلى انخفاض السعر نظراً لأن المؤسسة سينظر إليها على أنها تنطوي على مخاطر كبيرة للاستثمار فيها، ونتيجة لذلك اقترح Ross أن المؤسسات التي تعتقد بأن أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها قد تختار الإشارة إلى إصدار المزيد من السندات عوضاً عن الأسهم لتسهم في رفع قيمة أسهمها، واستجابة لذلك يمكن للمؤسسات المقيمة في السوق بأكثر من قيمتها أن تلجأ إلى التلاعب في المعلومات عن طريق إصدار المزيد من السندات من أجل الحفاظ أو زيادة مستوى قيمتها في السوق، وعليه فإنه يمكن للمؤسسة أن تغير موقف المستثمرين الخارجيين والسوق عموماً من خلال إشارات لا لبس فيها عن طريق التلاعب في قرارات التمويل كقرار إصدار الأسهم أو قرار إصدار السندات ، ويمكن الحد من هذا التلاعب في المعلومات إذا تم إقرار عقوبات ضد الإبلاغ عن المعلومات الكاذبة¹.

10- نظرية توقيت السوق

تعتمد نظرية توقيت السوق التي وضعها (Baker & Wurgler) عام 2002 على فكرة أن الشركات ممكن أن تصل إلى هيكل رأس المال المناسب بعد توقيت النشاطات في الأسواق النقدية والرأسمالية، بافتراض أن الشركات تلجأ إلى اتخاذ قرار الإقتراض أو إصدار الأسهم فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة لذلك. وبناءً على هذه النظرية، يصدر المديرون التنفيذيون للشركة الأسهم بالاعتماد على الوقت الذي تكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة. وتختار الشركات وقت إصدار أسهمها الجديدة عندما يكون سعر السهم مبالغاً فيه أو أكثر من قيمته الحقيقية، وإعادة شراء الأسهم عندما تكون قيمتها أقل من القيمة الحقيقية، وبناءً على هذه النظرية فإنه إذا كانت الأسهم مقيمة بأقل من قيمتها فيكون من الأفضل للشركة الإقتراض وإذا كانت قيمة السهم أكثر من قيمته عند الاكتتاب فهنا ينبغي على الشركة إصدار الأسهم².

¹ (بتصرف) Rajib datta et al, op cit, 2013, p 05

² عاذلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 37، المجلد 10، 2014، ص 95، بتصرف

خلاصة الفصل

حضي مفهوم رأس المال بجدل واسع بين الاقتصاديين خصوصا في الثلاث قرون الاخيرة حيث تعددت التعريفات والتأويلات لرأس المال فمن الاقتصاديين من يرى فيه أنه مخزون للثروة وهو أكثر مفاهيم رأس المال اتساعاً، بمعنى اجمالى كمية السلع والخدمات ذات القيمة التبادلية المنتجة في مجتمع ما، ومنهم من يعبر عن رأس المال كعامل من عوامل الإنتاج وهو كل الأصول التي تساعد في العمليات الإنتاجية وترفع كفاءتها، وتتكون نتيجة عمل ماضي تجسد في شكل أدوات إنتاج وآخرون ينظرون الى رأس المال كأداة تمويل أو بمنظور النقد أو كل ما يتاح من أموال للاستثمار في المشروع

كما أن مفهوم تكلفة رأس المال هو كذلك محل جدل من الناحية النظرية، فلم تظهر له صفة واضحة في التطبيق العملي حيث يستدل بهذه التكلفة على أساس أنها كل ما يدفع لرأس المال من فوائد للمقرضين وأرباح للمساهمين ، بحيث لا تزال الرؤى والنظريات متعددة فيما يتعلق بتفسير العلاقة بين تكلفة رأس المال والمزيج التمويلي من أموال مقترضة ومملوكة وتأثير ذلك في قيمة المؤسسة.

توطئة الفصل

يعتبر التقييم الحقيقي للأداء المالي ومعرفة الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة مطلباً أساسياً سواء للملاك أو لمختلف المتعاملين وأصحاب المصالح ، وبسبب قصور المقاييس التقليدية التي كانت تركز في الأساس على مدخل الربح المحاسبي في تلبية هذا المطلب لمختلف الأطراف ، تعزز التوجه نحو أدوات ومقاييس جديدة لتقييم الأداء تركز على مفهوم آخر يتمثل في الربح الإقتصادي فعلى عكس مفهوم الربح المحاسبي الذي يأخذ في الحسبان صافي الربح بعد خصم تكلفة الأموال المقترضة فقط (الفوائد)، فإن الربح الإقتصادي يأخذ بعين الاعتبار إجمالي تكلفة الحصول على الأموال المملوكة والمقترضة، ففي البداية كان يعبر عن الربح الإقتصادي بمفهوم الدخل المتبقي أي ما يتبقي من الدخل بعد خصم تكلفة الأموال المملوكة والمقترضة ، إلا أن هذا المفهوم كذلك تعرض للانتقاد لعدم اضاءه أي قيمة تفضيلية عن المقاييس التقليدية ولهذا قام الباحثين الإمبريكيين ستيرن وستيورات بتطوير هذا المفهوم ليتوصلوا الى مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة.

فالقيمة الاقتصادية المضافة EVA ما هي الا امتداد لمقياس الربح الإقتصادي أو الدخل المتبقي RI، الا أن مؤشر الدخل المتبقي RI لا يأخذ في الاعتبار التسويات أو التعديلات المحاسبية لكل من الدخل التشغيلي ورأس المال المستثمر ، بينما مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتطلب حسابه إجراء هذه التسويات ليعكس الأداء الإقتصادي الحقيقي للمنشأة.

ومن هنا سوف نحاول في هذا الفصل التعرض للإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة من خلال ثلاث مباحث نتعرض في المبحث الأول لمفهوم إنشاء القيمة ونخصص المبحث الثاني للإطار المفاهيمي والنقدي للقيمة الاقتصادية المضافة ، أما المبحث الثالث فنتعرض فيه لمتطلبات وطريقة قياس القيمة الاقتصادية المضافة.

المبحث الأول : مفاهيم نظرية حول القيمة

تبرز القيمة في الوقت الحالي كمفهوم شامل في علوم التسيير، حيث يتم إستخدامها في العديد من المستويات "عمليات الشراء و البيع التي تقوم بها المؤسسة، و في تقييم الشركات المدرجة في البورصة، و كذا تحديد محفزات القيمة الى غير ذلك

المطلب الأول : مفهوم القيمة :

يختلف تعريف القيمة ومدلولها حسب استخدام المصطلح والغاية منه ولهذا نشير الى بعض التصنيفات للقيمة حسب الاستخدام :

أ. القيمة الإستعمالية و القيمة التبادلية : سميت بالقيمة الإستعمالية لأنها تقتصر على مدى إستعمالها، و هذا راجع للجهة المستخدمة لها التي تقوم بإعطاء الشيء المستعمل لها قيمة ما، فهي تمثل بذلك منفعة الشيء في حد ذاته، أي أنها غير مرتبطة بكيانه التشغيلي، كما ان عملية تقييمها غير ثابت و تمتاز بتغير مستمر إما بمقادير صغيرة أو كبيرة عند إعادة التقييم، مما يصعب تحديد القيمة الإستعمالية لأية سلعة

أما القيمة التبادلية فهي قدرة الشيء على شراء سلع أخرى، أي أنها مرتبطة بالشيء المملوك، حيث تملك الثبات النسبي والعمومية الأكبر بين الأفراد، أوضح مثال للسلع التبادلية العالية الثبات هي النقود¹. ويعود تقسيم هذا النوع للقيمة الإستعمالية و التبادلية لأدم سميث من خلال نظرية العمل التي قدمها في كتابه الشهير "ثروة الأمم 1776

ب. قيمة الزبون: تعتمد القيمة في هذه الحالة على التصميم و الصورة التي ينبغي على الزبون أن يراها في المنتج (السلعة، الخدمة)، التي تركز بدورها على مفهوم الجودة و التي تلبي إحتياجاته الخاصة، دون أن يقتصر ذلك على الخصائص الجوهرية للمنتج فقط، بل يتعدى ذلك إلى تقديم خدمات ما بعد البيع، السعر، المرونة²

¹ G Hirigoyen , J Caby : "Histoire de la Valeur en Finance d'entreprise", Revue Finance-gestion, paris, 1998. p03

² Florence Noguera, Djamel Khouatra : "Gestion des ressources humaines et la création de valeur organisationnelle , Concepts et Outils de mesure", La revue de la gestion des ressources humaines, N°53, Edition ESKA, paris , juillet , Aout , septembre, 2004, p 497

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ج. القيمة الإستراتيجية و القيمة التنافسية: القيمة التنافسية تمتاز بعلاقة المؤسسة مع المحيط، و تنشأ القيمة في هذه الحالة من خلال إختيار و تركيب الأنشطة بهدف إيجاد ميزة تنافسية و هذا حسب ما وضحه كل من (Teller & Hoarau)، بالإضافة إلى إسهامات كل من رواد الإدارة الإستراتيجية... Ansoff -Porter- Nakamura-Shrivasta-etc

في حين إقترح بورتر سنة 1986 إستخدام مفهوم سلسلة القيمة أو سلسلة النشاطات للحصول على ميزة تنافسية حسب الأنشطة الأساسية (النقل و الإمداد الداخلي، الإنتاجية و الخدمات اللوجستية الصادرة، عمليات التسوق والبيع، الخدمات) و أنشطة الدعم (البنية التحتية، و إدارة و الموارد البشرية، و تطوير التكنولوجيا والمشتريات)، تستهلك موارد من أجل التوصل إلى أقصى هامش ربح¹

د. القيمة الدفترية: هي مفهوم محاسبي فقط و ليس تقييم إقتصادي، و تعبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية للأصل المعني ناقص جميع الاهتلاكات، و بالنسبة للشركات المساهمة فهي تمثل في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الاسهم العادية و ذلك بعد خصم جميع الإلتزامات و القيم المقابلة للأسهم الممتازة. ه. القيمة الاستثمارية: هي عبارة عن حاصل إجمالي التدفقات المستقبلية لأصل ما، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الإستثمار يعبر عن قيمته، مع الأخذ بعين الإعتبار لعاملين هما:

• القيمة الإضافية التي يمكن ان تتحقق خلال السنوات اللاحقة

• حجم المخاطر و تقلبات اسعار الاصول و اثر التضخم و الظروف العامة².

و. القيمة التنظيمية: حسب العديد من الكتاب تم ربط القيمة التنظيمية بمعالجة المشاكل المتعلقة بالهيكل الداخلي للمؤسسة و العلاقات بين مختلف الأطراف، و تكمن القدرة على إنشاء القيمة التنظيمية للمؤسسة في قدرتها على تقليص تكاليف النشاط، و عليه فإن القيمة تركز على التخصص التنظيمي أي القدرة على التسيير و التنظيم حسب نظرية "تكاليف المعاملة لكل من (Williamson,1973 1975), Coase)، ينبغي على المؤسسة أن تقلص كل من تكاليف التعامل و تكاليف التنظيم التي تمثل : تكاليف المرئية، لكن النوعية السيئة لتسيير المؤسسة يمكن أن تنتج تكاليف خفية"، تؤثر سلبا على القيمة التنظيمية، و بالتالي يمكن تقييم هذه النوعية عن طريق إحتساب التكاليف الخفية التي تكون موجودة لكن

¹ Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra. **La mesure de la creation de valeur organisationnelle** : le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine. Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, May 2002, France. pp.CD-Rom, 2002. .P05.

² بركة السعيد، مسعي سمير، "تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول بعنوان صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، مركز البحوث والدراسات الجزائرية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 20-22 ابريل، 2009، ص4-5

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

لا يكتشفها نظام المعلومات، كما يمثل الرأس المال البشري دوراً محورياً في إنشاء القيمة التنظيمية التي تشكل الرافعة لإيجاد القيمة التشاركية¹

ز. القيمة الاجتماعية و القيمة الاقتصادية: القيمة الاجتماعية بالمعنى الدقيق، يتم تعريفها، كرضا و نوعية ظروف العمل للموظفين، بحيث يمكن أن تشمل القيمة الاجتماعية بعداً خارجياً، و من ثم فهي تعود إلى مسألة المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة بمعنى الآثار الاجتماعية الخارجية لنشاطها، في حين تحدث بعض الكتاب فيما يخص هذه النقطة عن القيمة الاجتماعية بأنها التفاعل بين الشركة و بيئتها الخارجية أما القيمة الاقتصادية يمكن أن تفهم من خلال الربحية، ويعني وجود فائض إقتصادي أو هامش إقتصادي حصلت عليه من الفرق بين العائد و التكاليف، كما أن طرق قياس القيمة الموجودة في كل كتابات و أبحاث المفكرين في هذا المجال تعالج القيمة الاقتصادية أو المالية، في حين هذه الطرق لها أهمية متزايدة و تتداول أيضاً في أدبيات مالية المؤسسة وفي تطبيقات المؤسسات الكبيرة التي تتدرج ضمن سياق مالي أو هيمنة للقيمة المالية²

ط. القيمة الجوهرية: و هي تدرس مختلف العوامل الداخلية التي تنشأ قيمة تنظيمية للمؤسسة التي من شأنها تحسين العمليات بما يكفي لإرضاء الزبون و الرفع من القدرة على الإبداع و التعلم ليصبح مفهوم إيجاد القيمة حسب هذه المقاربة هو إختيار و تنسيق لأنشطة المختلفة بأسلوب يحقق الميزة التنافسية بالاعتماد على ما تملكه المؤسسة من موارد و هو ما تنص عليه نظرية الموارد بالإضافة الى القيمة التنافسية التي تقوم على علاقة المؤسسة بمحيطها³.

وقد ظهر مفهوم القيمة في منتصف التسعينات باعتباره مفهوماً استراتيجياً تم استخدامه في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل واسع كمعياراً لأداء الإدارة. ويقصد به تقدير قيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية، والعمل بهذا المعيار يعني وضع أصحاب الأموال أو المساهمين في مركز عمليات اتخاذ القرار ، أي أن جميع القرارات تتخذ من أجل تعظيم ثروة الملاك. وقد تزايدت أولوية الاهتمام بإيجاد قيمة لحملة الأسهم باعتبارهم هم من تحمّلوا المخاطرة ، فإذا تمكنت المنشأة من إنشاء القيمة لمساهميها فإن الأطراف الأخرى حتماً ستستفيد من ذلك ، حيث تتحقق مردودية من الأموال المستثمرة تفوق تكلفة مختلف مصادر التمويل. ومن هنا يتضح أن المنشأة التي تحقق ربحاً بالمفهوم المحاسبي ليست بالضرورة انها تمكنت من إنشاء القيمة ، رغم أن الربح المحاسبي يأخذ في الحسبان تكلفة الاقتراض في حساب النتيجة⁴.

¹ بركة السعيد، مسعي سمير ، المرجع السابق ، ص 6

² Florence Noguera, Djamel Khouatra :op cit, p 500

³ T.GUILLEMIN, M.TRABELSI, « **optimiser gestion et qualité pour créer de la valeur** », DUNOD, 2008, p 28.

⁴ محمد عبد الحميد مطاوع ، " دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة -دراسة نظرية تطبيقية -" ، مجلة آفاق جديدة ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية. 2009. ص.ص 211-212

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ويعرف مصطلح القيمة المحققة لحملة الأسهم بعملية زيادة فوائد حملة الأسهم ، ويعني هذا المصطلح قيمة المنشأة بالنسبة لحملة أسهمها ، ويتم بحصر العوائد الفعلية المحققة لحملة الأسهم ، بعد استبعاد تكلفة رأس المال كعائد طبيعي يقدم لحملة الأسهم ، وكبديل للمخاطرة المنتظمة ويرتبط التوسع في استخدام مفهوم القيمة المحققة لحملة الأسهم بضرورة استخدام مقياس دقيق لتلك القيمة ، فقد أكدت الدراسات على ملائمة مفهوم الدخل المتبقي أو الربح الإقتصادي أو ما أصبح يعرف حديثا بمؤشر القيمة الإقتصادية المضافة، الذي يتمثل في الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوماً منه تكلفة رأس المال المملوك والمقترض¹.

كما أن مفهوم القيمة في حد ذاته يطرح لنا مصطلح آخر و هو التعظيم، في حين بات هذان المصطلحان يقودان نحو تحقيق نفس الغاية و هي الثروة بمعنى أن إيجاد القيمة يقود نحو إنشاء الثروة، بحيث لا يمكن تحديد تعريفا لإنشاء القيمة إلا من خلال طرح التساؤل التالي: إلى من تعود القيمة المحققة؟

فحسب الدراسات الأدبية يعود موضوع معالجة إنشاء القيمة إلى مالية المؤسسة، لتخفيض تكاليف الوكالة وضمان توزيع أفضل لرأس المال² وتتمكن المؤسسة من تحقيق القيمة عند قدرتها على القيام بإستثمار واحد أو أكثر تكون نسبة عائده أكبر من معدل العائد المطلوب(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال)، مع مراعاة مخاطر الإستثمار³.

المطلب الثاني : تحقيق القيمة والحفاظ عليها :

نتناول في هذا المطلب الى مفهومي تحقيق القيمة والحفاظ عليها

1- تحقيق القيمة :

يرتكز تحقيق القيمة في الأساس على فعل الأشياء بشكل صحيح من حيث تقديم منتجات وخدمات جيدة إلى أصحاب المصلحة المناسبين في الوقت والمكان والسعر المناسبين، فلا يمكن تحقيق القيمة إلا عندما تحقق المنتجات والخدمات والمخرجات الأخرى من نموذج الأعمال نتائج أصحاب المصلحة بالإضافة إلى الربحية الاقتصادية طويلة الأجل.

¹ Savarese, Craig, " Economic Value Added: The Practitioner`s Guide to a Measurement Management Framework ", Allen & Unwin, 2002, P.p 4-9.

² Malek saïhi : < la pertinence de la création de valeur dans l`explication de la valeur de marché de la firme >, Revue sciences de gestion n° 74, pp 45 - 46.

³ Philippe DANJOU, Revue d'économie financière, No. 106, SYSTÈME FINANCIER ET CRÉATION DE VALEUR (JUIN 2012), pp. 205-225

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

لذلك ، فإن تحقيق القيمة ينطوي على عمليات صنع قرار فعالة ، بما في ذلك تخطيط الربحية والتحسين وتقييم المشروع، وهذا من خلال النجاعة في نهج إدارة أداء المؤسسة الذي يوفر المعلومات الضرورية حول الموارد والعمليات والإيرادات والتكاليف والمخاطر في سياق أهداف الأعمال والقيمة.

تقدم المنظمات قيمة من خلال توفير المنتجات والخدمات للعملاء الذين يلبون احتياجاتهم واحتياجات المجتمع بسعر هم على استعداد لدفعه.

لتحقيق ذلك ، يحتاج المدير المالي وفريق الشؤون المالية إلى فهم الأعمال بما في ذلك قطاعات العملاء المختلفة ، والقنوات للوصول إلى كل قطاع ، والموارد والعمليات الرئيسية التي تدعم تسليم القيمة والتي سيكون العديد منها غير ملموس ولا ينعكس في المعلومات المحاسبية ، مثل مثل المبيعات والتسويق والبحث والتطوير والإنتاج والخدمات اللوجستية والتمويل.

يحتاج المديرون الماليون وفرقهم إلى الحصول على نماذج الإيرادات والتكلفة بناءً على منظور تشغيلي للأعمال للمساعدة في دعم تقديم القيمة.

تحتاج هذه النمذجة أيضاً إلى دمج العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) التي تغطي الأداء والتأثيرات البيئية أو الاجتماعية ، وقضايا الحوكمة الأوسع المتعلقة بممارسة الأعمال التجارية بمسؤولية. تعتبر هذه النماذج أساساً مهماً لفهم القيمة والنقاطها واتخاذ القرارات وتحديد مكان الاستثمار وكيفية توزيع الفائض المالي واستخدامه.

تعكس محاسبة الموارد والتكاليف مستويات النشاط ، والقنوات إلى السوق ، وكفاءة العمليات ، والموارد التي تستهلكها الأنشطة ، فضلاً عن الأسعار المدفوعة مقابل الموارد، بحيث يجب أن تتضمن قرارات تخصيص الموارد تلك التكاليف والفوائد الخارجية للمؤسسة (أي تلك التي تعود على المجتمع أو لأطراف ثالثة يمكن تحديدها).

ويمكن استيعاب التأثيرات الخارجية من خلال دمج التكاليف والفوائد المناسبة في عملية صنع القرار. وتساعد الأساليب مثل محاسبة الإدارة البيئية (EMA) ، ومحاسبة التكلفة الكاملة (FCA) ، وتقييم دورة الحياة ، وتقدير التكاليف أو تكلفة الحياة بأكملها ، وإدارة مخاطر المؤسسة على تحديد وقياس التكاليف والفوائد ، والمخاطر والفرص المتعلقة بكل من الاستراتيجيات والعمليات الحالية والمستقبلية ، حيث تجلب هذه الأساليب أشكالاً إضافية مهمة من التحليل ، بما في ذلك تقييمات الآثار الاجتماعية (مثل الصحة والسلامة أو ممارسات العمل) ، والآثار الاقتصادية للقرارات (على سبيل المثال ، للمجتمعات والموردين) ، والآثار

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

البيئية (مثل التنوع البيولوجي والتلوث)، حيث تعمل هذه التأثيرات على تحديد وتقدير التكاليف النقدية وغير النقدية والفوائد التي تعود على كل من المنظمة والآخرين¹.

2- الحفاظ على القيمة :

يفي المديرون الماليون وفرقهم بالحفاظ على القيمة ، من خلال حمايتها والإشراف عليها وذلك بالعمل على ضمان الشفافية والمساءلة بما في ذلك العرض العادل والمتوازن للتقارير المتعلقة بكل من فرص النمو وإنشاء القيمة في سياق توقعات أصحاب المصلحة وتغيرات السوق ، والجهود المبذولة لحماية القيمة وحماية الأصول المالية وغير المالية الهامة، فهم بذلك يساعدون في تعزيز الثقة وتحفيز أصحاب المصلحة الرئيسيين على مواصلة الشراكة مع المنظمة للحفاظ على توليد القيمة في المستقبل.

ويمكن أن يتم توزيع أهداف إنشاء القيمة لتشمل مختلف أصحاب المصلحة، الحكومة (ضرائب) ؛ المساهمون (أرباح الأسهم) والمدينون (الفائدة) ؛ حوافز للمديرين التنفيذيين (الأجور المتعلقة بالأداء) والأجور والمزايا للموظفين ؛ والمنظمة (الدخل المحتفظ به لإعادة الاستثمار والاستهلاك لإعادة الاستثمار في الآلات والمعدات) ، بحيث ينبغي أن يكون هذا التوزيع حساساً للتفاعلات في بيئة التشغيل بحيث لا يضر بسمعة المؤسسة أو يحد من إنشاء وتحقيق قيمة مستقبلية.

بحيث تكون الأسس الرئيسية لاتخاذ القرار في المؤسسة متمثلة في الاستراتيجية الضريبية ، وسياسة توزيع الأرباح ، وهيكل رأس المال المرغوب ، وفرص الاستثمار ، بالإضافة إلى المكافآت والمزايا للموظفين والنتائج الاجتماعية والبيئية على نطاق أوسع.

فالقيمة المحققة للمساهمين يمكن أن تلبى احتياجاتهم على المدى القصير، سواء من خلال توزيعات الأرباح أو العوائد المالية الأخرى، لكن إذا تم إنشاء هذه القيمة على حساب الآخرين والبيئة ، فستفشل الشركة بسرعة.

وتشمل العوامل التي يجب مراعاتها عند مشاركة القيمة مع أصحاب المصلحة الرئيسيين الأولويات المستمرة لاستخدام النقد (على سبيل المثال ، سياسة توزيع الأرباح ، والعوائد للمساهمين ، والنفقات الرأسمالية) ، والاستراتيجية الضريبية ، وهيكل رأس المال المرغوب ، والأجور والمزايا للموظفين ، والمزايا الاجتماعية (على سبيل المثال ، إيجاد فرص العمل) والنتائج البيئية (مثل حماية البيئة والتنوع البيولوجي).

هذا ويمكن أن يكون توزيع القيمة موضوع تفكير جديد مثله مثل سياسة توزيع الأرباح التي تعكس توليد قيمة للمساهمين بالإضافة إلى العوامل الخارجية الإيجابية والسلبية التي يتم تحويلها إلى نقود¹.

¹ https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Understanding-Value-Creation_0.pdf, UNDERSTANDING VALUE CREATION, published by International federation of accountants, 2020 , Accessed 07/31/2020

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي والنقدي للقيمة الاقتصادية المضافة

كان الريح المحاسبي إلى وقت قريب يعبر عن أداء الشركة ويقبت أساليب التقييم المحاسبية التقليدية المبنية على النتيجة المحاسبية كالعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA وريحية السهم الواحد EPS هي الرائدة في مؤشرات التقييم حتى نهاية القرن العشرين إلا أن هذه المؤشرات واجهت مجموعة من الإنتقادات من حيث مدى تعبيرها عن الأداء المالى الحقيقي ، الأمر الذي دفع الباحثون والمهتمون إلى البحث عن بديل لتلك الأساليب المالية كمؤشر للقيمة الاقتصادية المضافة، وسوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق الى الإطار المفاهيمي والنقدي للقيمة الاقتصادية المضافة من خلال بيان مفهوم وأهمية هذا المؤشر واهم الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الأول : مفهوم وأهمية القيمة الاقتصادية المضافة

إن تزايد الاهتمام بعملية تحقيق القيمة لحملة الأسهم من خلال النظرة الاقتصادية للدخل المحاسبي هو ما دفع بالباحث Alfred Rapport عام 1986 إلى تقديم كتاب بعنوان (تحقيق القيمة لحملة الأسهم) استعرض فيه التغيرات التي حدثت في الأداء من وجهة نظر الإدارة وحملة الأسهم ,وكانت البداية التي شجعت الباحثين في الماضي فُدماً في أبحاثهم المتعلقة بهذا المجال وذلك لتطوير مقاييس الحكم على الأداء في ظل التطورات الحديثة , وبدأت المجالات والدوريات العلمية في نشر المقالات العديدة عن مقاييس الأداء المعتمدة على القيمة وهو ما زاد من اهتمام الوحدات الاقتصادية بهذه المقاييس ويطلق بعض الباحثين على النموذج الاقتصادي الجديد المتمثل في المقاييس المعتمدة على القيمة مصطلح الإدارة على أساس القيمة Value Based Management ويعد مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من أكثر المقاييس انتشارا الذي طور من قبل شركة ستيرن وستيوارت² Stewart&Stern

ومن هنا بدأ يتجلى الاختلاف بين المفهوم الاقتصادي والمحاسبي للدخل الذي يكمن في أن الدخل المحاسبي يعبر عن صافي الفرق بين الإيرادات والمصروفات ، أما الدخل الاقتصادي فيعبر عن التغير في صافي الثروة.

¹ https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Understanding-Value-Creation_0.pdf,

UNDERSTANDING VALUE CREATION, op cit

² مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة

لاحتسابها، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد - جامعة حلب، 2010، ص : 04

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

وظهرت الحاجة إلى مؤشرات ومعايير لتقييم أداء المؤسسة تهدف إلى تحديد مدى قدرة المديرين على توليد قيمة للمساهمين وتحقيق عائد يتناسب مع حجم رأس المال المستثمر ,ولقد توصل العديد من الباحثين إلى أن الربح المحاسبي يعتبر من بين أهم معايير قياس الأداء ,إلا أن هذا المؤشر تعرض للانتقاد نظرا لكون البيانات المحاسبية التي يتم الاعتماد عليها في حسابه قد تكون مشوهة ,كما انه قد يتم التلاعب بها من طرف المديرين وبالتالي قد لا يعكس هذا المؤشر الأداء الحقيقي للمؤسسة.

واتجه الباحثين إلى ترميم حلقة الوصل بين علم الاقتصاد من جهة والممارسات المحاسبية المهنية من جهة أخرى ,وقد جاء هذا الاهتمام بعد تزايد وتيرة الانتقادات الموجهة إلى البيانات المحاسبية بسبب ما قد تحويه من أخطاء أو تحريف مقصود أو غير مقصود وكان Souganen أول من دعا إلى ضرورة إعادة الاعتبار إلى استخدام المفاهيم الاقتصادية في الممارسات المحاسبية المهنية.

كما تجلت الحاجة الى إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باعتبارها الأساس في مضمون إعادة الهندسة المالية كما يشير الى ذلك الكثير من المختصين والمهتمين¹

وبناء على هذا اصبح معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) منهجا شاملا لإعادة نظم الإدارة المالية بسبب قدرته على ربط ارباح التشغيل بالمعدل المرجح لتكلفة رأس المال وقدرته في توجيه إدارة شركات الأعمال نحو الاستعمال الفعال لرأس المال المستثمر، ولذلك يرجع له السبب المباشر في الموجة السائدة فيما يسمى بإعادة هندسة نظم الأعمال والتي ميزت الشركات الأمريكية منذ منتصف التسعينات²

ويرجع الفضل في ظهور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added للباحثين جول سترن Joel Stern وزميله جي بنيت ستيوارتس G.Bennett Stewart, حيث كانا يعملان لحساب شركة سترن ستيوارتس Stewart Stern للاستشارات سنة 1982, ويقوم هذا المفهوم على أن كفاءة الإدارة تقاس بمدى قدرتها على تحقيق الأرباح تزيد عن تكلفة الأموال المستثمرة، بغض النظر عن مصدرها أي سواء كان مصدرها الملاك أو المقرضون, وعندما تكون الربحية تفوق تكلفة الأموال نكون أمام إضافة وزيادة لثروة الملاك, أما لو كانت تكلفة الأموال أكبر من الأرباح, فإننا نكون أمام تبديد للثروة, وإذا كان الأساس في مكافأة الإدارة هو مدى قدرتها على تحقيق إضافة إلى ثروة الملاك, فإننا بذلك نكون قد وضعنا الإدارة والعاملين في زورق واحد مع حملة الأسهم, لكي يصبح تحقيق مصلحة الملاك, هو في ذاته تحقيق لمصلحة إدارة المؤسسة, وفي ذلك تفعيل للأساسيات حوكمة الشركات³.

¹ هالة الخولي, دراسة تحليلية انتقادية لمقاييس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال, مجلة

المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد 56، 2000، ص 100.

² Young S.D , “some reflections on accounting adjustments and EVA”, Journal of financial statement Analysis, vol 4 , 1999, P 7-20

³ منير إبراهيم هندي, الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء "مدخل حوكمة الشركات", مطبعة الدلتا، الإسكندرية، 2009، ص 346.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

وقد عرف سترن ستيوارت Stewart & Stern القيمة الاقتصادية المضافة بأنها "مقياس للأداء المالي يرتكز على تقدير الربح الحقيقي ويرتبط بتعظيم ثروة المساهمين على مدى الوقت ويقدر بالفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال الممول والمقترض"¹.

فهي تعبر عن الفرق بين ما يستثمره أصحاب رأس المال في الوحدة وما يحصلون عليه من عملية البيع بالأسعار الحالية السائدة في سوق الأوراق المالية²

كما عرفت القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الفرق بين العائد المحقق خلال الدورة والعائد المنتظر أخذاً في الحساب الخطر المصاحب له، وهي تعتبر أحد المقاييس المستعملة لمعرفة مدى قدرة الشركة على إنشاء القيمة³

وتجدر الإشارة إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يعد امتداداً للمقياس المحاسبي المتمثل في الدخل المتبقي ، حيث استخدمت العديد من الدراسات مقياس الدخل المتبقي (RI) Residual Income كمقياس للأداء الداخلي ، والذي يرتبط بالمهمة الأساسية للمنشأة والمتمثلة في تعظيم القيمة لملاكها ويُنسب تطوير هذا المبدأ إلى شركة جنرال إلكتريك ، حيث بدأ يظهر مفهوم الدخل المتبقي في أدبيات المحاسبة الإدارية في الستينيات.

ويعبر بعض الاقتصاديين عن الدخل المتبقي بالربح الاقتصادي الذي يرون أنه يختلف عن مفهوم الربح المحاسبي، وذلك بسبب أن الأرباح المحاسبية لا تتضمن بند مصروف مهم يتمثل في تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المساهم، حيث لا تحقق الشركة أرباحاً اقتصادية إلا إلى الحد الذي تتجاوز فيه أرباحها العوائد التي قد تجنيها من الاستثمارات الأخرى، ومن هذا يمكن أن تكون الشركة مربحة بالمعنى المحاسبي ولكنها غير مربحة بالمعنى الاقتصادي⁴

حيث حتى يمكن تحقيق القيمة لحملة الأسهم فإنه يجب على إدارة المؤسسة استخدام الموارد المتاحة لديها بصورة تؤدي إلى تحقيق عائد على الأموال المستثمرة أكبر من تكلفة الحصول على هذه الأموال سواء كانت أموالاً مملوكة أم مقترضة، وعلى العكس من مفهوم الربح المحاسبي الذي يأخذ في الحسبان صافي الربح بعد خصم تكلفة الأموال المقترضة فقط (الفوائد)، فإن الدخل المتبقي يأخذ بعين الاعتبار إجمالي تكلفة الحصول

¹ Jiambalov, James, *Managerial Accounting*, 3th Edition, Jhon wiley & sons, Inc, New York. , 2007 , p 470

² Scott, mike, Joing Forces, *Financial Management* (CIMA). April,2001, p 2

³ عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة 2006-2011 باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي (AFD)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات عدد 7، 2014، ص26

⁴ James L. Grant, *"Foundation of Economic Value Added"*, John Wily & Sons, INC, 2nd Edition, New Jersey, USA, 2003, P. 3.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

على الأموال المملوكة والمقترضة ، كما أن مفتاح التمييز بين الربح الاقتصادي والربح المحاسبي مرتبط إلى حد بعيد بفكرة الإقتصاديين الكلاسيك حول أن المؤسسة لن تكون مربحة إلا إذا كانت¹ :

1- إيراداتها قد غطت نفقات التشغيل

2- تقدم عائد على رأس المال المستثمر أكبر من تكلفة هذا الأخير .

حيث يجب أن تحقق المنشأة أرباحا تفوق تكلفة رأس المال المستثمر . كما يعتبر هذا المقياس أيضا تطبيقا لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة ، وهو العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في حالة توجيه استثماراتهم الحالية إلى استثمارات بديلة .

وبعبارة بسيطة ، فإن الدخل المتبقي هو ما تبقى للمنظمة بعد أن تقوم بتعويض ودفع وإرجاع الموارد المالية المستهلكة في عملياتها ، وبالتالي إشراك المساهمين والمؤسسات المالية والموردين والموظفين والموظفين ومقدمي الخدمات .

ويعبر عن مؤشر الدخل المتبقي (RI) Residual Income بالمعادلة التالية :

الدخل المتبقي = صافي الدخل - (رأس المال المستثمر × معدل العائد المطلوب)

تظهر هذه المعادلة أن القيمة الاقتصادية المضافة EVA ما هي الا امتداد لمقياس الدخل المتبقي RI ، لأن هذا النموذج لقياس الدخل المتبقي RI هو النموذج الأساسي الذي استندت عليه القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، وبناءً على ذلك فهما يتأثران بالطرق المحاسبية المستخدمة في تحديد الدخل التشغيلي ، وكل منهما يأخذ تكلفة رأس المال المملوك في الاعتبار عند حساب تكلفة رأس المال المستثمر .

الا أن مؤشر الدخل المتبقي RI لا يأخذ في الاعتبار التسويات أو التعديلات المحاسبية لكل من الدخل التشغيلي ورأس المال المستثمر ، بينما مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتطلب حسابه إجراء هذه التسويات ليعكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للمنشأة .

