

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس سطيف1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم علوم التسيير

مذكرة

مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: الإدارة المالية

الموضوع:

**أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
المدرجة في بورصة الجزائر دراسة تطبيقية لمجمع صيدال خلال
الفترة من 2014-2023**

تحت إشراف:

د. قدوج حمزة

إعداد الطلبة:

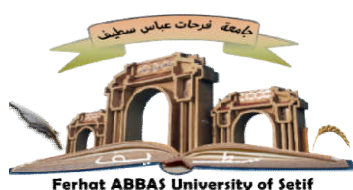
-عرعار مروة

-هرهور يوسف علاء الدين

تاريخ المناقشة.....

لجنة المناقشة		
الرئيس	بوركاب نبيل	أستاذ محاضر-ب
المشرف	قدوج حمزة	أستاذ محاضر-ب
المناقش	مهداوي حمودي	أستاذ محاضر-أ

السنة الجامعية 2024-2025



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة فرحات عباس سطيف1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم علوم التسيير

مذكرة

مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: الإدارة المالية

الموضوع:

أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
المدرجة في بورصة الجزائر دراسة تطبيقية لمجمع صيدال خلال
الفترة من 2014-2023

تحت إشراف:

د. قدوج حمزة

إعداد الطلبة:

-عرعار مروة

-هرهور يوسف علاء الدين

تاريخ المناقشة.....

لجنة المناقشة		
الرئيس	بوركاب نبيل	أستاذ محاضر-ب
المشرف	قدوج حمزة	أستاذ محاضر-ب
المناقش	مهداوي حمودي	أستاذ محاضر-أ

السنة الجامعية 2024-2025



شكرتكم

قال تعالى: "ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي أن أعمل صالحا ترضاه و أدخلني

برحمتك في عبادك الصالحين" سورة النمل (الآية 19)

والصلاة والسلام على أبر الخلق محمد عليه الصلاة والسلام قائل: (من لم يشكر الناس لم يشكر الله و

من أسدى إليكم معروفا فكافأتموه فإن لم تستطيعوا فادعوا له).

ليس أتم تعبير أقوى تأثير من كلمة الشكر نقولها اعترافا بالجميل ، حيث أتوجه بخالص الشكر

والتقدير إلى الأستاذ المشرف الدكتور "حمزة قدوج" لاستقباله لنا وتزويدنا بالمعلومات اللازمة ، كما

أتقدم بالشكر الجزيل للأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على إشرافهم وعلى تقييم ومناقشة هذا العمل.

وكل الأساتذة الذين رافقوني طيلة دراستي.

إِهْدَاء

بسم الله الرحمن الرحيم ﴿وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللّٰهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ﴾ الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، والصلاة والسلام على سيدنا محمد، خير من تعلّمنا منه طلب العلم والعمل.

إلى من سبقّني إلى دار الحق، أُمِّي الغالية، رحمك الله رحمةً واسعة، وجعل مثواكِ الفردوس الأعلى، ما زلت حاضرةً في قلبي، وما هذا العمل إلا غرس من غراس حبك ودعائك.

إلى والدي الحبيب، أطل الله في عمرك، لك كل الامتنان على ما بذلت من جهد ودعم ودعاء، فلك الفضل بعد الله في ما وصلتُ إليه.

إلى إخوتي الأعزاء، أنتم رفاق الطفولة وشركاء الحلم، لكم مني كل الحب والتقدير، فأنتم عائلتي التي أستمد منها القوة.

إلى صديقتي الأقرب، أسماء، رفيقة دربي ومَن شاركتني الحلم والتعب على مدار السنين، لك مني دعاء صادق بظهر الغيب أن يجزيك الله عني خير الجزاء، ويجعل ما قدّمته من دعم، ومساندة، وعون في ميزان حسناتك.

إلى أصدقائي الأوفياء، لكم كل التقدير والمحبة، فبصدقكم ودعائكم كان الطريق أيسر.

عرعار مروة .

إِهْدَاء

الصلاة و السلام على أبر الخلق محمد عليه الصلاة و السلام قائل: (من لم يشكر الناس لم يشكر الله
ومن أسدى إليكم معروفا فكافأتموه فإن لم تستطيعوا فادعوا له). إلى من ساندتني في صلاتها ودعائها
إلى من سهرت الليالي تنير دربي وتشاركني أفراحي ومأساتي إلى نبع العطف والحنان: أمي الغالية أدامك الله
لنا ووفقك في حفظ قرآنه الكريم إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة بأي شيء إلى
الذي لم يبخل علي إلى أعظم واعزرجل في الكون: أبي الغالي أدامه الله وأطال عمره وإلى. إخوتي الأحباء
مروان .جلال.ياسر. إلى هديتي في الحياة، أخواتي العزيزات: توبة .براءة. إلى كافة براعم العائلة إلى جميع
أصدقائي وصديقاتي كل باسمه. إلى كل هؤلاء اهدي هذا البحث المتواضع.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	الشكر
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	أولاً: الإطار العام للدراسة
أ	1-تمهيد
أ	2- الإشكالية
أ	3- فرضيات الدراسة
ب	4- أهداف الدراسة
ب	5-أهمية الدراسة
ب	6-حدود الدراسة
ج	7- صعوبات الدراسة
ج	8- نموذج الدراسة
ج	9- التعريفات الإجرائية
	ثانياً: أدبيات الدراسة
02	1-تمهيد
03	2- الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال
03	1-2 ماهية هيكل رأس المال
08	2-2- محددات هيكل رأس المال
11	3- الإطار المفاهيم للقيمة السوقية
11	3-1-ماهية القيمة السوقية
14	3-2- العوامل المؤثرة في القيمة السوقية
15	3-3- النظريات التقليدية والحديثة المفسرة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة
16	3-4- طرق تحديد القيمة السوقية
20	3-5- عرض الدراسات السابقة
	ثالثاً: الطريقة والإجراءات (منهجية الدراسة)
27	1. تمهيد

27	2. منهج الدراسة
27	3. مصادر جمع المعلومات
27	4. أداة الدراسة
28	5. تقديم عام لمجمع صيدال
33	6. تحليل وضعية وتطور الهيكل المالي محل الدراسة خلال الفترة (2014-2023)
35	7- تحليل الخصوم الجارية:
35	8- تحليل تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2024:
رابعاً: نتائج الدراسة (عرض وتحليل البيانات واختبار الفرضيات)	
38	1- عرض وتحليل نتائج الفرضية الأولى
38	2- عرض وتحليل نتائج الفرضية الثانية
39	3- عرض وتحليل نتائج الفرضية الثالثة
39	4- عرض وتحليل نتائج الفرضية الرابعة
40	5- عرض وتحليل نتائج الفرضية الأولى
41	6- عرض وتحليل نتائج الفرضية الثانية
خامساً: مناقشة النتائج والتوصيات	
43	1- نتائج الدراسة
43	2- المقترحات والتوصيات
44	3- آفاق الدراسة
45	قائمة المراجع
54-48	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تطور خصوم مجمع صيدال 2023-2014	33
02	القيمة السوقية لمجمع صيدال 2024-2014	36
03	العلاقة بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية	39
04	العلاقة بين الأسهم والقيمة السوقية	39
05	نتائج الاختبار الإحصائي الانحدار الخطي البسيط لتأثير الأموال الخاصة على القيمة السوقية	41
06	العلاقة بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية حسب الفترة الزمنية 2014-2023	41
07	العلاقة بين الأسهم والقيمة السوقية لدى الفترة الزمنية 2023-2014	42

أولا

الإطار العام للدراسة

1- تمهيد:

