

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

د. مليكة زغيب

أ. سفيان دلفوف

جامعة قسنطينة - الجزائر

جامعة سطيف - الجزائر

الملخص

تهدف الإدارة المالية للمنشأة إلى تعظيم قيمتها السوقية، لذلك فإنه قبل اتخاذ أي قرار تمويلي يجب معرفة أثاره على هذه القيمة. وقد تباينت وجهات نظر الباحثين حول أثر الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة، فمنهم من يؤيد وجود هذا الأثر على القيمة، ومن ثم وجود هيكل تمويلي مثالي تتخفض عنده تكلفة أموال المنشأة إلى أدنى حد ممكن وتبلغ قيمة المنشأة أقصاها. ومنهم من يعارض وجود تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة، ومن ثم يرفض فكرة مثالية الهيكل التمويلي. و من هنا جاءت هذه الدراسة لبحث أثر الاقتراض على القيمة السوقية لمؤسسة "صيدال" حيث توصلنا إلى أنه توجد علاقة عكسية قوية بين الهيكل التمويلي و القيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، تكلفة الأموال، قيمة المنشأة.

Abstract :

Financial Management aims to maximize market value, so before any funding decision, we must know its impact on this value. The views of researchers on the impact of financial structure on the value of the firm are varied. Some of them supported the existence of this effect on the value and thus an optimal structure of financing; others oppose the existence of the impact of the financial structure on the firm, and therefore reject the idea of an optimal structure of financing. This is what we have investigated in one of the industrial enterprises in Algeria. "SAIDAL", we found that there is a statistically significant strong inverse relationship between debt and firm value. Keywords: Financing structure, Cost of capital, Firm's value.

مشكلة الدراسة :

تعددت الدراسات الخاصة بعلاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة منذ العمل الرائد للعاملين مذكلياني و ميلر، ومنذ ذلك الحين لا يزال الجدل قائماً بين من يؤيد هذه العلاقة وبين من ينفيها، على اعتبار أن كل تيار يبصر موقفه بدراسات نظرية وتطبيقية. إن أي خطأ في اختيار التركيبة التمويلية من شأنه أن يؤدي إلى مشاكل مالية يصعب التحكم فيها، مما قد يعرضها للإفلاس. كما أن قرار التمويل يستدعي ضرورة المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة واختيار أقلها تكلفة ومخاطر واستخدامها أمثلاً بما يتناسب وتحقيق الأهداف المسطرة.

وعلى ضوء ما تقدم، يمكن حصر إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

هل لطبيعة المزيج التمويلي أثر على القيمة السوقية للمنشأة، أم أنه لا فرق بين الاعتماد على المصادر الداخلية وبين اللجوء إلى الاقتراض؟ وكيف يؤثر الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة؟

ومن خلال هذا التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية الآتية:

ما هي علاقة الهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للمنشأة؟

إلى أي مدى وفقت منشأة صيدال في اختيار هيكلها التمويلية بما يحقق هدف تعظيم قيمتها؟

وما هي النظريات الأكثر تفسيراً للسلوك التمويلي للمنشأة موضوع الدراسة؟

الفرضيات:

للإجابة على إشكالية الدراسة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يتم تعظيم القيمة السوقية للمنشأة باللجوء إلى الاقتراض؛
- تؤثر نظريات: الإفلاس، الوكالة، ترتيب أولوية مصادر التمويل في السلوك التمويلي للمنشأة.
- هناك علاقة ذات دلالة معنوية بين نسبة الاقتراض كمتغير مستقل والقيمة السوقية للمنشأة كمتغير تابع.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

- الإحاطة الجيدة بالإطار النظري المفسر لعلاقة الهيكل المالي بقيمة المنشأة؛
- دراسة تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة، من خلال اختبار العلاقة بين الافتراض كمتغير مستقل والقيمة السوقية للمنشأة كمتغير تابع؛
- الوقوف على النظريات الأكثر تفسيراً للسلوك التمويلي لمجمع الإنتاج الصيدلاني صيدال ومعرفة مدى سلامة القرارات التمويلية المتبعة.

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية هذه الدراسة من أنها تساعد في التعرف على طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي و القيمة السوقية للمنشأة على اعتبار أن هناك جدل كبير حول وجود هذه العلاقة من عدمها في الأدبيات المالية و الدراسات التطبيقية.

وطالما أن إدارة المنشأة تهدف إلى تعظيم قيمتها، فإنه ينبغي أن يحظى قرار تشكيل الهيكل المالي بالدراسة والتحليل، لأن الأداء الإيجابي لأي مؤسسة يتوقف على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل التمويلي، و مدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة و الرفع من معدل النمو، و بالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة و التي تعكس إشكالية الدراسة، و من أجل اختبار صحة الفرضيات المذكورة سابقاً، فقد استخدمنا المنهج الوصفي و المنهج التحليلي بهدف عرض التيارات الفكرية المفسرة لتأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة ، رصد تطورات هيكل التمويل واختبار الفرضيات. بالإضافة إلى استخدام منهج دراسة الحالة و أدوات إحصائية تطلبتها الدراسة.

1- تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة:

يشير هيكل التمويل الأمثل إلى الهيكل التمويلي الذي يحقق أكبر ربح ممكن لملاك المنشأة وبأقل التكاليف، وبالتالي فهو الهيكل التمويلي الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم⁽¹⁾. ولتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطر لا بد من تحديد ذلك الهيكل الذي يعمل على تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف مع تحقيق معدلات عائد متزايدة على

الأموال المستثمرة و تخفيض المخاطر المالية. إلا أن تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل للمنشأة لا يكون إلا من خلال توفر العناصر التالية⁽²⁾:

- تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛
 - الاستخدام الأمثل لموارد التمويل ورفع معدل الاستثمار والنمو الاقتصادي؛
 - تعظيم قيمة المنشأة من خلال الرفع من القيمة السوقية للأسهم؛
 - زيادة إمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.
- و يمكن إظهار خصائص الهيكل التمويلي الأمثل للمنشأة كما يلي⁽³⁾:

- أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون على أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة للحد من المخاطر المالية؛
 - عدم الإفراط في الاعتماد على الديون إلى الحد الذي يعرض المنشأة للعسر المالي؛
 - أن يحتوي هيكل التمويل على أفضل الشروط المالية التي تحد من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المنشأة تقليصاً لخطر فقدان السيطرة على إدارة المنشأة؛
 - أن يكون الهيكل المالي مرناً، يتميز بالقدرة على تعديل مكوناته وهذا ما يمنح المنشأة القدرة على التصرف في مواقفها المتغيرة مع مراعاة التكلفة؛
 - أن يكون المزيج التمويلي قادراً من جهة على تدعيم القدرة على الاقتراض، ومن جهة أخرى على توليد تدفقات نقدية تعمل على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض؛
- يميز الدارسون لهذه العلاقة بين حالة السوق الكامل لرأس المال وحالة السوق غير الكامل لرأس المال.