¹ Kimball , R . Economic Profit and Performance Measurement in Banking . New England Economic Review , Jul/Aug 1998 , p. 36

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

وتتجلى أهمية القيمة الاقتصادية المضافة في أنه¹ :

- معيار يوضح مدى التحسن الفعلي لثروة المساهمين
- يعتبر مقياس جيد للأداء المالي
- معيار جيد لنظام الحوافز والتعويضات
- معيار لقياس النمو الحقيقي لربحية الشركة في المدى الطويل
- مؤشر لسعر السهم في السوق المالي
- وسيلة لحل مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات كل من المدراء وحملة الأسهم
- وسيلة للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة والفرص المتوقعة
- وسيلة لتقييم القرارات المالية والإدارية
- معيار تقييم يتيح لغة مشتركة بين جميع العاملين في الشركة في مجال الرقابة والمتابعة

المطلب الثاني : الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة وأهم الانتقادات الموجهة لها

نحاول من خلال هذا المطلب ابراز بعض الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة مع الإشارة الى أهم الانتقادات الموجهة لكل دراسة

1- الدراسات المؤيدة والمعارضة لتفوق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة: منذ بداية استخدام مقياس القيمة الاقتصادية في الإدارة المالية برزت مجموعة من الدراسة المؤيدة والمعارضة لتفوقها على باقي المقاييس التقليدية

1-1- الدراسات المؤيدة لتفوق القيمة الاقتصادية المضافة

تعد دراسة ستيفورت (1991) Stewart من أولى الدراسات التي أيدت تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس المحاسبية التقليدية من حيث القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة للمنشأة، و قد بحثت هذه الدراسة في مدى ارتباط القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة لعينة مشكلة من 25 شركة أمريكية خلال الفترة ما بين 1987-1988. و قد توصل الباحث من خلال هذه الدراسة- إلى وجود ارتباط عالي بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة أين بلغ معامل الارتباط بينهما

$$R^2 = 0.97$$

¹ زيدي البشير، تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مجمع صيدال في الفترة (2012-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، الجزائر، 2017، ص : 192

² Stewart G.B., **The Quest for Value**, Harper Collins Publishers, New York, 1991.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

في نفس السياق، تبين دراسة ستارن و آخرون (1994) Stern et al بأن القيمة الاقتصادية المضافة تستطيع تفسير أكثر من 50 % من القيمة السوقية المضافة بالمقارنة مع القدرة التفسيرية للمقاييس المحاسبية التقليدية مثل: ربحية السهم الواحد EPS ، العائد على حقوق الملكية ROE ، و العائد على الإستثمار¹ROI

من جهتها حاولت دراسة ميلونوفيتش و تسووي (1996) Milunovich & Tsuei البحث في علاقة الإرتباط ما بين مختلف مقاييس الأداء المالي (بما فيها القيمة الاقتصادية المضافة) و القيمة السوقية المضافة للشركات الأمريكية المنتمية لقطاع التكنولوجيا خلال الفترة الممتدة من 1990 إلى 1995 ، وتبين نتائج الدراسة أن القيمة السوقية المضافة MVA ترتبط أكثر بمقياس EVA بالمقارنة مع ربحية السهم الواحد EPS ، العائد على حقوق الملكية ROE و التدفق النقدي الحر Free Cash Flow (FCF)² ، و من ثم يخلص الباحثان إلى أن الشركات التي تعمل على تحسين قيمتها الاقتصادية المضافة تكون قادرة على الدفع بقيمتها السوقية المضافة نحو الإرتفاع مما يحسن من ثروة مساهميها .

أما دراسة أوبيرن O'Byrne (1996) فتختبر مدى ارتباط مقياس القيمة الاقتصادية المضافة EVA و مقياس الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة NOPAT و التدفق النقدي الحر FCF بالقيمة السوقية المضافة MVA لعينة من المنشآت الصناعية المدرجة في قاعدة البيانات Stern & Stewart خلال الفترة 1985-1993 ، وقد توصل الباحث إلى أن علاقة القيمة السوقية المضافة و التدفق النقدي الحر هي علاقة منعقدة، بينما كان لمقاييس EVA و NOPAT نفس القدرة التفسيرية للقيمة السوقية المضافة أين تراوحت معاملات الإرتباط 31 % و 33 % على التوالي³.

حيث استنتج الباحث بأن القيمة الاقتصادية المضافة تشكل أداة قوية إلى جانب بقية مقاييس الأداء المحاسبية لفهم توقعات المستثمرين فيما يخص أسعار الأسهم .أما دراسة أويمورا و آخرون (1996) Uyemura et al فقد حاولت البحث في العلاقة التي تربط بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة بالمقارنة مع أربعة مقاييس محاسبية تقليدية هي: ربحية السهم الواحد EPS، الربح الصافي Net Income (NI) ، العائد على حقوق الملكية ROE ، العائد على الأصول ROA . و قد توصلت الدراسة إلى أن مقياس EVA يرتبط أكثر بالقيمة السوقية المضافة أين تراوح معامل الأرتباط 40 %

¹ Stern J.M., Stewart G.B. and Chew D.H., **The EVA financial management systems**, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, No. 2, 1994, pp. 32-46.

² Milunovich S., Tsuei A., **EVA in the computer industry**, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9 No. 1, 1996, pp. 104-15.

³ O'Byrne S.F., **EVA and Market Value**, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, N°1, 1996, pp 116-125.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

مقارنة مع المقاييس الأخرى المدروسة التي تراوحت معاملات ارتباطها 13% بالنسبة لمقياس ROA ، 10% لمقياس ROE ، 8% لمقياس NI و 6% لمقياس EPS¹ و تؤكد من (جهتها دراسة قرانت Grant (2003) التي أجريت ما بين سنوات 1993-1994 ، صحة فرضية ستارن- و ستوارت بأن القيمة الاقتصادية المضافة EVA لديها تأثير عالي على القيمة السوقية المضافة للمنشأة.²

1-2- الدراسات المعارضة لتفوق القيمة الاقتصادية المضافة:

على عكس الدراسات المؤيدة لتفوق القيمة الاقتصادية المضافة على مقاييس الأداء المحاسبية التقليدية من حيث قدرتها على تفسير القيمة السوقية المضافة للمنشأة، هناك العديد من الدراسات التي تعارض هذه النتيجة، و لعل من أبرزها دراسة كرامر و بوشنر (1997) Kramer & Pushner التي اهتمت بالبحث في قوة العلاقة التي تجمع بين مقياس EVA و القيمة السوقية المضافة MVA من خلال استخدام معطيات مكتب Stern Stewart الخاصة بأداء 1000 شركة خلال الفترة 1982-1992 .

و قد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة قوية تربط صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT مع مقياس MVA مقارنة بقوة العلاقة بين EVA و MVA ، و خلصت الدراسة إلى أن السوق المالي يهتم أكثر بقوائم الدخل مقارنة بقيم EVA ، و أن لا وجود لدليل يدعم الفكرة العامة التي تقول بأن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة هو المقياس الأفضل.³

و في نفس السياق، خلصت دراسة (شان ودود ، Chen & Dodd 2001) التي قارنت بين ثلاثة مقاييس أداء هي :مقياس الربح التشغيلي Operating Profit ، مقياس الدخل المتبقي Residual Income و مقياس EVA ، إلى نتيجة مفادها أن السوق المالي يعطي أهمية كبيرة للمقاييس المحاسبية التقليدية مقارنة بالقيمة الاقتصادية المضافة EVA⁴

و هذا ما أدى بالباحثان إلى رفض الفرضية التي تعتبر بأن القيمة الاقتصادية المضافة هي أفضل مقياس لتقييم أداء المنشآت .

¹ Uyemura D.G., Kantor C.C. and Pettit J.M., **EVA for banks: value creation, risk management, and profitability measurements**, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9 No. 2, 1996, pp. 94-109.

² Grant J., **Foundations of Economic Value Added**, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Hoboken NJ, 2003.

³ Kramer J. K., Pushner G., **An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added**, *Financial Practice and Education*, Spring/ Summer, 1997, pp 41-49.

⁴ Chen S., Dodd J.L., **Operating income, residual income and EVA: which metric is more relevant?**, *Journal of Managerial Issues*, Vol. 13, 2001, pp. 65-86.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

من جهته يختبر فرنانديز (2003) Fernandez علاقة الارتباط بين القيمة السوقية المضافة MVA و القيمة الاقتصادية المضافة ومقياس الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة NOPAT لعينة تتشكل من 582 شركة أمريكية خلال الفترة 1983-1997

و قد لاحظ الباحث أن مقياس الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة NOPAT يرتبط أكثر بالقيمة السوقية المضافة مقارنة بمقياس EVA لدى 296 شركة مشكلة للعينة .بينما كانت علاقة الارتباط بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة سالبة لدى 210 شركة من الشركات المشكلة للعينة¹ . أما دراسة ديوات DeWet (2005) التي أجريت على 85 شركة صناعية من جنوب إفريقيا خلال الفترة 1994-2004 ، فقد بحثت في العلاقة التي تربط بين القيمة الاقتصادية المضافة و القيمة السوقية المضافة .

و تبين نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ارتباط قوية تجمع بينهما حيث استطاع مقياس EVA تفسير 8 % من القيمة السوقية المضافة، بينما استطاع كل من مقياس التدفق النقدي التشغيلي CFO و العائد على الأصول ROA تفسير 38 % و 15 % من القيمة السوقية المضافة على التوالي² . و بالتالي لا تساند هذه الدراسة الفرضية القائلة بأفضلية القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس المحاسبية التقليدية في تفسير التغير في القيمة السوقية .

أما الباحثان شارما و كومار (2011) Sharma & Kumar فقد قاما بدراسة مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة و عدد من المقاييس المحاسبية التقليدية على تفسير القيمة السوقية للمنشأة لعينة تتشكل من 87 شركة هندية خلال الفترة الممتدة ما بين سنوات 2000 و 2008 .

و تبين نتائج دراستهما أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية من حيث القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة، حيث استطاع مقياس EVA أن يفسر 23 % من القيمة السوقية المضافة MVA ، بينما استطاع كل من الربح التشغيلي الصافي بعد الضريبة NOPAT و التدفق النقدي التشغيلي CFO أن يفسرا 45 % و 32 % من القيمة السوقية المضافة على التوالي .

أما من حيث اختبار القدرة التفسيرية الإضافية التي يحتويها مقياس EVA للقيمة السوقية المضافة مقارنة بالمقاييس المحاسبية التقليدية، فتبين نتائج الدراسة أن مقياس EVA يحتوي على قدرة تفسيرية إضافية ضئيلة للقيمة السوقية المضافة³

¹ Fernandez P., EVA economic profit and cash value added do NOT measure shareholder value creation, *Journal of Applied Finance* , Vol 9, 2003, pp. 74-94.

² DeWet J.H., EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, Vol. 13, N°2, 2005, pp 1-16.

³ Sharma A.K., Kumar S., Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India, *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, Vol. 3, No. 2, 2011, pp. 83-96.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

و عليه لا تساند هذه الدراسة فرضية ستارن و ستوارت التي تشير إلى تفوق القيمة الإقتصادية المضافة على المقاييس المحاسبية التقليدية من حيث القدرة على تفسير القيمة السوقية المضافة للمنشأة.

2- الانتقادات الموجهة لمقياس القيمة الإقتصادية المضافة

لم يسلم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة من بعض الانتقادات التي وُجّهت إليه كأحد المقاييس المالية للأداء ، والتي تتمثل أهمها في الآتي¹

- أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يعتمد علي فرض أن المسؤولية الأساسية للإدارة هي تعظيم ثروة حملة الأسهم ، الأمر الذي يترتب عليه تجاهل الإدارة للجوانب الأخرى الهامة مثل رضا العملاء والإنتاجية ورضا العاملين والمسؤولية الاجتماعية للمنشأة.

وتمثل رد المؤيدين لهذا المقياس علي هذا الانتقاد في كون تعظيم ثروة الملاك هو أفضل طريق - إن لم يكن الطريق الوحيد - الذي يخدم بفاعلية المصالح طويلة الأجل لكل الأطراف، وأن إنشاء الثروة للملاك سيؤدي إلي زيادة مزيد من الثروة لكل أفراد المجتمع.

- أن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة يركز علي الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل ، ولذلك فإن تعظيم قيمتها الحالية قد يتم علي حساب الأجل الطويل.

هذا ويرد المدافعون عن مقياس القيمة الاقتصادية المضافة علي ذلك الانتقاد بالقول أن معظم التعديلات المقترحة علي المبادئ المحاسبية المتعارف عليها لأغراض حساب القيمة الاقتصادية المضافة تهدف بصورة أساسية إلي تشجيع المديرين علي الأخذ في الاعتبار التكاليف والمنافع طويلة وقصيرة الأجل ، هذا بالإضافة إلي أن هذا المقياس لا يستخدم فقط في قياس الأداء السنوي بل يستخدم أيضا في أغراض إتخاذ القرارات الاستثمارية وتفتيح الاستراتيجيات وخطط الحوافز التي تكافئ المديرين علي الزيادة الحالية والمستقبلية للقيمة المضافة ، الأمر الذي يشجع المديرين علي الاتجاه نحو بناء القيمة في الأجل الطويل.

- أن مقياس القيمة المضافة يتم حسابه من البيانات المالية في نهاية الفترة وهو بالتالي لا يساعد المديرين علي تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية ، كما أنه يوفر معلومات قد تكون محدودة لأولئك الذين يتحملون مسؤولية إدارة عمليات المنشأة

ورد Stewart علي هذا الانتقاد بالتأكيد علي أن الفائدة الكاملة من استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الأداء لن تتأتي إلا من خلال ربطه بمقاييس التشغيل الرئيسية والأهداف الاستراتيجية ولذلك قامت شركة Stern & Stewart Co بتطوير أسلوب إداري ، أطلق عليه مسمي " محركات القيمة

¹ هالة عبد الله الخولي ، "دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، جامعة القاهرة، كلية التجارة ، العدد السادس والخمسون، 2000، ص 142-143

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

الاقتصادية المضافة لمساعدة الإدارة في تتبع المحركات الأساسية والتشغيلية والاستراتيجية للقيمة الاقتصادية المضافة والتي يستطيع المديرون التحكم فيها .
وقد أثبت هذا الإطار فائدته في توجيه أو تركيز إنتباه الإدارة وتشخيص المشكلات الإدارية وتحقيق مستويات معيارية من الأداء وتحسين وتطوير التخطيط ومساعدة العاملين علي كافة المستويات التنظيمية في المنشأة في تقييم الدور الذي يمكنهم القيام به لتحسين وزيادة القيمة.

المبحث الثالث : قياس القيمة الاقتصادية المضافة

من خلال هذا المبحث سنحاول التطرق الى أهم متطلبات تقدير القيمة الاقتصادية المضافة من خلال ابراز الفرق بين القياس المحاسبي والاقتصادي للقيمة الاقتصادية المضافة وكذا أهم التعديلات التي اقترحها كل من ستيرن وستيوارت على النتيجة المحاسبية كأساس لتقدير القيمة الاقتصادية المضافة ثم نحاول في المطلب الثاني التطرق الى اسس قياس وتقدير القيمة الاقتصادية

المطلب الأول : متطلبات تقدير القيمة الاقتصادية المضافة

يختلف القياس المحاسبي عن القياس الاقتصادي للقيمة الاقتصادية المضافة وذلك لاختلاف كل منهما، فالاقتصادي يهدف من الحصول على المعلومات وتوصيلها لمتخذي القرارات المتعلقة بالسياسات المالية والاقتصادية على مستوى الاقتصاد الوطني، أي إن الاقتصادي يركز على الاقتصاد الكلي ولكن يبدأ من الشركات ثم القطاع إلى أن يصل للاقتصاد الوطني، وذلك بان يجمع القيمة المضافة للوحدات الاقتصادية وصولاً للدخل الوطني.

أما المحاسب فيهدف من خلال عمله إلى إعداد القوائم المالية التي تساعد مختلف المتعاملين وأصحاب المصالح من متخذي القرارات المالية سواء كانوا داخل المنظمة أو خارجها كالمساهمين والدائنين والحكومة وذلك بالاعتماد على مجموعة من المبادئ والفروض المحاسبية التي تساعد المحاسب بالقيام بعمله.

فضلا عن الاختلاف بالأهداف بين القياس المحاسبي و القياس الاقتصادي للقيمة المضافة الذي يمكن تلخيصه كالآتي¹ :

أ - يأخذ الاقتصاد بأساس الإنتاج عند احتساب القيمة المضافة، في حين يأخذ المحاسب بأساس البيع، وعلى ذلك تنشأ اختلافات خصوصاً بمعالجة التغير (الزيادة أو النقصان) في مستويات المخزون.

ب -يقوم الاقتصادي بعمل تقديرات إجمالية لمقدار التغير بقيمة المخزون والتي سببها مستويات الأسعار ويدخلها في احتساب القيمة المضافة، في حين يغفل المحاسب ذلك.

ج -يقوم الاقتصادي بعمل تقديرات إجمالية وتقريبية لمقدار الاستهلاك على مستوى الاقتصاد الوطني ككل عند تخفيض ناتج الرقم الوطني الإجمالي إلى رقم الناتج الوطني الصافي، بل وأكثر من ذلك فالاقتصاد لا يهتم مثلا باحتساب (الاندثار) لبعض السلع الاستهلاكية المعمرة، في حين يقوم المحاسب بحساب الاندثار على مستوى جزئي وبطريقة أكثر دقة إلى حد بعيد.

د -يقوم الاقتصادي عند احتساب القيمة الاقتصادية المضافة باستبعاد القيمة المضافة التي تم تحقيقها من فروع خارجية بدول أجنبية، في حين يقوم المحاسب باحتساب القيمة الاقتصادية سواء تمت بالداخل أم بالخارج.

¹ مصطفى احمد الشامي، "قياس القيمة المضافة والإفصاح عنها"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد الأول، 1994 ص ص 8-9

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ويتطلب احتساب القيمة الاقتصادية المضافة الأخذ بنظر الاعتبار الكثير من الأمور وخصوصًا المتعلقة منها بكلفة الأموال المستخدمة والأصول الرأسمالية والتشغيلية العاملة في الأقسام والوحدات الإنتاجية، وان معيار القيمة الاقتصادية المضافة الذي يمثل في حقيقته الصورة المعدلة للدخل المتبقي RI ولكن بعد إجراء التعديلات التي قامت بها شركة Stearn & Steward وعلى أساس ذلك اقترحت الشركة المذكورة إجراء الكثير من التعديلات والتسويات على الدخل المحاسبي وكلفة الاستثمار ، وعلى رأي الشركة فان هناك أكثر من ١٦٠ تعديلًا يمكن إجراؤها على الدخل المحاسبي من العمليات وذلك لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة.

ويعتمد حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA على المدخل المحاسبي والتقارير المالية المنشورة والمعدة وفقا للمبادئ المحاسبية ، الا أن الوصول إلى القيمة الاقتصادية المضافة EVA يتطلب إدخال عدد كبير من التعديلات على الدخل المحاسبي قد تتجاوز 160 تعديلًا وذلك وفقا للمنهجية التي اتبعتها شركة Co Stern & Stewart . وتهدف هذه التعديلات إلى تقريب المحاسبة التقليدية من المحاسبة على أساس القيمة الاقتصادية المضافة EVA ، وتحويل بنود التقارير المالية من أساس استحقاق إلى أساس نقدي. ويصنف Frezatti فريزاتي (2003) التعديلات المقترحة من قبل سترن وستيوارت لتقدير القيمة الاقتصادية المضافة الى ثلاثة أنواع من التعديلات¹:

- تعديلات للحصول على النتيجة التشغيلية الاقتصادية ورأس المال المستثمر المنتج لهذه النتيجة
- تعديلات لاستبعاد القيم التي لا تتطوي على تأثير اقتصادي / نقدي ؛
- تعديلات لتنقية المكاسب والخسائر غير المتكررة.

و يوصي يونغ أنه ينبغي على المنظمة أن تنظر في إحدى الحالات الأربع التالية قبل أن تختار التعديل²:
الحالة الأولى : هل هناك تشويه أو تحيز ناتج عن الممارسة المحاسبية التي تؤدي إلى سلوك أقل من المستوى المتوقع؟

الحالة الثانية : هل سيؤدي اعتماد التعديل إلى تحسن في السلوك الإداري وبالتالي تحفيز الإجراءات التي تساعد في إنشاء القيمة؟

الحالة الثالثة : هل الفوائد الناتجة عن تحسين الأداء الإداري أكبر من التكاليف الناتجة عن التعديلات في الممارسات المحاسبية؟

الحالة الرابعة : هل التعديلات أكثر كفاءة في تحقيق الأهداف المرجوة من الآليات البديلة أو آليات التحكم؟

¹ Eduardo Kayo, Leonardo Fernando Cruz Basso, Silvia Franco de Oliveira, "**The Major Accounting Adjustments to Calculate EVA**", An Application to Brazilian Firms. Article in SSRN Electronic Journal March 2005, P 06.

² YOUNG, S. D. **Some reflections on accounting adjustments and economic value added**. Journal of Financial Statement Analysis. New York, v. 4, Iss.2, p. 1-13, winter 1999, P 12

1- النوع الأول من التعديلات : التعديلات المتعلقة بالنتيجة ورأس المال المستثمر

انطلاقاً من فرضية أن النتيجة المحاسبية بطبيعتها لا تقدم صورة واضحة عن مكافأة المساهمين الناشئة عن استخدام رأس المال الخاص في المنظمة ، ومن هنا يظهر قصورها مقارنة بالنتيجة الاقتصادية التي تحدد صورة أدق عن المعلومات المتعلقة بجميع البنود التي تستحق أجر أو عائد، وبناء على ذلك ، تتجلى ضرورة اجراء بعض التعديلات للسماح بتحديد الدخل بشكل مناسب ، وتحديد الاستثمارات في الموارد المالية التي أنتجت الدخل المذكور بالمقارنة مع تكلفة رأس المال¹.

ووفقاً لـ Frezatti تعد تعديلات النوع الأول تعديلات مرتبطة بالزمن ، لأن الزمن يمكن أن يجعل النتيجة مختلفة في لحظة معينة عنها في وقت لاحق² تم اختيار العناصر التالية لهذه المجموعة: البحث والتطوير ، واهتلاك الشهرة ، والتأجير ، وضريبة الدخل المؤجلة ، والاهتلاك.

1-1- التعديلات المتعلقة بمصاريف البحث والتطوير

يؤكد الكثير من الباحثين، من بينهم يونغ ووبرن بأن نفقات البحث والتطوير هي استثمارات ؛ حيث في بعض الحالات تتولد عنها عوائد ، وفي حالات أخرى قد لا تتولد عنها عوائد ، وهذا لا ينفي أنها ليست استثمارات. ولهذا يدعو الباحثان إلى ضرورة رسملة هذه النفقات³.

ومن منظور آخر فإن رسملة نفقات البحث والتطوير ترتبط بالسلوك المختل للرؤساء والمديرين. في رأي يونغ⁴ (1999) من الناحية العملية لا يتلقى الرؤساء والمديرين التشجيع المناسب فيما يتعلق بالاستثمار في البحث والتطوير ، حيث يتم تقييمهم بالنتيجة المتوقعة من قبل منظمة الأعمال والتي تتأثر بشكل سلبي على المدى القصير نتيجة لتخصيص النفقات ، وتتأثر بشكل إيجابي على المدى الطويل عندما تتولد منافع الاستثمار في البحث والتطوير.

هذه المنافع قد لا يتلقى التشجيع بخصوصها المدير الذي قرر الاستثمار لأنه قد لا يظل في منصبه الى غاية تولد المنافع⁵.

¹ Eduardo Kayo, Leonardo Fernando Cruz Basso, Silvia Franco de Oliveira, "The Major Accounting Adjustments to Calculate EVA", op cit, 2005, P 06.

² Op cit , P 07.

³ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. EVA and value-based management: a practical guide to implementation. McGraw-Hill, 2000. P 212

⁴ Idem

⁵ YOUNG, S. D. Some reflections on accounting adjustments and economic value added, op cit , p 05

1-2 التعديلات المتعلقة بإطفاء الشهرة

يلاحظ يونغ وأوبيرن أن جوهر المشكلة هو كيفية تصنيف الشهرة. على هذا المنوال ، يقدم الباحثان ثلاثة خيارات لتصنيف الشهرة سواء :

- * كأصول ثابتة مستهلكة يتم استردادها من خلال معدلات الاستهلاك الموجبة ؛
 - * كأصول ثابتة غير مستهلكة ، وهي التي لا تعاني من تغيرات في القيمة ولا تتطلب معدلات استهلاك
 - * كأصول ثابتة تعاني من تغيرات في قيمتها ويتم الاعتراف بها من خلال معدلات الاهتلاك السلبي.
- إذا تم اعتبار الشهرة كأصل ثابت غير قابل للاستهلاك ، فيجب إضافة الاستهلاك المحقق إلى الدخل من أجل استعادة القيمة الأصلية لرأس المال المستثمر.

ومع ذلك فهما يلاحظان أن التحليل لا يزال يمثل مشكلة في قياس الأداء ، حيث إن شطب الشهرة المباشرة مقابل الدخل لا يغير تحليل تقييم الأعمال ، ولكنه يشير بشكل غير صحيح إلى تصور السنة الأولى ضعيفة للغاية من حيث الأداء، حيث في العام الذي يتم اختياره لشطب الشهرة فإن الدخل الذي سوف يبدو سيئاً لن يكون مرتبطاً بالأداء التشغيلي للشركة بأي شكل من الأشكال¹.

1-3 التعديلات المتعلقة بالإيجار :

وفقاً لمارتنز ، يعتقد المستأجرون أن هناك مكاسب عند التسجيل في شكل إيجار، ومع ذلك ، إذا لاحظنا أن إجمالي الأقساط المدفوعة للمؤجر تتوافق مع إجمالي السعر النقدي لشراء الأصل بالإضافة إلى الزيادات المستحقة للقرض ، وأن هذه القيمة تقابل إجمالي استهلاك الأصل بالإضافة إلى الرسوم المالية ، فعندئذٍ يكمن الفرق في توزيعه على مدار الوقت وليس في إجمالي النفقات.

إن هذا التخصيص الأسرع يقلل من دخل التشغيل خلال الفترة التي تقوم فيها الشركة بصرف الأقساط. من ناحية أخرى ، بعد دفع الأقساط في نهاية العمر الإنتاجي للأصل يكون هناك تقييم مبالغ فيه للدخل التشغيلي ، الناتج عن بقايا الاهتلاك الافتراضية التي تسجل كمصروف، باعتبار أن قيمة الأصل قد تم دفعها بالفعل وإدخالها بالكامل.

ويلفت انتباهنا مارتنز إلى حقيقة أن المستأجر لا يدفع ضرائب دخل أقل لسداد النفقات مسبقاً ، لأن المؤجر يشمل تكلفة هذه الضريبة التي يدفعها عند تخصيص إيرادات الأقساط (لتغطية ضريبة الدخل المتوقعة لدى المؤجر).

ولهذا السبب ، يخلص المؤلف ، إلى أن معدل تمويل الإيجار أعلى من معدل التمويل العادي. ويضيف المؤلف أن جدارة الإيجار التجاري تكمن في الإطار الزمني وفي نطاق الجزء الممول (100%) وليس في المزايا الضريبية التي لا وجود لها بالفعل.

¹ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. P 239-240

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ومع ذلك ، إذا لم يتم المستأجر بتسجيل عقد الإيجار بهذه الطريقة أى كمصرف رأسمالي، ينتهي به الأمر بالدفع لتمويل الضريبة التي تنقل كاهل المؤجر، في ظل غياب الإدخال العكسي لتأخير الضريبة الخاصة به، ما يكبده خسارة جبائية ومالية كبيرة.

يونغ وأوبيرن (2000) يخلان أيضاً تأثير التسجيل المحاسبي للإيجار كمصرف تشغيلي ويستنتجان أن هذه المعالجة تقلل من قيمة رأس المال المستثمر ، حيث أن التأخير هو في الواقع دين.

وعند إجراء التعديل ، فإن تقديرات الديون والأموال الخاص بتغيير، وبالتالي تؤدي إلى تغيير متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، وبالمثل ، فإن نتيجة الاستغلال تكون أقل من قيمتها الحقيقية ، باعتبار أن جزءاً من مدفوعات التأجير يشير إلى الفائدة التي يجب تصنيفها كمصرف مالي ، ولا تشكل نتيجة الاستغلال (كما يجب أيضاً طرح الوفرات الضريبية للفائدة من نتيجة الاستغلال)¹

لاحظ المؤلفون أن تأثيرات التعديلات مهمة فقط في الشركات التي لديها حجم كبير من عمليات الإيجار، ومع ذلك ، إذا أخذ المحللون في الاعتبار تخصيص السلعة المؤجرة كأصل ، وتحديد معدل اهتلاكه وفقاً لعمره الإنتاجي ، سيدركون أن هذا التغيير سيكون له تأثير كبير على تفسير الأداء ، وهذا يحفز تغيير في سلوك الرؤساء والمديرين².

ومن ثم ، وفقاً لفريزاتي (2003) ، ينبغي خصم مبلغ اهتلاك الإيجار من الدخل ، ومن الفترات السابقة ، وتسجيله في الميزانية العمومية ليشكل جزءاً من رأس المال المستثمر، يتم تخصيصه في المستقبل³.

1-4 التعديلات المتعلقة بالضريبة المؤجلة

يفيد هذا التعديل أن ضريبة الدخل المؤجلة المسجلة كدخل يتم تحديدها في شكل باقي ينتج من الفرق بين الأرصدة الأولية والنهائية للاستحقاقات والالتزامات الضريبية المؤجلة، وفي هذا الصدد ، يقترح فريزاتي (2003) Frezatti خصم المبلغ المخصص لضريبة الدخل المؤجلة من الدخل ورصده في الميزانية العمومية ضمن رأس المال المستثمر ، وهذا لتصحيح نتيجة الاستغلال وقاعدة الاستثمارات⁴.

كذلك فإن يونغ وأوبيرن يؤكدان أنه على الرغم من أن حساب الضرائب المؤجلة لا يؤثر على تدفق الخزينة في الفترة الحالية ، إلا أنه يمكن أن ينطوي على تكلفة اقتصادية كبيرة ، لأن تجاهل الالتزامات الضريبية المؤجلة يمكن أن يتسبب في التقييم المبالغ فيه وغير الصحيح لأداء الشركة⁵.

¹ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. PP 247,252

² Idem

³ Eduardo Kayo & others , "The Major Accounting Adjustments to Calculate EVA", op. cit. P 08.

⁴ Eduardo Kayo & others , op. cit. PP 09-10

⁵ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. P 219

1-5 التعديلات المتعلقة بالإهلاك :

يبدو أن الأساس المنطقي لتوزيع تكلفة الاستثمارات يرتبط مباشرة بالمزايا المستحقة ، أي صافي القيمة للمردود الذي تقدمه الاستثمارات في الفترات المحاسبية المختلفة.

ويقدم فيبيسافي (FIPECAFI) (1994)، ثلاث مزايا في استخدام طريقة الإهلاك المتناقص¹:

- * المزايا المالية: الحصص الأعلى للإهلاك في بداية العمر الإنتاجي تعني ضرائب أقل
- * الحد من مخاطر الخسارة: لأن تقدير العمر الإنتاجي عادة ما يكون محفوف بالمخاطر ، حيث عندما يتم شطب الأصل قبل نهاية الإهلاك ، يتم تسجيل باقي تكلفة الإهلاك كخسارة.
- * اتساق أكبر في التكاليف: عندما تكون البضائع جديدة ، تكون الحاجة إلى الصيانة والإصلاحات ضئيلة.
- ومع ذلك ، مع تقادم الأصل يكون هناك نمو في نفقات الصيانة والإصلاح ، يقابله انخفاض في حصص الإهلاك ، ما يؤدي إلى تكاليف عامة أكثر اتساقاً.

لكن يونغ وأوبيرن (2000) يرفضان استخدام طريقة الإهلاك المتناقص، لأنه وفقاً لهما ، إذا استخدمت الشركة طريقة تخفيض حصص الإهلاك ، فإن معدل العائد الاقتصادي يكون مشوهاً وليس صحيحاً ويضيفون أنه لكي يكون معدل العائد المحاسبي مساوياً لمعدل العائد الاقتصادي ، يجب تبنى طريقة صندوق الإطفاء ، التي تقدم حصص للإطفاء تنمو بالقدر الكافي للحفاظ على العائد على رأس المال المستثمر ثابتاً ومساوياً للعائد الاقتصادي طوال الوقت، ويخلصون إلى أن طريقة صندوق الإطفاء (التي تقدم حصصاً متزايدة من الإهلاك) لا يتم اعتمادها من قبل الشركات ، لأنها تقلل من النتيجة ، مما يثير صعوبات في تفسير تراجع الأداء طوال الفترة (على الرغم من حقيقة أن معدلات العائد على رأس المال المستثمر ظلت ثابتة) ، بحيث يؤدي هذا الوضع إلى عدم الرضا لدى المديرين ، خصوصاً إذا كان مرتبطاً بخطط المكافآت وفقاً للأداء الاقتصادي والمالي².

¹ Eduardo Kayo & others , op. cit. P 10

² YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. P 229

2- النوع الثاني من التعديلات: تطهير القيم التي ليس لها تأثير اقتصادي أو نقدي:

هي تلك التعديلات التي تطرح الحاجة إلى تطهير القيم التي لا تتطوي بالضرورة على تأثير اقتصادي أو نقدي.

يتم في هذه المجموعة تقييم آثار التعديلات على حركة المخزون وعلى مخصصات الضمان والحسابات المشكوك فيها والطوارئ.

1-2 التعديلات المتعلقة باعادة تقييم المخزون (LIFO / FIFO)

يلاحظ يونغ وأوبرن (2000) أن اعتماد طريقة LIFO يثير مشكلة في مؤشر إنشاء القيمة:

ففي الاقتصاد التضخمي ، يتم التقليل من قيمة المخزونات بشكل كبير ؛ وبالتالي ينطبق ذلك أيضًا على صافي الأصول ورأس المال المستثمر ؛

يؤكد الباحثان أن المنظمات التي تتبنى تعديل تقييم المخزون ، تقترح إضافة ما يسمى باحتياطي المخزون إلى تفاصيل وملاحظات بياناتها المالية ، حيث يحسب هذا الاحتياطي من خلال الفروق في قيم المخزون. يضاف هذا الاحتياطي إلى رأس المال المستثمر ، وتضاف التغيرات السنوية إلى نتيجة الإستغلال¹ .

ويؤكد يونغ (1999) أنه في الاقتصادات ذات معدلات التضخم المنخفضة ، فإن الجدوى من تعديل المخزون تقل إلى الحد الأدنى²

ويضيف فريزاتي Frezatti (2003) وضعًا آخر يكون فيه التعديل ضروريًا وهو عندما تقرر المنظمة تغيير معيار حركة المخزون (على سبيل المثال: من FIFO إلى التكلفة المتوسطة المرجحة) ، فهذا لا يسبب أي تأثير على التدفق النقدي ، ولكن يؤثر على الدخل³.

وفي هذه الحالة ، يقترح خصم قيمة الفرق الناتجة عن تغيير المعيار من الدخل ، ورصدها في الميزانية العمومية ضمن رأس المال المستثمر.

2-2 التعديلات المتعلقة بمخصصات الضمان والحسابات المشكوك فيها والطوارئ

يلاحظ FIPECAFI (1994) أن المخصصات تمثل سياسة صحية ، ولكن يمكن أن ينتج عنها تشوهات كبيرة من خلال الإفراط أو التقليل من قيمتها ، بشكل لا يتناسب مع المبادئ المحاسبية لما قد تعكسه من تشوه في البيانات المالية ودخل الشركة⁴.

يؤكد يونغ وأوبرن (2000) أن بعض مؤيدي EVA القيمة الاقتصادية المضافة لا يرون أن تكوين الاحتياطات يمثل سياسة موضوعية ، لأنه يمكن أن يكون بمثابة أداة تلاعب لإخفاء نتائج أداء المديرين ،

¹ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. P 229

² YOUNG, S. D. Some reflections on accounting adjustments and economic value added, op cit. P 11

³ Eduardo Kayo & others , op. cit. P 10

⁴ Idem. P 12

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

إلى جانب تأثيره على النتيجة الاقتصادية والتدفق النقدي. ومن هذا المنطلق يؤكدان على ضرورة إضافة المخصصات إلى نتيجة الإستغلال، وفي المقابل تتم إضافة المخصصات مع صافي التأثير الضريبي إلى رأس المال المستثمر في الميزانية العمومية¹

3- النوع الثالث من التعديلات: تحييد المكاسب والخسائر غير الاعتيادية

الهدف من تعديلات النوع 3 هو إزالة المكاسب والخسائر غير الاعتيادية ، أي بمجرد تحديدها ، يجب إزالتها من الدخل، بحيث أن مكسب او خسارة استثنائية او غير اعتيادية تحدث أثر بين على الدخل يجب أن يتم تطهيره من الدخل ، و ينبغي تقييمه وتخطيطه بشكل منفصل عن الدخل الاعتيادي.