يعد هيكل رأس المال من الموضوعات الحيوية في مجال المالية، نظراً لتأثيره المباشر على الأداء المالي والقيمة السوقية للمؤسسة. ويُقصد به توزيع مصادر التمويل بين الديون وحقوق الملكية، بحيث تسعى المؤسسة إلى تحقيق التوازن الأمثل الذي يضمن تعظيم قيمتها السوقية وتقليل تكلفة رأس المال. ومن هنا، برزت أهمية تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة، باعتبارها مؤشراً يعكس تقييم المستثمرين لمستقبلها المالي وقدرتها على تحقيق الأرباح. لقد تنوعت النظريات الاقتصادية التي تناولت هذا الموضوع، بدءاً من نظرية موديليانى وميلر (Modigliani & Miller) التي افترضت في بدايتها عدم وجود أثر لهيكل رأس المال في ظل سوق كامل، وصولاً إلى النظريات الحديثة التي تأخذ بعين الاعتبار عوامل مثل الضرائب، وتكاليف الإفلاس، والمعلومات غير المتناظرة. وتعكس هذه النظريات تطور الفكر المالي فيسعيه لفهم المحددات الفعلية التي تؤثر في قرارات التمويل وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة. وفي هذا السياق، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات، من خلال استعراض الأطر النظرية ذات الصلة، ودراسة البيانات المالية لمجموعة من المؤسسات محل البحث، وذلك في سبيل تقديم نتائج عملية يمكن أن تسهم في دعم قرارات الإدارة المالية المتعلقة بتركيبة رأس المال المثلى.

2- الإشكالية:

وعلى ما سبق نظر الإشكالية التالية:

- ما تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية لمجمع صيدال؟

انطلاقاً من الإشكالية يمكن صياغة التساؤلات التالية:

- ما أثر أموال الخاصة على القيمة السوقية لمجمع صيدال ؟

- ما أثر الأسهم على القيمة السوقية لمجمع صيدال ؟

- ما أثر السندات على القيمة السوقية لمجمع صيدال ؟

3- فرضيات الدراسة:

- الفرضية الرئيسية:

- كلما زاد هيكل رأس المال زادت القيمة السوقية لمجمع صيدال .

الفرضيات الفرعية :

- كلما زادت الأموال الخاصة زادت القيمة السوقية لمجمع صيدال .
- كلما زادت الأسهم زادت القيمة السوقية لمجمع صيدال .
- كلما زادت السندات زادت القيمة السوقية لمجمع صيدال .

4- أهداف الدراسة :

- تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، تتمثل فيما يلي :
- تحديد مختلف المفاهيم المرتبطة بهيكل رأس المال، وبيان مكونات هيكل رأس المال.
- التعرف على مفهوم قيمة المؤسسة، واستعراض الطرق المعتمدة في تقييمها وعوامل المؤثرة عليها
- تحليل مختلف وجهات النظر المتعلقة بتأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة .
- دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، من خلال بحث أجري على مجمع صيدال.

5- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية دراستنا بالسعي لفهم أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، بالإضافة إلى التحقق من طبيعة العلاقة بينهما. إذ يُعد تعظيم القيمة السوقية هدفاً رئيسياً تسعى المؤسسة لتحقيقه، كونه محل اهتمام جميع الأطراف ذوي العلاقة بالمؤسسة. كما تسهم هذه الدراسة بدعم متخذي القرارات التمويلية من خلال ترشيد خياراتهم وتحسين جودة قراراتهم.

6- حدود الدراسة:

-الحدود المكانية: شركة صيدال

-الحدود الزمنية: من 2014 إلى 2023

-الحدود الموضوعية: تتمثل الحدود الموضوعية لهذه الدراسة في تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة، مع التركيز على أبرز المكونات الأساسية لهذا الهيكل التي يتوقع أن يكون لها تأثير مباشر على القيمة السوقية. وتشمل هذه المكونات الأموال الخاصة المتمثلة في رأس المال الذاتي والأرباح المحتجزة، السندات باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل بالدين.

7- صعوبات الدراسة:

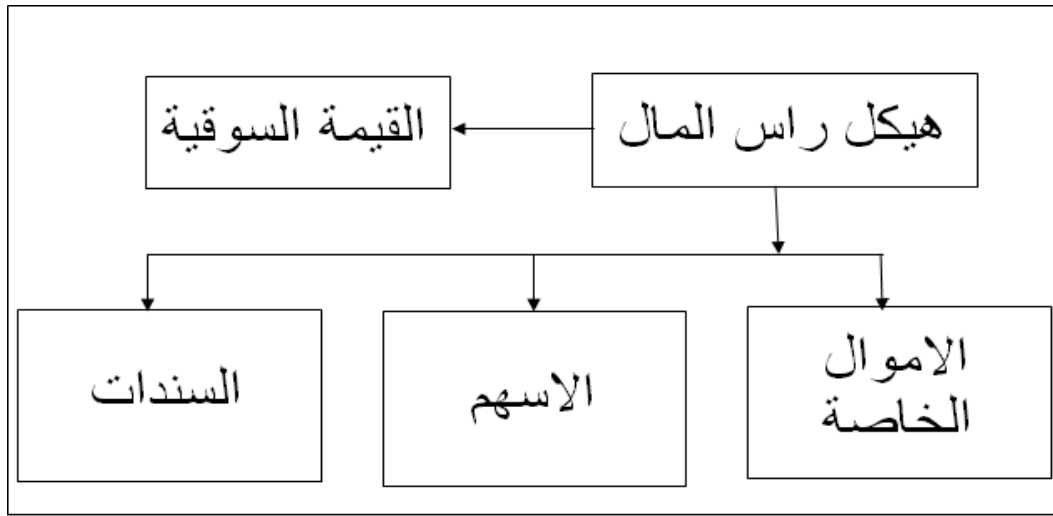
تتجلى صعوبات بحثنا فيما يلي:

-نقص المراجع بالنسبة للمتغير التابع (القيمة السوقية).

-صعوبة الحصول على جميع المعلومات المالية (الميزانية) من موقع بورصة الجزائر.

-صعوبات متعلقة بظروفنا الخاصة.

8- نموذج الدراسة:



9- التعريف الإجرائي:

يشير إلى العلاقة بين كيفية توزيع مصادر التمويل بين رأس المال الذاتي (مثل الأسهم العادية) ورأس المال المديوني (مثل القروض أو السندات) وتأثير ذلك على القيمة السوقية للمؤسسة. يتضمن هذا التعريف كيفية تأثير مزيج التمويل على الأداء المالي والتقييم السنوي للشركة، حيث يمكن أن يؤثر هيكل رأس المال على تكلفة رأس المال، والسيولة، والقدرة على النمو، وبالتالي على القيمة السوقية للشركة. يُستخدم هذا المفهوم بشكل رئيسي في تحليل القرارات التمويلية للشركات وكيفية تأثيرها في تقدير قيمة الأسهم والأسواق المالية.

ثانياً:
أدبيات الدراسة

1-تمهيد:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة الهدف الأسمى الذي تسعى إليه إدارة المؤسسة، وهذا الهدف ليس بالهين كونه يتطلب الدقة والرشادة في اتخاذ القرارات المالية تلك المتعلقة بتحديد واختيار مصادر التمويل أو ما يعرف بقرار التمويل، من خلال هذا القرار يتم تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة "مصادر طويلة وقصيرة الأجل" بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد وبالتالي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، إلا أن هذه الدراسة ستقتصر فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل أو ما يعرف بهيكل رأس المال.