1-1- أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة في ظل الأسواق الكاملة:

في هذه الحالة يمكننا استنتاج تبايننا في وجهات النظر. ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها، فإن مدخل مدكلياني و ميلر يستبعد ذلك.

أولاً: المدخل التقليدي: يؤيد هذا المدخل وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث يفترض أن هناك نسبة افتراض مثالية تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وبالتالي تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها. ويقوم تحليل التقليديون على افتراض أن زيادة نسبة الاقتراض سينتج عنها

ارتفاع في معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها. إلا أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض، ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي⁽⁴⁾. وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاقتراض ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة، إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال. ورغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة نسبة الاقتراض، فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض، لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة⁽⁵⁾. ويستمر هذا الانخفاض التدريجي في تكلفة الأموال حتى تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تأخذ في الارتفاع التدريجي من جديد بسبب أن زيادة نسبة الاقتراض ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات أكبر من معدلات انخفاض التكلفة الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض.

مما سبق يتضح أن المدخل التقليدي يؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المنشأة إلى أفصاها، وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون، لأن المنشأة قد تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة

ثانياً: مدخل مدكلياني وميلر: ظل الفكر التقليدي سائداً حتى ظهور المقالة الشهيرة لمدكلياني و ميلر⁽⁶⁾ أين تعرض التقليديون إلى هجوم وانتقاد شديدين، حيث يستبعد فكرة الهيكل المالي المثالي، وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمنشأة.

و من بين الفرضيات التي قام عليها هذا التحليل ثبات تكلفة التمويل بالمنشأة، وعليه فإن تكلفة التمويل تكون مستقلة تماماً عن تحركات الهيكل المالي. هذا يعني أن هذه التكلفة تظل ثابتة بغض النظر عن نسبة الاقتراض بالهيكل المالي للمنشأة. والسبب في ذلك أن هذا المدخل يقوم على أساس أن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف على استثمارات (قرار الاستثمار)، والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الاستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على القيمة السوقية للمنشأة.

بمعنى أن تكلفة التمويل ثابتة لكل المنشآت المتمثلة في المخاطر، وأنها مستقلة عن تحركات الهيكل المالي، فهي لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال

الخاصة بالمنشأة، ولكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدّد قيمة المنشأة. لأنه بمعرفة العائد المتوقع قبل الفائدة والضريبة وكذلك تكلفة التمويل، فإنه يمكن التوصل لتحديد قيمة المنشأة. وبالتالي، إذا كان هناك منشأتين متماثلتين في كل شيء ماعدا تركيبة الهيكل المالي لهما، وأن كلا المنشأتين تنتميان لنفس فئة المخاطر، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين⁽⁷⁾.

ما يمكن استنتاجه أنه في ظل افتراضات السوق الكامل لرأس المال، كان هناك تبايناً في وجهات النظر حول تأثير الهيكل المالي على كل من تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمنشأة. ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل بوجود نقطة معينة تتخفض عندها تكلفة الأموال، وتبلغ القيمة السوقية للمنشأة أقصاها، فإن مدخل مدكلياني و ميلر يستبعد وجهة النظر هذه، على أساس أن قرارات التمويل لا تؤثر على القيمة السوقية للمنشأة.

إن تحليل علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة في ظل افتراضات السوق الكامل لرأس المال لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل القائم حول وجود هذه العلاقة من عدمها، الأمر الذي يتطلب المزيد من التحليل لهذه العلاقة في ظل افتراضات أكثر واقعية أهمها وجود الضرائب، وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة.

1-2- أثر الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة في ظل الأسواق غير الكاملة

في ظل الأسواق غير الكاملة لرأس المال يكون تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المنشأة أكثر واقعية، لأن ذلك يقتضي إدخال بعض المتغيرات كالضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة. كما أن التأكد التام المرتبط بتوقعات المستثمرين وتفضيلاتهم في السوق يصبح أمراً غير مقبول، الشيء الذي سيؤثر حتماً على علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة. ومن ثم يمكن القول أن اعتماد المنشأة على القروض سوف يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال، وذلك لانخفاض معدل العائد المطلوب بسبب تلك الوفورات الضريبية التي تنتج عن الاقتراض، ولكن إذا زادت نسبة الاقتراض عن حدود معينة فسيؤدي ذلك إلى ظهور تكلفة الإفلاس، حيث تظهر في شكل ارتفاع في معدلات العائد التي يطلبها كل من الملاك والمقرضين تجنباً للمخاطر⁽⁸⁾. وبالتالي فإن نسبة

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

الاقتراض سوف تترك آثارا عكسية على القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية التي تتحقق من الضرائب. بالإضافة إلى ذلك، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة⁽⁹⁾.

1-2-1- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب:

في إطار الأسواق غير الكاملة قدم مكدلياني و ميلر⁽¹⁰⁾ تحليلا متميزا أثبتنا فيه أنه في حالة خضوع دخل المنشأة للضريبة، فإن القيمة السوقية للمنشأة مستدينة تساوي القيمة السوقية للمنشأة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض. وعليه، فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة.

ويؤكد الباحثان على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة المقترضة والمنشأة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية. وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين.

1-2-2- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الإفلاس:

قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المنشأة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس. وتنتج هذه المخاطر عند قيام المقرضين بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى شهر إفلاس المنشأة. ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المنشأة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمنشأة. أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمنشأة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه، تتحد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة المنشأة في حدها الأقصى.

1-2-3- تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الوكالة:

في عام 1976 أسقط كل من "جنسن وميكلنج" افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث أثبتنا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل.

وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا.