وفقا ليونغ (1999) ، فإن المضي في هذا النهج بتحييد النتائج غير الاعتيادية يحقق ميزتان مهمتان².
أولاً : الحفاظ على رأس المال المستثمر في الميزانية العمومية الذي أصبح يمثل منبها ثابتا لالتزام المدير بالحصول على مكاسب كافية لإعادة جميع الأموال الرأسمالية المستخدمة.
ثانياً : عدم تمكين المدير من التكتم على الاعتراف بالخسائر وبالنتيجة عدم قدرته على تعديل البيانات التي تشكل أساس تحليل الأداء.

ويقدم يونغ وأوبرن (Young and O'Byrne, 2000) مقارنة مختلفة للموضوع ، وذلك باستخدام أعمال التنقيب عن النفط كمثال ، حيث يرى الباحثان أن العديد من المحاسبين يدافعون عن نهج إزالة الاستثمارات من الأصل إذا نتج عن بئر نفط حفرة جافة ، دون أي احتمالات لتوليد تدفق نقدي مستقبلي.
ومع ذلك ، وفقاً للباحثين ، إذا تم شطب تكاليف الآبار غير المنتجة كنفقات ، فسيبدو المشروع مربحاً للغاية ، أكثر بكثير مما هو عليه بالفعل ، حيث يقدم أرقاماً غير متناسقة في هذه الفترة، بحيث إذا تمت رسملة تكاليف الآبار الجافة وإطفاؤها على مدار فترة احتياطي النفط ، فسوف يحصل المرء على صورة أفضل لأداء المشروع، فوفقاً لهما فإن التأثير العملي لشطب الاستثمارات غير المنتجة والاحتفاظ بالاستثمارات الواعدة في ميزانية المنظمات ، لا يختلف عنه في شركات النفط التي تدخل تكاليف الآبار الجافة في دخولها³.

¹ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. P 225-226

² YOUNG, S. D. **Some reflections on accounting adjustments and economic value added**, op cit. P 4

³ YOUNG, S. D.; O'BYRNE, OP. CIT. 2000. PP 206,209

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

المطلب الثاني : قياس وتقدير القيمة الاقتصادية المضافة

لقد قامت شركة Stewart Stern بتحديد القيمة الاقتصادية المضافة على أنها الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT مطروح منه تكلفة رأس المال¹ ، وذلك وفق المعادلة التالية:
القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة التشغيلية بعد الضرائب - (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال X رأس المال المستثمر)

$$EVA = NOPAT - (WACC \times \text{Capital Invested})$$

حيث :

NOPAT : النتيجة التشغيلية بعد الضرائب

WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال القيمة

Invested Capital : رأس المال المستثمر

بحيث انه عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة فان العائد على رأس المال المستثمر يكون أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على توليد ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر حملة الأسهم تحقيق أداء يفوق توقعات السوق، وفي حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين فالعوائد المحققة لم تغطي تكلفة رأس المال المستثمر، وبالتالي تحقيق أداء في أدنى التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماما هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المدينين فقط²

وتقدير القيمة الاقتصادية المضافة يكون باتباع الخطوات التالية

1- تقدير صافي ربح العمليات بعد الضرائب NOPAT :

ولحساب صافي ربح العمليات بعد الضرائب NOPAT ، يجب تحديد الدخل التشغيلي والمعروف أيضاً باسم الربح التشغيلي، ويشار إلى الدخل التشغيلي أيضاً بالأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وهي تشمل إجمالي الأرباح ناقصاً مصروفات التشغيل والتي تتكون من مصروفات البيع، والمصروفات العامة والإدارية (مثل اللوازم المكتبية)، وصيغة NOPAT هي:
NOPAT = " الدخل التشغيلي (معدل الضريبة - 1) "

¹ - Nikhil Chandra Shil, **Performance Measures : An Application of Economic Value Added**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009, (p. 169- 177), p 171.

² Denglos Grégory , « Le modèle de création de valeur « EVA-MVA » Présentation, ajustements et reformulations, La Revue des Sciences de Gestion , 2005/3 n°213, (p. 43-60), P 44

2- تحديد رأس المال المستثمر:

ويعبر رأس المال المستثمر عن مجموع حقوق الملكية و الديون طويلة الأجل او مجموع الأصول ناقص الخصوم المتداولة

3- تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال WACC

لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تلجأ المؤسسة الى تقدير تكلفة كل عنصر من العناصر المشكلة لرأس المال المستثمر ثم يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لكل العناصر بحسب وزن كل عنصر في المزيج التمويلي طويل الأجل، وهذا كالاتي :

3-1 تقدير تكاليف الاستدانة

إن تكاليف الأموال المقترضة سواء كانت في شكل قروض تتعاقد عليها المؤسسة مع بنوك أو مؤسسات مالية أخرى بمعدل فائدة محدد، أو في شكل سندات تصدرها المؤسسة، تتمثل في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه هذه الأخيرة للمقرض، وحيث أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفرات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة، بعبارة أخرى يتمثل معدل الفائدة الفعلي والنهائي في معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفرات الضريبية¹

عند حساب تكلفة الإقتراض يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض والتكلفة الحقيقية وذلك كما يلي² :

أ. **التكلفة الظاهرة** : وهي عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة، وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية والقيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقروض المسدد في نهاية تاريخ الإستحقاق من جهة ثانية.

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{B}{(1+r)^t} + \frac{L}{(1+r)^n}$$

حيث :

C : مبلغ الإقتراض.

B : الفوائد الدورية خلال فترة الإقتراض.

L : المبلغ الأساسي للقروض والذي ينبغي تسديده في تاريخ الإستحقاق.

r : تكلفة الإقتراض قبل الضريبة، وهو معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، "الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص ص 334-335

² رضوان وليد العمار، "أساسيات الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 1997، ص ص 159، 160

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ب. **التكلفة الحقيقية** : وتعرف بأنها التكلفة التي تتحملها المؤسسة فعلا بعد الإستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك باعتبار أن القانون يعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسة لقاء الأموال المقترضة تكلفة وهي معفاة من الضرائب.

ولحساب التكلفة الفعلية او الحقيقية للقروض لابد من الفصل بين أقساط التسديد والفوائد لاستبعاد الوفورات الضريبية ، حيث تخصم قيمة الفائدة للسنة الاولى المتأتية من ضرب معدل الفائدة الاسمي في أصل القرض من قيمة دفعة السداد السنوية وهذا الفارق الذي يعبر عن قسط سداد القرض خارج الفائدة يخصم من أصل القرض والمتحصل عليه يمثل أصل القرض للسنة الموالية وهكذا تتكرر العملية حتى نهاية المدة ويصبح أصل القرض معدوم ، بعدها يتم حساب معدل الاستحداث الذي يساوى بين صافي متحصلات القرض والقيمة الحالية لأقساط تسديد القرض إضافة للمصاريف المالية المسددة بعد الضريبة و هي تعطى بالعلاقة التالية¹:

M : أصل القرض

RB : قسط القرض المسدد في نهاية السنة

FF : المصاريف المالية قبل الضريبة

Kd : تكلفة القرض بعد الضريبة

t : معدل الضريبة على الأرباح

في حالة تسديد أصل القرض بأقساط ثابتة المتمثلة في (قسط اهتلاك القرض+الفائدة) فإنه انطلاقا من العلاقة العامة السابقة يمكن تقدير تكلفة القرض بعد الضريبة من خلال العلاقة التالية:

$$Kd = Kd_1 (1-t)$$

حيث :

Kd₁ : تكلفة القرض قبل الضريبة

Kd : تكلفة القرض بعد الضريبة

t : معدل الضريبة على الأرباح

وسنتطرق بشيء من التفصيل لثلاث أنواع من تكاليف الإستدانة والمتمثلة في تكلفة القروض المتوسطة والطويلة الأجل وتكلفة السندات وتكلفة الإئتمان التجاري

¹ Gérard Charreaux, Finance d'entreprise , op cit, 2000, P 133.

3-1-1 تكلفة القروض المتوسطة والطويلة الأجل :

تقيم تكلفة القرض كما ذكرنا سابقا بمعدل الفائدة الفعلي للقرض بعد الضريبة أو ما يسمى بمعدل القيمة الحالية الصافية بعد الضريبة، ويتمثل هذا المعدل في معدل الخصم الذي يسمح بتساوي مبلغ القرض والقيمة الحالية للمبالغ المسددة وكذا المصاريف المالية بعد الضريبة¹.

- معدل الفائدة الفعلي:

يحسب معدل الفائدة الفعلي وفقا للعلاقة التالية:²

$$M = \sum_{T=1}^n \frac{RB_t + FF_t(1-T)}{(1+r)^t}$$

حيث أن: M: مبلغ القرض.

RB_t : المبلغ المسدد في السنة t.

FF_t : المصاريف المالية في السنة t.

r: معدل الفائدة الفعلي.

n: مدة القرض.

T: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

- تكوين جدول الإهلاك:

إن حساب تكلفة قرض متوسط أو طويل الأجل يتطلب تكوين جدول إهلاك تبين فيه المبالغ المسددة سنويا وكذا المصاريف المالية، وتختلف طريقة تكوين جدول الإهلاك حسب إختلاف طريقة التسديد، حيث نميز بين طريقتين: الطريقة الأولى تكون فيها الاهتلاكات ثابتة والطريقة الثانية تكون فيها الدفعات ثابتة.

وقبل التعرض لهاتين الطريقتين بالتفصيل نقوم بذكر خاصيتين أساسيتين مهما كانت طريقة التسديد:

- مجموع الإهلاكات يساوي مبلغ القرض.

- مجموع القيم الحالية للدفعات (الأقساط) يساوي مبلغ القرض وفقا للعلاقة التالية:³

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+i)^t}$$

¹ Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, op cit, p. 107.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص: 75.

³ Jean-Richard Sulzer, Sémyon Adéléké, **Finance à long terme**, 2^{ème} édition, Paris, 2001, p. 42.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

حيث أن:

$$A_t = RB_t + FF_t \text{ حيث } t \text{ قسط السنة } t$$

i : معدل الفائدة الاسمي السنوي.

n : مدة القرض.

M : مبلغ القرض.

3-1-1-1 قرض باهتلاكات سنوية ثابتة:

إذا كان لدينا قرض باهتلاكات سنوية ثابتة فإنه يمكن وضع العلاقة التالية:

$$A_{t+1} - A_t = (M/n) \cdot i$$

وبالتالي نقول أن الأقساط تشكل متتالية حسابية متناقصة أساسها $(M/n) \cdot i$ وهذا ما يعزى إلى كون المصاريف المالية كبيرة في بداية حياة القرض.

3-1-1-2 قرض بطريقة الدفعات (الأقساط) الثابتة:

تحسب الأقساط المتكونة من إهتلاكات القرض والفوائد وفقا للعلاقة التالية:¹

$$A = M \times \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}}$$

إذن في هذه الحالة تكون الأقساط ثابتة، أما الإهتلاكات فتشكل متتالية هندسية متزايدة أساسها $(1+i)$ حيث أن:

$$RB_{t+1} = RB_t \cdot (1 + i)$$

لقد افترضنا أن المصاريف المالية تتكون من الفائدة فقط، إلا أنه في الواقع العملي توجد مصاريف مالية أخرى تتمثل في مجموعة من المصاريف والعمولات المطلوبة من البنك مثل مصاريف تكوين ودراسة الملف وعمولة التعاقد والتنفيذ التي أصبحت تحسب ضمن معدل الفائدة الاسمي في أغلب المؤسسات المالية ولعل أهم المصاريف أو التكاليف التي توجد بالخصوص في القروض المتوسطة والطويلة الأجل هي تكلفة الضمانات التي يمكن أن تكون في شكل ضمانات حقيقية مثل الرهن العقاري، أو تقييم كنسبة مئوية من

¹ Jean-Richard Sulzer, Sémiyon Adiléké, op.cit., p. 44.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

المبلغ المقترض في السنة t_0 أو تكون في شكل عمولة ضمان يدفعها المقترض بنفسه أو عن طريق مؤسسة وسيطة متخصصة مثل Sofaris بفرنسا أو SRH بالجزائر، حيث تكون هذه العمولة كنسبة مئوية من قيمة القرض تدفع سنويا، وبالتالي تصبح قاعدة حساب معدل الفائدة الفعلي كآتي¹:

$$M - FD_0 - GAR_0 = \sum_{t=1}^n \left[\frac{(i+c)RD_{t-1}}{(1+r)^t} \right] + \sum_{t=1}^n \left[\frac{RB_t}{(1+r)^t} \right]$$

حيث أن:

M: مبلغ القرض.

FD₀: مصاريف تكوين ودراسة الملف مدفوعة في السنة t_0 .

GAR₀: تكلفة الضمانات الحقيقية في السنة t_0 .

i: معدل الفائدة الاسمي للقرض (%).

C: عمولة الضمان السنوية (%).

RB_t: المبالغ المسددة سنويا في السنة t .

RD_{t-1}: مبلغ القرض المتبقي في بداية السنة.

r: معدل التكلفة الفعلي السنوي للقرض.

2-1-3 تكلفة السندات :

في حالة عدم وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها و المسددة مساوية للقيمة الاسمية) ، وبافتراض غياب تكاليف الإصدار فإن تكلفة السند تكون مساوية لمعدل الفائدة الاسمي بعد الضرائب أي:

$$Kd = Kd_1(1-t)$$

حيث :

Kd : تكلفة القرض بعد الضريبة

Kd₁ : تكلفة القرض قبل الضريبة

t : معدل الضريبة على الأرباح

أما في حالة وجود علاوة التسديد فإن تكلفة الدين تتمثل في المعادلة التالية² :

$$Kd = \frac{(1-t) \left(R + \frac{1}{n(P_0 - I_0)} \right)}{\frac{1}{2}(P_0 + I_0)}$$

¹ Alain Galesne, le financement de l'entreprise, édition cerefia, Rennes, 1999, p.22.

² عبد العزيز سمير محمد، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 300

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

حيث :

Kd : تكلفة السند بعد الضريبة

R : معدل الفائدة على السند

Po : قيمة اصدار السند (القيمة المسددة)

Io : القيمة الإسمية للسند

t : معدل الضرائب

n : مدة القرض

3-1-3 تكلفة الائتمان الإيجارى :

الائتمان الإيجارى هو التزام تعاقدى بتأجير أجهزة أو عقارات من المؤجر المالك إلى المستأجر الذي يستخدمها لفترة معينة مقابل أقساط محددة، مع احتفاظ المستأجر بخيار الشراء في نهاية العقد.

وتتمثل تكلفة الائتمان الإيجارى في المعدل الذي تتساوى عنده قيمة الإستثمار الممول بالائتمان الإيجارى والقيم الحالية لأقساط الإيجار المضاف إليها الخسارة الضريبية الناتجة عن الإهلاكات، بالإضافة إلى القيمة المتبقية للأصل في حالة شرائه في نهاية عقد الائتمان وتعطى هذه التكلفة بالعلاقة التالية¹

$$V_o = \sum_{i=1}^n \frac{(1-t)L_i + A_i(t)}{(1+K_{cb})^i} + \frac{VR_n}{(1+K_{cb})^n}$$

حيث :

Vo : قيمة الاستثمار الممول بالائتمان الإيجارى

Li : قيمة الإيجار المدفوع في السنة **i**

Ai : مخصصات الإهلاك التي كان من الممكن تقييدها في السنة **i**

t : معدل الضريبة

Ai(t) : مقدار الخسارة في تخفيض الإهلاكات من الضرائب

VRn : قيمة إعادة شراء الأصل في السنة **n** أو القيمة المتبقية للأصل في نهاية العقد

Kcb : تكلفة التمويل الإيجارى، وهي معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة.

¹ Bellalah. M; Finance moderne d'entreprise, op cit,p 209.

2-3 تكاليف الأموال المملوكة :

لعل أكثر المسائل تعقيدا في تقدير تكلفة رأس المال يتمثل في تقدير تكاليف الاموال المملوكة وهذا بسبب عدم وجود الأسلوب المباشر التي يتم من خلاله تحديد معدل العائد المطلوب من قبل الملاك والذي يمثل بالنسبة لهم كلفة الفرصة البديلة للإستثمار، وتتشكل عناصر الأموال المملوكة من الأسهم العادية والممتازة وكذا من الاموال المحتجزة

1-2-3 تكلفة الأسهم العادية :

تعتبر تكلفة الأسهم العادية عن معدل العائد الذي يسعى حملة هذه الأسهم للحصول عليه والذي ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة¹، ويمكن تقدير تكلفة الأسهم العادية انطلاقا من عدة نماذج من أهمها نموذج خصم الأرباح الموزعة أو نموذج جوردون ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAMP ونموذج تسعير المراجعة :

1-1-2-3 نموذج خصم الأرباح الموزعة : The Dividend Discount Model

يعد نموذج خصم الأرباح الموزعة أو نموذج جوردون طريقة لتقييم التدفقات النقدية (مقسوم الأرباح) السنوية المتولدة عن السهم والتي تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي²،

ويعتبر هذا النموذج طريقة كمية لتقييم سعر سهم الشركة بناءً على افتراض أن السعر العادل الحالي للسهم يساوي مجموع جميع الأرباح المستقبلية للشركة مخصومة إلى قيمتها الحالية³. ويعبر عن هذا النموذج بالصيغة الآتية

$$P_0 = \left(\frac{D_0 \times (1 + g)}{rs - g} \right) = \left(\frac{D_1}{rs - g} \right)$$

حيث :

P_0 : القيمة الحالية للسهم

D_0 : اخر ربح موزع

D_1 : الربح المتوقع توزيعه للعام القادم

rs : معدل العائد المرغوب

g : معدل نمو الربح الموزع

¹ محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 282

² Brigham, F, Eugen and Gapenski, C, Louis, Intermediate, **Financial Management**, 5thed. The Dryden press, 1996. P 109

³ شوهده بتاريخ : <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dividend-discount-model/>, 2020/01/20 .

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

ومن خلال المعادلة تكون تكلفة الاسهم العادية المعبر عنها بمعدل العائد المطلوب كما يلي:

$$rS = \frac{D1}{P_o} + g$$

غير أنه عند طرح أسهم عادية جديدة لابد من خصم مصاريف الإصدار من السعر P_o من خلال المعادلة التالية¹ :

$$rS = \frac{D1}{P_o \times (1-F)} + g$$

حيث :

$D1$: الأرباح المتوقعة للسهم

P_o : القيمة السوقية للسهم

F : مصاريف الإصدار

g : معدل نمو الأرباح

3-2-1-2 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يرجع الفضل الأول في إستحداث هذا النموذج إلى (Harry Markowitz 1952, 1959) هاري ماركويتز والذي يعد أول من ناقش مفهومي العائد والمخاطرة المرتبطة بأصل مالي معين، حيث إقترح وسيلة لقياس المخاطرة تمثلت في الانحراف المعياري، بعدها طُورت الفكرة من قبل ويليام شارب (William Sharpe) (1954) والذي أوضح أن المستثمر بإمكانه الإقتراض بمعدل عائد يساوي معدل العائد الخالي من المخاطر، لتليها أعمال كل من (Lintner (1965), Mossin (1966), Fama (1968) وغيرهم حتى توصلوا في النهاية إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)²

¹ Scott Besley & Eugne F. Brigham, **Essentials of Managerial Finance**, □□th Edition, Thomson, Mason,OH, 2005. P 346

² Charle-Tapiero, "**Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods**", John Wiley & Sons, England, 2004. P. 63.

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

3-2-1-2-1 افتراضات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM:

يقوم هذا النموذج على مجموعة من الافتراضات تتمثل في ¹ :

- أن المستثمر يتجنب المخاطرة، حيث يعمل على تقييم المحافظ الاستثمارية البديلة على أساس متغيري العائد والمخاطرة.

- يمكن للمستثمر أن يقرض ويقترض على أساس معدل يساوي معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر ، بحيث يكون هذا المعدل متماثل لدى كل المستثمرين.

- أن تكون للمستثمرين توقعات متماثلة او متقاربة بشأن العوائد المتوقعة الحصول عليها، وكذلك بشأن الانحرافات المعيارية لها والتغاير.

- أن المعلومات تصل إلى كل المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة.

- أن الأصول المالية قابلة للتجزئة، ويمكن للمستثمر شراء أي كمية يريدتها من ورقة مالية معينة.

3-2-1-2-2 معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM :

تتمثل معادلة النموذج في العلاقة التالية ² :

$$r_s = R_f + [b \times (r_m - R_f)]$$

حيث :

r_s : تعبر عن معدل العائد المطلوب على الإستثمار

R_f : تعبر عن معدل العائد الخالي من المخاطرة

R_m : يعبر عن عائد محفظة السوق

b : المعامل بيتا ويعبر عن معامل المخاطر النظامية او مخاطر السوق

وتعبر العلاقة $[R_m - R_f] b$ عن علاوة المخاطرة حيث يقيس معامل بيتا درجة حساسية عائد الأصل المالي أو السهم لأي تغير في عائد السوق

ومنه فإن معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطرة.

3-2-1-2-3 مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

تتمثل مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما أشرنا في معدل العائد الخالي من المخاطر R_f وعلاوة

المخاطرة $b [R_m - R_f]$ ³

¹ Jean-Laurent Viviani, " Gestion de portefeuille", Dunod, 2ème édition, Paris. 2001. P. 166

² Louis C. Gapenski, " Healthcare finance: An Introduction to Accounting Financial Management", The Foundation of the American College of Healthcare Executives, 3rd edition, USA, 2005. P. 404.

³ قاسم نايف علوان، ابراهيم محمد الزعلوك، " أثر تغير العائد المتحقق على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM "، دراسة تطبيقية ، مجلة العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد5 ، سطيف، 2005 ، ص 9- 11

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

أ. **معدل العائد الخالي من المخاطر R_f** : إن مفهوم الاستثمار الخالي من المخاطر وفقا لتحليل Markowitz هو أن المستثمر الذي يشتري استثمارا في بداية الفترة يعلم بشكل مؤكد مقدار التدفق النقدي الذي سيحصل عليه في نهاية الفترة الزمنية المحددة للاستثمار¹ ويمثل العائد الخالي من المخاطر R_f بالنسبة للمستثمر مقدار العائد الذي يعوضه عن حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال للاستثمار، وهو يعبر عن العائد الذي تحققه الأوراق المالية التي تصدرها الدولة (سندات الخزينة) والتي لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة، حيث يعتبر عائد هذه الأوراق المالية عائدا مؤكدا، ذلك أن إصدارها يتم من طرف جهات لها قدرة عالية على السداد كما أنها لا تتأثر بمخاطر التضخم من حيث أنها تتضمن نسبة معينة تأخذ فيها بالاعتبار التغيرات المستقبلية للقوة الشرائية للنقود

ب. **علاوة المخاطرة $[R_m - R_f]$** : هي ذلك الجزء من العائد المطلوب زيادته على العائد الخالي من المخاطر، ويرجع ذلك إلى المخاطر النظامية وخاصة إلى جزئها الذي يعرف بعلاوة السوق $[R_m - R_f]$ و التي تعرف بأنها العائد الإضافي المتوقع نتيجة إحتفاظ المستثمر بمحفظة السوق ، أما المعامل b فيعبر من خلاله عن المخاطر النظامية

ويعتبر عائد محفظة السوق R_m و معامل المخاطرة بيتا b أهم معلمتين في حساب علاوة المخاطرة فعائد محفظة السوق R_m يتم تقديره بحساب المتوسط الحسابي لعوائد الأصول المالية المتداولة في السوق المالي :

أما معامل المخاطرة بيتا b فهو كما أشرنا يقيس درجة حساسية عائد الأصل المالي الى التغير في عائد السوق ويتم تقديره بالعلاقة التالية :

حيث :

$COV(R_s, R_M)$: يعبر عن التباين المشترك بين عائد الورقة المالية وعائد محفظة السوق

$VAR(R_M)$: يعبر عن تباين محفظة السوق

¹ منير ابراهيم الهندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 140

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

إن الأسهم تختلف من حيث المخاطرة، وبالتالي في قيمة معامل بيتا ، فإذا كان $B < 1$ ، فهذا يعني أن المخاطر التي يتعرض لها عائد الورقة المالية تفوق المخاطر التي يتعرض لها عائد محفظة السوق، وأن حركة عائد الورقة المالية في نفس اتجاه عائد محفظة السوق، سواء كان ذلك صعوداً أو هبوطاً ، والعكس إذا كان $B > 1$ ، أما إذا كانت $B = 1$ فهذا يعني أن عائد الورقة يتغير بنفس درجة تغير عائد محفظة السوق ويتم قياس بيتا من خلال برنامج الاكسل بقسمة التباين المشترك لعوائد السوق وعوائد السهم على تباين عوائد السوق او عن طريق دالة الميل الاحصائية لعوائد السهم وعوائد السوق

3-1-2-3 نموذج تسعير المراجعة

على الرغم من أهمية نموذج (CAPM) في تقدير عائد السهم، إلا أنه تعرض للعديد من الإنتقادات أهمها أنه يعتبر أن المخاطر النظامية التي تقاس بمعامل B هي وحدها دالة العائد المتوقع أن يتولد عن ورقة مالية ، هذا في الوقت الذي يسود فيه الإعتقاد بأن العائد المتوقع هو محصلة لتأثير العديد من العوامل وليس لعامل واحد فقط، من بين تلك العوامل المقترحة نجد السيولة، الضرائب، نسبة السعر إلى الربحية، حجم الإصدار، طبيعة الصناعة وحتى توقيت إبرام صفقات البيع والشراء¹

نتيجة هذه الإنتقادات ظهرت نماذج العوامل التي يمكن أن تشتمل على أي عدد من المتغيرات (العوامل) التي تؤثر على عائد الورقة المالية كنماذج العوامل المتعددة والنموذج القطاعي²

ويعتبر نموذج تسعير المراجعة أو نظرية تسعير المراجعة من أهم هذه النماذج والذي قدمه (Ross 1977) وأهم ما ميز هذا النموذج عن بقية النماذج أنه إضافة الى مجموعة العوامل التي يتضمنها والتي تؤثر على عائد الورقة المالية فهو يركز على ضرورة التوازن في العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة على العائد وذلك بالعلاقة التالية :

$$re = b_0 + b_1F_1 + b_2 F_2 + b_3 F_3 + \dots + b_i F_i + \dots + b_n F_n.$$

حيث :

Re : تعبر عن معدل العائد المطلوب

Fi : العامل او المتغير المؤثر في العائد المطلوب

Bi : معامل حساسية عائد الورقة المالية للعامل Fi

ويقوم نموذج تسعير المراجعة على قانون السعر الواحد الذي يقضي بأن تسعير عائد الورقة المالية يتوقف على ما تتعرض له من عوامل، وإذا تعرضت ورقتين لذات العوامل أي ذات المخاطر، فلا بد أن يحققا نفس

¹ منير ابراهيم الهندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، مرجع سابق، ص 489 .

² المرجع نفسه، ص 513 .

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

العائد، وإلا تدخل المراجعون حتى تختفي المراجعة المربحة بين الورقتين، ويصبح عائد الورقة مساويا للعائد على الإستثمار الخالي من المخاطر اضافة إلى مكافأة عن المخاطر المصاحبة للعوامل المؤثرة على الورقة المالية¹

3-2-2 تكلفة الأسهم الممتازة :

كما سبقت الإشارة في مزايا الأسهم الممتازة أنها تقع حسب طبيعتها بين القروض والأسهم العادية، فهي تشبه القروض في أنها تحمل التزاما ثابتا من جانب المؤسسة للقيام بمدفوعات منتظمة في فترات معروفة (الكوبون)، كما أنه في حالة التصفية يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على مستحقاتهم، وتختلف الأسهم الممتازة عن القروض في أن فشل المؤسسة في القيام بتوزيعات على المساهمين لا يترتب عليه إفلاسها، وعلى هذا الأساس فإن الأسهم الممتازة تتميز بدرجة خطورة أعلى من الأسهم العادية، ولكن أقل من السندات، والعكس يكون صحيحا بالنسبة للمستثمرين، حيث تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية وأكثر خطورة من السندات² ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية³:

$$Kp = \frac{Dp}{Po}$$

حيث :

Kp : معدل العائد المطلوب (تكلفة الأسهم الممتازة)

Dp : الربح الموزع للسهم الممتاز

Po : سعر بيع السهم الممتاز

وفي حالة وجود مصاريف لإصدار جديد للأسهم الممتازة يتم خصمها من قيمة السهم الممتاز كالتالي :

$$Kp = \frac{Dp}{Po \times (1-F)}$$

حيث F تعبر عن مصاريف إصدار السهم الممتاز

3-2-3 تكلفة الأرباح المحتجزة :

كما سبق الإشارة اليه تعبر تكلفة الأرباح المحتجزة عن معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء احتجاز جزء من أرباحهم⁴ ، فهو يعبر عن تكلفة التضحية بفرص الاستثمار البديلة. فهي تعبر عن تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال المحتجزة لأنه لو لم يتم حجزها لوزعت على المساهمين الذين بدورهم سيقومون باستثمارها في أفضل البدائل، إذا المؤسسة بحجزها هذه الأرباح أضاعت على

¹ منير ابراهيم الهندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، مرجع سابق، ص489 .

² محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد، "الإدارة المالية :مدخل القيمة واتخاذ القرار"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002 ، ص 480

³ عبد الستار الصباح وسعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط3 ، 2007 ، ص 226

⁴ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط 2 ، 2006 ، ص 412

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة، لذلك فإن تكلفتها ستكون مساوية للإيراد المفقود والذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم لو قام باستثمار هذه الأرباح فيما إذا وزعت، ومن المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقاربة لتكلفة السهم لأنه لو أُتيحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيع هذه الأسهم، لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة تكلفة الأسهم العادية من خلال العلاقة التالية:

$$K = \frac{D}{P_0} + g$$

حيث :

K : تكلفة الأرباح المحتجزة

D : الأرباح المتوقعة للسهم

P₀ : القيمة السوقية للسهم

g : معدل نمو الأرباح الموزعة.

بعد احتساب كلفة كل عنصر من العناصر المشكلة لرأس المال، تلجأ المؤسسة الى تقدير المتوسط المرجح او الموزون لهذه العناصر أخذا في الاعتبار للأهمية أو الوزن النسبي لكل عنصر من عناصر المزيج التمويلي، ويتم تقدير هذا المتوسط إما على أساس الأوزان التاريخية (الفعلية) لعناصر هيكل رأس المال او على أساس الأوزان المستهدفة لكل عنصر أو على أساس الأوزان المتاحة والمراد استخدامها لتمويل الاقتراح او المشروع الاستثماري محل البحث، ويختلف تقدير هذا المتوسط المرجح وفقا للمدخل أو الأساس الذي يتم اعتماده، ولكل مدخل من المداخل الثلاث مزاياه وعيوبه رغم أن الشائع في الاستخدام هو مدخل الأوزان التاريخية (الفعلية)¹

يتم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال العلاقة التالية² :

$$WACC = \sum_{t=1}^n CPt \cdot Kt$$

حيث :

WACC : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

CPt : وزن مصدر التمويل (معامل الترجيح) والذي يساوي نسبة قيمة المصدر التمويلي الى القيمة الكلية

للأموال المستخدمة

Kt : تكلفة مصدر التمويل

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2008، ص 512-513، بتصرف
² منير ابراهيم الهندي، "الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، منشأة المعارف، الطبعة الاولى، الإسكندرية، 1999، ص 131

الفصل الثاني : الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة

وبالنسبة للمؤسسات التي تجمل المزيج التمويلي لاستثماراتها في الأموال الخاصة والأموال المقترضة ، تتم صياغة معادلة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال كالاتي¹:

$$WACC = k \frac{S}{D+S} + r \frac{D}{D+S}$$

حيث :

k : تكلفة الأموال الخاصة .

r : سعر الفائدة على الديون بعد الضريبة) تكلفة القروض

S : قيمة الأموال الخاصة .

D : قيمة الأموال المقترضة .

ويتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة عادة على أساس القيم السوقية وليس على أساس القيم الدفترية وذلك لسببين² :

أن تكلفة عناصر المزيج التمويلي تحسب في الأساس على أساس القيم السوقية

أن الترحيح الترحيح يعكس التمويل الحالي وليس المستقبلي

¹ pierre conso , farouk Hémici, "l'entreprise en 20 leçons: stratégie, gestion, fonctionnement", Dunod, 3 éme édition, paris, 2003, p 53

² عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية:مدخل إتخاذ القرارات"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية،1990، ص 379

خلاصة الفصل

حضي مدخل القيمة الإقتصادية باهتمام كبير لدى العديد من الباحثين والاقتصاديين حيث أثبتت العديد من الدراسات أن القيمة الإقتصادية المضافة لديها قدرة تفسيرية للقيمة السوقية المضافة اكبر مقارنة بالقدرة التفسيرية للمقاييس المحاسبية التقليدية مثل : ربحية السهم الواحد EPS ، العائد على حقوق الملكية ROE ، و العائد على الإستثمار ROI وبالرغم مما أثبتته بعض الدراسات من عدم تفوق هذا المؤشر كأنجع مقياس للأداء المالي الا أن الكثير من الدراسات أكدت أن له أهمية بالغة من حيث كونه معيار يسهم في الوقوف على مدى الحفاظ على ثروة المساهمين وعدم هدرها كما يعتبر مقياس جيد للأداء المالي ولنظام الحوافز والتعويضات ووسيلة فعالة للتقليل من مشكلة الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم ومعيار للمفاضلة بين البدائل التمويلية والاستثمارية المتاحة أو المتوقعة.

توطئة الفصل

تعد بورصة الجزائر من أضعف اسواق المال العربية والإقليمية سواء من حيث حجم التداول او من حيث عدد الشركات المدرجة إلا أن تسليط الضوء على نشاط هذا السوق في الدراسات الأكاديمية يعتبر ضرورة وحتمية لتقييم الواقع الإقتصادي الجزائري وكمدخل لدراستنا القياسية هذه ارتأينا ان نسلط الضوء من خلال هذا الفصل على عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر من خلال ثلاث مباحث، نحاول في المبحث الأول إعطاء لمحة تعريفية عن بورصة الجزائر وعن كيفية الادراج فيها وشروطه ومزاياه مبرزين أهم المتدخلين فيها، ويخصص المبحث الثاني كإطار تعريفي بعينة الشركات المدرجة في البورصة بينما يخصص المبحث الثالث لتحليل القيمة الإقتصادية المضافة لعينة الشركات المدرجة في البورصة كنتاج لمتغيري تكلفة رأس المال وصافي ربح العمليات بعد الضريبة وكذا اجراء تقييم مقارن لتطور معدلى صافي ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة إلى رأس المال المستثمر.

المبحث الأول: لمحة حول بورصة الجزائر

نحاول في هذا المبحث تقديم اطلالة تعريفية عن بورصة الجزائر موعن كيفية الادراج فيها وشروطه ومزاياه
مميزين أهم المتدخلين فيها

المطلب الاول : بورصة الجزائر

نتناول في هذا المطلب لمحة تعريفية عن بورصة الجزائر من خلال التعريف بشركة تسيير البورصة ومجلس
الإدارة ولجنة التداول والهيكل التنظيمي¹

1- شركة تسيير بورصة القيم

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم ، المعروفة اختصاراً SGBV ، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997 وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها.

وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. CNEP Banque

شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحة. CNMA

البنك الخاص: يونيون بنك UB

1-1- المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

بنك التنمية المحلية (BDL)

البنك الخارجي الجزائري (BEA)

بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR)

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

القرض الشعبي الجزائري (CPA)

البنك الوطني الجزائري (BNA)

بنك الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP)

BNP PARISBAS El Djazair

Société Générale Algérie

Tell Markets

البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie

السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria

1-2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة

- التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت اشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)

2- مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم

يتكون مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من ممثلين عن البنوك الستة المساهمين الوسطاء في

عمليات البورصة، وهم :

- رئيس قائم بالإدارة ممثل عن المساهم البنك الوطني الجزائري BNA

- عضو قائم بالإدارة ممثل مثل المساهم البنك الخارجي الجزائري BEA

- عضو قائم بالإدارة ممثل عن المساهم الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط -بنك CNEP BANQUE

- عضو قائم بالإدارة ممثل عن المساهم القرض الشعبي الجزائري CPA

- عضو قائم بالإدارة ممثل عن المساهم بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR

- عضو قائم بالإدارة ممثل عن المساهم بنك التنمية المحلية BDL.

بالإضافة الى المدير العام للبورصة

3- لجنة التداول

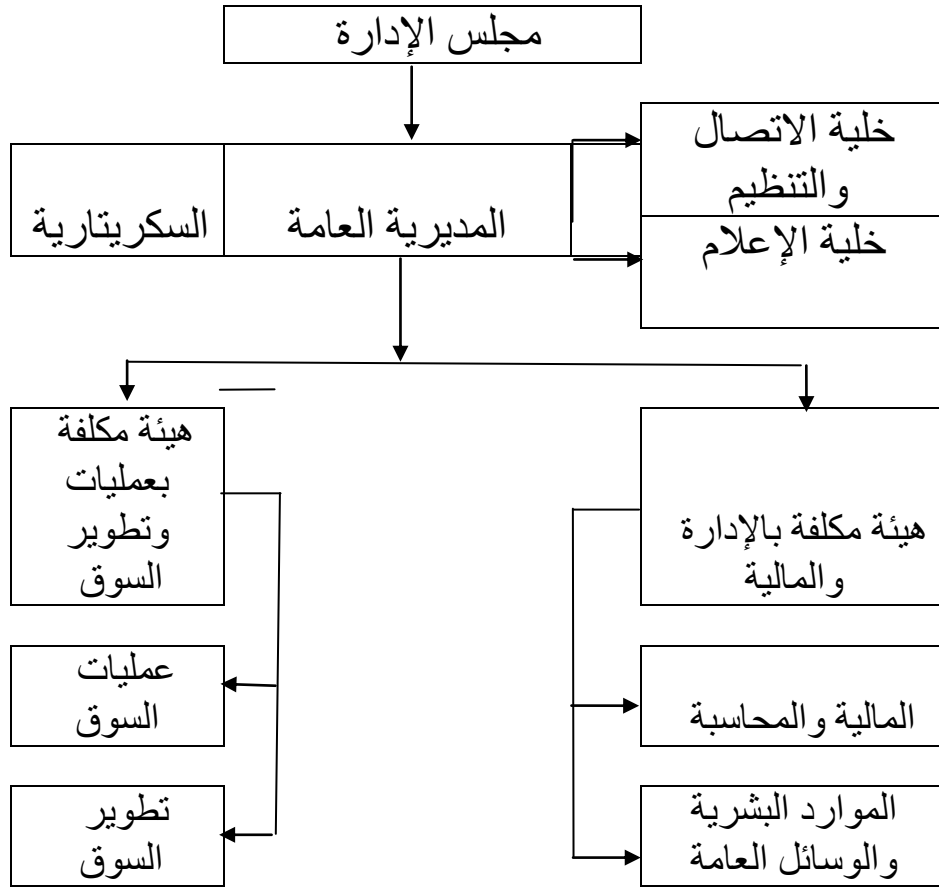
تم تنصيب لجنة التداول المنصوص عليها في المادة 15 من قرار شركة تسيير بورصة القيم المنقولة رقم SGBV/02/ 98 المتضمن قواعد تسيير حصص التداول، ابتداءً من حصة التداول المنعقدة في يوم 16 أبريل 2001.

وشكّلت لجنة التداول وفقاً للقرار رقم (1) لمجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة المنعقد بتاريخ 19 مارس 2001.

وتضم هذه اللجنة ثلاثة أعضاء على الأقل أو عدد فردي من الأعضاء يعينهم مجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم المنقولة. ويتم اختيارهم من بين الوسطاء في عمليات البورصة، وأعضاء من الشركة وكذا العاملين فيها، وهو يحملون صفة "مسؤولي قاعة التداول". ويجوز تعيين ممثلين اثنين في اللجنة من نفس البنك الوسيط في عمليات البورصة، ولكن هذا البنك الوسيط لن يكون له الحق إلا في صوت واحد. ويمكن للمشرف التابع للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بناء على طلبه، أن يشارك بصفة مراقب في اجتماعات اللجنة.

وتسيّر لجنة التفاوض، بالتعاون مع مسؤولي قاعة التداول لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، حصص التداول في البورصة وسلوك الوسطاء في عمليات البورصة القائمين بالتداول في البورصة، وكل الأشخاص الآخرين المرتبطين بهم كموظفين أو من خلال عقد.

4- الهيكل التنظيمي للبروصة : يمكن تفصيل الهيكل التنظيمي لبورصة الجزائر في التمثيل أدناه



المطلب الثاني : الإدراج في البورصة

نحاول في هذا المطلب بيان شروط القبول في السوق الرسمي وسوق السندات وسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالإضافة الى إبراز مزايا و كفاءات الإدراج في البورصة وبيان ما تتطوي عملية الإدراج من مراحل ومصاريف وامتيازات جبائية¹

1- شروط القبول : تختلف شروط القبول في بورصة الجزائر باختلاف طبيعة سوق التداول

1-1- شروط القبول في السوق الرسمي

- يجب أن تكون الشركة منظمة قانونياً على شكل شركة ذات أسهم (SPA)
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار (5000000 دينار جزائري)
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول
- أن تقدم تقريراً تقييمياً لأصولها يُعدّه عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة
- أن تكون قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول، ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة
- وإن لم يوجد ذلك، فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سندات في البورصة
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات
- الطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال بما يمثل 20٪ على الأقل من رأس مال الشركة، في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

- ينبغي أن توزع سندات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام على مائة وخمسين (150) مساهماً كحد أدنى، في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.

1-2- شروط القبول في سوق السندات

تعتبر سندات الاستحقاق و السندات القابلة للتحويل الى سندات رأسمال و السندات المساهمة أو أي وصل آخر يخول الحق في سندات رأس المال كسندات دين.

و يشترط في سندات الدين التي هي محل طلب قبول بالتداول في البورصة أن يكون سعر تداولها مساوياً على الأقل لخمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) و ذلك يوم الإدراج ويستثنى من هذا الشرط سندات الخزينة التي تقبل بقوة القانون.

1-3- سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعاً ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و عادة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أُدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميّزت بتخفيفها، فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم، وينبغي لها أن تعين، لمدة خمس (05) سنوات، مستشاراً مرافقاً يسمى "مراقب البورصة"

- تفتح رأسمالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج في البورصة.

- تطرح للاكتتاب العام سندات رأس المال التابعة لها، بحيث تُوزَّع على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج

- تنشر كشوفها المالية المصدّقة للعامين الماضيين، ما لم تعفها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من هذا الشرط. وأما شروط الأرباح والحد الأدنى لرأس المال فليست مفروضة على الشركة التي تطلب الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك دون الإخلال بأحكام القانون التجاري المتعلقة بالشركات ذات الأسهم التي تقوم باللجوء العلني إلى الادخار، و لا تنطبق هذه الشروط على الشركة التي تكون قيد الإنشاء من خلال عملية اللجوء العلني إلى الادخار.

2- مزايا الإدراج في بورصة الجزائر

يمنح إدراج المؤسسة في البورصة العديد من المزايا أهمها : :

- رفع رأس المال و تعزيز الأموال الخاصة

- مهما كانت طبيعة طموحات الشركة، مثل إطلاق مشاريع تنموية كبرى (إنشاء فرع لها، أو شراء مؤسسة أو زيادة و تحسين قدرتها الإنتاجية وتخفيض ديونها... الخ فإن البورصة تشكل في هذا الشأن مصدر

- تمويل بديل ولا ينضب

- تنوع مصادر التمويل
- يجب على الشركة تنوع مصادرها للتمويل بفضل البورصة التي تتيح لها الفرصة لذلك من خلال المجموعة الواسعة من المنتجات التي تقدمها للمستثمرين مع حماية المساهمين الأصليين للشركة. وبالتالي، يمكن للشركة، ما إن يتم إدراجها في البورصة، من التزود في السوق بالأموال الخاصة والأموال المقترضة التي تحتاجها
- توسيع نطاق المساهمين
- تسهل عملية الإدراج في البورصة دخول مساهمين جدد قد تحتاجهم الشركة خلال سعيها لتطوير أعمالها. وهي تسمح أيضاً بالخروج من رأس مال الشركة حتى ولو لم يستطع المساهمون الآخرون أو لم يرغبوا في شراء أسهمهم.
- تعزيز الشهرة
- تسمح عملية إدراج الشركة في البورصة بتعزيز سمعتها و شهرتها وتعزيز مصداقيتها لدى شركائها على المستويين الوطني والدولي.
- بالإضافة إلى الفوائد المباشرة للإدراج في البورصة، تتيح هذه العملية عدة إمكانيات، نذكر منها
- تامين الموارد البشرية: فالشركة التي تدرج في البورصة تخصص، بشكل عام، جزءاً من العملية لموظفيها وتمنحهم الفرصة ليصبحوا من المساهمين فيها. وهذا النظام التحفيزي يسمح بتعبئة وتحفيز الموارد البشرية.
- تحقيق استدامة الشركات ومراقبتها الاحتياطية
- تسهل عملية الإدراج في البورصة أيضاً استدامة الشركة، ولا سيما في حالة الشركات العائلية لأنها تتجنب أي انقسام أو حل بعد رحيل أو وفاة أحد المساهمين الكبار. كما تضمن المراقبة الاحتياطية للشركة من خلال - توزيع حصة من رأس المال أو اللجوء إلى استخدام المنتجات المالية المناسبة.
- تغيير في نظام " حوكمة الشركات "
- تفرض عملية الإدراج في البورصة الحد الأدنى من الموثوقية والشفافية في حسابات الشركة. وتتطوي على نحو أوسع، على جهد للتواصل المالي الموجه نحو المستثمرين الخارجيين الفعليين أو المحتملين، وهذا ما يؤدي إلى إنشاء نظام " حوكمة للشركات " من أجل تحقيق الرقابة الداخلية والاحترافية للهيئات الإدارية والتسييرية.

3- عملية الإدراج في البورصة :

نوضح فيما يلي كل ما يتعلق بعملية الإدراج من خلال تفصيل مراحل الإدراج والمصاريف المتعلقة بعملية الإدراج وكذا الإمتيازات الجبائية لعملية الإدراج

3-1 : مراحل الإدراج

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي:
مرحلة ما قبل الإدراج مرحلة الإدراج مرحلة ما بعد الإدراج.

3-1-1-1-3- مرحلة ما قبل الإدراج:

هذه هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج في البورصة والخطوة الأولى التي يجب أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله، قبل عملية الإدراج، وتتضمن المراحل التالية:

3-1-1-1-3- القرار بإجراء العملية

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخولة بإصدار قرار القيام بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة أو مجلس الإدارة الجماعية إلاّ الصلاحيات التي تمكنهما من تفعيل هذه العملية.

3-1-1-2- الإعداد القانوني للشركة والأسهم:

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأنّ الشركة كثيراً ما تُلزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

3-1-1-3- تقييم الشركة:

يجب على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضواً في هذه الأخيرة. ويُعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

3-1-1-4- إختيار الوسيط في عمليات البورصة المرافق أو مرقى البورصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

ينبغي على الشركة أن تختار لها وسيطاً في عمليات البورصة قائداً للفريق، وتمثّل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر جميع مراحل عملية الإدخال، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق مع الوسطاء في عمليات البورصة الآخرين من أجل تحسين فرص توظيف السندات، فيشكلون معاً

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

نقابة التوظيف التي تتيح انتشاراً أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية. وأما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فينبغي لها أن تقوم بتعيين مستشار مرافق يدعى مرقى البورصة، وذلك لمدة خمس (05) سنوات، بحيث يكف بمساعدتها في إصدار سنداتها والإعداد لعملية القبول وضمان إيفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يخص الإفصاح عن المعلومات.

3-1-1-5- إعداد مشروع المذكرة الإعلامية :

يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)

3-1-1-6- إيداع ملف طلب القبول :

كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أبريل 1998 والمتعلقة بقبول القيم المنقولة للتداول في البورصة، يجب أن يحتوي ملف طلب القبول على:

- طلب القبول

- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرّحت بالإصدار

- مشروع المذكرة الإعلامية

- مشروع الدليل

- معلومات عامة عن الجهة المصدرة

- معلومات عن التمويل

- معلومات اقتصادية ومالية

- الوثائق القانونية

- تقرير تقييمي لعملية إصدار الأسهم.

كما يجب على الشركة تقديم مشروع "مذكرة إعلامية" لدى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني...)

3-1-1-7- تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

تملك لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أجل شهرين اثنين (02) لدراسة الملف، وبناء عليه تمنح أو ترفض منح التأشيرة

3-1-1-8- الانضمام إلى المؤتمر المركزي

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

3-1-1-9- حملة التسويق:

سعيًا لإنجاح عملية توظيف السندات، تقوم الجهة المصدرة بإطلاق حملة تسويقية من خلال وسائل الإعلام المختلفة (الإذاعة والتلفزيون والصحف ...) وتوزيع الدلائل والمذكرات الإعلامية عبر كامل شبكة نقابة التوظيف.

3-1-1-10- بيع السندات

يتم البيع عموماً من خلال الشبكة المصرفية. إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدى البنوك الأعضاء في نقابة التوظيف، من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

3-1-1-11- كشف النتائج

في حال استيفاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتُنشر نتائج العملية للجمهور. وإذا حدث العكس، فيتم رفض إدراج السند في التسعيرة.

3-1-1-12- تسوية العملية

يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة (3) أيام من أيام العمل ابتداءً من تاريخ كشف النتائج.

3-1-2- مرحلة الإدراج:

وهذه هي المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن (قرار القبول) من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها للقيام بدخولها الفعلي للبورصة.

تُنشر شركة تسيير بورصة القيم إعلاناً في النشرة الرسمية للتسعيرة ويوضح تاريخ حصة التسعير الأولى للسند وسعر إدخال السند.

كما تُنشر شركة تسيير بورصة القيم نتائج حصة التسعيرة الأولى للجمهور في النشرة الرسمية للتسعيرة

3-1-3- مرحلة ما بعد الإدراج:

مرحلة ما بعد الإدراج تأتي مباشرة بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة وتغييراته في السوق وتتميز بما يلي :

3-1-3-1- عقد السيولة

يُسمح للشركات، من أجل ضبط أسعار الأسهم، بشراء أسهمها الخاصة بموجب عقد السيولة. ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرتها.

3-1-3-2- نشر المعلومات

ما إن يتمّ تسعير السند في البورصة حتّى تُصبح الجهة المصدرة مُلزّمة بإبلاغ الجمهور بأيّ تغيير أو حدث هام من شأنه التأثير بشكل كبير على سعر السندات. كما يتعين على الجهة المصدرة أيضاً إبلاغ الجمهور بتقارير التسيير والكشوف المالية السنوية والفصلية، وكذا إيداعها على مستوى كل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وشركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي.

3-2-3- مصاريف الإدراج في البورصة

تنطوي عملية الإدراج في البورصة على مصاريف يتغير مبلغها تبعاً ل:

-حجم العملية

-أسلوب الإدراج في البورصة والسوق المختارة

-حجم الجهد المبذول في الاتصالات المالية.

وهي تشمل:

-الرسوم المدفوعة للمتدخلين في البورصة وهم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وشركة تسيير بورصة

القيم المنقولة والمؤتمن المركزي والوسيط في عمليات البورصة قائد الفريق

-عمولات وأتعاب المرافقة والتوظيف والاستشارات المالية والقانونية،

-مصاريف الإشهار والاتصال

ويمكن تلخيصها في يلي :

3-2-3-1- مصاريف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

تُقدّر الرسوم المدفوعة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ب 0.075% من مبلغ الإصدار أو من

العرض العلني، على أن لا تتجاوز خمسة (5) ملايين دينار جزائري.

3-2-3-2- مصاريف شركة تسيير بورصة القيم القبول في البورصة

تقدّر نسبة العمولة التي تتقاضاها شركة تسيير بورصة القيم ب 0.05% من المبلغ الاسمي المقبول. ولا

يجوز أن يتعدى مبلغ هذه العمولة 2500000 دينار جزائري.

3-2-3-3- مصاريف تسجيل السند في التسعيرة

•التسجيل الأولي.....400000 دينار جزائري

- التسجيل الإضافي.....100000 دينار جزائري
- استبدال وتعديل.....100000 دينار جزائري

3-2-4- مصاريف البقاء في التسعيرة

- بالنسبة للأسهم 200000 دينار جزائري
- بالنسبة للسندات 30000 دينار جزائري

3-2-5- مصاريف تنظيم العرض العلني للشراء

- الجزء الثابت: 1000000 دينار جزائري
- الجزء المتغير: 100000 دينار جزائري لكل حصة متكوّنة من 1000 أمر تتم معالجته.

3-2-6- مصاريف الإنضمام للمؤتمن المركزي على السندات

تقدّر نسبة مصاريف الإنضمام إلى المؤتمن المركزي على السندات بـ 0.01% من رأس المال الاجتماعي، ويكون الحد الأدنى للأموال المحصّلة هو 20000 دينار جزائري والحد الأقصى هو 200000 دينار جزائري.

هذا إضافة إلى مصاريف أخرى تتعلق بالخدمات التي يقدمها الوسيط في عمليات البورصة المرافق والبنوك الأخرى التي تشكّل نقابة التوظيف (لجنة التوظيف).

3-3- الامتيازات الجبائية للإدراج في البورصة

وفقاً للقانون رقم 09 - 09 المؤرخ في 13 محرم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2010

المادة 32 «: تعفى من الضريبة على الدخل الإجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات الحواصل وفوائض القيمة الناتجة عن التنازل عن الأسهم والأوراق الماثلة المحققة في إطار عملية الدخول للبورصة. تعفى من حقوق التسجيل العمليات المتعلقة بالدخول للبورصة» .

وفقاً للقانون رقم 13 - 08 المؤرخ في 27 سفر عام 1435 الموافق 30 ديسمبر سنة 2013 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2014

المادة «: 66 تستفيد الشركات التي تسعر أسهمها العادية في البورصة من تخفيض على الضريبة على أرباح الشركات يساوي معدل فتح رأسمالها في البورصة لمدة خمس (5) سنوات ، وذلك ابتداء من أول يناير سنة 2014».

وفقاً للقانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014 المتضمّن قانون المالية لسنة: 2015

المادة 73:

" تعدل أحكام المادة 63 من القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة المعدلة بموجب المادة 67 من القانون رقم 13-08 المؤرخ في 30 ديسمبر سنة 2013 و المتضمن قانون المالية لسنة 2014 وتحرر كما يأتي :

المادة 63 :

تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات، نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخرينة المسعرة في البورصة لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2013.....(بدون تغيير حتى) في القيم المنقولة.

تعفى من الضريبة على الدخل الاجمالي أو الضريبة على أرباح الشركات نواتج و فوائض القيمة الناتجة عن عمليات التنازل عن الالتزامات والسندات الماثلة والأوراق الماثلة للخرينة المسعرة في البورصة أو المتداولة في سوق منظمة لأجل أدنى يقدر بخمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات والصادرة خلال فترة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير سنة 2013 (بدون تغيير حتى) هذه المرحلة

المطلب الثالث : المتدخلون في السوق

نتطرق في هذا المطلب إلى أهم المتدخلون أو الفاعلين الأساسيين والتي تتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات الاكتتاب في البورصة والمؤتمن المركزي والوسطاء الماليين¹.

1- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

1-1- الدور:

تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على:

-حماية المستثمرين في القيم المنقولة

-السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

1-2- التشكيل:

-تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،

- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

1-3- السلطات: حُوت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية، وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

1-3-1- السلطة التنظيمية:

تصدر هذه السلطة اللوائح التنظيمية المتعلقة ب:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العنفي للادخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلا عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها
- شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة
- القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات
- تسيير محفظة القيم المنقولة.

وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.

1-3-2- سلطة المراقبة والإشراف:

تعمل هذه السلطة على ضمان :

- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق
- قيام الشركات باللجوء العنفي للادخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها
- السير الحسن للسوق.

1-3-3- السلطة التأديبية والتحكيمية:

تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل. وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم. وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة مثل :

- النزاعات بين الوسطاء في عمليات البورصة
- النزاعات بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة(SGBV)
- النزاعات بين الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم
- النزاعات بين الوسطاء في عمليات البورصة و الجهات المصدرة

2- المؤتمر المركزي :

تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين

- مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين

- إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدِرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...)

- الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية: (ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية)

- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

كما يساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق...)

3- الوسطاء في عمليات البورصة :

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة ، وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد، ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة فيلائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 الصادرة بتاريخ 3 جويلية 1996 ، بحيث يُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة، ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً تسعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El وSociété Générale Algérie وشركة خاصة Tell Markets

3-1- مهام الوطاء

يُكلف الوطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي

رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة
- التداول في السوق لحساب زبائنهم
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه
- كما أنه قد تم توسيع نشاط الوطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين

المبحث الثاني : الشركات المدرجة في بورصة الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر من أضعف البورصات العربية والعالمية من حيث عدد الشركات المدرجة وسنحاول في هذا المبحث التعرف على هذه الشركات بشيء من التفصيل.

المطلب الاول : المجمع الصناعي صيدال

نتعرف في هذا المطلب على المجمع الصناعي صيدال من حيث التأسيس والمواصفات

I- تقديم :

تأسست الصيدلانية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلانية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين (في سنة 1971 ثم 1975) وحدتي "بيوتيك (BIOTIC) و"فارمال (PHARMAL)" وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلانية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم. ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم. وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة. في فبراير 1999: قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20 ٪ من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. في سبتمبر 1999 : وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية . (وقدر مبلغ الإدراج ب 800 دينار جزائري)

II- المواصفات :

- الاسم: المجمع الصناعي صيدال
- المُنشئ: القابضة العامة للكيمياء والصيدلة
- رأس المال الإجتماعي: 2.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 10000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

- الكمية المعروضة: 2000000 سهم تمثل 20% من رأس المال الاجتماعي.
- سعر العرض: 800 دينار جزائري
- فترة العرض: من 15 فبراير 1999 إلى 15 مارس 1999
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: المؤسسة المالية العامة Sogefi
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: المؤسسة المالية العامة Sogefi ، الراشد المالي، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop و شركة توظيف القيم المنقولة. SPDM¹

المطلب الثاني: أوم انفست

نتعرف في هذا المطلب على شركة أوم انفست من حيث التأسيس والمواصفات

I- تقديم :

أوم انفست هي شركة مساهمة متخصصة في دراسة وتطوير واستغلال المشاريع السياحية في محطات المياه المعدنية، تشارك مع المراكز الدولية الأخرى للتنمية في تطوير الدراسات لبناء الوجهات السياحية الراقية ولتطوير قطاع السياحة عموما في الجزائر.

أنشئت في عام 2011 ، مع الحافز وتصميم على المشاركة في تطوير قطاع السياحة ، وقد شرعت مجموعة أوم انفست ابتداء من عام 2013 بتحول استراتيجي من خلال فتح رأس مالها في صندوق ولاية معسكر لتقوم بتنفيذ أول مشروع لها من سلسلة فنادق المجموعة من منتجع بوحنيفة الصحي بولاية معسكر ، تحت اسم "فندق ثيرمال أكوا سيرينس ."

في عام 2016 ، قامت شركة أوم انفست SPA بتطوير واعتماد خطة التنمية الاستراتيجية متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات وتوقعات الخطة الرئيسية للتنمية السياحية حسب خطتها الإستراتيجية بحلول عام 2030 ستكون هذه المؤسسة الأولى في سلسلة من المؤسسات ذات الخدمات المماثلة ، من خلال جميع منشآت العلاج بالمياه المعدنية في البلاد.

I- المواصفات :

رمز الترميم ISIN: DZ0000010060

الترميز في البورصة، AOM

فئة الأسهم: أسهم عادية .

إجراءات الإدراج: الإجراء العادي .

السعر المرجعي : 297 دج .

عتبة صفقات الحجم: 5 ملايين دينار .

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

سوق الإدراج: السوق الشركات الصغيرة و المتوسطة .
طريقة الإدراج: بالنتيبت .

مركي البورصة RMG Consulting Algeria¹

المطلب الثالث : مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

نتعرف في هذا المطلب على مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي من حيث التأسيس والمواصفات
- تقديم :

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 مايو 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH) المرسوم رقم 83-226 المؤرخ في 2 ابريل 1983. وعُدّ الفندق ، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه. لكن، وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20 ٪ من رأس مالها للاكتتاب العام.

وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثّل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20 ٪ من رأس المال الاجتماعي. في 14 فبراير 2000 : وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية. (وقدّر مبلغ الإدراج ب 400 دينار جزائري)

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

II- المواصفات :

-الاسم: مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي

-المُنشئ: المؤسسة القابضة العامة للخدمات

-رأس المال الاجتماعي: 1.500.000.000 دينار جزائري أو ما يعادل 6000000 سهم بقيمة اسمية قدرها 250 دينار جزائري.

-الكمية المعروضة: 1200000 سهم تمثل 20% من رأس المال

-سعر العرض: 400 دينار جزائري

-فترة العرض: من 15 يونيو 1999 إلى 15 يوليو 1999

-الوسيط في عمليات البورصة المرافق: الراشد المالي

-الوسطاء في عمليات البورصة المكلفون بجمع أوامر الشراء: الراشد المالي، المؤسسة المالية العامة

Sogefi، المؤسسة المالية للإرشاد والتوظيف Soficop وشركة توظيف القيم المنقولة SPDM¹

المطلب الرابع : أليانس للتأمينات

نتعرف في هذا المطلب على مؤسسة إليانس للتأمينات من حيث التأسيس والمواصفات

I- تقديم

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في يوليو 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. وتم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للاذخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 30/10/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين. في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصبّ مبلغ العرض على 31 % من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011 : بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ <http://www.sgbv.dz/ar> :نوفمبر. (2020) .

II- المواصفات :

- الاسم: أليانس للتأمينات
- رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري، موزعة على 5804511 سهم بقيمة اسمية قدرها 380 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال.
- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري
- فترة الاكتتاب: من 2 نوفمبر 2010 إلى 1 ديسمبر 2010.
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق: القرض الشعبي الجزائري (CPA)
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر¹

¹ أطلع عليه في موقع SGBV بورصة الجزائر/ar/http://www.sgbv.dz: http://www.sgbv.dz/ (2020). نوفمبر.

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

المبحث الثالث : تحليل القيمة الاقتصادية المضافة لعينة الشركات المدرجة في بورصة الجزائر
نحاول في هذا المبحث لقاء الضوء على النتائج المتحصل عليها والمتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة المقدره خلال الفترة من 2010 الى 2019 ومدى ارتباطها بالعائد على رأس المال المستثمر للشركات محل الدراسة

المطلب الأول : تحليل القيمة الاقتصادية كنتاج لمتغيري تكلفة رأس المال وصافي ربح العمليات بعد الضريبة

اعتماد على بيانات وقيم التقارير والقوائم المالية لعينة الشركات محل الدراسة المستقاة من موقع بورصة الجزائر تمكنا من الحصول على النتائج التالية :

أولا : نتائج شركة اليانس للفترة من 2010 الى 2019 (القيم بالمليون دينار جزائري)
شهدت شركة اليانس تطورا ملحوظا من حيث رأس المال المستثمر والنتائج السنوية في الفترة من 2010 الى 2019 ، وهو ما يمكن توضيحه في يلي :

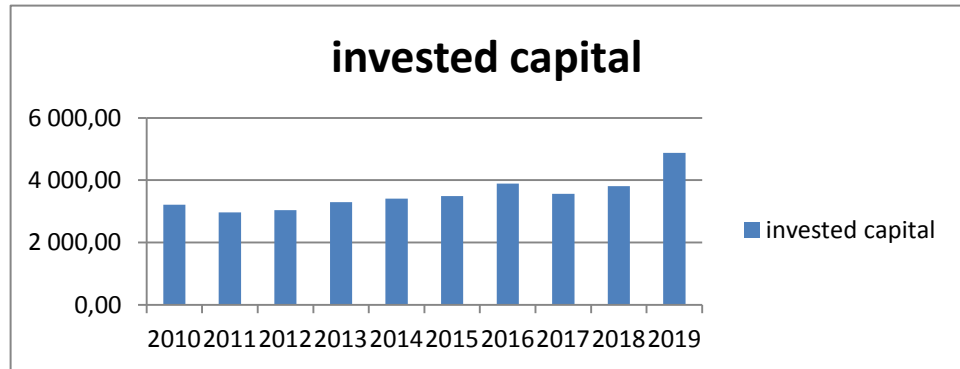
جدول رقم 01 : قيم رأس المال المستثمر لشركة اليانس خلال فترة الدراسة

YEAR	invested capital
2010	3 214,51
2011	2 966,42
2012	3 040,23
2013	3 297,57
2014	3 403,62
2015	3 489,16
2016	3 887,37
2017	3 561,28
2018	3 812,65
2019	4 879,38

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 01 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 09 : تطور رأس المال المستثمر لشركة اليانس خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

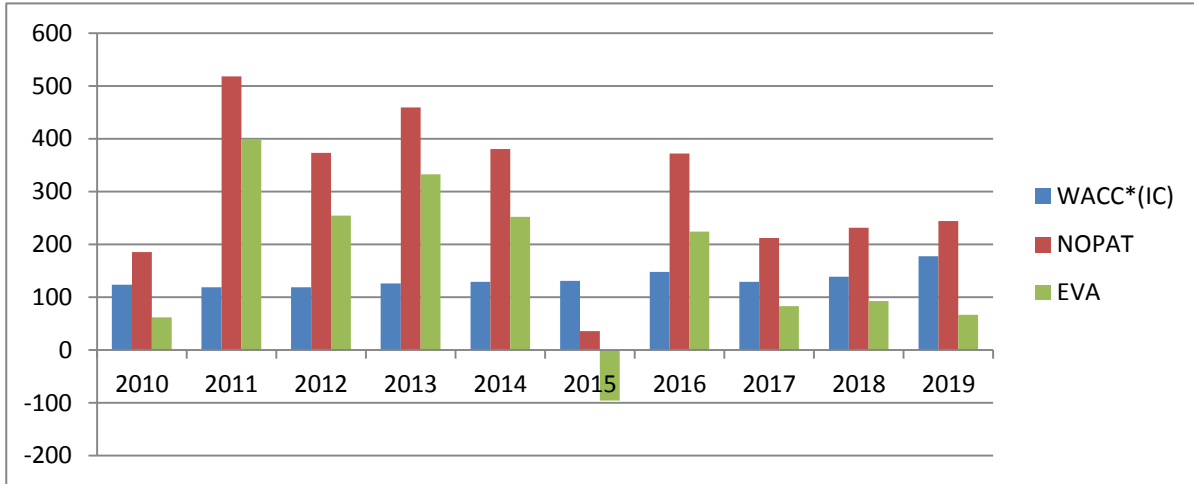
جدول رقم 02 : نتائج شركة اليانس خلال فترة الدراسة من 2010 الى 2019

YEAR	WACC*(IC)	NOPAT	EVA
2010	123,63	185,45	61,82
2011	118,56	518,00	399,44
2012	118,73	373,43	254,71
2013	126,04	458,91	332,87
2014	128,80	380,56	251,77
2015	130,89	35,51	- 95,38
2016	147,72	372,18	224,46
2017	129,05	212,22	83,17
2018	138,81	231,44	92,63
2019	177,48	244,32	66,84

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 02 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 10 : نتائج شركة اليانس في الفترة من 2010 الى 2019



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

يلاحظ من خلال الجداول والأشكال البيانية أعلاه أن شركة اليانس حققت نتائج جيدة في معظم فترات الدراسة سواء ما تعلق بمعدل صافي ربح العمليات بعد الضريبة وكذا مستوى القيمة الاقتصادية المضافة ما عدا سنة 2019 حيث أنه رغم تحسن نتيجة صافي ربح العمليات بعد الضريبة مقارنة بسنة 2018 إلا أن القيمة الاقتصادية المضافة كانت متدنية مقارنة بنفس السنة وهو ما يفسر بضعف فعالية الزيادة في رأس المال المستثمر الملاحظة في هذه السنة بحيث كانت تكلفة هذه الزيادة تفوق العائد المتوقع منها وتبقي سنة 2015 تمثل الاستثناء حيث رغم أن الشركة حققت نتيجة ايجابية في صافي ربح العمليات بعد الضريبة ولو

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

بمستوى متدنى مقارنة بالسنوات السابقة الا أنها حققت قيمة اقتصادية مضافة سالبة وهذا يعزى الا ضعف في العمليات أكثر منه الى تكلفة رأس المال المستثمر، وذلك لأن الشركة في هذه السنة حافظت على مستوى تكلفة رأس المال متقارب مقارنة بالسنوات السابقة الا أنها سجلت نتيجة متدنية وضعيفة في صافي ربح العمليات بعد الضريبة مقارنة بالسنة السابقة 2014 ، ومن هنا تتجلى أهمية اعتماد الشركة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كأداة لقياس الأداء المالي والوقوف عند فعالية ونجاعة أى زيادة أو تخفيض لرأس المال المستثمر في توليد أرباح اضافية. فمثلا في سنة 2011 خصصت الشركة أدنى مستوى من رأس المال المستثمر مقارنة بباقي الفترات وتمكنت رغم ذلك من تحقيق أحسن نتيجة في صافي ربح العمليات بعد الضريبة وكذا في القيمة الاقتصادية المضافة ، وفي نفس الإطار تمكنت الشركة من خلال الزيادة في رأس المال المستثمر في سنتى 2013 و 2016 من تحسين مستوى صافي ربح العمليات بعد الضريبة ومستوى القيمة الاقتصادية المضافة.