وللإلمام أكثر بالموضوع قسمنا هذا الفصل إلى:

❖ الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال

❖ الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية

❖ الدراسات السابقة

2- الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال:

يُعد هيكل رأس المال (Capital Structure) من المواضيع المحورية في مجال الإدارة المالية، حيث يشير إلى الطريقة التي تعتمد عليها المنشأة في تمويل أصولها عبر مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل، مثل حقوق الملكية (Equity) والديون (Debt). وتكمن أهمية دراسة هيكل رأس المال في تأثيره المباشر على قيمة المنشأة (Firm Value)، وتكلفة رأس المال، والمخاطر المالية (Financial Risk) المرتبطة بها.

1-2 ماهية هيكل رأس المال:

يتسم مفهوم هيكل رأس المال بتعدد التعريفات والمكونات والمحددات لها.

1-1-2 مفهوم هيكل رأس المال:

هنالك العديد من التعريف الخاصة بهيكل رأس المال تذكر منها:

يُعتبر كل من الملكية والدين المصدرين الرئيسيين لتكوين هيكل رأس المال. حيث يتم تمويل الشركة من خلال حقوق الملكية عن طريق إصدار الأسهم العادية، أو الأرباح المحتجزة، وأحياناً الأسهم الممتازة، والتي تُعد مصدراً تمويلياً هجيناً يجمع بين خصائص الملكية والدين. أما التمويل عن طريق الدين، فيتحقق من خلال الاقتراض طويل الأجل أو إصدار سندات الدين. وبذلك، فإن جميع العناصر المدرجة في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية – باستثناء الالتزامات قصيرة الأجل – تُعد مصادر تمويل تندرج ضمن هيكل رأس المال، سواء كانت مملوكة (حقوق ملكية) أو مُفترضة (ديون Gitman (Lawrence J. and Zutter Chad J, 2012, p. 523)

عرف هيكل رأس المال بأنه المزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تعتمد عليها المؤسسة، والتي تشمل حقوق الملكية، القروض طويلة الأجل، والأرباح المحتجزة. ويُعد هذا الهيكل عاملاً أساسياً في تحديد العلاقة بين مختلف مصادر التمويل، كما يؤثر بشكل مباشر على قوة المؤسسة واستقرارها المالي، وعلى قيمتها السوقية في الأجل الطويل (ندى، 2018)

هيكل رأس المال = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين

من خلال ماسبق يمكن القول إن هيكل رأس المال هو عبارة عن مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل المكونة أساساً من الأموال الخاصة والديون

2-1-2 مكونات هيكل رأس المال:

بشكل عام يتضمن هيكل رأس المال لمعظم المؤسسات حقوق الملكية التي يقدمها المالكون لشراء الأصول للبدء بعمليات المؤسسة، والأموال المقترضة التي تشكل أحد البدائل لتعبئة الموارد المالية

الأسهم العادية:

السهم العادي هو ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، تُطرح للاكتتاب العام، قابلة للتداول في الأسواق المالية، ويمكن تجزئتها من قبل مالكيها. لا يُستحق دفعها في تاريخ محدد، ويمنح هذا السهم حامله حق الحصول على الأرباح المتبقية بعد الوفاء بجميع الالتزامات الأخرى. (دريد كامل آل شبيب ، 2009)

كما يخول له حق المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت على قراراتها وللشهم العادي ثلاث قيم هي:

القيمة الاسمية:

هي القيمة التي تُحدد في عقد تأسيس المؤسسة وفي أنظمتها الأساسية والداخلية، وهي تمثل القيمة الرسمية للشهم كما تظهر عادةً على قسيمة السهم في السوق المالي، أو في شهادة إثبات ملكية السهم أو الأسهم في المؤسسة. كما تقوم بعض القوانين بتحديد حد أدنى للقيمة الاسمية للشهم (قيراط، 2009، صفحة 14)

القيمة الدفترية:

هي القيمة التي تظهر في السجلات المحاسبية للمؤسسة، وتمثل إجمالي ما يملكه المساهمون من الحقوق، بما في ذلك رأس المال المدفوع، والاحتياطيات، والأرباح غير الموزعة. وهي تعكس المبالغ الذي ساهم به المساهمون في تمويل استثمارات المشروع ويحسب نصيب السهم الواحد من هذه القيمة لبيان ما يمثله من حقوق ملكية داخل المؤسسة (عدوي، صفحة 15)

$$\text{القيمة الدفترية للشهم} = \text{حقوق الملكية} - \text{الأسهم الممتازة} \div \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

القيمة السوقية:

تعد القيمة السوقية انعكاساً حقيقياً لقيمة المؤسسة، لا سيما إذا كان السوق المالي يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة. وتختلف هذه القيمة عن سعر السهم المتداول في السوق، حيث تميل إلى الارتفاع عندما تحقق المؤسسة أرباحاً ويزداد الطلب على أسهمها، مما يؤدي إلى تجاوز سعر السهم في السوق كلاً من قيمته الدفترية والاسمية، والعكس صحيح في حال تراجع الأداء. وتتميز القيمة السوقية بتغيرها المستمر تبعاً لأداء المؤسسة والظروف الاقتصادية المحيطة بها، (دريد كامل آل شبيب ، 2009)

مما يجعلها مؤشراً مهماً على كفاءة الأداء المؤسسي والوضع الاقتصادي العام. وللتمويل بالأسهم العادية مجموعة من

المزايا والعيوب:

• المزايا :

تتمثل مزايا الأسهم العادية في:

-لا تمثل الأسهم العادية التزاماً للمؤسسة ، فإذا حققت المؤسسة أرباح تقوم بتوزيع جزء منها إذا قرر مجلس الإدارة ذلك؛

- ليس للسهم العادي أي تاريخ معين للاستحقاق ،وبالتالي لا يتم تخصيص مبالغ لتسديدها؛

- سهولة بيعها وشراؤها. (الهندي، 2003، صفحة 522)

• العيوب :

تتمثل عيوب الأسهم العادية في:

يؤدي التمويل من خلال الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة وبالتالي احتمالية السيطرة على المؤسسة من قبل ملاك جدد؛

-لا تعتبر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم من المصاريف المقبولة ضريبياً بعكس الفوائد المدفوعة على القروض والسندات؛

-أن عملية طرح الأسهم للاكتتاب العام يحتاج إلى وجود مؤسسات وسلطة مالية تتولى إعداد نشرة الإصدار وطرح الأسهم الإصدار الأولى ويكون هذا مقابل عمولات ومصاريف تتحملها المؤسسة) . (الهندي، 2003، صفحة 522)

ب-الأسهم الممتازة:

يُعد من مصادر التمويل طويلة الأجل ويمثل أحد عناصر حقوق الملكية، حيث لا تُلزم الجهة المُصدرة له بسداد قيمته في تاريخ محدد. يتمتع السهم الممتاز بثلاث قيم: القيمة الاسمية وهي تلك المحددة في وثيقة الإصدار، القيمة السوقية التي تتحدد من خلال التداول في الأسواق المالية، والقيمة الدفترية التي تُحسب بقسمة قيمة الأسهم في السجلات على عدد الأسهم الممتازة المُصدرة، دون إدخال الاحتياطات والأرباح المحتجزة ضمن حقوق حامله، لكونها لا تعود لهم . يحصل حامل السهم الممتاز على عائد ثابت يُعرف بـ «كوبون الإصدار»، بنسبة مئوية محددة من القيمة الاسمية، وله الأولوية في استلام هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك له الأسبقية في الحصول على نصيبه من التصفية في حال حل الشركة. ويُعتبر السهم الممتاز أداة مالية هجينة، لاحتوائه على خصائص مشتركة بين الأسهم العادية والسندات، حيث غالباً ما يُحدد له حد أقصى للعائد، ولا يُمنح حامله حق التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية . تُحدد نسبة العائد وفقاً لشروط إصدار السهم، وترتبط القيمة الاسمية له بحجم رأس مال الشركة ومكانتها في السوق. ومع ذلك، لا يُصرف العائد إلا إذا حققت الشركة أرباحاً وقررت توزيعها(دريد كامل آل شبيب ، 2009، صفحة 2007).

•مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

المزايا:

ينطوي التمويل بالأسهم الممتازة على مزايا نذكر منها:

- ✓ المؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛
- ✓ التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- ✓ لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛
- ✓ إصدار أسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة. (الزعي، 2000، صفحة 91)

العيوب:

يترتب على التمويل بالأسهم الممتازة عيوب نذكر منها:

- ✓ تكلفتها أعلى من تكلفة القروض حيث أن نصيبها من الأرباح لا ينزل من الوعاء الضريبي للمؤسسة على عكس الحال بالنسبة لفوائد القروض؛
- ✓ قد يوجد نص خاص في عقد إصدارها بتراكم أرباحها حيث يحتفظ حملة الأسهم الممتازة بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع الأرباح. (الزعي، 2000، الصفحات 91,92)

ج-الأرباح المحتجزة:

هي الأرباح التي يتم اقتطاعها كلياً أو جزئياً من صافي الأرباح بموجب قرار إداري، وفي بعض الحالات يتم ذلك بعد موافقة الجمعية العمومية. غالباً ما تلجأ الإدارة إلى هذا المصدر عند التخطيط للتوسعات أو زيادة حجم النشاط، نظراً لسهولة توفره وسرعة الحصول عليه مقارنة بوسائل التمويل الأخرى (وقرون، 2007، صفحة 99)

•مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة :

ينطوي التمويل بالأرباح المحتجزة على مجموعة من المزايا والعيوب:

-المزايا:

- ✓ تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛

✓ تعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تجد صعوبة كبيرة للدخول في أسواق القروض والأسواق المالية بسبب صغر حجمها وضعف مركزها المالي؛

✓ تزيد من قدرة المؤسسة على الحصول على القروض جديدة بالإضافة إلى أن الاستثمار الجيد لهذه الأرباح المحتجزة سيؤدي إلى زيادة ربحية الأموال الخاصة، وبالتالي يزيد من عوائد أسهمها العادية. (كراجة، 2006، صفحة 64)-

العيوب:

✓ أن من مصلحة المؤسسة الاعتماد على أموال الغير وهذا إذا فاق معدل العائد على الاستثمار تكلفة تلك الأموال؛

❖ إن اختيار المؤسسة لاحتجاز أرباحها بدلاً من توزيعها قد يدفع المساهمين إلى بيع أسهمهم مما قد يعرض أسعار هذه الأخيرة للانخفاض. (عباس، صفحة 282)

التمويل بالاستدانة

أ- 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، (بوفاسة، 2008، صفحة 38) ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقرض، وكذلك أسلوب إعادة المبالغ المقرض يكون في التاريخ المتفق 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 رأس المال، ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها. (شبيب، 2006، صفحة 120)

-السندات:

هي وثيقة مالية تُثبت أن الجهة المقرضة مدينة بمبلغ معين للجهة المقرضة، وتمنح حاملها حق استرداد القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق، بالإضافة إلى الحصول على فائدة دورية تُحسب كنسبة مئوية من هذه القيمة الاسمية. (احمد، 2007، صفحة 85_86)

مزايا وعيوب السندات:

يترتب على التمويل، بالقروض والسندات مزايا وعيوب نذكر منها:

-المزايا:

- ✓ التمويل بالمديونية اقل كلفة من التمويل بالأسهم بسبب الوفر الضريبي؛
- ✓ كلفة الاقتراض ثابتة، كما أن كلفة التعاقد على القروض وإصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم؛
- ✓ ليس للمقرضين الحق في التصويت في الهيئة العامة (الخرشه، 2007، صفحة 175)

-العيوب:

- ✓ الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس؛
- ✓ الاقتراض يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة؛
- ✓ تشكل المديونية أعباء مالية على المؤسسة لأن لها تاريخ الاستحقاق؛
- ✓ قد تجد بعض المؤسسات صعوبة في الحصول على قروض طويلة الأجل لصعوبة الحصول على تلك القروض.(عباس، صفحة 282)

2-2- محددات هيكل رأس المال:

إن اختيار المؤسسة لتركيبه هيكل رأس المال يتحدد بمجموعة من العوامل تنقسم إلى مجموعتين محددات كمية ومحددات نوعية:

2-1-1-المحددات الكمية:

تعتبر من العوامل الأساسية التي تؤثر في قرارات التمويل داخل المؤسسة. وتشمل على:

-السيولة:

تُعد قدرة الكيانات على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المناسب ودون تأخير. ووفقاً لما ذكره الباحثان Ajaya و Swagatika، فإن الكيان السائل هو ذلك الذي يتمكن من تحقيق توازن مناسب بين موارده والتزاماته الجارية، بالإضافة إلى قدرته على اغتنام فرص الاستثمار المربحة. وقد وصف الباحثان السيولة بأنها قدرة الكيان على توفير ما يكفي من الأموال لتمويل نمو موارده وتسديد ديونه في الأوقات المحددة. وأظهرت نتائج الدراسة أن السيولة تُعد عاملاً إيجابياً مؤثراً في تحقيق الاستدامة المالية للكيانات، ما يعني أن توفر السيولة يساهم بشكل فعال في تعزيز استدامتها المالية(نبيل، 2018، صفحة 221)

-حجم المؤسسة:

أشارت العديد من الدراسات والأبحاث إلى أن حجم المؤسسة يُعد من العوامل المؤثرة في نسبة الاقتراض ضمن هيكل رأس المال، حيث أكدت تلك الدراسات على وجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة وقدرتها على الحصول على التمويل. ويُعزى ذلك إلى أن المؤسسات الكبيرة تكون أقل عرضة للإفلاس، كما أنها تمتلك فرصاً وإمكانيات أكبر للوصول إلى الأسواق المالية، مما يُمكنها من الحصول على القروض بشروط ميسرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة. ومن هذا المنطلق، تتحمل المؤسسات صغيرة الحجم تكاليف تمويلية أعلى، خاصة عند التوجه نحو الاقتراض طويل الأجل. (السهاوي، 2017، صفحة 444)

ج-الخطر:

ينقسم الخطر إلى منظورين رئيسيين:

الخطر التشغيلي والخطر التمويلي: يرتبط الخطر التشغيلي بطبيعة نشاط المؤسسة والبيئة الاقتصادية التي تعمل ضمنها. وعندما تكون مخاطر التشغيل مرتفعة، يُفضل أن تعتمد المؤسسة على زيادة رأس المال بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض، إذ إن انخفاض حجم النشاط قد يؤثر سلباً على قدرتها على سداد ديونها، مما قد يؤدي إلى الإفلاس إذا تجاوزت أعباء الدين قدرتها على السداد .