وكما هو الشأن في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا يرفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضا إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية، أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمنشأة¹¹. أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

2- الدراسة الميدانية: أثر الاقتراض على القيمة السوقية للمجمع:

نتناول في هذا الجزء أثر الاقتراض على قيمة مجمع صيدال من خلال تقدير تكلفة الأموال، تقدير قيمة المجمع، ثم دراسة علاقة الاقتراض بالقيمة السوقية للمنشأة وفقا للسياسة الاقتراضية التي انتهجها.

2-1-1- تقدير تكلفة أموال المجمع:

بما أن مجمع صيدال يعتمد في تشكيل هيكل رأسماله على نوعين من المصادر التمويلية. والتي هي الأموال الخاصة والاقتراض، فإن تقدير تكلفة أمواله سيكون وفقا لهذا المزيج التمويلي .

2-1-1- تكلفة الأموال الخاصة: يتم تقدير تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال وفقا للقيمة الدفترية والسوقية، وهذا بقسمة مبلغ التوزيعات عن أرباح السنة لفائدة المساهمين على حجم الأموال الخاصة للمجمع في 12/31/ن وفقا للمعادلتين:

$$\bullet \text{ تكلفة الأموال الخاصة بقيمتها الدفترية} = \frac{\text{حجم التوزيعات عن أرباح السنة}}{\text{قيمة الأموال الخاصة في 12/31/ن}}$$

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

$$\frac{DIV}{P} = \frac{\text{توزيعات السهم الواحد}}{\text{سعر السهم في 12/31 ن}} = \text{تكلفة الأموال الخاصة بقيمتها السوقية} \bullet$$

أولاً: تقدير تكلفة الأموال الخاصة بالاعتماد على قيمتها السوقية (K_{CP}): يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال بالقيمة السوقية وفقاً للمعادلة التالية:

$$K_{CP} = \frac{DIV}{P}$$

حيث: K_{CP} : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

DIV : مبلغ التوزيعات السنوية.

P : سعر السهم في 12/31 ن.

والجدول الموالي، يبين قيمة التوزيعات السنوية للسهم الواحد وأسعار الأسهم في نهاية السنة وخلال فترة الدراسة (2003-2007).

جدول رقم (1): توزيعات سهم صيدال خلال الفترة 2003-2007

الوحدة: دج

العنوان	2003	2004	2005	2006	2007
توزيعات السهم الواحد (DIV)	24	20	20	23	11
سعر السهم في 12/31 ن	380	345	360	440	400

المصدر: تم إعداد الجدول اعتماداً على وثائق داخلية لقسم البورصة بمجمع صيدال.

لذا يمكن تقدير تكلفة الأموال الخاصة للمجمع كما يلي:

$$K_{CP2003} = 24/380 = 06.31\%$$

$$K_{CP2004} = 20/345 = 05.80\%$$

$$K_{CP2005} = 20/360 = 05.55\%$$

$$K_{CP2006} = 23/440 = 05.23\%$$

$$K_{CP2007} = 11/400 = 02.75\%$$

ويمكن تلخيص تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال وفقا لقيمتها السوقية في الجدول الموالي:

جدول رقم(2): تطور تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة 2003-2007

البيان	2003	2004	2005	2006	2007
تكلفة الأموال الخاصة وفقا لقيمتها السوقية	%06.31	%05.80	%05.55	%05.23	%02.75

المصدر: من إعداد الباحثين

يتضح من الجدول أعلاه، أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين تناقص في سنة 2007 ليصل إلى 02.75%، وهذا راجع لضآلة توزيعات السهم الواحد وارتفاع سعر السهم في هذه السنة.

2- تقدير تكلفة الأموال الخاصة بالاعتماد على قيمتها الدفترية K'_{CP} : بتطبيق معادلة تقدير تكلفة الأموال الخاصة بالقيمة الدفترية نجد:

$$\text{تكلفة الأموال الخاصة بقيمتها الدفترية} = \frac{\text{التوزيعات الدفترية}}{\text{قيمة الأموال الخاصة}}$$

$$K'_{CP2003} = \frac{24.10\ 000\ 000}{5455505165} = 04.40\%$$

$$K'_{CP2004} = \frac{20.10\ 000\ 000}{5665062698} = 03.53\%$$

$$K'_{CP2005} = \frac{20.10\ 000\ 000}{5771991417} = 03.47\%$$

$$K'_{CP2006} = \frac{23.10\ 000\ 000}{5906738853} = 03.90\%$$

$$K'_{CP2007} = \frac{11.10\ 000\ 000}{6143335024} = 01.80\%$$

ويمكن تلخيص تكلفة الأموال الخاصة بقيمتها الدفترية والسوقية في الجدول التالي:

تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

جدول رقم (3): تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال وفقا لقيمتها السوقية والدفترية خلال الفترة (2003-2007)

البيان	لرمز	2003	2004	2005	2006	2009
تكلفة الأموال الخاصة بالقيمة الدفترية	K ^د cp	%4.40	%5.53	%3.47	%3.90	%1.80
تكلفة الأموال الخاصة بالقيمة السوقية	K _{cp}	%6.31	%5.8	%5.55	%5.23	%2.75

المصدر: من إعداد الباحثين

ما يلاحظ على هذه النتائج هو ارتفاع معدل العائد على الأموال الخاصة بالقيمة السوقية لسنوات الدراسة، وهذا راجع بالأساس إلى اختلاف قيم الأموال الخاصة دفتريا وسوقيا.

2-1-2- تكلفة الأموال المقترضة (K_d): تحسب تكلفة الأموال المقترضة بقسمة مجموع الفوائد والمصاريف المالية على حجم القروض المتوسطة والطويلة الأجل، مع خصم الأعباء المالية المترتبة عن الافتراض من النتيجة الخاضعة للضريبة، وهذا ما نلخصه في المعادلة التالية:

مجموع الفوائد والمصاريف المالية

القروض طويلة ومتوسطة الأجل 12/31/ن

$$K_{d2003} = \frac{267953160}{2170232409} = 12.35\%$$

$$K_{d2004} = \frac{379887812}{2595149395} = 14.64\%$$

$$K_{d2005} = \frac{255011836}{30869631140} = 08.26\%$$

$$K_{d2006} = \frac{223700807}{2712313428} = 08.25\%$$

$$K_{d2007} = \frac{205807857}{2612086364} = 07.80\%$$

ويعد الحصول على هذه المعدلات، نقوم بتعديلها عن طريق استبعاد الوفورات

$$= K_d (1-t) K_d \text{ : الضريبية كما يلي}$$

$$K_{d2003} = 12.35(1-0.30) = 08.645\%$$

$$K_{d2004} = 14.64(1-0.30) = 10.25\%$$

$$K_{d2005} = 0.8.26(1-0.30) = 05.78$$

$$K_{d2006} = 08.25(1-0.30) = 05.77\%$$

$$K_{d2007} = 07.80(1-0.30) = 05.46\%$$

ويمكن تلخيص تكلفة الأموال المقترضة لمجمع صيدال في الجدول الموالي:

جدول رقم(4): تكلفة الأموال المقترضة لمجمع صيدال، خلال الفترة (2003-2007)

البيان	2003	2004	2005	2006	2007
تكلفة الأموال المقترضة K'_d	%08.65	%10.25	%05.78	%05.77	%05.46

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على جدول حسابات النتائج.