ثانيا : شركة الأوراسي للفندقة : نتائج شركة فندق الأوراسي للفترة من 2010 الى 2019 (القيم بالمليون دينار جزائري)

شهدت شركة الأوراسي هي كذلك تطورا ملحوظا سواء من حيث رأس المال المشثمر أو من حيث النتائج السنوية في الفترة من 2010 الى 2019 ، وهو ما يمكن توضيحه في يلي :

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

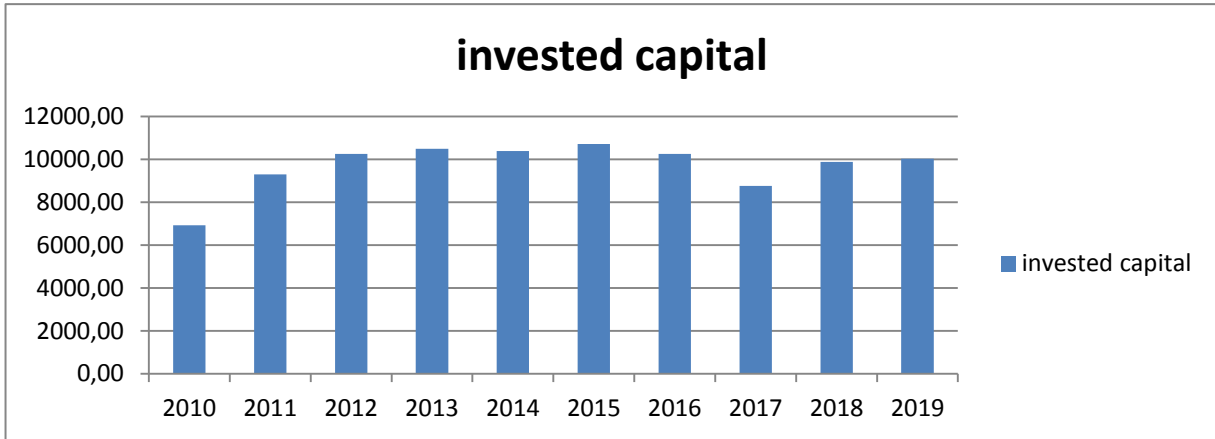
جدول رقم 03 : قيم رأس المال المستثمر لشركة الأوراسي خلال فترة الدراسة

YEAR	invested capital
2010	6918,40
2011	9297,03
2012	10252,82
2013	10486,50
2014	10386,41
2015	10717,87
2016	10247,53
2017	8757,83
2018	9883,43
2019	10028,73

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 03 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 11 : قيم رأس المال المستثمر لشركة الأوراسي خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

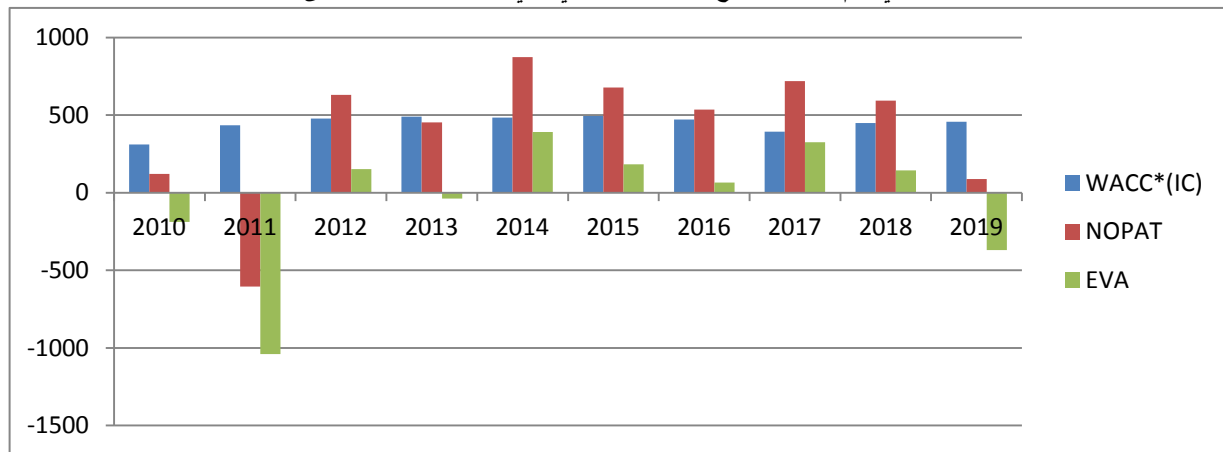
جدول رقم 04 : نتائج شركة الأوراسي للفترة من 2010 الى 2019

YEAR	WACC*(IC)	NOPAT	EVA
2010	309,98	121,35	-188,63
2011	435,26	-604,26	-1039,52
2012	478,20	629,22	151,02
2013	490,53	452,58	-37,95
2014	483,46	874,25	390,79
2015	493,95	676,51	182,57
2016	470,45	535,70	65,25
2017	392,16	717,70	325,55
2018	448,98	593,37	144,39
2019	457,21	87,03	-370,18

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 04 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 12 : نتائج شركة الأوراسي في الفترة من 2010 الى 2019



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

يلاحظ من خلال الجداول والأشكال البيانية أعلاه أن شركة الأوراسي للفندقة حققت نتائج جيدة في معظم فترات الدراسة وبالأخص في سنوات 2012، 2014، 2015، 2016، 2017، و 2018 سواء تعلق الأمر بمعدل صافي ربح العمليات بعد الضريبة أو بمستوى القيمة الاقتصادية المضافة وحققت الشركة نتائج إيجابية متدنية في صافي ربح العمليات بعد الضريبة في سنوات 2010، 2013، و 2019 يقابلها نتائج سلبية في القيمة الاقتصادية المضافة لنفس السنوات ومثلت سنة 2011 استثناء حيث حققت الشركة نتيجة سلبية في صافي ربح العمليات بعد الضريبة ونتيجة سلبية كذلك وبمستوى أكبر في القيمة الاقتصادية المضافة، ويلاحظ ان الشركة حافظت على مستوى تكلفة رأس المال متقارب خلال سنوات الدراسة ومنه فإن النتائج السلبية أو المتدنية المحققة في صافي ربح العمليات وكذا النتائج السلبية المحققة في القيمة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

الاقتصادية المضافة يمكن القول أنها تعزى لضعف في الأداء العملياتي أكثر منه إلى التكاليف المترتبة على رأس المال المستثمر وهو ما يحتم على الشركة ضرورة الوقوف عند نقاط الضعف والقصور في جانب الأداء العملياتي.

ثالثا : شركة صيدال

نتائج شركة صيدال للفترة من 2010 الى 2019 (القيم بالمليون دينار جزائري)

شهدت شركة الأوراسي هي كذلك تطورا ملحوظا سواء من حيث رأس المال المستثمر أو من حيث النتائج السنوية في الفترة من 2010 الى 2019 ، وهو ما يمكن توضيحه في يلي :

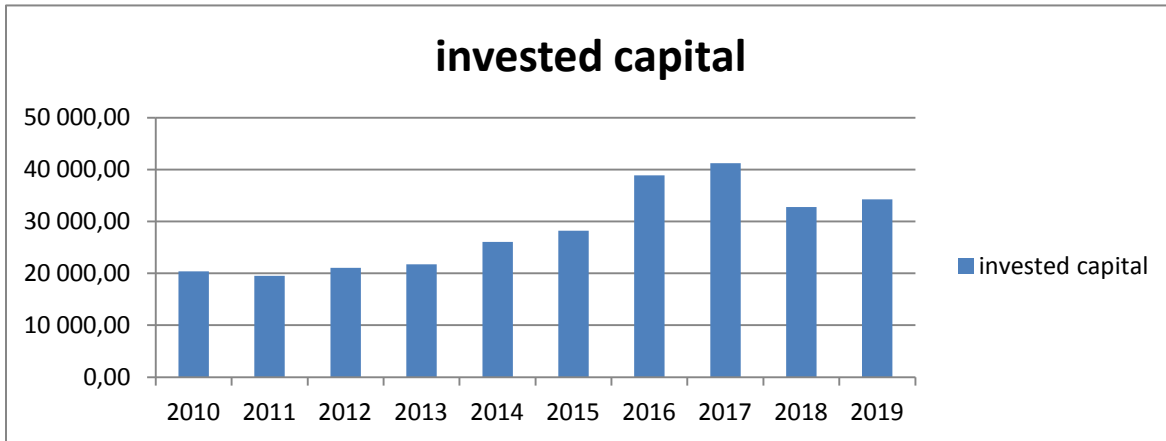
جدول رقم 05 : قيم رأس المال المستثمر لشركة صيدال خلال فترة الدراسة

YEAR	invested capital
2010	20 406,03
2011	19 537,28
2012	21 087,91
2013	21 756,64
2014	26 079,39
2015	28 239,75
2016	38 861,24
2017	41 250,23
2018	32 767,73
2019	34 240,99

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 05 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 13 : قيم رأس المال المستثمر لشركة صيدال خلال فترة الدراسة



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

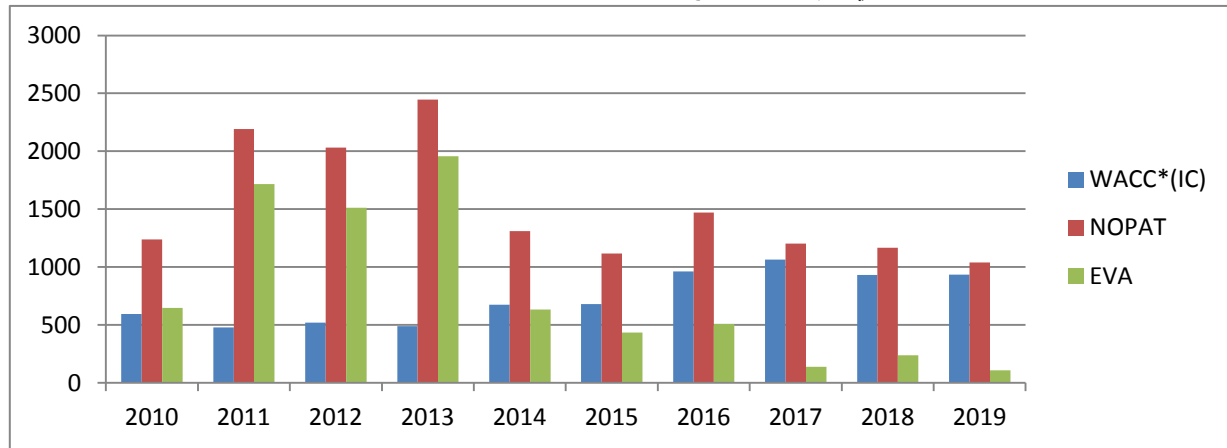
الجدول رقم 06 : نتائج شركة صيدال للفترة من 2010 الى 2019

YEAR	WACC*(IC)	NOPAT	EVA
2010	593,60	1 239,07	645,46
2011	477,39	2 192,44	1 715,04
2012	520,49	2 032,28	1 511,79
2013	488,94	2 445,96	1 957,02
2014	674,96	1 308,92	633,96
2015	680,17	1 115,10	434,93
2016	961,00	1 470,05	509,05
2017	1 063,74	1 201,39	137,65
2018	930,51	1 166,67	236,16
2019	933,37	1 039,95	106,57

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركة ونتائج الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 06 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 14 : نتائج شركة صيدال للفترة من 2010 الى 2019



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

يلاحظ من خلال الجداول والأشكال البيانية أعلاه أن شركة صيدال حققت نتائج جيدة بدرجات متفاوتة خلال الفترة من 2010 الى 2019 حيث سجلت نتائج ممتازة في الفترة من 2010 الى 2013 ثم بدأت النتائج في التراجع وهو ما تزامن مع الإرتفاع في رأس المال المستثمر ما يوحي بعدم جدارة و فعالية هذه الزيادة في رأس المال المستثمر في توليد أرباح إضافية بحيث فاقت التكلفة المترتبة عنها الأرباح التشغيلية الصافية المتولدة عنها وهو ما يحتم على الشركة ضرورة مراجعة سياسيتها الاستثمارية والوقوف عند أوجه الضعف والقصور في الأداء العملياتي لتحسين فعالية رأس المال المخصص للإستثمار في توليد قيمة اقتصادية مضافة أكبر تزيد من قيمة الشركة وتعزز قدرتها التنافسية بشكل أكبر.

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

المطلب الثاني : تقييم مقارن لتطور معدلى صافى ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة إلى رأس المال المستثمر

نحاول من خلال هذا المطلب اجراء تقييم مقارن لتطور معدلى صافى ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة إلى رأس المال المستثمر

أولا : تطور نسب صافى ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر (العائد على رأس المال المستثمر ROIC)

يوضح الجدول والتمثيل البياني أدناه القيم المتحصل عليها لنسب صافى ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر ROIC لعينة الشركات محل الدراسة

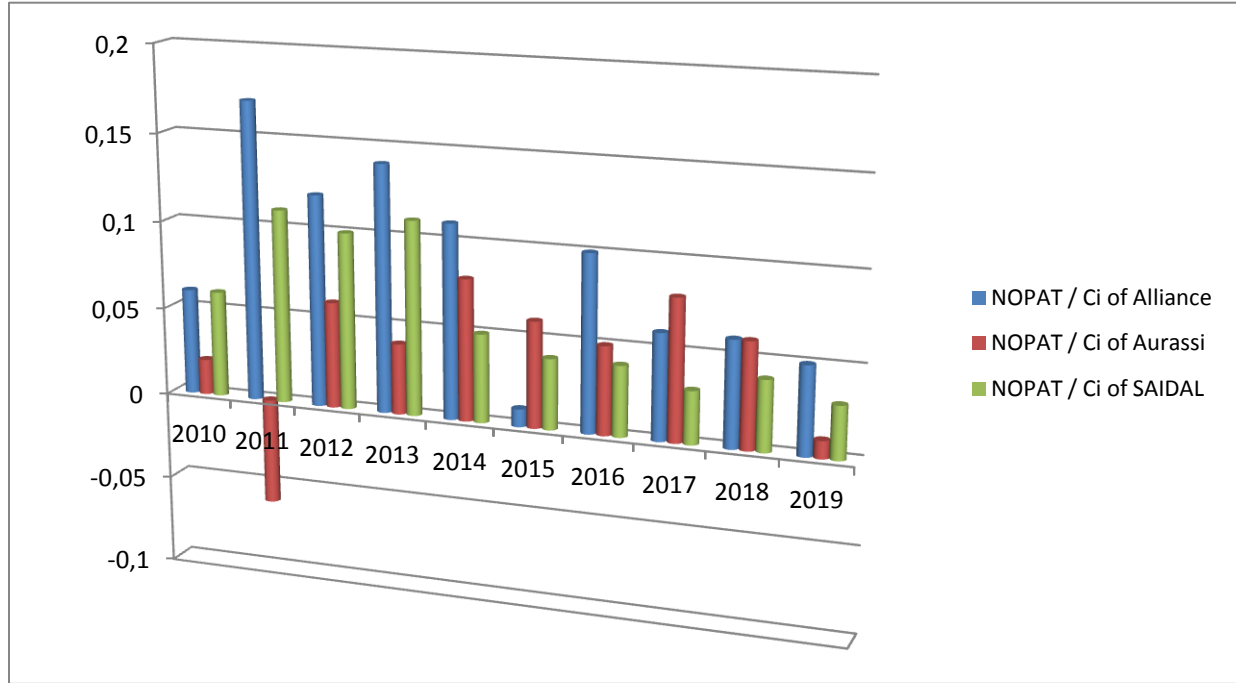
جدول رقم 07 : قيم نسب صافى ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات محل الدراسة

YEAR	NOPAT / Ci of Alliance	NOPAT / Ci of Aurassi	NOPAT / Ci of SAIDAL
2010	0,06	0,02	0,06
2011	0,17	-0,06	0,11
2012	0,12	0,06	0,10
2013	0,14	0,04	0,11
2014	0,11	0,08	0,05
2015	0,01	0,06	0,04
2016	0,10	0,05	0,04
2017	0,06	0,08	0,03
2018	0,06	0,06	0,04
2019	0,05	0,01	0,03

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 07 أعلاه في الشكل البياني التالي :
 التمثيل البياني رقم 15 : نسب صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر (العائد على رأس المال المستثمر ROIC)
 لعينة الشركات محل الدراسة



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

يلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أن :

شركة اليانس تفوقت على شركتي الاوراسي وصيدال في معظم الفترات في مستوى صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر او العائد على رأس المال المستثمر ROIC وذلك في السنوات 2010، 2011، 2012، 2013، 2014، 2016، و 2019، أما في سنة 2017 فحققت مستوى ROIC يقل عن مستوى شركة الاوراسي ويفوق مستوى شركة صيدال، وفي سنة 2018 سجلت مستوى ROIC يساوي مستوى شركة الأوراسي ويفوق مستوى شركة صيدال وكانت 2015 السنة الوحيدة التي سجلت فيها المؤسسة المستوى الأضعف مقارنة بشركتي الاوراسي وصيدال،

أما شركة الأوراسي فتفوقت في مستوى ROIC على شركتي اليانس وصيدال في سنتي 2015 و 2017 وكذا في سنة 2018 بمستوى يتساوى مع شركة اليانس وسجلت مستوى أقل من شركة اليانس ويفوق شركة صيدال في سنتي 2014 و 2016 وسجلت المستوى الأضعف في باقي السنوات مع معدل سلبي في سنة 2011،

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

في حين أن شركة صيدال سجلت مستوى ROIC أقل من مستوى شركة اليانس ويفوق مستوى شركة الاوراسي في سنوات 2010، 2011، 2012، 2013، 2015، و 2019 ، كما سجلت المستوى الأضعف من حيث مستوى ROIC في باقي السنوات.

وبلاحظ من خلال النتائج المتحصل عليها التفوق الواضح لشركة اليانس في مستوى نسبة صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر (العائد على رأس المال المستثمر ROIC) ، وهو ما يبرز الفعالية والنجاعة النسبية للسياسة الاستثمارية والتشغيلية لديها مقارنة مع شركتي الاوراسي وصيدال.

ثانيا : تطور نسب القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر (EVAOIC)

يوضح الجدول والتمثيل البياني أدناه القيم المتحصل عليها لنسب القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر (EVAOIC) لعينة الشركات محل الدراسة

جدول رقم 08 : قيم نسب القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات محل الدراسة

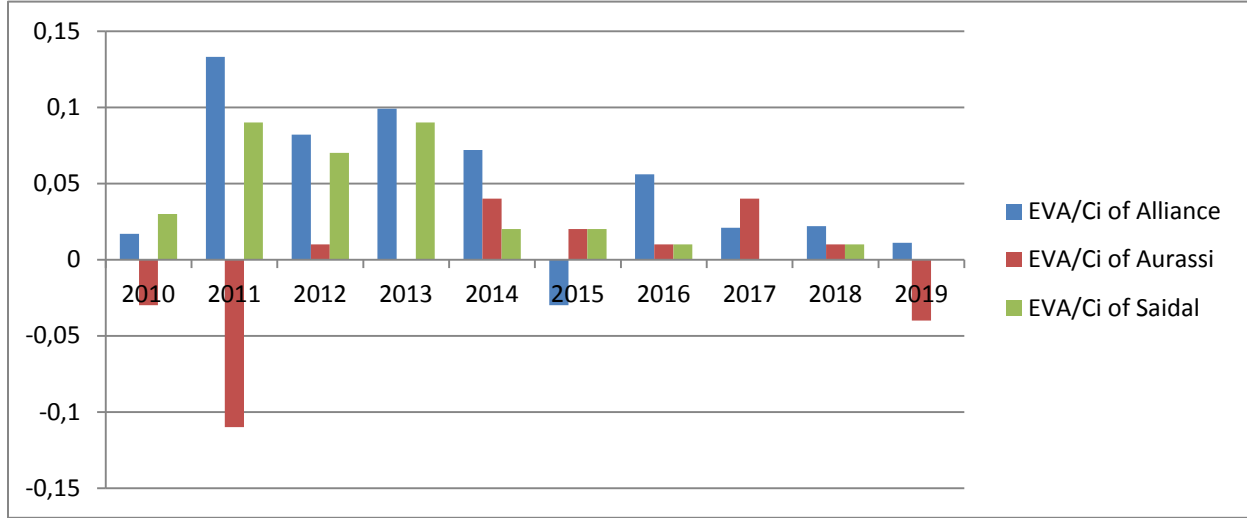
YEAR	EVA/Ci of Alliance	EVA/Ci of Aurassi	EVA/Ci of Saidal
2010	0,017	-0,03	0,03
2011	0,133	-0,11	0,09
2012	0,082	0,01	0,07
2013	0,099	0,00	0,09
2014	0,072	0,04	0,02
2015	-0,030	0,02	0,02
2016	0,056	0,01	0,01
2017	0,021	0,04	0,00
2018	0,022	0,01	0,01
2019	0,011	-0,04	0,00

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

ويمكن تمثيل بيانات الجدول رقم 08 أعلاه في الشكل البياني التالي :

التمثيل البياني رقم 16 : نسب القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر لعينة الشركات محل الدراسة



المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على بيانات الشركات ونتائج الدراسة

يلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه

أن شركة اليانس للتأمينات على غرار تفوقها في مستوى صافي ربح العمليات بعد الضريبة الى رأس المال المستثمر ROIC تفوقت كذلك على شركتي الاوراسي وصيدال في معظم الفترات في مستوى نسبة القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال المستثمر (EVAOIC) وذلك في السنوات 2011، 2012، 2013، 2014، 2016، 2018 و 2019 ، وفي سنة 2010 حققت مستوى EVAOIC يقل عن مستوى شركة صيدال ويفوق مستوى شركة الاوراسي والعكس في سنة 2017 حيث حققت مستوى يفوق مستوى شركة صيدال ويقل عن مستوى شركة الاوراسي كما سجلت مستوى سلبي في نسبة EVAOIC في سنة 2015 متخلفة عن الشركتين ،

أما شركة الأوراسي فتفوقت في مستوى EVAOIC في سنة 2017 وفي سنة 2014 حققت مستوى يفوق مستوى شركة صيدال ويقل عن مستوى شركة الاوراسي ، كما حققت مستوى يعادل مستوى شركة صيدال في سنوات 2015، 2016 و 2018 ويفوق مستوى شركة اليانس في سنة 2015 وكذا في سنة 2018 بمستوى متخلف عن مستوى شركة اليانس وسجلت مستوى أقل من شركة اليانس ويفوق شركة صيدال في سنة 2014 وسجلت المستوى الأضعف في باقي السنوات مع معدل سلبي في سنة 2011،

وفي ذات الإطار تفوقت شركة صيدال في مستوى EVAOIC في سنة 2010 كما سجلت مستوى أقل من مستوى شركة اليانس ويفوق مستوى شركة الاوراسي في سنوات ، 2011، 2012، 2013، و 2019 ، في

الفصل الثالث : عينة الشركات محل الدراسة

حين حققت مستوى يعادل مستوى شركة الأوراسي في سنوات 2015، 2016 و 2018 وسجلت المستوى الأضعف من حيث مستوى EVAOIC في سنتي 2014 و 2017.

هذه النتائج أكدت تفوق شركة اليانس في نسبة القيمة الإقتصادية المضافة المحققة الى رأس المال المستثمر على غرار تفوقها في نسبة معدل العائد على الإستثمار ، الا أن ما تجدر الاشارة اليه هو أن التفوق الذي لوحظ لدى شركة الأوراسي على شركة صيدال في سنوات 2015 ، 2016 و 2018 في معدل العائد على الاستثمار ROIC لم يتم تأكيده بخصوص نسبة القيمة الاقتصادية المضافة الى رأس المال حيث حققت شركة صيدال معدل يعادل المستوى المسجل لشركة الأوراسي ، وهذا يرجع أساسا لانخفاض تكلفة رأس المال لشركة صيدال في هذه السنوات الثلاث مقارنة بشركة الأوراسي وهو ما يثبت أهمية وفعالية تخفيض تكلفة رأس المال في صناعة الفارق في القيمة الاقتصادية المضافة لأي شركة

خلاصة الفصل

كان هذا الفصل محاولة للتمهيد للفصل التطبيقي حيث استعرضنا فيه الإطار التعريفي ببورصة الجزائر وكذا عينة الشركات المدرجة فيه محل الدراسة اما ما تعلق بالتحليل المالي للقيم الاقتصادية المضافة فقد استخلصنا أن النتائج كانت إيجابية في ما يخص صافي ربح العمليات بعد الضريبة للشركات الثلاث خلال كل او معظم فترات الدراسة ورغم ذلك إلا أنه يمكن القول أن شركة اليانس مطالبة بتعزيز قدرتها الجيدة في توليد القيمة الاقتصادية المضافة وهذا لتدارك التدني الملاحظ في نتيجة ال EVA المحققة في السنة الأخيرة مقارنة بما سبق ، كما لاحظنا أن شركة صيدال حققت مستوى أقل من شركة اليانس من حيث النتائج المسجلة، غير أن هذه القيم بدت متدنية بشكل كبير في السنوات الأخيرة وهو ما يحتم على الشركة ضرورة مراجعة سياستها الاستثمارية وكذا أداءها العملياتي لتدارك هذا التدني الذي قد يقود الى خسائر مستقبلية غير محسوبة، أما شركة الأوراسي فسجلت المستوى الأضعف من النتائج ، حيث يلاحظ أنه رغم أن الشركة حققت نتائج ايجابية في مستوى العائد على رأس المال المستثمر في سنتي 2010 و 2019 الا أن القيمة الاقتصادية المضافة المسجلة كانت سلبية حيث فاقت تكلفة رأس المال خلال هذين السنتين قيمة صافي ربح العمليات بعد الضريبة وهذا المؤشر يعد انذار تنبيه للشركة للوقوف عند أوجه القصور في الأداء العملياتي وكذا مراجعة الخيارات الاستثمارية المتاحة.

توطئة الفصل

أسهم التحليل الإحصائي للبيانات بشكل فعال في تقييم الظواهر الإقتصادية وفهم سلوك المتغيرات والعلاقة بين هذه المتغيرات ولهذا بات يعتمد عليه كأداة محورية في المجال البحثي الأكاديمي التي تبنى على أساسه النتيجة و القرار ، ويعد برنامج التحليل الاحصائي "Eviews" من اشهر البرمجيات الاحصائية وأكثرها شعبية في العالم العربي في مجال تحليل البيانات، وسوف نحاول في هذا الفصل التطبيقي الأخير اختبار فرضيات الدراسة باستخدام أدوات التحليل الاحصائي لـ 9 Eviews مستأنفين الفصل بالتعرض لمنهجية الدراسة وكذا مفاهيم وأدبيات حول البيانات اللوحية والتكامل المتزامن للسلاسل الزمنية منهين بتقدير النماذج وتحليل النتائج

المبحث الأول : منهجية الدراسة (Panel Data Analysis)

لقد اكتسبت نماذج البانل في الآونة الأخيرة أهمية كبيرة خصوصا في الدراسات الإقتصادية، نظرا لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الوحدات المقطعية في بيانات عينة الدراسة، ويقصد بها مجموعة من المشاهدات تتكرر لدى مجموعة من الأفراد خلال عدة فترات زمنية، بحيث إذا كانت الفترة الزمنية هي نفسها لكل أفراد العينة تسمى بنماذج البانل المتوازنة، أما إذا اختلفت الفترة من وحدة لأخرى تسمى بنماذج البانل غير المتوازنة¹

المطلب الأول : متغيرات الدراسة والنموذج المستخدم:

نحاول من خلال هذا المطلب بيان متغيرات الدراسة وتقدير النموذج الملائم للقياس

أ. متغيرات الدراسة :

تم اختيار متغيرات الدراسة والتي يقدر أن لها أثر فاعل في التغير في القيمة الإقتصادية المضافة للمؤسسات، حيث تتكون متغيرات نموذج القيمة الإقتصادية المضافة من متغير تابع وخمس متغيرات مستقلة، وهي كما يلي:

1. المتغير التابع:

القيمة الإقتصادية المضافة EVA : وتقدر بحاصل طرح التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر من صافي ربح العمليات بعد الضريبة

2. المتغيرات المستقلة:

- رأس المال المستثمر IC : ويعبر عن مجموع الخصوم غير المبادلاتة والمتمثلة في الأموال المملوكة و الديون طويلة ومتوسطة الاجل

- القيمة السوقية المضافة MVA : وتقدر بحاصل طرح القيمة الدفترية للمؤسسة من قيمتها السوقية

- صافي ربح العمليات بعد الضريبة NOPAT: ويعبر عن نتيجة الإستغلال بعد خصم الضريبة السنوية المستحقة على الأرباح

- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر WACC: ويعبر عن المعدل المرجح لأوزان العناصر المشكلة لهيكل رأس المال المستثمر من أموال مملوكة وديون

- قيمة المبادلات VAT : تعبر عن المجموع السنوي لأحجام الأسهم المبادلاتة مضروبة في أسعار المعاملات

¹ Damodar N.Gujarati, **Basic Econometrics** , Fourth Edition, The MC Graw-Hill companies, 2004, p640

ب. تقدير النموذج:

تعتمد عملية تقدير النموذج على اختيار النموذج الملائم للقياس مع ادخال اللوغاريتم على متغيرات الدراسة وذلك بناءا على النموذج التالي:

$$LEVA_{it} =$$

المطلب الثاني : البيانات اللوحية المقطعية

في الدراسات القياسية تشير البيانات اللوحية (Data Panel) إلى بيانات متعددة الاتجاه في الغالب تتضمن قياسات عبر الزمن و تحتوي على بيانات لظواهر متعددة عبر الزمن و للوحدات الاقتصادية نفسها، وتكون البيانات الزمنية والمقطعية حالت خاصة من البيانات اللوحية وباتجاه واحد فقط .وقد تزايدت شهرة نماذج البيانات اللوحية على صعيد الدراسات التطبيقية نسبة إلى قدرتها العالية على دراسة السلوك البشري مقارنة بنماذج السلاسل الزمنية أو نماذج المقاطع العرضية، كما أن البيانات اللوحية أصبحت غنية ومتوفرة بشكل متزايد في كل الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. إذ أن البنك الدولي مكلف بالمساعدة على تصميم العديد من المسوحات للبيانات اللوحية. والبيانات اللوحية تتم بإضافة عينة لوحدة معينة عبر الزمن إلى وحدات أخرى ضمن مجموعة، وبذلك توفر مشاهدات متعددة لكل وحدة من وحدات العينة

وللبيانات اللوحية عدة خصائص تميزها عن البيانات للمقاطع العرضية أو السلاسل الزمنية، فهي تعمل على التحكم في التباين الفردي الذي قد يؤدي إلى نتائج متحيزة، كما إنها لم العينة المستخدمة لدى الباحث وزيادة درجات الحرية وتقليص توفر توسيعا الترابط بين المتغيرات التوضيحية وبذلك تساعد على تحسين كفاءة التقديرات الإحصائية، عن أنها تساعد على دراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيه فضال ا البيانات المقطعية .ومن جهة أخرى فإن البيانات اللوحية تسمح للباحث بتحليل عدد من الأسئلة الاقتصادية الملهمة التي ال يمكن دراستها باستخدام السلاسل الزمنية أو المقاطع العرضية لوحدها .عالوة على ذلك فإن البيانات اللوحية تسمح في بناء أو اختبار نماذج أكثر تعقيدا؛ وذلك من خلال الانتفاع بالمعلومات على المستوى الزمني الديناميكي وعلى المستوى الفردي للوحات التي تتم دراستها. كما إنها توفر احتمالية توليد تنبؤات أكثر دقة للوحدات¹

¹ Cheng-Hsiao "Analysis of panel data" 2nded,Cambridge university press, New York ,2003 pp (5-8)

وسوف تتم الاستعانة في هذه الدراسة بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) من خلال تقدير النموذج التجميعي (Model Pooled) ، نموذج التأثيرات الثابتة (Random Effects) والتأثيرات العشوائية (Fixed Effects)

ويعتبر نموذج الانحدار التجميعي من أبسط نماذج بيانات البانل، حيث يهمل هذا النموذج تأثير البعد الزمني، أما نموذج التأثيرات الثابتة فيهدف استخدامه إلى معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل دولة) على حدة، ولغرض تقدير معاملات هذا النموذج عادة ما تستخدم متغيرات وهمية بقدر (N-1) لكي يتم تجنب حالة التعددية الخطية التامة، ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية . يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية ملائماً للتقدير في حالة وجود خلل في شروط نموذج التأثيرات الثابتة، ولتقدير نموذج التأثيرات العشوائية يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة لتحديد النموذج الأكثر ملائمة يتم الاعتماد على اختبارين، اختبار أول للاختبار بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، وهو اختبار إحصائية فيشر (F) المقيد، فإذا أشار اختبار إحصائية فيشر لملائمة النموذج التجميعي للبيانات يتم التوقف عند هذه المرحلة ويعتبر النموذج التجميعي هو الأكثر ملائمة، بينما إذا أشارت إحصائية فيشر لملائمة نموذج التأثيرات الثابتة على النموذج التجميعي، يتم بعد ذلك إجراء الاختبار الثاني المتمثل في اختبار هوسمان (Hausman) للتفضيل بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية¹

¹ محمد الشريف بن زاوي، هاجر سلاطني ، دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الإنفاق الاستثماري العام على البني التحتية مجلة البحوث

الاقتصادية والعلمية، العدد 3 ، جوان 2015، ص : 83

المبحث الثاني : أدبيات التكامل المتزامن

قدمت طريقة التكامل المتزامن من قبل Angel /Granger سنة 1987، والتي تسمح بتوضيح العلاقة الحقيقية بين متغيرين أو أكثر في المدى الطويل ونحاول في هذا المبحث التعرف على أدبيات التكامل المتزامن حيث نستعرض في المطلب الأول الى مدخل مفاهيمي لاستقرارية السلاسل الزمنية وفي المطلب الثاني نتطرق الى اختبارات التكامل المشترك و في المطلب الثالث نتعرف على ماهية نموذج تصحيح الخطأ و اختبارات السببية

المطلب الأول: إستقرارية السلاسل الزمنية

نحاول في هذا المطلب التعرف على استقرارية السلاسل الزمنية حيث نبين ماهية السلاسل الزمنية ومساراتها واختبارات استقرارية

I- ماهية السلاسل الزمنية

السلاسل الزمنية هي عبارة عن سلسلة من القيم العددية لمؤشر إحصائي يعكس تغير ظاهرة ما بالنسبة للزمن، بحيث أن لكل قيمة إحصائية فترة زمنية تقابلها، (يكون متغير الزمن t متغيرا مستقلا تقابلها قيمة إحصائية مرتبطة Y_t ، وتعرف الإستقرارية أيضا أنها مجموعة من القيم الخاصة بمؤشر ما مأخوذ خلال فترات زمنية متتالية والتي تعكس تطور ذلك المؤشر عبر الزمن².

ومن خلال هذه التعاريف يمكن أن نذكر خصائص استقرار السلسلة الزمنية،حيث تكون السلسلة

الزمنية مستقرة إذا توفرت الخصائص التالية³:

- ثبات متوسط القيم عبر الزمن أي $E(Y_t)$ مستقل عن الزمن (t) .
- ثبات التباين عبر الزمن أي $VAR(Y_t)$ مستقل عن الزمن (t) .
- التغاير مستقل عن الزمن أي أن يكون التغاير (Covariance) بين قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التغاير.

¹ معتوق أحمد، " الإحصاء الرياضي والنماذج الإحصائية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2007، ص 159

² مكيد علي "الإقتصاد القياسي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2007، ص 279.

³ عبد القادر محمد عطية، "الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 648.

II- مسارات السلاسل الزمنية:

إن الاستقرار هو أن السلسلة تتجه إلى التذبذب حول متوسطها الحسابي وأنها تسعى إلى العودة إلى هذا المتوسط خلال فترة زمنية قصيرة، لذلك يجب تحويل السلاسل الزمنية الغير المستقرة، ويمكن أن نميز بين نوعين من المسارات الغير مستقرة.

وحسب ترتيب (Nelson Plasser) سنة 1982 يمكن التمييز بين نوعين من المسارات¹

II-1- المسار من نوع "ST" (Trend Stationary):

يمثل عدم الإستقرارية ، يكتب هذا النوع من المسار كالتالي:

$X_t = f_t + \varepsilon_t$ ، حيث أن: f_t هي دالة خطية محددة بدلالة الزمن، ε_t هو متغير عشوائي يمثل مسار احتمالي مستقر، وهو عبارة عن الخطأ.

والمسار « TS » غير مستقر، لأن $E(X_t)$ مستقل عن الزمن، ويمكن إرجاعه مستقرا عن طريق طرح t القيمة التقديرية من القيمة (X) بدلالة (t) وفي هذا النوع من النماذج، يكون الأثر الناتج عن التأثيرات العشوائية خلال فترة (t) ظرفي ، ويمكن تعميم هذه النتائج على الدوال الخطية من درجات مختلفة

ومن هنا فإن مسار ST لا يحقق الخصائص الإحصائية للإستقرار، ومن أهم خصائص هذا المسار من نوع ST نجد:

- أنه إذا تأثر بصدمة عشوائية في اللحظة (t) يكون مفعول هذه الصدمة مؤقتا بمعنى يختفي مع مرور الزمن، تسمى هذه الخاصية بعدم إصرار الصدمات « La propriété de non persistance des chocs ».

- أما إقتصاديا يفسر هذا الأمر بأن المسار طويل المدى للسلسلة لا يتأثر بالتحويلات الظرفية، أما عن الطريقة الخاصة بعملية إجراء استقرار للسلسلة من ST هي نزع أو التخلص من الاتجاه العام أي الاتجاه المحدد من السلسلة عن طريق الإنحدار.