أما الخطر التمويلي، فينجم عن زيادة اعتماد المؤسسة على القروض لتمويل عملياتها. ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى ارتفاع أعباء خدمة الدين، مما قد يعرض المؤسسة للفشل إذا لم تتمكن من الوفاء بالتزاماتها المالية. وفي حالة الفشل، تتضرر مصالح المالكين بشكل أكبر من غيرهم، لأنهم يكونون في آخر من يحصل على مستحقاته عند تصفية المؤسسة. (عقل، صفحة 156_157)

د-الربحية:

تعد الربحية من أبرز العوامل التي تؤثر في تحديد هيكل رأس المال وكيفية تكوينه، حيث تميل المنشآت ذات مستويات المديونية المرتفعة إلى تحقيق ربحية عالية، نتيجة للاستفادة من الوفورات الضريبية التي توفرها القروض، وذلك بالرغم من وجود قدر كبير من المعلومات غير المتكافئة. ولهذا السبب، تسعى العديد من المنشآت إلى تمويل فرصها الاستثمارية من خلال الاقتراض، للاستفادة من مزاياه في تعزيز الأرباح . من ناحية أخرى، تشير فرضيات نظرية الترتيب التنازلي (نظرية الالتقاط) إلى أن تسلسل تفضيل مصادر التمويل يبدأ أولاً بالأرباح المحتجزة، يلها التمويل من خلال القروض، ثم في المرتبة الأخيرة إصدار الأسهم العادية الجديدة. وبناءً على ذلك، يُتوقع أن تعتمد المنشآت ذات الربحية العالية، والتي تمتلك القدرة على الاحتفاظ

بالأرباح، بدرجة أقل على التمويل بالاقتراض، وتعتمد بدرجة أكبر على حقوق الملكية، وخصوصاً من خلال الأرباح المحتجزة. (نبيل، 2018، صفحة 220)

د- الوفر الضريبي:

يعد الوفر الضريبي الناتج عن الفوائد أحد العوامل المشجعة للمؤسسة على اللجوء إلى الاقتراض، إذ أن التكلفة الفعلية للتمويل بالدين تصبح أقل عندما تكون معدلات الضرائب مرتفعة. وبالتالي، كلما زادت فرصة تحقيق وفرض ضريبي، ازدادت جاذبية الاعتماد على الدين كوسيلة للتمويل. إلا أنه في بعض الحالات، قد لا تتمكن المؤسسة من الاستفادة من هذا الوفر، كأن تكون غير مؤهلة للإعفاءات الضريبية أو تعاني من خسائر رأسمالية تؤدي إلى انخفاض أرباحها، وبالتالي انخفاض أو انعدام الضريبة المستحقة. في مثل هذه الظروف، لا يُعتبر الوضع الضريبي محفزاً على الاقتراض. (الخرشه، 2007، صفحة 438)

2-1-2 المحددات الكيفية:

الملاءمة:

يقصد بمبدأ الملاءمة ضرورة توافق مصادر التمويل مع طبيعة الأصول التي تُموّل بها؛ إذ يُفضل تمويل الأصول الثابتة من خلال القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية، بينما يُستحسن تمويل الأصول المتداولة من خلال الديون قصيرة الأجل. ويُعزى ذلك إلى أن الأصول الثابتة تُستخدم لفترة زمنية طويلة، وتولد تدفقات نقدية يمكن استغلالها تدريجياً في استرداد الأموال المستثمرة فيها (السهاوي، 2017، الصفحات 445-446)

ب- الإدارة والسيطرة:

تعد سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل الأساسية المؤثرة في اختيار مصادر التمويل المناسبة. ففي كثير من الحالات، يفضل هؤلاء المالكين اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة بدلاً من إصدار الأسهم العادية، وذلك لأن كلاً من الدائنين وحملة الأسهم الممتازة لا يمتلكون حق التدخل في إدارة المؤسسة. ويأتي هذا التوجه من حرص الملاك على الحفاظ على سيطرتهم الإدارية داخل المؤسسة

ويشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل مصادر التمويل إلى أعلى أو أسفل تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجات إلى الأموال. وأساساً تحتاج المؤسسة إلى هذه المرونة حتى تتمكن من الحصول على أكبر عدد ممكن

من البدائل عندما تحتاج إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها. (غنية، 2011-2012، صفحة 136)

ت-هيكل الأصول:

تلجأ المؤسسات التي تمتلك أصولاً تُوفر عنصر الأمان للمقرضين إلى استخدام مستويات مرتفعة من الاقتراض لتمويل أنشطتها. وتُعد الأصول ذات الاستخدامات المتعددة في مجالات متنوعة ضماناً قوياً للحصول على القروض، على عكس الأصول ذات الاستخدامات الخاصة التي لا تُعد ضماناً فعالاً. بناءً على ذلك، تتميز شركات العقارات بارتفاع نسب الرفع المالي، في حين تتسم مؤسسات الأبحاث والتكنولوجيا بانخفاض هذه النسب. (اندرأوس، 2006، صفحة 404)

3- الإطار المفاهيم للقيمة السوقية:

لقد تمت دراسة على الهيكل المالي ومكوناته، ولأن سنركز على القيمة السوقية المؤسسة، حيث تشمل القيمة السوقية مفاهيم متعددة ومتنوعة، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل التي تؤثر عليها وهذا ما سنتطرق له من خلال هذا المبحث.

3-1- ماهية القيمة السوقية:

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة واحد من الأهداف الرئيسية التي تسعى هذه الأخيرة لتحقيقها بهدف المحافظة على استمراريته. ومع ذلك يعتبر مفهوم القيمة السوقية معقداً، حيث لا يمكن تحديده بشكل مباشر نظراً لوجود العديد من العوامل المؤثرة والمفاهيم المتداخلة في تحديده.

3-1-1- مفهوم قيمة المؤسسة:

يمثل القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المتداولة في سوق الأوراق المالية أحد المؤشرات الأساسية لتحديد القيمة السوقية الكلية للمؤسسة. ويتم تقدير هذه القيمة من خلال تحديد قيمة حقوق المساهمين، ويُعتمد عادةً على سعر السوق للأسهم العادية كمقياس رئيسي لثروة المؤسسة (نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، 2017، صفحة 245) يمثل هذا الناتج القيمة السوقية، ويتم احتسابه من خلال ضرب عدد الأسهم المتداولة في السعر الحالي للسهم في السوق. (خيري، 2019، الصفحات 78-79)

انطلاقاً مما سبق، يمكن تعريف القيمة السوقية للمؤسسة بأنها ناتج ضرب السعر السوقي للسهم الواحد في إجمالي عدد الأسهم المصدرة.

3-1-2- أنواع القيمة السوقية:

للقيمة أنواع متعددة يمكن ذكرها في التالي:

أ. القيمة السوقية

تُعرف هذه القيمة على أنها القيمة الاقتصادية الإجمالية للأصول التي تمتلكها المؤسسة، والتي تُستخدم لتحقيق هدف الاستمرارية في النشاط، بالإضافة إلى رسملة توزيعات الأرباح. كما يُشار إلى هذه القيمة أحياناً بمصطلح "القيمة العادلة"، وهي تُعرف بأنها القيمة التي يمكن على أساسها تبادل الأصل بين طرفين يتمتعان بالمعرفة الكافية، والرغبة، والتكافؤ في إتمام الصفقة، وذلك وفقاً لتعريف المعيار المحاسبي الدولي (ع، 2012)

ب- القيمة الاستثمارية

"تمثل هذه العبارة إجمالي التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من أصل معين، أي العوائد التي يحققها الأصل خلال فترة الاستثمار. وتعكس هذه القيمة بعد أخذ عاملين رئيسيين في الاعتبار، وهما: القيمة المضافة الممكن تحقيقها على مدى فترة زمنية محددة. مستوى المخاطر، بما في ذلك تقلبات الأسعار وتأثيرات التضخم؛ (وسيم، 2023-2024، صفحة 15)