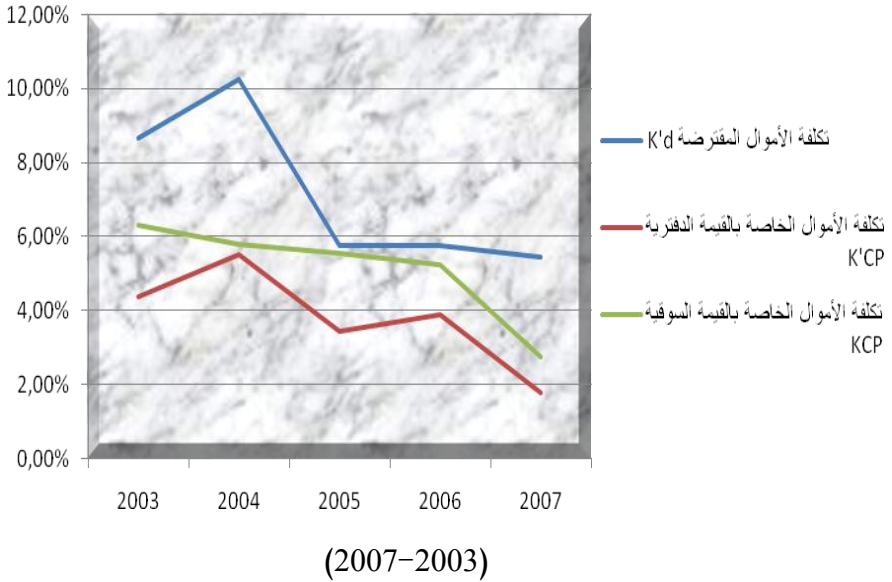
نلاحظ من الجدول أعلاه أن تكلفة الاقتراض لمجمع صيدال في انخفاض مستمر خلال فترات الدراسة ما عدا سنة 2004، ويعزى هذا الانخفاض باستهلاك القروض البنكية من طرف المجمع، وهذا ما ظهر جليا عند تفحص جداول حسابات النتائج أين لاحظنا الانخفاض المستمر لقيمة المصاريف المالية، حيث انخفضت من 267953160 دج إلى 205807857 دج سنة 2007.

ولتوضيح تغيرات تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض، نقدم الشكل البياني

التالي:

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

شكل رقم(1): تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاقتراض لمجمع صيدال خلال الفترة



المصدر: تم إعداد الشكل انطلاقا من جداول التمويل التي أعدناها لدراسة مصادر التمويل نلاحظ من الشكل السابق أن تكلفة التمويل بالأموال الخاصة والمتمثلة أساسا في تكلفة الأسهم العادية في تذبذب مستمر، حيث سجلت أعلى مستوى لها سنة 2003 (6.31%) ثم تراجعت سنة 2007 (1.80%)، لكنها دوما أقل من تكلفة الاقتراض. فالقرار الأمثل بالنسبة لهؤلاء المساهمين، حسب الأدبيات المالية، هو الاستثمار في المؤسسات المالية ذات العائد الأكبر والأقل مخاطرة مقارنة باستثمارهم في أسهم المجمع. أو مطالبة صيدال بمعدلات عائد أعلى من معدل العائد على الاقتراض.

أما من جانب المجمع، فإن السياسة التمويلية له تتجه نحو التمويل بأموال الملكية المتمثلة في الأسهم كونها الأقل تكلفة مقارنة بالأموال المقترضة.

2-1-3- تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال: بما أن أسهم مجمع صيدال مسعرة في بورصة القيم المنقولة، فإن ترجيح الأموال الخاصة في حساب التكلفة المتوسطة يكون إما بالقيمة الدفترية أو بالقيمة السوقية. وهذا وفقا التالية:

$$K_{CMPC} = K_{CP} \frac{CP}{CP+D} + K_D \frac{D}{CP+D}$$

حيث: K_{CMPC} : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

K_D, K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة والاقتراض على التوالي

وزن الأموال الخاصة في الهيكل المالي: $\frac{CP}{CP+D}$

وزن القروض في الهيكل المالي: $\frac{D}{CP+D}$

أولاً: ترجيح الأموال الخاصة بالقيمة الدفترية: يمكن تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس

المال بالاعتماد على القيمة الدفترية للأموال الخاصة وفقاً للجدول الموالي:

جدول رقم (5): حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالقيم الدفترية لمجمع صيدال

المجموع	الأموال المقترضة	الأموال الخاصة	مصادر التمويل	
100	28	72	النسبة %	2003
-	8.65	4.40	التكلفة %	
5.59	2.42	3.17	التكلفة المرجحة	
100	31	69	النسبة %	2004
-	10.25	3.53	التكلفة %	
5.62	3.18	2.44	التكلفة المرجحة	
100	35	65	النسبة %	2005
-	5.78	3.47	التكلفة %	
4.27	2.02	2.25	التكلفة المرجحة	
100	32	68	النسبة %	2006
-	5.77	3.90	التكلفة %	
4.50	1.85	2.65	التكلفة المرجحة	
100	30	70	النسبة %	2007
-	5.46	1.80	التكلفة %	
2.90	1.64	1.26	التكلفة المرجحة	

المصدر: من إعداد الباحثين

نلاحظ أن متوسط تكلفة التمويل في تذبذب مستمر، حيث تتراوح بين 2.90%

و 5.59%، وهذا ما يعني أنها تتميز بعدم الثبات. كما نجد أن تكلفة الاقتراض أكبر من

التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. مما يعني أن معدل العائد على الاستثمار أقل من

معدل العائد على الاقتراض، وهذا ما يجعل المجمع يعاني صعوبات مستقبلية في حصوله

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

على القروض. ولكي يتجنب مجمع صيدال ذلك، لابد عليه من الاستثمار في مشاريع تدر عوائد أكبر من العائد على الاقتراض.