¹ Herlin , **Economique appliquée des séries temporelles**, Université de Paris , Duphine, 2003
p 35.

II-2- المسار من نوع "SD" (Differency Stationry):

و تتمثل في المسارات غير المستقرة العشوائية، ويمكن إرجاعها مستقرة باستعمال طريقة التصفية بالفروقات:

$$(1+D)^d_t = B + \varepsilon_t$$

حيث :

ε_t : مسار مستقر

B : ثابت حقيقي

D : معامل الفروقات

d : درجة التصفية بالفروقات.

فالمسار العشوائي يوضح لنا أن المسار Y_t عند اللحظة الزمنية (t) يبدأ عند توقف مسار (Y_{t-1}) ويتبع اتجاه الصدمة ε_t بحيث أن ε_t تمثل الخطأ الأبيض، هذا النوع من المسار هو عكس مسار TS الذي يتميز بالاتجاه المحدد، وتكون في مسار DS علاقة الاتجاه غير واضحة حيث أن أي صدمة عابرة في لحظة ما لها أثر دائم على مستوى المسار وهذا يعني أن المسار لا يعود إلى حالته الأولى وذلك بسبب الصدمة. ومما سبق نعرف المسار DS بأنه مسار غير مستقر أي لا يحقق أحد خصائص الإستقرار، و لكن يمكن إرجاعه مستقرا باستعمال الفروق أي التكامل أو التفاضل حيث نقول أن المسار DS هو متكامل عند الدرجة (d). بصفة عامة من أجل استرجاع استقرارية مسار من نوع TS، فإن أحسن طريقة هي طريقة المربعات الصغرى العادية، أما فيما يخص مسار من نوع DS، فإنه يجب استعمال ما يسمى *la filtre aux différences premières*.

III- اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

تعد اختبارات جذر الوحدة "The unit root test of stationary" كفيلة بإجراء اختبارات الإستقرارية، و نقوم بهذه العملية من أجل تفادي الانحصر الزائف الناتج عن غياب الإستقرارية، بحيث يجب أن تكون السلاسل الأجنبية مستقرة من نفس الدرجة، و يعد هذا أحد الشروط الضرورية لأجراء اختبار التكامل المشترك، فهناك العديد من الطرق التي تستخدم في اختبار سكون السلسلة الزمنية و هي إما كيفية أو كمية.

أ. **الاختبارات الكيفية:** و منها الرسم البياني الذي قد لا يعطي نتائج قاطعة بشأن طبيعة و خصائص السلسلة الزمنية ، كما يمكن الاستدلال على سكون السلسلة الزمنية بأي متغير يفحص دالة الارتباط الذاتي "ACF l'auto corélation function" حيث تقترب من الواحة إذا كانت السلسلة غير ساكنة ، و تتناقص بالتدريج مع زيادة الفجوة الزمنية، و تعتمد هذه الطريقة على الفحص النظري و لكنها قد لا تؤدي إلى نتائج قاطعة.

ب. الاختبارات الكمية: و هي أكثر دقة في تحديد الإستقرارية، و تعتبر اختبارات الجذر الأحادي من أهم الاختبارات الكمية التي تستعمل في اختبار استقرارية السلاسل ، وهي لا تسمح فقط بالكشف عن وجود صفة عدم الإستقرار، ولكن تحدد كذلك نوع عدم الإستقرارية أي المسار أو الاتجاه من نوع TS أو DS، وبالتالي فهي تحدد أحسن طريقة لإرجاع السلسلة مستقرة ومن أهم هذه الإختبارات نجد :

III-1- اختبار Dickey – Fuller (DF):

قدم هذا الاختبار من قبل « Dickey » و « Fuller » سنة 1979، يسمح بتوضيح صفة الاستقرار أو عدم الاستقرار لسلسلة زمنية في حالة وجود نموذج ذو انحدار ذاتي من الرتبة AR(1) – First – order Autoregressive Model ، حيث يركز هذا الاختبار على فرضيتين:¹

$$H_0 : \Phi = 1 \quad , \quad \text{أو} \quad H_1 : \Phi \neq 1$$

إذا تحققت الفرضية العدمية H_0 معناه السلسلة تحتوي على الجذر الأحادي وبالتالي هي سلسلة غير مستقرة. أما إذا تحققت الفرضية البديلة H_1 معناه عدم وجود الجذر الأحادي أي أن السلسلة الزمنية مستقرة. ونقوم بتطبيق هذه الفرضيات على ثلاث نماذج، ومنه يمكن كتابة النموذج الإنحدار الذاتي:

$$\Delta Y_t = \Phi Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \Longleftrightarrow \quad Y_t = p Y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \text{على الشكل}$$

حيث: Δ تمثل الفروق الأولى أو التفاضل الأول.

وحسب اختبار DF نقوم باختبار الفرضيات في ثلاث نماذج وهي كالتالي:

النموذج الأول: $\Delta X_t = \Phi X_{t-1} + \varepsilon_t$ \Longleftrightarrow نموذج الانحدار الذاتي من الرتبة الأولى (1) AR.

النموذج الثاني: $\Delta X_t = \Phi X_{t-1} + C + \varepsilon_t$ \Longleftrightarrow نموذج الانحدار الذاتي مع إدخال حد ثابت.

النموذج الثالث: $\Delta X_t = \Phi X_{t-1} + C + B_t + \varepsilon_t$ \Longleftrightarrow نموذج الانحدار الذاتي مع إدخال حد الاتجاه العام t.

بحيث أن:

Φ : معامل الإنحدار

C: تمثل الثابت.

B_t : تمثل الاتجاه الزمني.

ε_t : هو حد الخطأ العشوائي.

X_t : متغيرة عند الزمن (t).

X_{t-1} : متغيرة عند الزمن (t-1).

¹ Régis Bourbonnais ; « Econométrie », Dunod 5 éme édition ; Paris ; 2003 ; p 225.

ويتبع اختبار DF الخطوات التالية:

ويتحقق اختبار DF من خلال مقارنة قيم Φ المقدرة مع القيم الجدولية في جداول مخصصة من قبل « Fuller » و« Dickey » وهذا بعد اختبار الفرضية على النموذج الثالث ثم الثاني ثم الأول، بحيث يتحصل على ما يسمى بالقيم الحرجة عند حجم عينة معين (N) ومستوى معنوية معين (1%، 5%، 10%)، وعند استخدام برنامج « Eviews » يمكن الحصول على القيم الحرجة ضمن النتائج دون الحاجة للبحث عنها في الجداول.

حيث إذا كانت قيمة Φ المقدرة < القيم الحرجة فحينها يتم قبول الفرضية الصفرية H_0 بما يعني وجود جذر أحادي وبالتالي السلسلة غير مستقرة.

أما إذا كانت قيمة Φ المقدرة > القيم الحرجة فحينها تقبل الفرضية H_1 بما يعني هذا عدم وجود جذر أحادي وبالتالي استقرار السلسلة.

وعلى الرغم من أن هذا الاختبار هو من أول اختبارات الجذر الأحادي، إلا أنه يتصف ببعض النقائص، وهذا ما دفع كل من « Dickey » و « Fuller » إلى توسيع المجال إلى اختبار ما يسمى بـ « Augmented Dickey – Fuller »

III-2- اختبار « Augmented Dickey – Fuller » (ADF): يعتبر اختبار ADF (1981) اختبار لوجود الجذر الأحادي، وهو يعتمد على نفس عناصر اختبار (DF) ولكنه يقوم بتحويل نموذج من نوع (1) AR إلى نموذج من (P) AR للتخلص من الارتباط الذاتي للحد العشوائي، وهو كذلك يعتمد على ثلاث صيغ أي ثلاث نماذج باستعمال طريقة المربعات الصغرى (OMC)¹:

¹ D.A.Dickey ; W.A.Fuller ; « Likelihood ratio tests for autoregressive time series with a unit root » ; Econometrica, Vol 49 ; 1981 ; p 1057 – 1072

جدول رقم 09 : نماذج اختبار ADF

النماذج	الفروض	
$\Delta y_t = \phi y_{t-1} + \sum_{j=2}^k P_j \Delta y_{t-j-1} + \varepsilon_t$	<p>لا تحتوي صيغة النموذج على اتجاه زمني ولا على حد ثابت:</p> <p>$H_0 : \Phi = 0$</p> <p>$H_1 : \Phi < 0$</p>	النموذج الأول
	<p>لا تحتوي على اتجاه زمني ولكن تحتوي على حد ثابت:</p> <p>$H_0 : \Phi = 0$ و $C = 0$</p> <p>$H_1 : \Phi < 0$ و $C \neq 0$</p>	النموذج الثاني
	<p>تحتوي على اتجاه زمني وعلى حد ثابت:</p> <p>$H_0 : \Phi = 0$ و $C = 0$ و $b = 0$</p> <p>$H_1 : \Phi < 0$ و $C \neq 0$ و $b \neq 0$</p>	النموذج الثالث

Source : D.A.Dickey ; W.A.Fuller ; « Likelihood ratio tests for autoregressive time series with a unit root » ; Econometrica, Vol 49 ; 1981 ; p 1057 – 1072

بحيث :

$$\Phi = (1-p)$$

K تمثل درجة التأثير.

ويتم الاختبار وفق المراحل التالية:

1/ - تقدير النموذج الثالث: إذا تم قبول (H_0) فإن هذا يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة، أي يوجد بها جذر أحادي وبالتالي يتم اختبار معنوية المعامل (b) باستعمال اختبار Student (t)، فإذا كان يختلف عن 0 فإن السلسلة الزمنية من المسار "TS" وأفضل طريقة لإرجاعها مستقرة هي تقدير معادلة الاتجاه العام،

لإجراء الدراسة على البواقي. أما إذا رفضنا الفرضية العدمية (H_0) وقبلها الفرضية البديلة (H_1) نمر إلى مرحلة الثانية أي تقدير النموذج الثاني.

2/ - تقدير النموذج الثاني: إذا تم قبول الفرضية العدمية (H_0)، فإن هذا يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة، أي وجود جذر أحادي، وبالتالي يتم اختبار معنوية المعامل الثابت (C) باستعمال اختبار (tStudent) فإذا كان يختلف عن 0 فإن السلسلة الزمنية من المسار "DS" بانحراف، و أحسن طريقة لإرجاعها مستقرة هي طريقة الفروقات، مع إضافة الثابت (C) أما إذا كان يساوي الصفر، فهذا يعني أن السلسلة من المسار "DS" دون انحراف، وأفضل طريقة لإرجاعها مستقرة هي طريقة الفروقات دون إضافة الثابت (C). أما إذا رفضنا الفرضية العدمية (H_0)، وتم قبول الفرضية البديلة (H_1) نمر على المرحلة الثالثة أي تقدير النموذج الأول.

3/ - تقدير النموذج الأول: إذا تم قبول الفرضية العدمية (H_0) فإن هذا يعني أن السلسلة الزمنية غير مستقرة من المسار "DS" دون انحراف، و أفضل طريقة لإرجاعها مستقرة هي طريقة الفروقات. أما إذا تم قبول الفرضية البديلة (H_1) فإن هذا يعني أن السلسلة الزمنية الأصلية مستقرة. يعتمد اختبار ADF على عدد التأخر أي درجة التأخير K وتحدد باستعمال معيار Schwartz (1978) ومعيار Akaike (1974). يعتمد اختبار ADF على عدد التأخر أي درجة التأخير K وتحدد باستعمال معيار Schwartz (1978) و معيار Akaike (1974). و يختلف ADF عن اختبار DF في أنه يستخدم الفروق ذات الفجوة الزمنية لمعالجة مشكلة الارتباط الذاتي الأخطاء.¹ وباستعمال البرامج المتخصصة مثل Eviews 9 يتم إعطاء عدد التأخر الأمثل (Logs Optimal) لهذين المعاملين.

III-3- اختبار " Philips Perrou " (pp): (1988)

يقوم اختبار (pp) على اختبار الفرضية العدمية للجذر الأحادي في ثلاث نماذج.

$$H_0 : \Phi = 0$$

$$H_1 : \Phi < 0$$

وتتمثل صيغ النماذج في:

$$\text{النموذج 1: } \Delta y_t = \Phi y_{t-1} + \varepsilon_t \quad \leftarrow \text{ بدون اتجاه زمني واحد ثابت.}$$

¹ عبد القادر محمد عطية، "الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص 623.

النموذج 2: $\Delta y_t = \Phi y_{t-1} + C + \varepsilon_t$ ← بدون اتجاه زمني وبحد ثابت.

النموذج 3: $\Delta y_t = \Phi y_{t-1} + C + B_t + \varepsilon_t$ ← باتجاه زمني وبحد ثابت.

ويستخدم اختبار pp اختبار الفرضية العدمية H_0 ابتداءا بالنموذج الثالث ثم النموذج الثاني، ثم الأول، ونقارن القيم المقدرّة Φ مع القيم الجدولية كما هو الحال في اختبار ADF، حيث أن اختبار pp يتميز بإعطاء نتائج جيدة وقوية أحسن من نتائج ADF¹.

III-4- اختبار (KPSS) (1992):

تم اكتشاف هذا الاختبار من طرف الباحثين Kwiatkowski ; Philips ; Schmidt and Skin (1992) حيث يأخذ هذا الاختبار بعين الاعتبار الحالة التي يكون فيها التباين للبوّاق غير ثابت عبر الزمن، وأيضا الحالة التي يتواجد فيها أكثر من جذر أحادي للوحدة وذلك عن طريق اختبار الفرضيتين السابقتين كما في اختبار DF².

المطلب الثاني : اختبارات التكامل المتزامن

نتطرق في هذا المطلب الى اختبارات التكامل المتزامن حيث نبين مفهوم التكامل المتزامن ونتناول اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل جرانجر

I- مفهوم التكامل المتزامن : يقوم مفهوم التكامل المتزامن على فكرة جوهرية هي:

أنه يعبر على ربط مجموعة من المتغيرات من نفس الدرجة أو من درجات مختلفة، بحيث يؤدي هذا الربط إلى تشكيل تركيبة خطية متكاملة برتبة أو أقل تساوي أصغر رتبة للمتغيرات المستعملة ، و قد اعتمدها العديد من الإقتصاديين كمفهوم جديد ومهم في مجال الإقتصاد القياسي، وفي تحليل السلاسل الزمنية³. وتقتضي طريقة التكامل المتزامن أنه إذا كان لدينا متغيرين Y_t و X_t متكاملان من الدرجة الأولى أي مستقرين بعد تفاضلهما في الدرجة الأولى، فنقول أن Y_t و X_t متكاملان تزامنيا، إذا كانت هناك معادلة خطية وحيدة من الشكل : $X_t = A + B y_t + Z t$

¹ Philips Peter. C. B. and Perrou Pierre ; « **Testing for a unit root in time series regression** » ; Biometrika, Vol 75 ; 1988 ; page 346

² مكيدش محمد، ساهد عبد القادر، "دراسة قياسية لأسعار البترول باستخدام نماذج GARCH"، مجلة الإقتصاد المعاصر، العدد 03، سنة 2008، ص 175 - 176.

³ Régis bourbonnais, " **économétrie** ", op cit, P.277.

حيث :

A : ثابت

B : معامل الإنحدار

Zt : تعبر عن متغير مستقر بمتوسط معدوم يسمى بالتشويش الأبيض (Bruit Blanc)

فإذا كانت المعادلة $X_t = A + B y_t + Z_t$ تمثل علاقة توازن اقتصادي، فإن (Zt) يسمح بقياس الفرق بين المتغير (X) وقيمته التوازنية في اللحظة (t) أما إذا كانت (Zt) لا تشكل تشويشا أبيضاً، أي متوسط معدوم وتباين يختلف عن الصفر، فهذا يعني أن المتغيرين المختبرين مرتبطين بعلاقة إقتصادية ثابتة ، وبالتالي فإذا تحققت فرضية التكامل المتزامن فيمكن توقع تطور السلسلة (X) بمجرد معرفة اختلافات السلسلة (Y) بدرجة ثقة معينة¹.

وتقتضي طريقة التكامل المتزامن أنه إذا كان لدينا متغيرين X_t, Y_t متكاملين من الدرجة الأولى أي مستقرين بعد تفاضلهما من الدرجة الأولى، فنقول أن X_t, Y_t متكاملان زمنياً، إذا كانت هناك معادلة خطية وحيدة من الشكل:

$$X_t = A + B y_t + Z_t \quad \text{حيث أن:}$$

A ; B : أعداد حقيقية

Zt : متغير مستقر بمتوسط معدوم (تشويش أبيض).

فإذا كانت المعادلة: $X_t = A + B y_t + Z_t$ تمثل علاقة توازن إقتصادي فإن (Zt) يسمح بقياس الفرق بين المتغير X وقيمته التوازنية في اللحظة (t).²

وتكون السلسلتان الزمنيتان $X_t ; Y_t$ متكاملتين زمنياً إذا تحقق الشرطان التاليان:

1/ - أن تكون السلسلتين متكاملتين من نفس الدرجة.

2/ - أن تكون سلسلة البواقي (Et) تشكل سلسلة مستقرة من درجة أقل.

¹ Philippe Gillet. "L'efficience des marchés financières". Édition économisa. 1999. P. 54.

² الشارف عتو، "دراسة قياسية لإستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا،

العدد 06، السداسي الأول، سنة 2009، ص131.

فإذا كانت (X_t) سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة (d) أي أن: $I(d) \leftarrow X_t$
 وإذا كانت (Y_t) سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة (b) أي أن :

$$\left. \begin{array}{l} I(b) \leftarrow Y_t \\ I(d) \leftarrow X_t \\ I(b) \leftarrow Y_t \end{array} \right\} X_2 + X_2 Y_t \longrightarrow I(d-b)$$

حيث: $d \geq b \geq 0$

II- اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة انجل جرانجر 1987

هي طريقة للتحقق من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، و تقدير هذه العلاقة يكون على مرحلتين :
 المرحلة الأولى: اختبار درجة تكامل المتغيرات.

إن تكامل السلاسل من نفس الدرجة يعتبر شرطاً مهماً لاختبار التكامل المتزامن، فإذا كانت السلاسل الزمنية غير متكاملة من نفس الدرجة فلا يمكن أن تكون هناك علاقة تكامل متزامن بين هاتين السلسلتين، ويتم تحديد درجة تكامل كل سلسلة باستعمال اختبار (DF) , (ADF) و (PP) .

المرحلة الثانية: تقدير العلاقة في المدى الطويل

إذا كان المتغير X_t يسبب المتغير Y_t فهذا يعني أنه يمكن توقع قيمة Y_t بشكل أفضل على المدى الطويل

باستخدام القيم الماضية لـ X_t .

حيث يتم تقدير العلاقة في المدى الطويل باستعمال طريقة المربعات الصغرى:

$$Y_t = a X_t + b + \epsilon_t$$

وحتى لا يكون هناك تكامل مشترك ينبغي أن تكون البواقي ϵ_t من الانحدار مستقرة:

$$\longrightarrow \epsilon_t = Y_t - aX_t - b \quad | (1)$$

ويسمى هذا الاختبار أحياناً بأسلوب الخطوتين , Two Step Engle –Granger test

for cointegration، ويتمثل هذا الاختبار في خطوتين يمكن إجرائهما على النحو التالي:

1-التحقق من سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات باستخدام أي نوع من اختبارات جذر الوحدة فإذا كانت

السلاسل ساكنة في مستواها الأصلي فهذا يعني أن المتغيرات متكاملة تكاملاً مشتركاً، وفي حالة العكس

فالمتغيرات متكاملة من درجات مختلفة ومنه عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، ومن ثم يجب استخدام

الأساليب الإحصائية و الاقتصادية الحديثة للحصول على الاستدلالات المطلوبة.

2- اختبار الجذر الأحادي على بواقي علاقة التكامل المشترك et الذي يقدر العلاقة بين المتغيرين في المدى الطويل عن طريق المربعات الصغرى العادية وبعدها يطبق اختبار ADF أو اختبار PP بوضع الفرضية العدمية :السلسلة et لها جذر أحادي وبالتالي لا يوجد تكامل مشترك بين المتغيرين والفرضية البديلة :السلسلة et مستقرة وبالتالي يوجد تكامل مشترك بين المتغيرين، وبعد ذلك يتم مقارنة D المقدره بالقيم الجدولية بنفس الطريقة المشروحة سابقا .

▪ إختبار الانحدار المتكامل ل Durbin –Watson

بعد تقدير معادلة مسار الانحدار لقيم البواقي، نقوم بحساب إحصائية دارين واتسن (DW) ، فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية درين واتسن تؤول للقيمة (2) فإن البواقي مستقرة و بالتالي تحقق فرضية التكامل المتزامن ، أما إذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية (DW) تؤؤل إلى الصفر فإن البواقي تتبع شكل مسار عشوائي و بالتالي فهي غير مستقرة، و عليه فإن فرضية التكامل المتزامن غير محققة، و يعتبر اختبار درين واتسن من الاختبارات السهلة، كما يمكن استخدامه عندما يكون عدد المشاهدات صغير نسبيا بشرط أن لا يقل عن 15مشاهدة .

▪ اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة Johansen

يسمح بتحديد عدد علاقات التوازن في المدى الطويل بين عدة متغيرات متكاملة من نفس الدرجة، و تعتمد منهجية Johansen على طبيعة العلاقة بين رتبة المصفوفة وجذورها بشكل أساسي، ويقوم هذا الاختبار بحساب عدد علاقات التكامل المشترك من خلال حساب عدد أشعة التكامل المشترك والمسماة برتبة مصفوفة التكامل المشترك، و توضح منهجية جوهانسن رتبة المصفوفة فإذا كانت مساوية للصفر فإن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة لها جذور وحدة مما يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين عناصر مما يستوجب استخدام الفروق، أما إذا كانت المصفوفة تامة الرتبة حيث π تساوي عدد متغيرات النموذج المقدر فإن جميع عناصر فإن جميع عناصر ساكنة في مستواها . ويتم اختبار استقرارية البواقي باستعمال أحد الاختبارات (ADF) أو (DF) حيث نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولية، فإذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا نرفض الفرضية العدمية أي أن البواقي مستقرة و منه وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة، أما في حالة القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية فإننا نقبل الفرضية العدمية و بالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة.

المطلب الثالث: نموذج تصحيح الخطأ و اختبارات السببية

نحاول من خلال هذا المطلب توضيح ماهية نموذج تصحيح الخطأ واختبارات السببية

1- نموذج تصحيح الخطأ « Error Correction Model ECM » .

إن المتغيرات الاقتصادية المتصفة بالتكامل المشترك من المفروض أن تتجه في المدى الطويل نحو الاستقرار أو ما يسمى بوضع التوازن، ولكن قد يحدث أن تتحرف عن مسارها لأسباب مؤقتة فلا يطلق عليها صفة الاستقرار إلا إذا ثبت أنها متجهة لوضع التوازن في المدى الطويل ، و لذلك نستخدم نموذج تصحيح الخطأ من أجل التوفيق بين السلوكين طويل و قصير الأجل للعلاقات الاقتصادية.

1-1 مفهوم نموذج تصحيح الخطأ.

بعد التأكد من وجود التكامل المشترك بين متغيرين فإن النموذج الأكثر ملائمة لتقدير و تأتي خطوة تصميم نموذج تصحيح العلاقة بينهما هو نموذج تصحيح الخطأ (ECM) و تأتي خطوة تصميم نموذج تصحيح الخطأ و التي تعتبر واحدة من أدوات التحليل القياسي بحيث يضاف حد تصحيح الخطأ الذي يمثل بواقي الانحدار لمعادلة الأجل الطويل للنموذج المستخدم في الدراسة بفجوة زمنية متباطئة لنموذج الفروقات، و هو ما يعرف بمعادلة الأجل القصير . و يستخدم هذا النموذج عادة للتوفيق بين السلوك قصير الأجل و السلوك طويل الأجل للعلاقات الاقتصادية، فهو مسار تعديلي يسمح بإدخال التغيرات الناتجة في المدى القصير في علاقة المدى الطويل، وبذلك فإنه يهدف إلى عزل علاقة التكامل المتزامن من جهة ومن جهة أخرى للبحث عن الاتجاه المشترك و الرابطة الحقيقية بين المتغيرات.

1-2 تقدير نموذج تصحيح الخطأ: تختلف خطوات تقدير نموذج تصحيح الخطأ في حالة متغيرين عنها في حالة عدة متغيرات

1-2-1 خطوات تقدير نموذج تصحيح الخطأ في حالة متغيرين.

إذا كانت لدينا سلسلتان زمنيتان غير مستقرتان ومتكاملتان يمكننا أن نقدر علاقاتهما انطلاقاً من نموذج تصحيح الأخطاء، ولقد بين كل من Engle و Granger سنة 1987 أن كل السلاسل المتكاملة يمكن أن تمثل بنموذج لتصحيح الأخطاء، أما عن الطرق الأكثر شيوعاً في تقدير هذا النموذج نقوم باستعراضها بتقدير السلسلتين X_t و Y_t باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية و اختبار سلسلة البواقي e_t فإذا كانت مستقرة يدل ذلك على أن السلسلتين X_t و Y_t متكاملتان زمنياً.

و يمكننا أن نقدر نموذج لتصحيح الأخطاء وفق الخطوات التالية:

الخطوة : 1 تقدير علاقات المدى الطويل بواسطة طريقة المربعات الصغرى:

الخطوة : 2 تقدير علاقات النموذج الحركي (المدى القصير) بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية:

$$\Delta y_t = \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 e_{t-1} + u_t \quad (\alpha_2 < 0)$$

1-2-2 تقدير نموذج تصحيح الخطأ في حالة عدة متغيرات.

يتم تقدير نموذج تصحيح الأخطاء في حالة وجود (k) متغير في النموذج المدروس، إذ تكون لدينا حالتين بالنسبة للاختبارات:

- حالة وجود شعاع للتكامل المتزامن وحيد:

في هذه الحالة تستعمل طريقة Engle و granger ، و يكون ذلك وفق المرحلتين التاليتين:

المرحلة الأولى: يتم من خلالها تقدير العلاقة في المدى الطويل بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية وحساب البواقي.

المرحلة الثانية: يتم فيها تقدير علاقة النموذج الحركي في المدى القصير بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية.

- حالة وجود عدة أشعة للتكامل المتزامن:

في هذه الحالة فإن طريقة Engle و granger غير فعالة لتقرير نموذج تصحيح الأخطاء، لذلك نلجأ إلى تقدير النموذج الشعاعي لتصحيح الخطأ ففي حالة وجود متغيرين فإن نموذج تصحيح الأخطاء يعطي بالعلاقة التالية:

ما يمكننا من إيجاد علاقة بين تغيرات (yt) و تغيرات (xt) و عليه ، و بالرغم من وجود هذه العلاقة في المدى الطويل أي:

$$Y_t = a + b x_t + e_t$$

و بالتالي احتمال وجود علاقة للنموذج الديناميكي في المدى القصير كالتالي:

$$\Delta y_t = C + \lambda e_{t-1} + \varepsilon_t , \lambda \leq 0$$

$$\Delta x_t = C + \lambda' e_{t-1} + \varepsilon'_t , \lambda' \leq 0$$

2- اختبارات السببية.

على الصعيد النظري، تحديد العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية يوفر عناصر تؤدي إلى الفهم الجيد للظواهر الاقتصادية، و معرفة السببية « the causal knowledge » هو ضروري من أجل الصياغة الصحيحة للسياسات الاقتصادية . و في الواقع معرفة اتجاه السببية هو مهم أيضا للتأكيد على وجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية¹.

2-1 سببية غرانجر

قام غرانجر باقتراح مفهومي " السببية " و " الخارجية " المتغيرة : $Y2t$ هي سبب المتغيرة $Y1t$, إذا تحسنت القيمة التنبؤية ل $Y1t$ عند دمج المعلومة المتعلقة ب $Y2t$ في التحليل.

حيث:

- إذا تم قبول الفرضية العدمية الأولى فإن هذا يعني أن $(y2t)$ لا تسبب $(y1t)$.
- إذا تم رفض الفرضية العدمية الأولى فإن هذا يعني أن $(y2t)$ تسبب $(y1t)$.
- إذا تم قبول الفرضية العدمية الثانية فإن هذا يعني أن $(Y1t)$ لا تسبب $(y2t)$.
- إذا تم رفض الفرضية العدمية الثانية فإن هذا يعني أن $(Y1t)$ تسبب $(y2t)$.

2-2 سببية سيمس

قدم Sims اختباره للسببية سنة 1980 ، و الذي ينص على أنه إذا كانت القيم المستقبلية ل $(y1t)$ تسمح بتغير القيم الحاضرة ل $(y2t)$ فإن هذا يعني أن $(y2t)$ تسبب $(y1t)$.

¹عبد القادر محمد عطية "الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق "، مرجع سابق، ص685

المبحث الثالث : تقدير وتحليل النتائج

نههدف من هذه الدراسة القياسية الى تحليل النتائج المتحصل عليها احصائيا و تحديد نوعية العلاقة بين المتغيرات ,وهذا من خلال التعرف على خصائص السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة و من ثم تقدير المعادلات.

بشكل مختصر يمكن كتابة نموذج الدراسة بصيغته العامة مع وضع جميع المتغيرات التفسيرية تحت الرمز $X_{I,t}$ كالتالي :

$$Y_{I,t} = \alpha_I + \beta X_{I,t} + \varepsilon_{I,t} \dots$$

$Y_{I,t}$: يمثل مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة للشركة i وفي الفترة t

α_I : ترمز للتأثير الخاص بكل شركة عن طريق حصر المحددات التي لا يمكن حسابها بالمتغيرات التفسيرية الأخرى فهذا التأثير يحسب الخصائص غير المشاهدة في كل شركة مع ثبات الزمن

β : تمثل متجه عامودي $K \times 1$ للمعلومات المراد تقديرها لكل متغير مستقل

$X_{I,t}$: تمثل مصفوفة $Tn \times K$ لعدد من المتغيرات المستقلة المؤثرة على القيمة الإقتصادية للشركة i في الفترة t

$\varepsilon_{I,t}$ متجه عامودي $Tn \times 1$ لحد الخطأ العشوائي للشركة i وفي الفترة t

ولتطبيق هذا النموذج تستخدم هذه الدراسة في التحليل القياسي قاعدة بيانات مدمجة (مقطع عرضي وسلاسل زمنية) مع عدد $n = 3$ من الوحدات المقطعية i المتمثلة في ثلاث شركات مدرجة في بورصة الجزائر ، وفي نفس الوقت تحتوي كل وحدة مقطعية على سلسلة زمنية لعدد $t = 10$ من الفترات فهي بذلك تغطي الفترة السنوية t من 2010 إلى غاية 2019 ، وبالتالي يكون عدد المشاهدات المستخدمة في التحليل $(n \times T)$ هو 30 مشاهدة

تستخدم الدراسة سلاسل زمنية سنوية تخص مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة كمتغير تابع ومؤشرات كل من رأس المال المستثمر وصافي ربح العمليات بعد الضريبة وتكلفة رأس المال بالإضافة الى مؤشري القيمة السوقية المضافة وقيمة المبادلات السنوى كمتغيرات مستقلة، حيث تمثل المتغيرات مجموعة سلاسل زمنية لبيانات سنوية لثلاث شركات مدرجة في بورصة الجزائر تتمثل في شركة اليانس وشركة صيدال وشركة الأوراسي خلال مدة عشر سنوات من سنة 2010 الى سنة 2019 ، كعينة تمثل 30 مشاهدة.

المطلب الأول : تقدير النتائج باستخدام نماذج البائل

بعد إدخال المعطيات في برنامج Eviews9 ، نقوم بتقدير الانحدار من خلال نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية لنتحصل على النتائج التالية :

1- نتائج تقدير نماذج البائل لمتغير EVA : الجدول التالي يوضح نتائج تقدير نماذج البائل المتحصل عليها والمتعلقة بمتغير القيمة الإقتصادية المضافة

الجدول رقم 10 : نتائج تقدير نماذج البائل لمتغير القيمة الإقتصادية المضافة (EVA) Y

المتغيرات	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	*-4.266214	*-4.886180
LIC	*-0.271168	*-0.219455
LMVA	-0.003946	** -0.037922
LNOPAT	*1.450608	1.468996
LVAT	0.002355	0.003516
LWACC	** -0.214328	** -0.144567
الاحصائيات		
R-squared	0.995010	0.985934
Adjusted R-squared	0.990020	0.982876
S.E. of regression	0.054235	0.070242
Sum squared resid	0.041180	0.113479
F-statistic	199.4082	322.4287
Prob(F-statistic)	0.000000	0.000000
Durbin-Watson stat	2.193049	1.873135

(*) معنوية عند مستوى 1 % ، (**) معنوية عند مستوى 5 % .

المصدر : مستخرجات Eviews 9

1- اختيار النموذج الملائم (اختبار هوسمان Hausman test): بعد تقدير نموذجي التأثيرات الثابتة والعشوائية نقوم باختبار النموذج الملائم من خلال اختبار هوسمان لما يحضي به هذا الاختبار من أهمية في المفاضلة بين نموذجي البائل للتأثيرات الثابتة والعشوائية والجدول التالي يوضح نتائج هذا الإختبار :

الجدول رقم 11 : نتائج اختار هوسمان (Hausman test)

Correlated Random Effects – Hausman Test			
Equation: EQ01			
Test period random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Period random	20.580515	5*	0.0010

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال نتائج المحصل عليها نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (value-P) لاختبار هوسمان هي 0.0010 وهي أقل من 0.05 .

كما نلاحظ أن إحصائية فيشر المحسوبة ($F= 199.4082$) باحتمال يقدر ب 0.00000 عند مستوى معنوية 5 % ودرجات حرية 3 و 30 على التوالي أكبر من قيمة F المجدولة عند نفس مستوى الدلالة ونفس درجات الحرية $F(0.05,3,30)=2.92$

كما أن قيمة كاي مربع ($X^2= 20.58$) تفوق القيمة المجدولة لها عند نفس درجة الحرية ونفس مستوى الدلالة ($X^2(0.05,3)=7.81$).

وعليه نرفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن النموذج العشوائي هو النموذج الملائم ونقبل الفرضية البديلة التي تعنى أن النموذج الملائم لهذه الدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة

1- إختبار الفرضيات وتقدير النتائج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة:

بعد تأكيد اختبار هوسمان لأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة نقوم بتقدير النتائج من خلال Eviews 9 كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم 12 : نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: LEVA				
Method: Panel Least Squares				
Date: 01/09/21 Time: 11:31				
Sample: 2010 2019				
Periods included: 10				
Cross-sections included: 3				
Total panel (unbalanced) observations: 29				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.266214	0.774877	-5.505665	0.0001
LIC	-0.271168	0.034621	-7.832506	0.0000
LMVA	-0.003946	0.019479	-0.202604	0.8424
LNOPAT	1.450608	0.038387	37.78871	0.0000
LVAT	0.002355	0.007418	0.317528	0.7555
LWACC	-0.214328	0.082255	-2.605642	0.0207
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.995010	S.D. dependent var		0.542904
Adjusted R-squared	0.990020	Durbin-Watson stat		2.193049
F-statistic	199.4082	Prob(F-statistic)		0.000000

المصدر : مستخرجات Eviews 9 *معنوية عند مستوى 1%

نلاحظ من خلال الجدول رقم 12 أن قيمة معامل التحديد المعدل ($R^2=0.995010$) تقابله قيمة احتمالية لإحصائية فيشر $Prob(F-statistic) = 0.00000$ ، وهذا يوشر الى أن هناك ارتباط قوي بين المتغير التابع (القيمة الإقتصادية المضافة) والمتغيرات المستقلة المدروسة، ما يعني أن لهذه المتغيرات المستقلة جودة وتأثير قويين في تفسير مستوى التغير في القيمة الإقتصادية المضافة ، حيث يشير إلى أن 99.5 % من

التغير في القيمة الاقتصادية المضافة يفسره التغير في المتغيرات المستقلة المستخدمة ، والباقي % 0.005 يفسره حد الخطأ العشوائي، وهو ما يؤكد أيضا القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية. وهذا الاستنتاج يؤكد ذلك مستوى معامل التحديد المصحح الذي قدرت قيمته $0.990020 = \text{Adjusted R-squared}$ وهذا العامل المصحح يتميز بأنه يأخذ في الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة المستخدمة في التحليل في حين أن المعامل العادي له سلبية أنه يرتفع بإضافة أى متغير جديد، وللتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستخدم اختبار Durbin-watson الذي قدرت قيمته ب 2.19 و هي تقع بين أدنى قيمة 1.5 وأعلى قيمة 2.5 وهذا يعني عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية وأن مستوى أهميتها الإحصائية ضعيف .