ثانياً: ترجيح الأموال الخاصة بالقيمة السوقية: أما عن تقدير متوسط تكلفة التمويل بالاعتماد على القيمة السوقية للأموال الخاصة، فيمكن توضيحه في الجدول التالي:
جدول رقم(6): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بالاعتماد على القيمة السوقية للأموال الخاصة

السنوات	مصادر التمويل	الأموال الخاصة	الأموال المقترضة	المجموع
2003	النسبة %	72	28	100
	التكلفة %	6.31	8.65	-
	التكلفة لمتوسطة	4.54	2.42	6.96
2004	النسبة %	69	31	100
	التكلفة %	3.53	10.25	-
	التكلفة لمتوسطة	4.00	3.18	7.18
2005	النسبة %	65	35	100
	التكلفة %	3.47	5.78	-
	التكلفة لمتوسطة	3.61	2.02	5.63
2006	النسبة %	68	32	100
	التكلفة %	3.90	5.77	-
	التكلفة لمتوسطة	3.56	1.85	5.41
2007	النسبة %	70	30	100
	التكلفة %	1.80	5.46	-
	التكلفة لمتوسطة	1.92	1.64	3.56

المصدر: من إعداد الباحثين

إن القيمة السوقية للأموال الخاصة رفعت من قيمة تكلفة الأموال الخاصة، كما ضخمت من التكلفة المتوسطة لرأس المال، ويعزى هذا إلى تراجع أسعار أسهم مجمع صيدال من جهة، مع شبه ثبات توزيعات السهم الواحد في الوقت الذي تعرف فيه القيمة الدفترية للأموال الخاصة ارتفاعاً ملحوظاً من جهة أخرى.

2-2- تقدير قيمة مجمع صيدال:

تتعدد طرق تقييم المؤسسات، فنجد طرقاً ترتكز على مقارنة الذمة المالية، وثانية ترتكز على مقارنة التدفقات، وأخرى ترتكز على فائض القيمة. وفيما يلي سنحاول تقدير قيمة مجمع صيدال بناءً على مداخل التقييم السابقة الذكر.

2-2-1- تقدير قيمة المجمع على أساس الذمة المالية:

وفقاً لمدخل الذمة المالية، سيتم تقدير قيمة مجمع صيدال وفقاً لطريقتين هما:

• طريقة الأصل المحاسبي الصافي ANC

• طريقة القيمة الجوهرية VSB

أولاً: تقدير قيمة المجمع وفقاً للأصل المحاسبي الصافي (ANC): وفقاً لطريقة الأصل المحاسبي الصافي، سيتم تقدير قيمة المجمع وفقاً للمعادلة التالية:

$$+ \sum DANC = \sum A$$

أي أن صافي الأصل المحاسبي = مجموع الأصول (عدا المصاريف الإعدادية) - قيمة الديون

وباستغلال معطيات المجمع، فإن تقدير قيمته وفقاً لهذا المدخل سيتم كالتالي:

$$\text{صافي الأصل المحاسبي (سن 2004)} = 6882486919 - 12907982 - 13003781075 =$$

$$\text{إن صافي الأصل المحاسبي (سنة 2004)} = 6108386174 \text{ دج}$$

وبنفس الطريقة يتم تقدير قيمة صافي الأصل المحاسبي للمجمع لباقي فترة الدراسة، وهذا ما نبيئه في الجدول الموالي:

جدول رقم (7): تطور صافي الأصل المحاسبي لمجمع صيدال، خلال الفترة 2003-

2007 الوحدة: دج

السنة	2003	2004	2005	2006	2007
قيمة صافي الأصل المحاسبي ANC	5913515202	6108386174	6180402724	6302203147	6812796067

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية.

تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

يتضح من خلال الجدول أعلاه، أن قيمة صافي الأصل المحاسبي للمجمع في تزايد مستمر من سنة لأخرى خلال فترة الدراسة، ويرجع ذلك إلى الزيادة في قيمة أصول المجمع من 12163538259 دج سنة 2003 إلى 15014596804 دج في سنة 2007 وهذا لتوسع نشاط المجمع من جهة واتساع رقعة عقود شراكته من جهة أخرى. ويعزى التزايد في قيمة صافي الأصل المحاسبي للمجمع إلى أن معدل تزايد الأصول أكبر من معدل تزايد ديون المجمع. لذا فمتوسط صافي الأصل المحاسبي لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة قدير بـ: 6263460663 دج.

ثانياً: تقدير قيمة المجمع على أساس القيمة الجوهرية (VSB): تتسم القيمة الجوهرية بالاستمرارية، ويتم تقدير قيمة مجمع صيدال بالاعتماد عليها بالعلاقة:

$$VSB = ANC + AE - AHE$$

أي أن القيمة الجوهرية = صافي الأصل المحاسبي + أصول الاستغلال - أصول خارج الاستغلال

ولإسقاط هذا المنظور التقييمي على مجمع صيدال، فإن قيمته تحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الجوهرية (2003)} = 4346834182 - 3086622566 + 5913515202 = 4653303586 \text{ دج.}$$

$VSB_{2003} = 4653303586$ دج. وبنفس الطريقة سيتم تقدير قيمة المجمع في الجدول الموالي:

جدول رقم (8): تطور القيمة الجوهرية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة (2003-2007)

الوحدة: دج

البيان	2003	2004	2005	2006	2007
القيمة الجوهرية VSB	4653303586	6305492756	5332206356	6305577836	6460915964

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الوثائق المالية والمحاسبية.

يتضح من الجدول السابق أن القيمة الجوهرية لمجمع صيدال في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، سوى في سنة 2005 أين انخفضت إلى 5332206356 دج بسبب ارتفاع قيمة الأصول خارج الاستغلال والمتمثلة أساساً في القيم الجاهزة التي قدرت في نفس السنة بأصول خارج الاستغلال والمتمثلة في الأصول الثابتة والأصول المتداولة للاستغلال، وأن قيمتها تفوق بكثير قيمة الأصول خارج الاستغلال.

2-2-2- تقدير قيمة مجمع صيدال على أساس التدفقات النقدية: تبعا لمنظور التدفقات

النقدية الممثلة لمردود المجمع، سيتم تقدير قيمة المجمع وفقا لطريقتين هما:

* الطريقة المرتكزة على رسملة أرباح المجمع بمضاعف PER.

* الطريقة المرتكزة على رسملة توزيعاته.

أولاً: تقدير قيمة المجمع برسملة أرباحه بمضاعف PER: إن مبدأ رسملة أرباح المجمع بمضاعف PER، يرتكز على مدى تضاعف هذه الأرباح باستعمال نسبة الربح إلى سعر السهم في السوق في 12/31/ن حيث أن:

$$\text{نسبة الربح إلى السعر PER} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم في نهاية السنة}}{\text{ربح السهم الواحد}}$$

وباستغلال معطيات مجمع صيدال، يمكن تلخيص قيمة المجمع في الجدول:

جدول رقم (9): قيمة مجمع صيدال برسملة أرباحه بمضاعف PER للفترة (2003-2007)

السنوات البيان	2007	2006	2005	2004	2003
الربح الصافي	872149771	547483833	430555201	456231457	482290897
سعر السهم في نهاية ن (1)	400	440	360	345	380
عدد الأسهم	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000	10.000.000
ربح السهم الواحد (2)	87.21	54.75	43.05	45.62	48.22
نسبة السهم إلى السعر PER (2)/(1)	04.60	08.04	08.36	07.56	07.88
قيمة المجمع	4011888947	440177017	3599441480	3449109815	3800452268

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على وثائق داخلية لمصلحة البورصة بالمجمع.

بتتبع تطورات قيمة المجمع سوقيا برسملة أرباحه بمضاعف الـ PER، نلاحظ أن قيمة المجمع في تدني ملحوظ خاصة في سنتي 2003 و 2004 وهذا راجع إلى انخفاض قيمة مضاعف PER نتيجة الانخفاضات المتوالية لسعر سهم مجمع صيدال و ربح السهم الواحد في سنتي 2003 و 2004.

لكن وابتداء من سنة 2004 نلاحظ انتعاشا لقيمة المجمع وهذا لارتفاع قيمة مضاعف

PER موازاة مع ارتفاع الربح الصافي للمجمع.

تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

وبمقارنة قيمة المجمع برسمة أرباحه بمضاعف PER، والتي تمثل القيمة السوقية للمجمع، مع قيمته الدفترية نلاحظ أن القيم الدفترية للمجمع أكبر من قيمه السوقية خلال فترة الدراسة 2003-2007.

ثانياً: تقدير قيمة المجمع برسمة توزيعاته: في إطار تحديد قيمة المجمع بالنظر لمساهميه، سنعتمد على طريقة رسملة توزيعات أسهم المجمع، وذلك بمعدل خصم قدره مقلوب تكلفة الأموال الخاصة سواء بقيمتها السوقية أو الدفترية وهذا ما نلخصه في الجدول الموالي:

جدول رقم(10): قيمة مجمع صيدال برسمة توزيعاته للفترة 2003-2007

العنوان	2003	2004	2005	2006	2007
البيانات					
قيمة التوزيعات	240.000.000	200.000.000	200.000.000	230.000.000	110.000.000
معامل الرسملة بالقيمة السوقية للأموال الخاصة $1/K_{CP}$	$\frac{1}{0.0631}=15.85$	$\frac{1}{0.058}=17.24$	$\frac{1}{0.0555}=18.02$	$\frac{1}{0.0523}=19.12$	$\frac{1}{0.0275}=36.36$
معامل الرسملة بالقيمة الدفترية للأموال الخاصة $1/K'_{CP}$	$\frac{1}{0.044}=22.73$	$\frac{1}{0.0353}=28.33$	$\frac{1}{0.0347}=28.82$	$\frac{1}{0.039}=25.64$	$\frac{1}{0.018}=55.55$
قيمة المجمع السوقية (V)	3804000000	3448000000	3604000000	4397600000	3999600000
قيمة المجمع الدفترية (V')	5455200000	5666000000	5764000000	5897200000	6110500000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على وثائق داخلية لمصلحة البورصة بالمجمع.

2-3- تفسير علاقة الافتراض بالقيمة السوقية للمنشأة:

قبل التطرق لدراسة أثر الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة، سنقوم أولاً بدراسة مدى تطابق السلوك التمويلي لمجمع صيدال مع النظريات المفسرة لعلاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية والمتمثلة في نظريات الوكالة الإفلاس، ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونموذج "مدكليانسي وميلر" فيما يخص تحقيق الوفورات الضريبية.

2-3-1- النظريات المفسرة للسلوك التمويلي لمجمع صيدال: إن السلوك التمويلي لمجمع

صيدال جاء مطابقاً لبعض النظريات التمويلية، والتي نبرزها فيما يلي:

أولاً: نظرية الوفورات الضريبية: حسب نظرية مدكليانسي وميلر، تلجأ المنشآت إلى الافتراض بهدف الاستفادة من الوفورات الضريبية. وبإسقاط هذا الفرض على مجمع صيدال، وباعتبار هذا الأخير حقق ارتفاعاً مستمراً في الأموال الخاصة، بوفرة في التدفقات

النقدية الموجبة فإنه يلجأ إلى الاقتراض كمصدر للتمويل، وفقا لما يمليه نموذج الوفورات الضريبية؛ أي أن مجمع صيدال يقترض لتمويل مشاريعه الاستثمارية من جهة، وهذا ما يساعد على تحقيق وفورات ضريبية، أين نلاحظ أن البنوك الجزائرية تكون حريصة على منح القروض للمنشآت الكبيرة ذات الوضعيات المالية الجيدة.

إن نموذج الوفورات الضريبية قد يفسر السلوك التمويلي لمجمع صيدال. وبعض المنشآت الكبيرة ذات المردودية العالية.

ثانيا: نظرية الإفلاس: بعد الدراسة الأولية للوضعيات المالية لمجمع صيدال، لاحظنا أنه حقق تدفقات نقدية موجبة ومعتبرة. وموازية مع هذا فإن المجمع يمتلك سياسة اقتراضية توسعية، بحيث لم تكن تلك التدفقات الدافع الرئيسي لتسديد المصاريف المالية المرتبطة بالديون بغرض تقليص المخاطر المالية لتوسيع قدرته الاقتراضية مستقبلا.