المطلب الثاني : اختبار استقرارية السلاسل الزمنية.

تعد إستقرارية السلاسل الزمنية شرطا أساسيا في دراسة علاقة التكامل المتزامن، فغياب الإستقرارية يؤدي إلى مشاكل قياسية مثل مشكلة الإنحدار الزائف والتي تجعل معظم الاختبارات الإحصائية مضللة، ومن أجل ذلك وجب دراسة إستقرارية السلاسل الزمنية المراد دراستها من أجل تفادي هذا المشكل. وتطلق الإستقرارية في المفهوم الإحصائي على السلسلة الزمنية التي يكون وسطها الحسابي وتباينها ثابتان عبر الزمن¹

1- اختبار استقرارية سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة

إن أحد الشروط الضرورية لإجراء اختبارات التكامل المشترك أن تكون السلاسل الزمنية مستقرة من نفس الدرجة وإلا فلن تكون هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، ومن أجل اختبار السلاسل الزمنية الخاصة بالدراسة التطبيقية استعملنا طريقتين هما: اختبار Augmented Dickey-Fuller و اختبار Phillips Perron مع استخدام طريقة المربعات الصغرى. و باستعمال Eviews 9 نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة كما يلي:

¹ Damodar N. Gujarati., Porter, D. C., Basic Econometrics, The McGraw-Hill, International Edition, 05th edition, (2009) pp. 653,654

الجدول رقم 13: اختبار ADF لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.771400*	0.0080
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-3.771400) وهي أقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5% , 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي وأن سلسلة أسعار الصرف مستقرة.

الجدول رقم 14: اختبار PP لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.802049*	0.0074
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

*معنوية عند مستوى 1%

الفصل الرابع : الدراسة القياسية

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-3.802049) و هي أقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي و أن سلسلة القيمة الإقتصادية المضافة وفق اختبار PP مستقرة من الدرجة صفر .

1- اختبار استقرارية سلسلة رأس المال المستثمر

نقوم باختبار استقرارية السلسلة الزمنية لسلسلة رأس المال المستثمر من خلال برنامج Eviews, نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لهذه السلسلة كما يلي:

الجدول رقم 15: اختبار ADF لسلسلة رأس المال المستثمر

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.324006*	0.9095
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-0.324006) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن سلسلة رأس المال المستثمر غير مستقرة , و من أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بسعر البترول مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1_{st} Difference .

الجدول رقم 16: اختبار PP لسلسلة رأس المال المستثمر

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-0.224528*	0.9245
Test critical values:	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5 % المصدر : مستخرجات 9 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qj} تساوي (-0.224528) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1% , 5% , 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن سلسلة رأس المال المستثمر غير مستقرة , و من أجل إرجاع السلسلة الزمنية مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1st Difference.

الجدول رقم 17: اختبار ADF لسلسلة رأس المال المستثمر " الفروق الأولى"

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.939265*	0.0072
Test critical values:	1% level		-3.788030	
	5% level		-3.012363	
	10% level		-2.646119	

*معنوية عند مستوى 1% المصدر : مستخرجات 9 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qj} تساوي (-3.939265) و هي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.788030), (-3.012363), (-2.646119) عند مستوى 1% , 5% , 10% على

الفصل الرابع : الدراسة القياسية

الترتيب. و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى .

الجدول رقم 18: اختبار PP لسلسلة رأس المال المستثمر " الفروق الأولى "

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-5.627911*	0.0001
Test critical values:	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-5.627911) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب. و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى.

2- اختبار استقرارية سلسلة القيمة السوقية المضافة

نقوم باختبار استقرارية السلسلة الزمنية لسلسلة القيمة السوقية المضافة من خلال تطبيق برنامج Eviews, نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لسلسلة القيمة السوقية المضافة كما يلي:

الجدول رقم 19: اختبار ADF لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.497639*	0.5201
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{QZ} تساوي (-1.497639) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن سلسلة القيمة الإقتصادية المضافة غير مستقرة , و من أجل إرجاعها مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى Difference

. 1st

الجدول رقم 20: اختبار PP لسلسلة القيمة السوقية المضافة

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-1.574761	0.4818
Test critical values:	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-1.574761) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1% , 5% , 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن السلسلة غير مستقرة , و من أجل إرجاع السلسلة الزمنية مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1_{st} Difference.

الجدول رقم 21: اختبار ADF لسلسلة القيمة السوقية المضافة " الفروق الأولى "

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-4.854834	0.0006
Test critical values:	1% level		-3.699871	
	5% level		-2.976263	
	10% level		-2.627420	

*معنوية عند مستوى 1% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-4.854834) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.699871), (-2.976263), (-2.627420) عند مستوى 1% , 5% , 10% على الترتيب. و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى .

الجدول رقم 22: اختبار PP لسلسلة القيمة الإقتصادية المضافة " الفروق الأولى "

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-4.861210	0.0006
Test critical values:	1% level		-3.699871	
	5% level		-2.976263	
	10% level		-2.627420	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{QZ} تساوي (-4.861210) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.699871), (-2.976263), (-2.627420) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب. و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى

3- اختبار استقرارية سلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة

نقوم باختبار استقرارية السلسلة الزمنية لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة من خلال تطبيق برنامج Eviews, نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة كما يلي:

الجدول رقم 23: اختبار ADF لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-2.818826	0.0680
Test critical values:	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 10%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{QZ} تساوي (-2.818826) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (3.679322), (-2.967767), عند مستوى 1%, 5%, على الترتيب, وأقل من القيمة الحرجة الجدولية (-2.622989) عند مستوى 10% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي عند مستوى 5% أي أن سلسلة القيمة الإقتصادية المضافة غير مستقرة عند هذا المستوى , و من أجل إرجاعها مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى Difference 1_{st} .

الجدول رقم 24: اختبار PP لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-2.763196	0.0761
Test critical values:	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	

المصدر : مستخرجات Eviews 9 *معنوية عند مستوى 10%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-2.763196) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.96776), عند مستوى 1%, 5%, على الترتيب, وأقل من القيمة الحرجة الجدولية (-2.622989) عند مستوى 10% وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي عند مستوى معنوية 5% أي أن سلسلة القيمة الإقتصادية المضافة غير مستقرة عند هذا المستوى , و من أجل إرجاعها مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1_{st} Difference .

الجدول رقم 25: اختبار ADF لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة " الفروق الأولى"

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.788747	0.0319
Test critical values:	1% level		-4.309824	
	5% level		-3.574244	
	10% level		-3.221728	

المصدر : مستخرجات Eviews 9 *معنوية عند مستوى 5%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-3.788747) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-4.309824), عند مستوى 1%, وأقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.574244) (-3.221728) عند مستوى 5% و 10% على الترتيب وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني

الفصل الرابع : الدراسة القياسية

عدم وجود جذر أحادي عند مستوى معنوية 5% أي أن سلسلة القيمة الإقتصادية المضافة مستقرة عند هذا المستوى.

الجدول رقم 26: اختبار PP لسلسلة صافي ربح العمليات بعد الضريبة " الفروق الأولى "

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-10.85177	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{QZ} تساوي (-10.85177) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب. و بالتالي فهذا يثبت عدم وجود جذر أحادي ومنه فإننا نرفض الفرضية العدمية و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى

4- اختبار استقرارية سلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

نقوم باختبار استقرارية السلسلة الزمنية لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال من خلال تطبيق برنامج Eviews, نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال كما يلي:

الجدول رقم 27: اختبار ADF لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.996284	0.7405
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5% المصدر : مستخرجات 9 Eviews

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{QZ} تساوي (-0.996284) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن السلسلة غير مستقرة , و من أجل إرجاعها مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1_{st} Difference .

الجدول رقم 28: اختبار PP لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.900170	0.3276
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

*القيمة المحسوبة ليست معنوية عند مستوى 5% المصدر : مستخرجات 9 Eviews

الفصل الرابع : الدراسة القياسية

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-1.900170) هي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية مما يعني وجود جذر أحادي أي أن السلسلة غير مستقرة , و من أجل إرجاعها مستقرة نطبق عليها الفروقات من الدرجة الأولى 1_{st} Difference .

الجدول رقم 29: اختبار ADF لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال " الفروق الأولى "

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-9.613580	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-9.613580) هي أقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5% و 10% على الترتيب وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي أي أن سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى

الجدول رقم 30: اختبار PP لسلسلة التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال " الفروق الأولى "

			Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic			-9.695048	0.0000
Test critical values:	1% level		-3.689194	
	5% level		-2.971853	
	10% level		-2.625121	

*معنوية عند مستوى 1% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-9.695048) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.689194), (-2.971853), (-2.625121) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب. و بالتالي فهذا يثبت عدم وجود جذر أحادي ومنه فإننا نرفض الفرضية العدمية و بذلك فإن السلسلة مستقرة ومتكاملة من الدرجة الأولى

اختبار استقرارية سلسلة قيمة المبادلات

نقوم باختبار استقرارية السلسلة الزمنية لسلسلة قيمة المبادلات من خلال تطبيق برنامج Eviews, نحصل على نتائج اختبار ADF و PP لسلسلة قيمة المبادلات كما يلي:

الجدول رقم 31: اختبار ADF لسلسلة قيمة المبادلات

			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-3.947123*	0.0052
Test critical values:	1% level		-3.679322	
	5% level		-2.967767	
	10% level		-2.622989	

*معنوية عند مستوى 1% المصدر : مستخرجات Eviews 9

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-3.947123) هي أقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

الجدول رقم 32: اختبار PP لسلسلة قيمة المبادلات

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-3.749195*	0.0085
Test critical values:	1% level	-3.679322	
	5% level	-2.967767	
	10% level	-2.622989	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{Qz} تساوي (-3.749195) هي أقل من القيم الحرجة الجدولية (-3.679322), (-2.967767), (-2.622989) عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب, و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية مما يعني عدم وجود جذر أحادي أي أن السلسلة الزمنية مستقرة.

المطلب الثالث: اختبارات التكامل المتزامن

بعد التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية نقوم باختبارات التكامل المتزامن من خلال :

- اختبار استقرارية سلسلة البواقي
- اختبار مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية
- اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات وفق منهجية ARDL
- اختبار الحدود وفق منهجية ARDL
- اختبار السببية
- تجزئة تباين أخطاء التنبؤ

1- إختبار استقرارية سلسلة البواقي: باختبار استقرارية سلسلة البواقي نتحصل على النتائج كما يلي :

جدول رقم 33 : اختبار استقرارية سلسلة البواقي

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-16.71635*	0.0000
Test critical values:	1% level	-4.013946	
	5% level	-3.436957	
	10% level	-3.142642	

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*معنوية عند مستوى 1%

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة t_{DZ} تساوي -16.71635 وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية -4.013946, -3.436957, -3.142642 عند مستوى 1%, 5%, 10% على الترتيب. و بالتالي فإننا نرفض الفرضية العدمية و بذلك فإن سلسلة البواقي مستقرة ومتكاملة من الدرجة الصفر، و هو ما يعني وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة.

2- إختبار مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية

اعتمادا على اختبارات Harvey, Glejser, Breusch-Pagan Godfrey في Eviews 12

تحصلنا على النتائج التالية :

جدول رقم 34 : اختبارات مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
F-statistic	*1.156266	Prob. F(15,10)	0.4183
Obs*R-squared	16.49151	Prob. Chi-Square(15)	0.3502
Scaled explained SS	1.820266	Prob. Chi-Square(15)	1.0000
Heteroskedasticity Test: Harvey			
F-statistic	*3.729461	Prob. F(15,10)	0.0205
Obs*R-squared	22.05714	Prob. Chi-Square(15)	0.1063
Scaled explained SS	32.53261	Prob. Chi-Square(15)	0.0054
Heteroskedasticity Test: Glejser			
F-statistic	*1.770867	Prob. F(15,10)	0.1821
Obs*R-squared	18.88899	Prob. Chi-Square(15)	0.2188
Scaled explained SS	6.822604	Prob. Chi-Square(15)	0.9624

المصدر : مستخرجات Eviews 9

*لا توجد معنوية

من خلال النتائج المتحصل عليها في الاختبارات الثلاث أعلاه نلاحظ أن احتمالية معامل Obs*R-

squared أكبر من 0.05 وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية بمعنى عدم وجود مشكلة عدم تجانس

تباين الأخطاء العشوائية

3- إختبار التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات المتقطعة او الإبطاءات ARDL

يعتبر أسلوب ARDL المبني على نموذج UECM و إختبار الحدود Bound ARDL Approach Testing المقترحة من قبل (Pesaran et al (2001) من أنسب النماذج للكشف عن وجود التكامل المشترك بين متغيرات النموذج حيث يتم إختبار التكامل المشترك بتقدير نموذج UECM بالصيغة التالية:

$$\Delta EVA_t = \beta_0 + \sum \beta_i \Delta EVA_{t-i} + \sum \phi_i \Delta IC_{t-i} + \sum \varphi_i \Delta NOPAT_{t-i} + \sum \gamma_i \Delta MVA_{t-i} + \sum \theta_i \Delta VAT_{t-i} + \sum \phi_i \Delta WACC_{t-i} + \lambda_1 EVA + \lambda_2 IC + \lambda_3 NOPAT + \lambda_4 MVA + \lambda_5 VAT + \lambda_6 WACC + \varepsilon_t$$

و لإجراء إختبار وجود التكامل المشترك بين المتغيرات في النموذج ، تتم صياغة الفروض كالاتي

فرضية العدم : عدم وجود تكامل مشترك $H_0 \lambda_1 = \lambda_2 = \lambda_3 = \lambda_4 = \lambda_5 = \lambda_6 = 0$

مقابل الفرضية البديلة: وجود تكامل مشترك $H_1 \lambda_1 \neq \lambda_2 \neq \lambda_3 \neq \lambda_4 \neq \lambda_5 \neq \lambda_6 \neq 0$

يتم تقدير منهجية ال ARDL باستخدام الإفيوز انطلاقا من تقدير معادلة المتغيرات ، حيث تحصلنا على النتائج المدونة في الجدول أدناه

الجدول رقم 35 : إختبار التكامل المشترك باستخدام منهجية ARDL

Selected Model: ARDL(3, 4, 3, 2)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
LEVA(-1)	-0.020369	0.308855	-0.065950	0.9487
LEVA(-2)	-0.448994	0.225370	-1.992258	0.0743
LEVA(-3)	0.724320	0.326723	2.216926	0.0510
LIC	-0.365880	0.124292	-2.943707	0.0147
LIC(-1)	-0.146047	0.168014	-0.869256	0.4051
LIC(-2)	-0.332481	0.184368	-1.803358	0.1015
LIC(-3)	0.229214	0.152363	1.504390	0.1634

الفصل الرابع : الدراسة القياسية

LIC(-4)	0.253528	0.106491	2.380748	0.0386
LNOPAT	1.465059	0.043510	33.67185	0.0000
LNOPAT(-1)	0.024902	0.426759	0.058351	0.9546
LNOPAT(-2)	0.522461	0.338663	1.542717	0.1539
LNOPAT(-3)	-1.029931	0.458632	-2.245660	0.0485
LWACC	-0.531756	0.208899	-2.545523	0.0291
LWACC(-1)	0.076429	0.178855	0.427324	0.6782
LWACC(-2)	-0.258881	0.118329	-2.187807	0.0535
C	0.556265	3.179444	0.174957	0.8646
R-squared	0.995819	Mean dependent var		21.01602
Adjusted R-squared	0.989547	S.D. dependent var		0.574287
S.E. of regression	0.058715	Akaike info criterion		-2.556999
Sum squared resid	0.034474	Schwarz criterion		-1.782786
Log likelihood	49.24098	Hannan-Quinn criter.		-2.334053
F-statistic	158.7796	Durbin-Watson stat		2.480466
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

*معنوية عند مستوى 1%

4- اختبار الحدود : Bounds Test :

انطلاقاً من معادلة منهجية ARDL يمكن إجراء اختبار الحدود لمعاينة التكامل المشترك. نتائج اختبار الحدود وفق منهجية ARDL : باستخدام منهجية ARDL قمنا باختبار الحدود وتحصلنا على النتائج التالية :

جدول رقم 36 : نتائج اختبار الحدود وفق منهجية ARDL

ARDL Bounds Test				
Date: 01/07/21 Time: 06:49				
Sample: 5 30				
Included observations: 26				
Null Hypothesis: No long-run relationships exist				
Test Statistic	Value	k		
F-statistic	4.855750	3		
Critical Value Bounds				
Significance	I0 Bound	I1 Bound		
10%	2.72	3.77		
5%	3.23	4.35		
2.5%	3.69	4.89		
1%	4.29	5.61		

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

من خلال النتائج المتحصل عليها نلاحظ أن قيمة F-statistic (4.855750) أكبر من حدود القيمة الحرجة عند معنوية 10% بقيمة (4.35) وكذا عند معنوية 5% بقيمة (3.77) و ومنه فإننا نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل الذي يقر بوجود تكامل مشترك.

5- اختبار السببية :

تسمح العلاقات السببية بوضع سياسات يراعى فيها اتجاهات السببية للمتغيرات محل الدراسة، ويعبر اختبار سببية جرانجر عن مدى مقدرة متغير ما في التأثير على متغير آخر في المستقبل ، وقد تكون السببية في اتجاهين بحيث يكون كل منهما يؤثر في الآخر

ولدراسة علاقة السببية بين متغيرات الدراسة ومتغير القيمة الاقتصادية المضافة في بورصة الجزائر خلال الفترة من 2010-2019 تم الاعتماد على اختبار جرانجر Tests Causality Granger لاختبار صحة الفرضيات الصفرية التالية :

- 1- متغير رأس المال المستثمر
- الفرضية الصفرية الأولى : H_0 الدالة على أن متغير رأس المال المستثمر لا يسبب التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- الفرضية الصفرية الثانية : H_0 الدالة على أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يسبب التغير في رأس المال المستثمر
- 2- متغير صافي ربح العمليات بعد الضريبة
- الفرضية الصفرية الأولى : H_0 الدالة على أن متغير صافي ربح العمليات بعد الضريبة لا يسبب التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- الفرضية الصفرية الثانية : H_0 الدالة على أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يسبب التغير في صافي ربح العمليات بعد الضريبة
- 3- متغير القيمة السوقية المضافة
- الفرضية الصفرية الأولى : H_0 الدالة على أن متغير القيمة السوقية المضافة لا يسبب التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- الفرضية الصفرية الثانية : H_0 الدالة على أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يسبب التغير في القيمة السوقية المضافة
- 4- متغير قيمة المبادلات في البورصة
- الفرضية الصفرية الأولى : H_0 الدالة على أن متغير قيمة المبادلات في البورصة لا يسبب التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- الفرضية الصفرية الثانية : H_0 الدالة على أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يسبب التغير في قيمة المبادلات في البورصة
- 5- متغير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
- الفرضية الصفرية الأولى : H_0 الدالة على أن متغير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لا يسبب التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- الفرضية الصفرية الثانية : H_0 الدالة على أن متغير القيمة الاقتصادية المضافة لا يسبب التغير في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

لنتحصل على النتائج التالية :

الجدول رقم 37 : اختبار سببية جرانجر

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 09/01/21 Time: 10:51			
Sample: 1 30			
Lags: 1			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LIC does not Granger Cause LEVA	29	3.41047*	0.0762
LEVA does not Granger Cause LIC		0.77048	0.3881
LMVA does not Granger Cause LEVA	28	3.37232*	0.0782
LEVA does not Granger Cause LMVA		5.14049*	0.0323
LNOPAT does not Granger Cause LEVA	29	7.95604*	0.0091
LEVA does not Granger Cause LNOPAT		12.0333*	0.0018
LVAT does not Granger Cause LEVA	29	0.05126	0.8227
LEVA does not Granger Cause LVAT		0.03087	0.8619
LWACC does not Granger Cause LEVA	29	2.40173	0.1333
LEVA does not Granger Cause LWACC		2.54824	0.1225

*معنوية عند مستوى 10% ←

*معنوية عند مستوى 10% ←

*معنوية عند مستوى 5% ←

*معنوية عند مستوى 1% ←

*معنوية عند مستوى 1% ←

المصدر : مستخرجات 9 Eviews

يبين الجدول أعلاه لاختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة والقيمة الإقتصادية المضافة ما يلي :

- 1- اختبار سببية جرانجر بين متغيري رأس المال المستثمر والقيمة الإقتصادية المضافة
 - القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الأولى ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير رأس المال المستثمر على التغير في القيمة الإقتصادية المضافة
 - القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أكبر من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نقبل الفرضية الصفرية الثانية التي تنفي وجود تأثير للتغير في القيمة الإقتصادية المضافة على التغير في رأس المال المستثمر
- 2- اختبار سببية جرانجر بين متغيري القيمة السوقية المضافة والقيمة الإقتصادية المضافة

- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الأولى ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير في القيمة السوقية المضافة على التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الثانية ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير في القيمة الاقتصادية المضافة على التغير في القيمة السوقية المضافة
- 3 اختبار سببية جرانجر بين متغيري صافي ربح العمليات بعد الضريبة والقيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الأولى ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير في صافي ربح العمليات بعد الضريبة على التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الثانية ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير في القيمة الاقتصادية المضافة على التغير في صافي ربح العمليات بعد الضريبة
- 4 اختبار سببية جرانجر بين متغيري قيمة المبادلات في البورصة والقيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أكبر من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نقبل الفرضية الصفرية الأولى التي تنفي وجود تأثير للتغير في قيمة المبادلات في البورصة التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أكبر من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نقبل الفرضية الصفرية الثانية التي تنفي أن يكون لتغير القيمة الاقتصادية المضافة أي تأثير في التغير في قيمة المبادلات في البورصة
- 5 اختبار سببية جرانجر بين متغيري التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال والقيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أقل من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نرفض الفرضية الصفرية الأولى ونقبل الفرضية البديلة التي تؤكد على وجود تأثير للتغير في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال على التغير في القيمة الاقتصادية المضافة
- القيمة الاحتمالية المحسوبة لاختبار سببية جرانجر أكبر من القيمة المجدولة عند مستوى معنوية 0.1 ومنه فإننا نقبل الفرضية الصفرية الثانية التي تنفي أن يكون لتغير القيمة الاقتصادية المضافة أي تأثير في التغير في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

6- تجزئة تباين أخطاء التنبؤ Variance Decomposition

تحليل العلاقات الديناميكية بين متغيرات الدراسة يعد من أهم أهداف الدراسة وهذا يتجلى من خلال تحليل تأثير هذه المتغيرات لصددمات النموذج و يتم ذلك عن طريق تحليل أو تفكيك التباين، وسوف نعتمد على تجزئة تشولسكي (Décomposition de Choleski) من اجل عزل أي صدمة ناشئة للنظام لمتغير محدد.

إن تجزئة التباين Variance Decomposition تقيس نسبة تباين خطأ التنبؤ بمتغير ما الناتجة عن الصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من باقي متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، أي أنها تقيس مساهمة الصدمات العشوائية لمتغيرات النموذج في التقلبات المستقبلية لمتغير ما.

من خلال تفحص نتائج جداول تجزئة التباين (أنظر الملحق رقم 07) يتضح ضعف مساهمة الصدمات العشوائية لمتغيرات النموذج في خطأ التنبؤ لكل متغير على المدى القصير وتتنزاد هذه المساهمة على المدى الطويل وتزيد نسبة هذه المساهمة عندما يتعلق الأمر بالتقلبات الحاصلة في المتغير نفسه و بنسبة تصل احيانا لمستوى 100%

خلاصة

في هذا الفصل قمنا باستعراض منهجية الدراسة والتطرق لأدبيات التكامل المتزامن للسلاسل الزمنية ، أما في الجانب التطبيقي فركزنا فيه على تقدير النماذج وتحليل النتائج حيث توصلنا من خلال الاختبارات الاحصائية لـ 9 Eviews الى ما يلي :

- أثبتت اختبارات كل من Phillips Perron و Augmented Dickey-Fuller وجود استقرار للسلاسل الزمنية المعبرة على متغيرات الدراسة
- أكد تقدير النتائج لنموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل على وجود ارتباط قوى بين المتغير التابع (القيمة الاقتصادية المضافة) والمتغيرات المستقلة المدروسة باستثناء متغير حجم المبادلات في البورصة.
- أكد إختبار Durbin-watson على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية وأن مستوى أهميتها الإحصائية ضعيف
- أثبت اختبار استقرارية سلسلة البواقي وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة
- نفتت اختبارات كل من Harvey, Glejser, Breusch-Pagan Godfrey وجود مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية
- اثبت اختبار الحدود وفق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات المتقطعة او الابطاءات ARDL وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة
- أثبتت اختبارات السببية ل جرانجر أن متغير رأس المال المستثمر يسبب في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة والعكس غير صحيح ، في حين أن متغيري القيمة السوقية المضافة وصافي ربح العمليات بعد الضريبة والتكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال يسبب كل منها في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة ،في حين أن متغير قيمة المبادلات في البورصة لا يسبب في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات
- أثبتت تقديرات Cholesky لتفكيك تباين أخطاء التنبؤ ضعف مساهمة الصدمات العشوائية لمتغيرات النموذج في خطأ التنبؤ لكل متغير على المدى القصير في حين تتزايد هذه المساهمة على المدى الطويل.

خاتمة عامة

يحضى مدخل تكلفة رأس المال باهتمام بالغ لدى الباحثين باعتباره يعبر عن صورة عن العائد أو الفائدة أو الأجر المستحق جراء المنافع التي تتولد من استثمار رأس المال ومن هنا تجلت أهمية وضرة احتساب هذه التكلفة كحق لكل ممولي رأس المال في المشروع يخضم مع باقي التكاليف من الإيرادات للوصول إلي نتائج للاستثمار تعبر عن القيمة الحقيقية للمؤسسة ولا تزال الرؤى والنظريات متعددة فيما يتعلق بتفسير العلاقة بين تكلفة رأس المال والمزيج التمويلي من أموال مقترضة وممتلكة وتقدير هذه التكلفة وتأثير ذلك على القيمة الإقتصادية للمؤسسة

وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر أساسي بل العنصر الأهم في تقدير القيمة الإقتصادية المضافة ، وقد أكدت العديد من الدراسات على أهمية القيمة الإقتصادية المضافة كمؤشر يتميز بقدرة تفسيرية عالية مقارنة بالقدرة التفسيرية للمقاييس المحاسبية التقليدية مثل : ربحية السهم الواحد EPS ، العائد على حقوق الملكية ROE ، و العائد على الإستثمار ROI وبالرغم مما أثبتته بعض الدراسات من عدم تفوق هذا المؤشر كأنج مقياس للأداء المالي الا أنه يعتبر أداة ذو أهمية بالغة من حيث كونه معيار يسهم في الوقوف على مدى الحفاظ على ثروة المساهمين وعدم هدرها كما يعتبر مقياس جيد للأداء المالي ولنظام الحوافز والتعويضات ووسيلة فعالة للتقليل من مشكلة الوكالة بين المدراء وحملة الأسهم ومعيار للمفاضلة بين البدائل التمويلية والاستثمارية المتاحة أو المتوقعة.

وقد حاولنا في هذه الدراسة تسليط الضوء على أهم المفاهيم النظرية المتعلقة برأس المال وتكلفته و وكذا الاطار المفاهيمي للقيمة بشكل عام والقيمة الإقتصادية المضافة كعنصر أساسي للدراسة بشكل خاص ، ثم حاولنا الاجابة على اشكالية الدراسة واختبار الفرضيات بالاعتماد على التحليل والاختبارات الاحصائية لبرنامج Eviews لبيانات ونتائج عينة من الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ،

نتائج الدراسة :

انطلاقا مما تم عرضه في الفصول الأربع لاختبار الفرضيات كأساس للإجابة على الإشكالية الأساسية والأسئلة الفرعية خلصت الدراسة الى مجموعة من النتائج،

أبانت النتائج المحاسبية للشركات الثلاث محل الدراسة عن ما يلي :

- سجلت مؤسسة مجمع صيدال معدلات نتائج أقل من مؤسسة اليانس، فالرغم من أنها حققت نتائج ايجابية في مستوى القيمة الإقتصادية المضافة غير أن هذه القيم بدت متدنية بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة.

خاتمة عامة

- سجلت مؤسسة الاوراسي المستوى الأضعف من النتائج، حيث رغم أنها حققت نتائج ايجابية في مستوى العائد على رأس المال المستثمر في السنتين الأولى والأخيرة 2010 و2019 الا أن القيمة الإقتصادية المضافة المسجلة كانت سلبية حيث فاقت تكلفة رأس المال خلال هذين السنتين قيمة صافي ربح العمليات بعد الضريبة.

وأثبتت نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة ما يلي :

- وجود علاقة ارتباط سالبة دالة احصائيا بين حجم رأس المال المستثمر (LIC) والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) عند مستوى معنوية 1 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0000 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب -0.271168

- وجود علاقة ارتباط سالبة ضعيفة غير دالة إحصائيا بين القيمة السوقية المضافة (MVA) والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) بقيمة احتمال تقدر ب 0.8424 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب -0.003946

- وجود علاقة ارتباط موجبة قوية دالة احصائيا بين صافي ربح العمليات بعد الضريبة (NOPAT) والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) بمستوى معنوية 1 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0000 وبمعامل موجب قدرت قيمته ب 1.450608

- وجود علاقة ارتباط سالبة ضعيفة غير دالة إحصائيا بين قيمة المبادلات (Valeur transigée VAT) والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) بقيمة احتمال تقدر ب 0.7555 وبمعامل موجب قدرت قيمته ب 0.002355

- وجود علاقة ارتباط سالبة دالة إحصائيا بين التكلفة المرجحة المتوسطة لرأس المال المستثمر (WACC) والقيمة الإقتصادية المضافة (EVA) بمستوى معنوية 5 % بقيمة احتمال تقدر ب 0.0207 وبمعامل سالب قدرت قيمته ب -0.214328

كما أشارت نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة الى أن قيمة معامل التحديد المعدل ($R^2=0.995010$) تقابله قيمة احتمالية لإحصائية فيشر $Prob(F\text{-statistic}) = 0.00000$ ، ما يؤشر الى وجود ارتباط قوي بين المتغير التابع (القيمة الإقتصادية المضافة) والمتغيرات المستقلة المدروسة، ما دل أن لهذه المتغيرات المستقلة جودة وتأثير قويين في تفسير مستوى التغير في القيمة الإقتصادية المضافة ، حيث يشير إلى أن 99.5 % من التغير في القيمة الإقتصادية المضافة يفسره التغير في المتغيرات المستقلة المستخدمة ، والباقي 0.005 % يفسره حد الخطأ العشوائي، وهو ما يؤكد أيضا القوة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي

خاتمة عامة

المتعدد من الناحية الإحصائية. وهذا الاستنتاج يؤكد ذلك مستوى معامل التحديد المصحح الذي قدرت قيمته Adjusted R-squared = 0.990020

- أثبتت اختبارات كل من Phillips Perron و Augmented Dickey-Fuller وجود استقرار للسلاسل الزمنية المعبرة على متغيرات الدراسة

- أكد إختبار Durbin-watson على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء العشوائية وأن مستوى أهميتها الإحصائية ضعيف

- أثبت اختبار استقرارية سلسلة البواقي وجود علاقة تكامل متزامن بين متغيرات الدراسة

- نفت اختبارات كل من Harvey, Glejser, Breusch-Pagan Godfrey وجود مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء العشوائية

- اثبت اختبار الحدود وفق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات المتقطعة او الابطاءات ARDL وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

- أثبتت اختبارات السببية ل جرانجر أن متغير رأس المال المستثمر يسبب في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة والعكس غير صحيح ، في حين أن متغيري القيمة السوقية المضافة وصافي ربح العمليات بعد الضريبة يسبب كل منهما في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة ،في حين أن متغيري قيمة المبادلات في البورصة والتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال لا يسببان في التغير المستقبلي للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات

- أثبتت تقديرات Cholesky لتفكيك تباين أخطاء التنبؤ ضعف مساهمة الصدمات العشوائية لمتغيرات النموذج في خطأ التنبؤ لكل متغير على المدى القصير في حين تتزايد هذه المساهمة على المدى الطويل.

- رغم النتائج المحاسبية الإيجابية الملاحظة في صافي ربح العمليات بعد الضريبة للمؤسسات الثلاث خلال كل او معظم فترات الدراسة إلا أن علاقة الارتباط السالبة بين حجم رأس المال المستثمر والقيمة الاقتصادية المضافة التي أظهرها التحليل الإحصائي من خلال تقدير نموذج التأثيرات الثابتة تؤكد أن الزيادة في رأس المال المستثمر لم تكن لها فعالية في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من التكلفة المقابلة لها.

- تشير نتائج اختبارات سببية جرانجر الى أن التغير في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال يؤثر بشكل قوى في التغير في القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات الثلاث وهو ما يثبت الفرضية الأساسية للدراسة التي تفيد بأن انخفاض تكلفة رأس المال له فعالية كبيرة في تحسين القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة.

التوصيات المقترحة :

بناء على النتائج المذكورة يمكن صياغة التوصيات والاقتراحات التالية:

خاتمة عامة

- نوصي مؤسسة اليانس بضرورة تدارك التدني في نتيجة ال EVA المحققة في السنة الأخيرة مقارنة بالسابق.
- نوصي مؤسسة مجمع صيدال بضرورة مراجعة سياساتها الإستثمارية وكذا أداءها العملياتي لتدارك التدني في القيمة الإقتصادية المضافة الذي قد يقود الى خسائر مستقبلية غير محسوبة.
- نوصي مؤسسة الاوراسي بضرورة مراجعة خياراتها الإستثمارية والوقوف عند أوجه القصور في الأداء العملياتي لتعويض النتائج السلبية المحققة خلال فترة الدراسة.
- عملت المؤسسات الثلاث على الزيادة في رأس المال المستثمر طيلة فترة الدراسة إلا أن هذه الزيادة لم تكن لها فعالية في تحسين القيمة الإقتصادية المضافة بمعنى أن مردودية هذه الزيادة كانت أقل من التكلفة المقابلة لها، وهو ما يحتم على المؤسسات الثلاث ضرورة مراجعة سياستها الإستثمارية والتشغيلية.
- نوصي بضرورة ان تولى المؤسسات الثلاث ومن ثم المؤسسة الجزائرية بشكل عام مزيدا من الإهتمام بالمؤشرات والأساليب الكمية لمراجعة النتيجة وتقييم الأداء المالي وعلى الخصوص من خلال مؤشري تكلفة رأس المال والقيمة الإقتصادية المضافة.
- تؤكد الدراسة على أن زيادة القيمة الإقتصادية المضافة يتم تعزيزه بالطلب الفعال والرسملة داخل البورصة وهنا يأتي دور الدولة ممثلة في وزارة المالية في فتح أسماول عدة مؤسسات اقتصادية عمومية وتحفيز وتيسير عملية الإدراج في البورصة لزيادة عدد المؤسسات المدرجة، ما يسهم في زيادة حجم وقيمة التداول وتحسين القيم الإقتصادية المضافة للمؤسسات.