لذا فالوضعيات المالية الجيدة التي عرفها المجمع الصيدلاني -صيدال- حالت دون إفلاسه، وهذا ما يجعل عامل الإفلاس غير مفسر لحجم الاستدانة بالمجمع، وبالتالي فنظرية الإفلاس لا تفسر السلوك التمويلي لمجمع صيدال.

ثالثا: تأثير نظرية الوكالة في القرار التمويلي للمجمع: حسب نظرية الوكالة، فعدم تركيز الملكية يزيد من نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمنشآت، لكن وفي حالة مجمع صيدال، وباعتباره ملكا للدولة، فإن فرضية تأثير سلوك المسيرين على الاقتراض تكون مستبعدة، وهذا راجع لكون جل قرارات مجمع صيدال تخضع لتوصيات الحكومة، حيث أن الوحدات التابعة للشركة الأم تكون مسيرة من قبل أشخاص يعينون من قبل المنشأة الأم، وبالتالي فلا تعارض في المصالح والأهداف وهذا ما يحول دون تعارض المساهم مع المسير.

وبنتبع فرضيات نظرية الوكالة والتي هي:

- تعارض مصالح ملاك الشركة والدائنين؛
- عدم تماثل المعلومات بين الشركة والدائنين؛
- انفصال القرار الاستثماري عن القرار التمويلي.

فإن سوق الاقتراض في الجزائر وخاصة في مجمع صيدال لا تتحقق فيه الفرضيات

الثلاثة السابقة الذكر وهذا لكون:

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

- عملية الاقتراض تكون مصحوبة باتفاقية قرض، توضح حقوق والتزامات كل طرف وهذا ما يحول دون تعارض المصالح بين الملاك والدائنين؛
- هناك تماثل في المعلومات بين المنشأة الدائنين، فوفقا لاتفاقية القرض تحصل البنوك (الدائنين) على كل المعلومات التي تحتاجها بشأن المنشأة قبل وبعد منح القرض، وهذا ما يجعل من فرض عدم تماثل المعلومات أمرا مستبعدا.
- إن القرار الاستثماري سابق للقرار التمويلي في سوق الاقتراض الجزائري، حيث أنه وقبل أي تمويل لا بد من دراسة جدوى المشروع المراد تمويله بالقروض، شريطة أن تكون أصول هذه العملية الاستثمارية ضامنة للقرض، لذا يفرض انفصال قرار الاستثمار عن قرار التمويل بعيد جدا أين يكون القرار الاستثماري كتخصيص قبلي لعملية الاقتراض.

لذا فنموذج الوكالة لا يفسر السلوك التمويلي لمجمع صيدال، وكل المنشآت الاقتصادية النشطة في بيئة الأعمال الجزائرية.

رابعا: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل: إن الهيكل المالي لمجمع صيدال، جاء مزيجا بين المصادر الداخلية و المصادر الخارجية المتمثلة أساسا في القروض، علاوة على التمويل عن طريق البورصة بإصدار الأسهم. وبتقصي المعلومات المتأتية من مسؤولي الإدارة المالية بالمجمع فإن ترتيب أفضلية مصادر التمويل يكون كالتالي:

أولا: التمويل الذاتي

ثانيا: القروض

ثالثا: إصدار الأسهم

لذا فنموذج ترتيب أفضلية مصادر التمويل الذي أتى به "مايرز" ينسجم مع السلوك التمويلي للمجمع. هذا الأخير يفضل التمويل الذاتي أولاً، وإن لم تكف يلجأ إلى القروض (علاوة على هدف تحقيق الوفورات الضريبية) لتبقى الزيادة في رأس المال الملاذ الأخير طالما أن السوق المالي الجزائري غير نشط.

مما سبق، نستنتج أن القرار التمويلي لمجمع صيدال يتوافق مع نظريتي الوفورات الضريبية، وترتيب أفضلية مصادر التمويل، ولا يتوافق مع نظريتي الإفلاس والوكالة.

2-3-2- اختبار علاقة نسبة الاقتراض بالقيمة السوقية لمجمع صيدال: بعدما نظرنا للنظريات المالية المفسرة للسلوك التمويلي للمجمع، سنقوم بدراسة علاقة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي مع القيمة السوقية للمجمع، وهذا بمقارنة تطور نسب الاقتراض مع أسعار أسهم المجمع عند الإغلاق، خلال سلسلة زمنية قدرها 10 سنوات (1999 - 2008) وفقا لنموذج الانحدار والارتباط البسيط.

أولاً: متغيرات الدراسة: باستغلال المعطيات المالية لمجمع صيدال، خلال السلسلة الزمنية (1999 - 2008) نستطيع تقدير قيمة معامل الارتباط (r) بين المتغيرين (x) و (y).
 < المتغير المستقل (x): يتمثل المتغير المستقل (x) في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة (D/CP).

< المتغير التابع (y): يتمثل المتغير التابع (y) في القيمة السوقية لمجمع صيدال، والتي جسدها أساساً في أسعار أسهمه عند الإغلاق (السعر السوقي للسهم في نهاية كل سنة).
 وفيما يلي عرض للمتغيرين (x) و (y):

جدول رقم (11): المتغيرات المستقلة والتابعة لمجمع صيدال للفترة (1999-2008)

المتغير التابع (y)	المتغير المستقل (x)	الأموال الخاصة (2)	الأموال المقترضة (1)	السنوات
800	0.514	6417686558	3300904391	1999
780	0.917	4769012000	4347843000	2000
765	0.796	5776105000	4597781000	2001
430	1.031	5396898937	5562701926	2002
380	1.141	5455505165	6225742196	2003
345	1.215	5665062699	6882486919	2004
360	1.404	5771991417	8102905173	2005
440	1.335	5906738853	7888778386	2006
400	1.302	6143335024	7999112009	2007
380	1.173	6890799883	8088384639	2008

المصدر: تم إعداد الجدول اعتماداً على الوثائق المالية لمجمع صيدال.

ثانياً: حساب معادلة الارتباط و معامل التحديد:

بتطبيق نموذج الارتباط على معطيات مجمع صيدال، بدرجة دلالة 5% نحصل على

النتائج التالية:

- معادلة الارتباط (r): $r = - 0.8665$

معناه توجد علاقة قوية بين تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال وسعر أسهمه عند

الإغلاق، خلال السلسلة الزمنية 1999 - 2008.

تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

وبالنظر إلى إشارة (r) نستنتج أن العلاقة بين نسبة الافتراض إلى الأموال الخاصة (D/CP) وبين القيمة السوقية لصيدال علاقة عكسية أي أنهما يسيران في اتجاه معاكس من حيث الزيادة أو النقصان؛ حيث تؤدي الزيادة في النسبة (D/CP) إلى تراجع أسعار الأسهم عند الإغلاق.

وللوقوف على مدى معنوية العلاقة، نقوم بحساب النسبة التالية:

$$t_{cal} = \frac{r\sqrt{n-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

$$t_{cal} = \frac{0.8665\sqrt{10-2}}{\sqrt{1-(0.8665)^2}} = \frac{2.450}{0.499} = 4.909$$

وباستغلال جدول "ستودنت" Student نجد في مستوى دلالة 5% أن قيمة الجدولية

تساوي:

$$t_{tab} = 2.306$$

بما أن $t_{cal} < t_{tab}$ فإن علاقة نسبة الافتراض إلى الأموال الخاصة بالقيمة السوقية

للمجمع علاقة معنوية وليست نتيجة الصدفة.

$$r^2 = (0.8665)^2 = 0.75 \text{ :معامل التحديد } (r^2)$$

ومعنى هذا أن 75% من التغير في القيمة السوقية للمجمع (ممثلاً بقيمة أسعار أسهمه

عند الإغلاق) كان سببه التغير في تركيبة الهيكل المالي.

وكخلاصة عامة، فإن النتائج المتحصل عليها تثبت تأثير الافتراض على القيمة

السوقية للمنشأة وأن العلاقة بين المتغيرين علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية، لكنها عكسية

وهذا راجع للنسب العالية للافتراض دون انعكاس مزايا الافتراض والمتمثلة أساساً في

الوفورات الضريبية وهذا ما يعكس عدم الاستفادة من أثر الرفع المالي وكذا تأثير مخاطر

الإفلاس.

خاتمة

إن أهم ما ميز علاقة الهيكل التمويلي بالقيمة السوقية للمنشأة الأعمال والأبحاث

الرائدة التي قدمها "مدكلياني وميلار" حول حيادية الهيكل المالي، أين أثبتنا أنه في ظل عالم

ليس به ضرائب فإن قرار الافتراض ليس له تأثير على القيمة السوقية للمنشأة، وهو ما

يحمل في طياته معارضة صريحة للفكر التقليدي الذي يقضي بوجود هيكل مالي أمثل.

من ناحية أخرى، فإن ظهور بعض النظريات الحديثة مثل: نظرية الإفلاس، الوكالة، الإشارة كان لها الأثر البالغ في تفسير تأثير الافتراض على القيمة السوقية للمنشأة، أين يتحدد فيها الهيكل المالي الأمثل بنسبة الافتراض التي تتعادل عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع التكاليف الناجمة عن الافتراض كتكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس.

بتحليل الوضعية المالية لمجمع "صيدال" وجدنا أن معدل العائد على الاستثمار أقل من معدل العائد على الافتراض مما يبنى بصعوبات تمويلية مستقبلا.

بتتبع تطور أسعار الأسهم عند الإغلاق، لاحظنا أنها في انخفاض مستمر هذا راجع إلى ضعف أداء السوق المالي الجزائري و كذا السياسة التمويلية للمجمع. و عند اختبار العلاقة بين الافتراض و القيمة السوقية توصلنا إلى وجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة معنوية و هو ما ينفي الفرضية الأولى و يؤكد الفرضية الثالثة.

أما بخصوص تفسير السلوك التمويلي لهذه المنشأة استنادا إلى النظريات التمويلية، فقد وجدنا أن

القرار التمويلي لمجمع صيدال يتوافق مع نظرتي الوفورات الضريبية، وترتيب أفضلية مصادر التمويل، ولا يتوافق مع نظرتي الإفلاس والوكالة.

بناء على النتائج المتوصل إليها نوصي بما يلي:

- تحسين معدل العائد على الاستثمار نتيجة الاستغلال الأمثل للإمكانيات المتاحة لدى المؤسسات.

- من الأهمية بمكان عدم الموافقة على عقد قروض جديدة لاسيما قصيرة الأجل قبل الدراسة الجيدة لها والتأكد من أن العائد المحقق من هذه الاستثمارات يفوق تكلفة تلك القروض مما يخفف من عبء الفوائد (تجنب ظاهرة الخجل المالي وتخفيف حدة الاختلال في الهيكل المالي).

- ينبغي على مجمع "صيدال" التنويع في مصادر التمويل المتاحة في السوق المالي مع ضرورة الاختيار الدقيق للمصادر التي تزيد من القيمة السوقية

- ضرورة القيام بدراسات مالية تقييمية للمجمع بعد أي عملية تمويلية لمعرفة أثرها على القيمة السوقية.

تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة حالة مجمع صيدال

حتى الآن لا توجد نظرية تحوز الإجماع فيما يتعلق بتأثير الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة، مما يعني أن الأمر يحتاج إلى المزيد من الدراسات التطبيقية لاختبار نظريات معينة في بيئات معينة.

الهوامش

- (1) الهوارى سيد، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل طويل الأجل، دار الجيل للطباعة والنشر، ص 263.
- (2) سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 263.
- (3) زغيب مليكة، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 2006، ص 109.
- (4) VANHORNE James, Gestion et politique financière (gestion à long terme), T1, Dunod, Paris, 1972, P158.
- (5) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1998، ص 187.
- (6) Modigliani. F & Miller. M, « Corporate income taxes & the cost of capital, A correction », American Economic review, 53 (June 1963), P263.
- (7) James Van Horne, T1, Op Cit, P160.
- (8) مصطفى الشامي، "تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمنشأة لتحقيق أهداف الخصخصة"، المجلة العلمية التجارة والتمويل، مج2، كلية التجارة، جامعة طنطا، 1996، ص 10.
- (9) منير إبراهيم هندي، "محددات الهيكل المالي لعينة من الشركات الصناعية"، المؤتمر الدولي الثاني عشر للإحصاء والحسابات العلمية والبحوث الإحصائية والسكانية، جامعة عين شمس، 8719، ص ص289-297.
- (10) Modigliani. F & Miller. M, Op.cit., PP,433-442.
- (11) Jensen. M. & Meckling, « The theory of the firm : managerial behaviour agency costs and ownership structure », Journal of financial economics, 3 (oct, 1976), PP305-330.