آفاق البحث :

- هذه الدراسة كغيرها من الدراسات والأعمال البحثية تحتاج الى مزيد من الإثراء ونذكر على سبيل المثال لا الحصر بعض المواضيع التي قد تعزز من القيمة العلمية للموضوع
- جودة التقارير المالية وأثرها على النتيجة والقيمة الإقتصادية المضافة للمؤسسة
 - تنشيط البورصة ودوره في خلق الفرص الاستثمارية وتقليل تكاليف التمويل
 - فعالية تجريم ومحاربة ظاهرة الفساد في تعزيز التنافسية وخلق قيم اقتصادية مضافة للمؤسسات والإقتصاد بشكل عام

المراجع العربية

الكتب

- 1- أحين برغام، ترجمة محمود فتوح، عمر عبد الكريم، الإدارة المالية، القرارات التمويلية الإستراتيجية، ط1، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا. 2010
- 2- أحمد جامع، الاقتصاد الاشتراكي- دراسة نظرية تحليلية (القاهرة: دار النهضة العربية، 1969)،
- 3- إسماعيل دريد ال شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، الأردن. 2011
- 4- إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، الإدارة المالية المتقدمة، جامعة السودان المفتوحة، ط1، 2001،
- 5- أشرف الشرقاوي، العلاقة بين القيمة الإقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، دراسة عملية لاختبار مزاعم نظرية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، مجلد 02 ، 2006.
- 6- بريكة السعيد، مسعي سمير، "تقييم المنشأة الاقتصادية : مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول بعنوان صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، مركز البحوث والدراسات الجزائرية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 20-22 ابريل. 2009،
- 7- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مطبعة دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002
- 8- جمال اليوسف و فواز الحموي، الإدارة المالية، جامعة دمشق، الطبعة الأولى، 2013،
- 9- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة ، الوراق للنشر والتوزيع، ط2 ، عمان، 2008،
- 10- حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001
- 11- دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006
- 12- رضوان وليد العمار، "أساسيات الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 1997
- 13- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية 1986
- 14- صلاح الدين نامق، توزيع الثروة بين النظامين الرأسمالي والاشتراكي (القاهرة: دار المعارف، 1967
- 15- ضياء مجيد موسوي، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها، الأسهم والسندات)، مؤسسة شهاب الجامعية، الإسكندرية، 2003
- 16- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000
- 17- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، ط 2 ، 2006
- 18- عبد الحليم كراجة، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، ط 2، 2006
- 19- عبد الرحمن بن خلدون، المقدمة، دار الجيل، بيروت،
- 20- عبد الستار الصياح وسعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر، الأردن، ط3 ، 2007
- 21- عبد السلام الشدادى، ابن خلدون من منظور آخر، ترجمة محمد الهلالي، دار توتعال، المغرب، 2000م.

المصادر والمراجع

- 22- عبد العزيز سمير محمد، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر،الإسكندرية، مصر،1998
- 23- عبد العزيز مرعي ،عيسى عبده إبراهيم، اقتصاديات النقود والمصارف- ج 1 (القاهرة:مطبعة مخيمر،1965)،
- 24- عبد القادر محمد عطية، "الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 25- عبد النافع الزرري ،غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، طبعة أولى، الأردن، 2001،
- 26- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن،2007
- 27- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن،2009
- 28- عدنان تايه ذياب النعيمي وباسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة 2007،1
- 29- علي محمد عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان ، الاردن ، 2019،
- 30- كارل ماركس، رأس المال - الجزء الأول، ترجمة راشد البراوي (القاهرة؛ الطبعة الثانية، مكتبة النهضة المصرية، (1965)،
- 31- محمد الصالح الحناوي ،جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002
- 32- محمد صالح الحناوي و جلال ابراهيم العبد،" الإدارة المالية :مدخل القيمة واتخاذ القرار"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002
- 33- محمد صالح الحناوي وإبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر،1999
- 34- محمد صالح الحناوي ورسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية،الإسكندرية، 2009
- 35- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى،" الإدارة المالية :التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر
- 36- محمد محمود عبد ربه، مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عند تقييم الاستثمارات في سوق الوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000
- 37- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1993
- 38- معتوق أحمد، " الإحصاء الرياضي والنماذج الإحصائية"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2007.
- 39- مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، ط 1 2009
- 40- مكيد علي "الإقتصاد القياسي"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 2007.
- 41- مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2019
- 42- منير ابراهيم هندي،" الفكر الحديث في مجال الإستثمار"، منشأة المعارف، الطبعة الاولى، الإسكندرية ، 1999
- 43- منير ابراهيم هندي،" الادارة المالية :مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الاسكندرية، مصر،1999
- 44- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في التحليل المالي وتقييم الأداء "مدخل حوكمة الشركات"، مطبعة الدلتا، الإسكندرية، 2009

المصادر والمراجع

- 45- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999
- 46- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ، الاسكندرية ، 1998
- 47- منير عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2002
- 48- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، طبعة أولى، 1998
- 49- هند ضياء عبد الرسول ، اهمية هيكل رأس المال وأثره على قرارات التمويل دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2006-2011)، جامعة القادسية، العراق، 2008

الأطروحات

- 50- مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد - جامعة حلب، 2010
- 51- حفيظ عبد الحميد، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية فرع مالية المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي، تبسة، 2004،
- 52- شعبان لولو، محمد عقيل ، قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للمؤسسة، دراسة تطبيقية عمى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين ، 2016

المجلات والمؤتمرات

- 53- ابراهيم المليجي، دراسة واختبار مؤشرات الأداء المبنية على الربح المحاسبي ومؤشرات الأداء المبنية على التدفق النقدي في قياس أداء شركات المساهمة المصرية، مجلة كلية التجارة والبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 44، عدد 01، 2007.
- 54- ثائر القدومي، قيس كيلاني، وأسماء العمارنة، ايهما اكثر قدرة على تفسير التغير في القيمة السوقية الأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA ام معايير تقييم الأداء التقليدية - دراسة تطبيقية على شركات المساهمة الأردنية، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية، المجلد 14، العدد الأول، 2012.
- 55- عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 37، المجلد 10، 2014
- 56- حمزة الزبيدي ، وقيس الكيلاني، إعادة هيكلة نظم الإدارة المالية باستخدام ، معيار القيمة الاقتصادية المضافة ، المجلة الأردنية للعلوم التطبيقية ، مجلد 8 ، العدد 1 ، عمان.ص 2-12. 2004
- 57- زيبيدي البشير، تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة مجمع صيدال في الفترة (2012-2015) ، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية ، جامعة الوادي ، الجزائر ، 2017

المصادر والمراجع

- 58- الشارف عتو، "دراسة قياسية لإستقطاب رأس المال الأجنبي للجزائر في ظل فرضية الركن لنظام سعر الصرف"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 06، السداسي الأول، سنة 2009
- 59- عبد الناصر نور، علاء الدين السبتي، مدى ملائمة القيمة الاقتصادية المضافة لقياس نجاح الشركات الصناعية المساهمة الأردنية، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 30، عدد 02، 2003.
- 60- عبد الوهاب دادن، رشيد حفصي، تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة 2006-2011 باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD) ، مجلة الواحات للبحوث والدراسات عدد 7، 2014
- 61- عماد الشيخ، دراسة مقارنة لأثر استخدام مقاييس الأداء التقليدية ومقاييس القيمة الاقتصادية المضافة EVA على أسعار الأسهم، المجلة العربية للعلوم الإدارية، مجلد 19، عدد 2، ص 207-238، 2012
- 62- عمر عيد الجعدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للاسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان) ، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، ص 208 - 232 يناير 2015
- 63- قاسم نايف علوان، ابراهيم محمد الزعلوك، " أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM" ، دراسة تطبيقية ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، العدد5، سطيف، 2005
- 64- محمد الشريف بن زاوي، هاجر سلاطني ، دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الإنفاق الاستثماري العام على البني التحتية مجلة البحوث الاقتصادية والعلمية، العدد 3 ، جوان 2015.
- 65- محمد عبد الحميد مطاوع ، " دور حوكمة الشركات في تعظيم قيمة المنشأة -دراسة نظرية تطبيقية "، مجلة آفاق جديدة ، كلية التجارة ، جامعة المنوفية.2009
- 66- محمد مطر ، القيمة الاقتصادية المضافة EVA ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة MVA ، مجلة آفاق اقتصادية ، المجلد 27، 106، ص 15-45، 2006
- 67- محمد مطر، القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ودورها في التنبؤ بالقيمة السوقية المضافة - (MVA) دراسة تحليلية على الشركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن ،مجلة آفاق اقتصادية ، المجلد (27) العدد (106) اتحاد غرف التجارة والصناعة، الإمارات ، 2004
- 68- مصطفى احمد الشامي، " قياس القيمة المضافة والإفصاح عنها " ، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد الأول، 1994
- 69- مكيدش محمد، ساهد عبد القادر، "دراسة قياسية لأسعار البترول باستخدام نماذج GARCH"، مجلة الإقتصاد المعاصر، العدد 03، سنة 2008
- 70- هالة الخولي، دراسة تحليلية انتقادية لمقياس القيمة الاقتصادية المضافة كأحد الاتجاهات الحديثة في مجال قياس وتقييم الأداء في منشآت الأعمال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد 56، 2000.
- 71- خالد كاظم أبو دوح، أطروحة رأس المال وأشكاله في الفكر الخلدوني ، ورقة مقدمة إلى مؤتمر علم الاجتماع في مجتمعاتنا مجتمع واحد ، ومرجعيات بديلة ، من 6 - 7 مارس 2010م بدار الضيافة - جامعة عين شمس
- القوانين والمراسيم**
- 72- القانون التجاري الجزائري.

المصادر والمراجع

- 73 القانون رقم 02-11 المؤرخ في 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة 2003
- 74 القانون رقم 09 - 09 المؤرخ في 13 محرم عام 1431 الموافق 30 ديسمبر سنة 2009 المتضمن قانون المالية لسنة: 2010
- 75 القانون رقم 14 - 10 المؤرخ في 08 ربيع الأول عام 1436 الموافق 30 ديسمبر سنة 2014 المتضمن قانون المالية لسنة: 2015
- 76 القانون رقم 13-08 المؤرخ في 30 ديسمبر سنة 2013 و المتضمن قانون المالية لسنة 2014
- 77 المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 16/11/2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.
- 78 المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة

المراجع الأجنبية :

- 1- Abdul Sattar, M. Cost of Capital The Effect to the Firm Value and Profitability, Empirical Evidences in Case of Personal Goods (Textile) Sector of KSE 100 Index, Journal of Poverty, Investment and Development, Vol.17, No.1.2015, Pp 24-28
- 2- Adam Smith, The Wealth of Nations, Vol 1. 1st ed. by Edwin Cannon (Methuen, London: University Paperbacks,1961),
- 3- Alain Galesne, le financement de l'entreprise, édition cerefia, Rennes, 1999
- 4- Alfred Marshall, Principles of Economics 2nd. Ed., London: MacMillan & co. Ltd., 1954
- 5- Barniv, Ran; Samuel B. The Optimal Capital Structure, Managerial & Decision Economics, U.K. Vol: 9, No:7 , March 1988
- 6- Bellalah. M; Finance moderne d'entreprise, éd Economica, Paris 1998
- 7- Benton E. Gup; Principles Of Financial Management, N. Y. John Willey & Sons, Inc, 1983
- 8- Bhatnagar, V., Kumari, M., & Sharma, N. Impact of Capital Structure & Cost of Capital on Shareholders' Wealth Maximization-A Study of BSE Listed Companies in India. Chanakya International Journal of Business Research, 1(1), 28-36. 2015
- 9- Brealy & Allen & Myers " principles of corporate financial" McGraw- Hill, New York/ Irwin, 2006
- 10-Brealy & Marcus & Myers " Fundamentals of corporate financial" McGraw-Hill/Irwin, 2007
- 11-Brigham & Ehrhard , "Corporate finance" South-Western, a part of Cengage Learning 2011
- 12-BRIGHAM E; Financial Management, Theory and Practices, the Drydem Press, 1989
- 13-Brigham, F, Eugen and Gapenski, C, Louis, Intermediate, Financial Management, 5thed. The Dryden press, 1996
- 14-Charle-Tapiero, "Risk and Financial Management: Mathematical and Computational Methods", John Wiley & Sons, England, 2004.
- 15-Charreaux. G : Finance d'entreprise ,2éme édition , EMS, Paris 2000.
- 16-Chen S., Dodd J.L., Operating income, residual income and EVA: which metric is more relevant?, Journal of Managerial Issues, Vol. 13, 2001,
- 17-Cheng-Hsiao "Analysis of panel data" 2nded,Cambridge university press, New York ,2003
- 18-Chmelikova, Gabriela. Economic Value Added Versus Traditional Performance Metrics in the Czech Food- Processing Sector, International Food and Agribusiness Management Review, Vol. 11, No 4, 2008

- 19- D.A.Dickey ; W.A.Fuller ; « **Likelihood ratio tests for autoregressive time series with a unit root** » ; *Econometrica*, Vol 49 ; 1981
- 20- Damodar N.Gujarati, **Basic Econometrics** , Fourth Edition, The MC Graw-Hill companies, 2004
- 21- Damodar N.Gujarati., Porter, D. C., *Basic Econometrics*, The McGraw-Hill, International Edition, 05th edition, (2009)
- 22- Denglos Grégory , « **Le modèle de création de valeur « EVA-MVA »** Présentation, ajustements et reformulations, *La Revue des Sciences de Gestion* , 2005
- 23- Dewet J.H., EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, Vol. 13, N°2, 2005
- 24- Eduardo Kayo, Leonardo Fernando Cruz Basso, Silvia Franco de Oliveira, “The Major Accounting Adjustments to Calculate EVA”, An Application to Brazilian Firms. Article in *SSRN Electronic Journal* March 2005,
- 25- Elie Cohen, *gestion financière de l’entreprise et développement financier*, EDICEF, Economica, France, 1991
- 26- *Encyclopaedia Britanica*, Williem Benton Publisher, 1973,
- 27- Eric Roll, *A History of Economic Thought* 4th ed., London, Fabor & Fabor Ltd., 1973
- 28- F. H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit* 6th ed.; New York: Kelly & Millman Inc., 1957
- 29- Fernandez P., EVA economic profit and cash value added do NOT measure shareholder value creation, *Journal of Applied Finance* , Vol 9, 2003,
- 30- FIPECAFI, *Accounting Manual for Corporations* , São Paulo: Atlas, 1994.
- 31- Fligstein Neil. Le mythe du marché. In: *Actes de la recherche en sciences sociales*. Vol. 139, septembre 2001.
- 32- Florence Noguera, Djamel Khouatra : "Gestion des ressources humaines et la création de valeur organisationnelle , Concepts et Outils de mesure", *La revue de la gestion des ressources humaines*, N°53, Edition ESKA, paris , juillet , Aout , septembre, 2004,
- 33- FREZATTI, F. *Enterprise value management: a comprehensive valuation approach based on management accounting*. São Paulo: Atlas, 2003
- 34- G Hirigoyen , J Caby : " Histoire de la Valeur en Finance d'entreprise", *Revue Finance-gestion*, paris, 1998
- 35- George A, ; *Value Based Management, EVA And Stock Prices In Canada*, *Managerial Decision*, The University of western Ontario, London, Vol. 45, N° 9, pp. 1397-1411, 2007
- 36- Gitman L & Chad J "Managerial Finance" *Manufactured in the United States of America*, 2012,

- 37-Grant J., Foundations of Economic Value Added, 2nd Edition, John Wiley & Sons, Hoboken NJ, 2003.
- 38-Herlin , Economique appliquée des séries temporelles, Université de Paris , Duphine, 2003
- 39-<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/valuation/dividend-discount-model/>,2020/01/20 : شوهده بتاريخ
- 40-https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Understanding-Value-Creation_0.pdf, UNDERSTANDING VALUE CREATION, published by International federation of accountants, 2020 , Accessed 07/31/2020
- 41-Ibrahim, M., & Ibrahim, A. The Effect of SMEs' Cost of Capital on Their Financial Performance in Nigeria. Journal of Finance and Accounting, 3(1),2015,
- 42-Ismail, I., Economic Value Added (EVA) Versus Traditional Tools in Predicting Corporate Performance in Malaysia, African Journal of Business Management, Vol. 7, No. 18. 2013
- 43-J.Harvey, Elementary Economics 2nd ed., London, McMillan & comp. Ltd., 1965,
- 44-James L. Grant, "Foundation of Economic Value Added", John Wiley & Sons, INC, 2nd Edition, New Jersey, USA, 2003
- 45-Jean-Laurent Viviani, " Gestion de portefeuille", Dunod, 2ème édition, Paris. 2001.
- 46-Jean-Richard Sulzer, Sémiyon Adéléké , Finance à long terme ,2ème édition, Paris, 2001
- 47-Jiambalov, James, Managerial Accounting, 3th Edition, Jhon wiley & sons, Inc, New York. , 2007
- 48-Joan Robinson, An Essay on Marxian Economics 2nd ed, London: McMillan. Co Ltd., 1967
- 49-Joan Robinson, Introduction to the Theory of Employment London: MacMillan & co., Ltd., 1964.
- 50- Joan Robinson, The Accumulation of Capital 2nd.ed, London, McMillan & Co. Ltd., 1965
- 51-Joseph Schumpeter, The Theory of Economic Development (Cambridge, Harvard University Press, 1951),
- 52-Karadeniz E & Serkan Y. K & Omer I &Yıldırım B. O " Firm Size and Capital Structure Decisions: Evidence From Turkish Lodging Companies " Journal: International Journal of Economics and Financial Issues Provider: DOAJ Publisher: EconJournal Vol:1 Issue: 1, 2011
- 53-Kenneth E. Boulding, Economic Analysis, London, Harrish Hamilton, 1948,
- 54-Kenneth E.Boulding, Economic Analysis, 3rd ed., New York: Harper & Brothers, 1955
- 55-Keynes, John Maynard, The General Theory of Employment, Interest and Money (London: McMillan & co. ltd., 1970)

- 56-Kimball , R . Economic Profit and Performance Measurement in Banking . New England Economic Review , Jul/Aug 1998
- 57-Kramer J. K., Pushner G., An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added. Financial Practice and Education, Spring/ Summer, 1997,
- 58-Laurent Cappelletti, Djamel Khouatra. La mesure de la création de valeur organisationnelle : le cas d'une entreprise du secteur de la gestion de patrimoine. Technologie et management de l'information : enjeux et impacts dans la comptabilité, le contrôle et l'audit, May 2002, France. pp.CD-Rom, 2002.
- 59-Leong, K., Pagani, M., & Zaima, J. (2009), "Portfolio strategies using EVA, earnings ratio or book-to-market: Is one best?" Review of Accounting and Finance, Vol. *, Issue 1, pp. 76-86
- 60-Louis C. Gapenski, "Healthcare finance: An Introduction to Accounting Financial Management", The Foundation of the American College of Healthcare Executives, 3rd edition, USA, 2005
- 61-Maditions, D. The Introduction of Economic Value Added (EVA) in the Greek Corporate sector, The South European Review of Business & Accounting, Vol. 4, No. 2.2006
- 62-Maitah, M., Galalh A. and Bashir, E. The Relationship between Economic Value Added and Stock Return, An Empirical Study to test The theoretical claim, Research Journal of Economic, Business and ITC, Vol. (1), 2011
- 63-Malek saihi : la pertinence de la création de valeur dans l'explication de la valeur de marché de la firme, Revue sciences de gestion n° 74,
- 64-Mansour Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Edition distribution Houma, Alger, 2002
- 65-Milunovich S., Tsuei A., EVA in the computer industry, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9 No. 1, 1996
- 66-Mirela V & Duicu S "overview of the company's financial structure"Journal: Lex et Scientia Vol: 19 Issue: 1 Provider: DOAJ Publisher: LexEtScientia, 2012
- 67-Nikhil Chandra Shil, Performance Measures : An Application of Economic Value Added, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 3, March: 2009
- 68-O'Byrne S.F., EVA and Market Value, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, N°1, 1996,
- 69-Paravaei, A. & Farhadi, S., The Ability of Explaining and Predicting of Economic Value Added (EVA) versus Net Income (NI), Residual Income (RI) & Free Cash Flow (FCF) in Tehran Stock Exchange (TSE), International Journal of Economic and Finance, Vol. 05, No. 2, 2013.

- 70-Philippe DANJOU, Revue d'économie financière, No. 106, SYSTÈME FINANCIER ET CRÉATION DE VALEUR 2012,
- 71-Philippe Gillet. "L'efficacité des marchés financiers". Édition Economica. 1999
- 72-Philips Peter. C. B. and Perrou Pierre ; « Testing for a unit root in time series regression » ; Biometrika, Vol 75 ; 1988
- 73-pierre conso , farouk Hémici, "l'entreprise en 20 leçons: stratégie, gestion, fonctionnement", Dunod, 3^{ème} édition, paris, 2003
- 74-Pierre Conso, Farouk Hémici; Gestion financière de l'entreprise, 10^{ème} édition, 2002
- 75-Pierre Vernimmen, Corporate Finance : Theory And Practice, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005
- 76-Rajib datta et al, Reassess of capital structure theories, international journal of research in computer application & management, volume N°. 3, issue N° 10, 2013
- 77-Ray, K., EVA as A Financial Metric: The Relationship between EVA and Stock market Performance, European Journal of Business and Management, Vol. 06, No. 11, 2014.
- 78-Régis Bourbonnais ; « Econométrie », Dunod 5^{ème} édition ; Paris ; 2003
- 79-Richard A Brealey & Stewart C Myers & Alan J. Marcus" Fundamentals of corporate financial" McGraw-Hill/Irwin, 2007
- 80-Robert Goffin, Principes De Finance Moderne 02e Edition, Gestion Economica, Paris 1999
- 81-Roos S & Westerfield " Fundamentals of corporate financial " McGraw-Hill Americas: New York, 2009
- 82-Savarese, Craig, " Economic Value Added: The Practitioner`s Guide to a Measurement Management Framework ", Allen & Unwin, 2002,
- 83-Scott Besley & Eugne F. Brigham, Essentials of Managerial Finance, 10th Edition, Thomson, Mason, OH, 2005.
- 84-Scott, mike, Joining Forces, Financial Management (CIMA). April, 2001
- 85-Sharma A.K., Kumar S., Association of EVA and accounting earnings with market value: evidence from India, Asia-Pacific Journal of Business Administration, Vol. 3, No. 2, 2011
- 86-Stern J.M., Stewart G.B. and Chew D.H., The EVA financial management systems, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, No. 2, 1994,
- 87-Stewart G.B., The Quest for Value, Harper Collins Publishers, New York, 1991.
- 88-Stewart, Michael, Keynes and After 2nd ed., London: Cox & Wyman ltd., 1975
- 89-Subramanian & Paramasivan " Financial Management" New Age international, New Delhi, 2009
- 90-T.GUILLEMIN, M.TRABELSI, optimiser gestion et qualité pour créer de la valeur, DUNOD, 2008

- 91-Tesi di laurea, Evaluating theories of capital structure in different financial systems : an empirical analysis, venezia , 2012
- 92-Uyemura D.G., Kantor C.C. and Pettit J.M., EVA for banks: value creation, risk management, and profitability measurements, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9 No. 2, 1996,
- 93-Vernimmen, Pierre "Corporate Financial Theory and Practice" , John Wiley & Sons Ltd, The Atrium, Southern Gate, Chichester, West Sussex, PO19 8SQ, United Kingdom. 2011
- 94-YOUNG, S. D. Some reflections on accounting adjustments and economic value added. Journal of Financial Statement Analysis. New York, v. 4, Iss.2, p. 1-13, winter 1999,
- 95- Yourg S.D , “some reflections on accounting adjustments and EVA”, Journal of financial statement Analysis, vol 4 , 1999
- 96-Yves Simon, Encyclopédie des marchés financières, Tome :1, economica, Paris,1997

الملاحق

ملحق رقم 1- : ملخص بيانات القوائم المالية (قيم رأس المال المستثمر) / المبالغ بالمليون دينار جزائري

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
Invested CA					
SAIDAL	20 406,03	19 537,28	21 087,91	21 756,64	26 079,39
Aurassi	6 918,40	9 297,03	10 252,82	10 486,50	10 386,41
Alliance	3 214,51	2 966,42	3 040,23	3 297,57	3 403,62
CAPITAUX PROPRES					
SAIDAL	11 785,53	13 795,48	14 746,51	16 748,44	17 590,66
Aurassi	3 944,13	3 247,48	3 779,78	3 708,61	3 936,17
Alliance	2 453,20	1 968,45	2 201,38	2 568,71	2 737,08
passifs non courants					
SAIDAL	8 620,50	5 741,80	6 341,40	5 008,20	8 488,73
Aurassi	2 974,26	6 049,55	6 473,05	6 777,89	6 450,24
Alliance	761,31	997,97	838,85	728,86	666,54
السنوات	2015	2016	2017	2018	2019
Invested CA					
SAIDAL	28 239,75	38 861,24	41 250,23	32 767,73	34 240,99
Aurassi	10 717,87	10 247,53	8 757,84	9 883,43	10 028,73
Alliance	3 489,16	3 887,37	3 561,28	3 812,65	4 879,38
CAPITAUX PROPRES					
SAIDAL	20 465,93	27 464,01	27 931,53	19 796,41	21 776,28
Aurassi	4 603,75	4 601,17	5 019,35	4 960,03	4 853,43
Alliance	2 881,71	3 085,48	3 241,42	3 427,57	4 397,29
passifs non courants					
SAIDAL	7 773,82	11 397,23	13 318,70	12 971,32	12 464,71
Aurassi	6 114,12	5 646,37	3 738,49	4 923,41	5 175,30
Alliance	607,46	801,89	319,86	385,08	482,09

المصدر : القوائم المالية للشركات محل الدراسة

الملاحق

ملحق رقم 2- : ملخص بيانات القوائم المالية (قيم صافي ربح العمليات بعد الضريبة) / المبالغ بالمليون

دينار جزائري

السنوات		2010	2011	2012	2013	2014
SAIDAL	RES OPER	1 649,97	2 624,06	2 521,79	2 946,40	1 618,74
	impôt exigible	410,90	431,62	489,51	- 500,44	- 309,81
	NOPAT	1 239,07	2 192,44	2 032,28	2 445,96	1 308,92
Aurassi	RES OPER	171,73	- 604,26	675,79	452,58	960,94
	impôt exigible	50,38	-	46,58	-	- 86,69
	NOPAT	121,35	- 604,26	629,22	452,58	874,25
Alliance	RES OPER	251,07	518,00	373,43	458,91	380,56
	impôt exigible	65,62	-	-	-	-
	NOPAT	185,45	518,00	373,43	458,91	380,56
السنوات		2015	2016	2017	2018	2019
SAIDAL	RES OPER	1 443,81	2 098,70	1 478,97	1 293,87	1 117,77
	impôt exigible	- 328,71	- 628,65	- 277,58	- 127,21	- 77,82
	NOPAT	1 115,10	1 470,05	1 201,39	1 166,67	1 039,95
Aurassi	RES OPER	792,90	612,61	840,26	698,79	87,89
	impôt exigible	- 116,39	- 76,91	- 122,56	- 105,42	- 0,85
	NOPAT	676,51	535,70	717,70	593,37	87,03
Alliance	RES OPER	35,51	372,18	302,29	322,95	341,25
	impôt exigible	-	-	- 90,07	- 91,52	- 96,93
	NOPAT	35,51	372,18	212,22	231,44	244,32

المصدر : القوائم المالية للشركات محل الدراسة

ملحق رقم 3 - : قيم شركة اليانس

YEAR	COMPANY	WACC	invested capital	WACC(IC)	NOPAT	EVA
2010	Alliance	0,040	3 214,51	130,11	185,45	55,34
2011	Alliance	0,042	2 966,42	123,76	518,00	394,24
2012	Alliance	0,041	3 040,23	124,54	373,43	248,90
2013	Alliance	0,040	3 297,57	132,82	458,91	326,09
2014	Alliance	0,040	3 403,62	136,02	380,56	244,54
2015	Alliance	0,040	3 489,16	138,49	35,51	- 102,99
2016	Alliance	0,040	3 887,37	155,86	372,18	216,31
2017	Alliance	0,039	3 561,28	137,61	212,22	74,61
2018	Alliance	0,039	3 812,65	147,86	231,44	83,58
2019	Alliance	0,039	4 879,38	189,09	244,32	55,23

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية للشركات محل الدراسة

ملحق رقم 4 - : قيم شركة الأوراسي

YEAR	COMPANY	WACC	invested capital	WACC*(IC)	NOPAT	EVA
2010	Aurassi	0,045	6 918,40	309,98	121,35	- 188,63
2011	Aurassi	0,047	9 297,03	435,26	- 604,26	- 1 039,52
2012	Aurassi	0,047	10 252,82	478,20	629,22	151,02
2013	Aurassi	0,047	10 486,50	490,53	452,58	- 37,95
2014	Aurassi	0,047	10 386,41	483,46	874,25	390,79
2015	Aurassi	0,046	10 717,87	493,95	676,51	182,57
2016	Aurassi	0,046	10 247,53	470,45	535,70	65,25
2017	Aurassi	0,045	8 757,84	392,16	717,70	325,55
2018	Aurassi	0,045	9 883,43	448,98	593,37	144,39
2019	Aurassi	0,046	10 028,73	457,21	87,03	- 370,18

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية للشركات محل الدراسة

ملحق رقم 5 - : قيم شركة صيدال

YEAR	COMPANY	WACC	invested capital	WACC*(IC)	NOPAT	EVA
2010	SAIDAL	0,029	20 406,03	593,60	1 239,07	645,46
2011	SAIDAL	0,024	19 537,28	477,39	2 192,44	1 715,04
2012	SAIDAL	0,025	21 087,91	520,49	2 032,28	1 511,79
2013	SAIDAL	0,022	21 756,64	488,94	2 445,96	1 957,02
2014	SAIDAL	0,026	26 079,39	674,96	1 308,92	633,96
2015	SAIDAL	0,024	28 239,75	680,17	1 115,10	434,93
2016	SAIDAL	0,025	38 861,24	961,00	1 470,05	509,05
2017	SAIDAL	0,026	41 250,23	1 063,74	1 201,39	137,65
2018	SAIDAL	0,028	32 767,73	930,51	1 166,67	236,16
2019	SAIDAL	0,027	34 240,99	933,37	1 039,95	106,57

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية للشركات محل الدراسة

ملحق رقم 6 - : نتائج معامل بيتا للشركات الثلاث

	BETA
SAIDAL	0,81
Aurassi	0,30
Alliance	0,28

المصدر : من إعداد الباحث اعتماداً على القوائم المالية للشركات محل الدراسة

ملحق رقم 7 - : تجزئة تباين خطأ التنبؤ للمتغيرات

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير القيمة الاقتصادية المضافة							
Variance Decomposition of LEVA:							
Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	0.480774	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.534791	81.22788	1.073362	0.601440	13.92090	2.856258	0.320158
3	0.544209	79.28270	2.162331	1.336085	13.44394	3.465239	0.309711
4	0.549660	78.03533	3.385493	1.666355	13.17979	3.412980	0.320048
5	0.554138	76.88488	4.618659	1.808424	12.99564	3.359303	0.333089
6	0.558080	75.82380	5.800543	1.843377	12.86843	3.315240	0.348616
7	0.561732	74.84241	6.900004	1.833876	12.78446	3.274239	0.365013
8	0.565167	73.93731	7.906825	1.812167	12.72751	3.235118	0.381062
9	0.568417	73.10411	8.819137	1.793796	12.68851	3.198248	0.396194
10	0.571484	72.33995	9.640158	1.784170	12.66139	3.164155	0.410179

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير رأس المال المستثمر

Variance Decomposition of LIC:

Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	0.187859	0.098999	99.90100	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.265815	0.281658	95.75338	0.062306	3.024669	0.113592	0.764393
3	0.324025	0.321306	93.04794	0.047909	5.408978	0.076851	1.097019
4	0.370460	0.566650	91.53383	0.190225	6.407652	0.060381	1.241266
5	0.409647	0.869163	90.17644	0.418484	7.156015	0.057517	1.322385
6	0.443327	1.180408	88.97197	0.691377	7.719464	0.062900	1.373876
7	0.472591	1.475950	87.91031	0.975577	8.157177	0.073015	1.407969
8	0.498190	1.746495	86.98185	1.251570	8.503182	0.085509	1.431399
9	0.520681	1.988641	86.17421	1.508770	8.781545	0.098809	1.448029
10	0.540504	2.202564	85.47424	1.742638	9.008450	0.111948	1.460165

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير القيمة السوقية المضافة

Variance Decomposition of LMVA:

Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	0.430287	0.046638	14.63794	85.31542	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.584001	8.968185	14.23041	70.02701	2.041273	4.287701	0.445420
3	0.637860	10.21649	17.62637	64.55579	1.717994	5.416837	0.466517
4	0.669056	10.23803	21.18624	61.06479	1.597881	5.417212	0.495851
5	0.691331	9.907230	24.56015	58.11647	1.629437	5.246111	0.540608
6	0.709444	9.485408	27.62502	55.49222	1.764469	5.044975	0.587913
7	0.725383	9.078565	30.32643	53.15197	1.963511	4.846303	0.633222
8	0.739991	8.728361	32.65635	51.07909	2.199618	4.661793	0.674792
9	0.753578	8.443765	34.64011	49.25814	2.450447	4.495615	0.711922
10	0.766241	8.219625	36.31809	47.66872	2.700582	4.348439	0.744544

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

Variance Decomposition of LNOPAT:

Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	0.317055	96.90033	0.715651	0.073580	2.310443	0.000000	0.000000
2	0.352543	79.26322	3.632464	0.214460	13.58687	3.059084	0.243903
3	0.363116	75.71247	6.465169	1.231488	12.82432	3.523708	0.242847
4	0.370647	73.01436	9.323858	1.637850	12.35397	3.391212	0.278746

الملاحق

5	0.377200	70.58669	12.01293	1.758836	12.04820	3.277003	0.316343
6	0.383174	68.41071	14.45175	1.750728	11.85255	3.179104	0.355155
7	0.388756	66.46221	16.61586	1.704598	11.73480	3.089816	0.392716
8	0.393998	64.72325	18.51489	1.662302	11.66392	3.008236	0.427406
9	0.398916	63.17445	20.17015	1.639235	11.62275	2.934716	0.458697
10	0.403508	61.79820	21.60822	1.637369	11.60029	2.869345	0.486578

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير قيمة المبادلات في البورصة

Variance Decomposition of LVAT:

Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	1.890900	0.074741	0.921468	0.512640	5.189693	93.30146	0.000000
2	1.959655	0.685715	1.097903	1.169609	4.899727	92.14264	0.004403
3	1.973838	0.685352	1.143989	1.556521	4.969384	91.62983	0.014920
4	1.976985	0.683748	1.174300	1.630995	4.969595	91.52332	0.018041
5	1.977802	0.683754	1.198869	1.648152	4.968180	91.48218	0.018865
6	1.978155	0.683766	1.220150	1.652753	4.968076	91.45590	0.019358
7	1.978395	0.683652	1.239425	1.653700	4.968439	91.43503	0.019757
8	1.978597	0.683515	1.257197	1.653590	4.969017	91.41657	0.020108
9	1.978783	0.683469	1.273627	1.653281	4.969758	91.39943	0.020432
10	1.978958	0.683559	1.288778	1.653046	4.970611	91.38327	0.020734

تجزئة تباين خطأ التنبؤ لمتغير التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

Variance Decomposition of LWACC:

Period	S.E.	LEVA	LIC	LMVA	LNOPAT	LVAT	LWACC
1	0.173943	3.225337	28.13380	3.896586	5.878136	0.000765	58.86537
2	0.212073	16.08584	32.03861	2.623585	7.437707	1.935953	39.87830
3	0.233019	13.71788	34.69364	3.439658	13.01172	1.716645	33.42046
4	0.243052	12.67122	39.27303	3.172695	12.35673	1.655082	30.87125
5	0.252386	11.84217	42.69721	2.969054	12.20508	1.536416	28.75007
6	0.260856	11.22754	45.36290	2.859047	12.08907	1.439026	27.02242
7	0.268571	10.75562	47.44775	2.815845	12.03185	1.361210	25.58772
8	0.275573	10.39491	49.10023	2.821572	11.99666	1.299272	24.38736
9	0.281914	10.11531	50.42313	2.857410	11.97865	1.249694	23.37580
10	0.287641	9.896078	51.49429	2.910824	11.97066	1.209643	22.51851

المصدر : مستخرجات 12 Eviews