ت- القيمة الدفترية

تُعبّر عادةً عن التكلفة التاريخية، أما بالنسبة للمؤسسة، فتمثل القيمة الدفترية لإجمالي الأصول مخصصاً منها القيمة الدفترية للخصوم، مما يؤدي إلى تحديد القيمة الصافية. وبذلك يُعد هذا المفهوم محاسبياً بحثاً، ولا يعكس المفهوم الاقتصادي للقيمة؛ (وسيم، 2023-2024، صفحة 15)

ث- القيمة التبادلية

مثل النفقات اللازمة للحصول على سلع تتمتع بنفس النوعية والأداء، وهي ترتبط بشكل أساسي بمعدلات الاستغلال. ويُبنى تحديد هذه القيمة على المنفعة المتوقعة من تلك السلع؛

ح- قيمة تكلفة إعادة الإنشاء أو الإنتاج:

تمثل التكلفة التي يجب إنفاقها لإنتاج أصل مماثل للأصل محل التقييم، مع مراعاة التغيرات الحاصلة في السوق فيما يتعلق بتكاليف إعادة الإنتاج؛ (وسيم، 2023-2024، صفحة 15)

خ- القيمة المتبقية:

هو القيمة الصافية المتوقعة التي يُنتظر أن يحصل عليها كيان معين عند انتهاء العمر النافع لأصل ما، وذلك بعد خصم التكاليف المحتمل تكبدها عند الاستغناء عنه؛

ج-قيمة التصفية :

هو الجزء الذي يحصل عليه حامل السهم العادي من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، وذلك بعد سداد جميع التزاماتها تجاه الدائنين وحملة الأسهم الممتازة؛

ر-القيمة الجارية

القيمة الجارية أساساً لتقييم الأصول، حيث تعكس التغيرات في الأسعار الناتجة عن عوامل السوق، هناك مفهومان أساسيان لتحديد القيمة الجارية :سعر الخروج الجاري، ويُعرف أيضاً بصافي القيمة التبعية، ويُقصد به مبلغ النقد أو ما يعادله الذي يمكن الحصول عليه عند بيع الأصل في السوق، وذلك بعد خصم التكاليف اللازمة لإتمام عملية البيع .سعر الدخول الجاري، أو ما يُعرف بتكلفة الاستبدال، ويمثل المبلغ النقدي المطلوب للحصول على أصل مماثل تماماً أو يعادل الأصل الحالي. وقد طُرحت عدة تفسيرات لهذا المفهوم، منها :تكلفة استبدال الأصول المستخدمة:وهي القيمة التي يلزم دفعها للحصول على أصل مشابه من حيث العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، إلا أن تطبيق هذا المفهوم يصطدم بواقع نقص الأسواق المنظمة لهذا النوع من الأصول .تكلفة إعادة إنتاج الأصول المستخدمة:وهي المبلغ الذي يجب توفيره لإعادة إنتاج أصل مماثل للأصل القائم حالياً .تكلفة الأصول الجديدة:وتعبر عن الكلفة المطلوبة لاستبدال القدرة الإنتاجية للأصل، مع الأخذ بعين الاعتبار التطورات التكنولوجية. (وسيم، 2023-2024، صفحة

(16)

ز-قيمة الإحلال :

مثل هذه القيمة تكلفة اقتناء الموجودات المتنوعة في المؤسسة وفقاً للأسعار المحاسبية؛

د-قيمة شهرة المحل :

مثل هذه القيمة تكلفة اقتناء الموجودات المتنوعة في المؤسسة وفقاً للأسعار المحاسبية؛

خ- القيمة القابلة للتأمين:

هي القيمة المالية للأجزاء القابلة للتلف من أحد الأصول، والتي تُؤمّن لتعويض المالك في حال وقوع خسارة. وتُعد هذه القيمة ذات صلة محدودة بعمليات التملك والاندماج. (وسيم، 2023-2024، صفحة 17)

3-2- العوامل المؤثرة في القيمة السوقية:

تأثر القيمة السوقية للمؤسسة بعدد من العوامل المؤثرة، من أبرزها ما يلي :

- ✓ العائد المتوقع للسهم: يُعد العائد المتوقع من أهم المؤشرات التي تؤثر في قيمة السهم السوقية، حيث أن ارتفاع هذا العائد يؤدي إلى زيادة تلقائية في سعر السهم، مما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة في البورصة، والعكس صحيح في حال انخفاضه؛
- ✓ الأرباح الموزعة على المساهمين: تؤدي زيادة نسبة توزيع الأرباح إلى تعزيز جاذبية السهم للمستثمرين، مما يرفع من قيمته السوقية، وبالتالي تزداد القيمة السوقية للمؤسسة؛
- ✓ توقيت الحصول على العوائد: كلما اقترب موعد توزيع العوائد، زادت القيمة السوقية للسهم، نظراً لتفضيل المستثمرين للأرباح القريبة زمنياً، مما يساهم في رفع القيمة السوقية للمؤسسة، في حين يؤدي تأخر العوائد إلى نتيجة معاكسة؛
- ✓ درجة المخاطر المتوقعة: انخفاض مستوى المخاطر المحيطة بالمؤسسة يزيد من ثقة المستثمرين، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على سعر السهم السوقي، وبالتالي ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة. أما في حال ارتفاع المخاطر، فإن ذلك قد يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية؛
- ✓ توقعات المستثمرين المستقبلية: إن ارتفاع توقعات المستثمرين بشأن أداء المؤسسة المستقبلي يُعزز الطلب على أسهمها، ما يدفع سعر السهم للارتفاع ويزيد بالتالي من القيمة السوقية لها في البورصة، والعكس في حال التوقعات السلبية؛
- ✓ مدى استخدام الرافعة المالية: يؤثر استخدام المؤسسة للتمويل بالدين على قيمتها السوقية، حيث يمكن أن يؤدي ارتفاع الدين في ظل ظروف اقتصادية ملائمة إلى زيادة قيمة السهم السوقية، مما يعزز القيمة السوقية للمؤسسة. أما في فترات الركود أو الأزمات، فقد يؤدي ارتفاع الدين إلى نتائج عكسية. (الشواورة، 2012، صفحة 42)

3-3- النظرية التقليدية والحديثة المفسرة لهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة.

ظهرت هذا النظريات لإعطاء فكرة عن تركيبة الدقيق للديون والمساوات التي يجب أن تتكيف الشركة معها لتحقيق أقصى قدر من مزيج رأس المال ومن بين هذه النظريات:

3-3-1- نظرية التقليدية:

يرى Barges (1962) في إطار نظرية النظر التقليدية أن الديون تُعد أقل تكلفة مقارنة بالأسهم، ويترتب على ذلك أن الجمع بين تكلفة الديون وتكلفة رأس المال سيؤدي إلى تكلفة إجمالية أقل مما كانت عليه تكلفة حقوق المساهمين قبل اللجوء إلى التمويل بالديون. ومع ذلك، فإن وجهة النظر هذه لا تتفق مع ما طرحه Modigliani و Miller (1958)، حيث يجادلان في نظريتهما بأن في سوق رأس مال مثالي خالٍ من الضرائب وتكاليف المعاملات، تظل قيمة الشركة في السوق وتكلفة رأس المال دون تغيير، بغض النظر عن التغيرات في الهيكل المالي لرأس المال. (يوسف، 2017، صفحة 526)

3-3-2- نظرية الالتقاط:

على الرغم من هيمنة نظرية التبادل لفترة طويلة في تفسير هيكل التمويل لدى الشركات، فقد تم توجيه الانتباه لاحقاً إلى نظرية الإشارة، التي تقدم منظوراً مختلفاً لاتخاذ قرارات التمويل. ففي الوقت الذي تركز فيه نظرية التبادل على المفاضلة بين إصدار الأسهم أو الديون، ظهرت نظرية أخرى تُعرف بـ 'نظرية التدرج الهرمي للتمويل' (Pecking Order Theory)، والتي تعود جذورها إلى دراسة قام بها Donaldson عام 1961. وقد استندت هذه النظرية إلى ملاحظات واقعية لتطبيقات التمويل في مجموعة من الشركات الكبرى، حيث لاحظ أن الإدارات تفضل تمويل استثماراتها باستخدام الموارد الداخلية أولاً، وتسعى لتجنب اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية قدر الإمكان، خاصة عندما تكون الموارد الداخلية كافية. ومع ذلك، فإن الشركات تلجأ إلى التمويل الخارجي فقط عندما لا تكون الموارد الداخلية كافية لتلبية احتياجاتها. (يوسف، 2017، صفحة 527)

3-3-3- نظرية توقيت السوق:

طُرحت هذه النظرية لأول مرة عام 2002 من قبل الباحثين Baker و Wurgler، وتستند إلى فرضية أن قرارات الشركات بشأن هيكل رأس المال تتأثر بمحاولاتها الاستفادة من التغيرات في أسعار الأسهم. وتشير النظرية إلى أن الشركات تميل إلى إصدار الأسهم عندما تكون أسعارها مرتفعة، والاعتماد على التمويل بالديون عندما تكون منخفضة. وتستند هذه النظرية إلى إصدار سابق يُعرف بـ "الإصدار الديناميكي"، قدّمه

كل من Majluf و Myers عام 1984، والذي يفترض أن كلاً من المديرين والمستثمرين ليسوا دائماً عقلانيين أو كفؤين في قراراتهم التمويلية. ووفقاً لهذا الطرح، فإن هيكل رأس المال يتشكل كمحصلة تراكمية لمحاولات متكررة من قبل الشركات لتوقيت السوق عبر الفترات الزمنية، مما يجعل القيم السوقية التاريخية تلعب دوراً كبيراً في تشكيل هذا الهيكل. (يوسف، 2017، صفحة 526)

4-3-3 النظرية الكلاسيكية

النظرية الكلاسيكية في الإدارة المالية تُعد من النظريات الإيجابية في توجيهها، حيث تسعى إلى تفسير الظواهر كما هي في الواقع. وقد تطورت هذه النظرية على شكل مجموعة من القواعد التي يستخدمها المدراء والمستثمرون في اتخاذ القرارات المالية، أكثر من كونها نموذجاً تفسيراً متكاملاً للأسباب المؤدية إلى النتائج المختلفة. وينظر المدخل التقليدي إلى هيكل رأس المال باعتباره مرتبطاً بدرجة معينة من المديونية، تختلف من شركة لأخرى تبعاً لخصائصها وإمكاناتها الفردية.

5-3-3 نظرية التبادل:

نظرية التبادل (نظرية المبادلة): (تُعرف هذه النظرية أيضاً بنظرية التمويل المعتمدة على الضرائب، حيث أثبت الباحثان "موديليانى وميلر" أن قيمة الشركة تزداد تدريجياً كلما ارتفعت نسبة التمويل بالاقتراض ضمن هيكل رأس المال. ويعود السبب في ذلك إلى أن الفوائد الناتجة عن هذا التمويل تُحسب كمصروف ضمن قائمة الدخل، مما يساهم في تقليل العبء الضريبي ويؤدي بالتالي إلى خفض تكلفة رأس المال، الأمر الذي ينعكس إيجاباً على قيمة السهم في سوق الأوراق المالية. ومع ذلك، فقد تعرضت هذه النظرية لعدة انتقادات، أهمها تجاهلها لأنواع محددة من تكاليف التمويل بالاقتراض التي يمكن أن تؤدي إلى تراجع قيمة الشركة. وتشمل هذه التكاليف كل من تكاليف العسر المالي، وتكاليف الوكالة، وتكاليف الإفلاس. وبناءً على ذلك، يمكن الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل – كما تقترح نظرية التبادل – من خلال الموازنة الدقيقة بين الفوائد الضريبية الناتجة عن الاقتراض وبين التكاليف المرتبطة بالعسر المالي والإفلاس. (يوسف، 2017، صفحة 526)

4-3 طرق تحديد القيمة السوقية:

توجد عدة طرق لتحديد قيمة المؤسسة التي تختلف باختلاف المبادئ المرتكزة عليها، ويمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى طرق أساسية هي :

1. - الطرق المعتمدة على التوزيعات :

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم السهم فهي تهدف لتحديد قيمة السهم أخذ بعين الاعتبار توزيعات

الأرباح المتوقعة وسعر إعادة تنازل هذا السهم في المستقبل , ويمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي :

$$VE = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+t)^t} + \frac{Vn}{(1+t)^n}$$

حيث:

VE : قيمة المؤسسة

DI : القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال الفترة

VN : القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم .

ومن بين أهم هذه الطرق نجد:

❖ نموذج جوردن شايبرو (Gordon Shapiro)

النموذج غوردون هو نموذج تقييم يسمح بتحديد قيمة شركة بناء على التدفقات النقدية المستقبلية. تم تصميم هذا النموذج لحساب قيمة المؤسسة من خلال تدفقات النقد المنخفضة، مع مراعاة التوزيعات المستقبلية للشركة. يمكن أن يسمح هذا النموذج بتقدير القيمة الجوهرية لسهم عن طريق استخدام القيمة الحالية الصافية لقيمة الأرباح المستقبلية. متجاهلاً الظروف السوقية الحالية. يعتبر نموذج غوردون شايبرو تغييراً عن نموذج نمو غوردون، الذي يستخدم على نطاق واسع في تقييم الأسهم خاصة للشركات ذات معدلات نمو مستقر في توزيعات الأرباح.

القيمة الجوهرية للسهم = ربح السهم المتوقع في السنة القادمة / (معدل العائد المطلوب - معدل نمو

❖ نموذج باتش (Bates)

يقوم نموذج Bates بربط بين نسب الأرباح إلى السعر (PER) في الحاضر ونسبة الأرباح إلى السعر في المستقبل خلال فترة n، مع مراعاة معدل النمو ومعدل التوزيع خلال هذه الفترة. كما يأخذ النموذج في الاعتبار معدل العائد المطلوب من قبل المساهم. ويمكن حساب قيمة المؤسسة وفقاً لهذا النموذج على النحو التالي:

$$Ve = \sum_{t=1}^n \frac{Div1}{(1+k)^t} + \frac{Vn}{(1+k)^n}$$

حيث:

Div. : التوزيعات

K : معدل الخصم

❖ نموذج هولت (Holt)

يقوم هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bates. ويطبق على المؤسسات ذات درجة عالية من التطور والغرض من هذا النموذج تحديد بين نسبة السعر على العائد ومدة النمو. ثم يشارك المستثمر النتيجة التي حصل عليها النموذج من توقعاته الخاصة. ويمكن حساب النسبة بين Per لمؤسسة و Per لمسوق كما يلي:

$$\frac{PER\ 0}{PER\ 0M} = \left(\frac{(1 + g) + \frac{Div}{co}}{1 + gm + \frac{DivM}{coM}} \right)^n$$

حيث:

Div/co : عائد السهم

DivM/coM : عائد السهم في السوق

gm : معدل النمو في السوق

g : معدل النمو

n : عدد السنوات

2. طرق المقارنة:

يتيح استخدام هذه الأسلوب الفرصة لتقييم المؤسسة من خلال مقارنتها بمؤسسات أخرى في السوق. وبسبب انتشار هذا الأسلوب بشكل كبير، يقوم المحللون الماليون بتطبيقه بانتظام. وفي إطار هذا الأسلوب، يتم اختيار عينة من المؤسسات المتشابهة في النشاط للقيام بتقييمها وتعطى الصيغة العامة للمضاعف بالعلاقة التالية:

المضاعف = (القيمة السوقية للأموال الخاصة أو الكلية للمؤسسة) / مؤشر

يلاحظ أن البسط يتألف من قيمة الأموال الخاصة بالمؤسسة والقيمة الكمية لها. والتي تعادل مجموع الأموال الخاصة والديون المالية. أما المقام. فيمثل مؤشر القيمة، حيث إذا كان يعبر عن التدفق النقدي الذي سيحصل عليه المساهمون والدائنون الماليون دون احتساب تكاليف الفائدة، فذلك يعني أنه يحدد قيمة الشركة. وبناء على ذلك، يكون البسط هو القيمة الكمية للمؤسسة (VGE)، ويكون المؤشر عبارة عن مؤشر العمليات، ناتج استغلال وتدفقات النقد للاستثمار. للحصول على قيمة السهم، يتعين خصم ديون السهم. وعلى الجانب المقابل، إذا كان المؤشر يعبر عن تدفق نقدي لا يحصل عليه المساهمون، فإن البسط يكون مجرد الأموال الخاصة (VGE) وأهم المؤشرات في هذه الحالة هي النتيجة الجارية والنتيجة الصافية.

في حالة العملية أهم المؤشرات الرئيسية المستعملة يمكن تصنيفها حسب نوع القيمة، وذلك من خلال الجدول التالي:

V cp	V GE
-رقم الأعمال -الفائض الإجمالي للاستغلال EBE - تدفق الخزينة المتاح FT - نتيجة الاستغلال Rexp	-النتيجة الجارية - النتيجة الصافية Rnet

❖ مضاعف السعر / العائد (PER)

عبارة عن علاقة بين سعر المؤسسة المسعرة وأرباح السهم فهو يسمح بإيجاد قيمة أصل بدلالة عدد مرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته وحسب بالعلاقة التالية:

مضاعف السعر على العائد

$$= \frac{\text{السهم سعر}}{\text{الربح}}$$

❖ مضاعف نتيجة الاستغلال: (VE/Rexp)

يتم حساب قيمة المؤسسة الاقتصادية عن طريق تقسيم قيمتها السوقية على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعينة المحددة. ويتم استخدام هذا الحساب لتقديم القيمة الاقتصادية للمؤسسة، حيث يقدر مدى كفاءتها في توليد العائدات بالنسبة لرأس المال المستثمر فيها ويحسب المضاعف بالعلاقة التالية:

مضاعف نتيجة الاستغلال

$$\frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{نتيجة الاستغلال}} =$$

❖ مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال: (VE/EBE)

هذا المضاعف يعتبر الأكثر استخداماً من قبل المحللين الماليين، خاصة في القطاعات ذات الرأسمال العالي، حيث يمكن من تقدير الربحية العمليات (أو مردودية الاستغلال) للمؤسسة (وسيم، 2023-2024) ويمكن الحصول على هذا المضاعف من خلال العلاقة التالية:

مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال

$$\frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}} =$$

الدراسات السابقة:

سنتطرق في هذا المبحث إلى عرض بعض الأبحاث والدراسات السابقة التي تطرقت إلى موضوع بحثنا أو أحد متغيراته مع عرض موقع بحثنا بالنسبة لهذه الدراسات

3-5- عرض الدراسات السابقة

سنحاول في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغتين العربية والإنجليزية

3-5-1- الدراسات باللغة العربية:

أ- دراسة "على بن الضب" مذكرة ماجستير بعنوان: "تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال فترة 2006-2008".

هدفت الدراسة إلى قياس تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة وشملت الدراسة 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، موزعة على أربعة قطاعات العقاري، الصناعي الخدمي والغذائي وذلك بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط.

خلصت الدراسة إلى أن متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نال حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة بالإضافة إلى وجود متغيرات أخرى محاسبية وبورصة لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردودية، حجم السيولة، المخاطر النظامية معبرا عنها بـ β .

ب-دراسة "مصطفى عبد الله أحمد القضاة" مذكرة ماجستير بعنوان: أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية"

هدفت هذه الدراسة للتعرف على مدى العلاقة بين أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية مقاساً بعدد من نسب الربحية وبين بعض المؤشرات الهيكلية لرأس مال الشركة مثل حجم الشركة وهيكل ملكيتها ومعدل المديونية ودرجة نضجها. لقد تم تقديم معادلة الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS على بيانات الشركات، واشتملت الدراسة على 67 شركة.

وأشارت نتائج الدراسة إلى أن معدل ربحية الشركة يعتمد على هيكل رأس مالها، وأن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين معدل الربحية ودرجة نضج الشركة، وأن معدل ربحية الشركة في السنة الحالية يعتمد على معدل الربحية للسنة السابقة، مما قد يعكس استقرار نسبها في ربحية الشركات المدروسة بشكل عام.

ت- دراسة "ضيف ياسين وزوزي محمد" مقال بعنوان "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2009-2012"

هدفت الدراسة إلى توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع قيمة الشركة، حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة موزعة على 10 قطاعات، استخدم الباحث أسلوب البيانات الطولية Panel data لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقاساً بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمتغيرات المستقلة التالية: الهيكل المالي معبر عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردودية حجم الشركة مقاس بلوغاريتم إجمالي الأصول، النمو والمخاطر النظامية.

ث- دراسة "بنية محمد" مقال بعنوان: "نموذج مقترح لدراسة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات دراسة حالة عينة من الشركات في الصناعات البترو كيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014".

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة تأثير القرارات المالية على القيمة السوقية لأسهم الشركات وذلك بتطبيقها على عينة من الشركات المتخصصة في الصناعات البترو كيميائية المدرجة في سوق السعودية للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين 2010-2014، تم الاعتماد على ثلاث متغيرات مستقلة تتجسد في قرارات الاستثمار التمويل وقرارات توزيع الأرباح التي تتمثل في مجملها القرارات المالية وكذا تحديد المتغير التابع بالقيمة السوقية للأسهم.

أظهرت النتائج المتوصل إليها إلى وجود تأثير للقرارات الثلاثة مجتمعة على القيمة السوقية للأسهم العينة المدروسة.

ح- دراسة رائد الخطيب "رسالة ماجستير بعنوان": أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان (2022)

تهدف هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين نسب المديونية والقيمة السوقية في القطاع الصناعي الأردني. أظهرت النتائج المتوصل إليها هو الاعتماد العالي على الدين أدى لانخفاض القيمة السوقية، خصوصاً في الشركات الصغيرة.

ج-دراسة بن دحمان فتح الله, قليل زينب

مؤشر الربحية للأداء المالي وأثره على القيمة السوقية للسنة (2014-2024)

تستهدف هذه الدراسة تحليل تأثير مؤشري العائد على الأصول وربحية السهم على القيمة السوقية أسهم ثلاث مؤسسات مدرجة في بورصة الجزائر (صيدال.بيوفرام.الاوراسي) خلال الفترة 2014/2023 توصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والقيمة السوقية . وعلاقة إيجابية بين ربحية السهم والقيمة السوقية.

3-5-2- الدراسات باللغة الانجليزية:

أ- دراسة: "Al-International Journal of Managerial finance (2021) Najjar.B"

مجلة بعنوان: "Capital Structure and Firm Value "Evidence from Listed Companies in Saudi Arabia"

"هيكل رأس المال وقيمة الشركة: أدلة من الشركات المدرجة في المملكة العربية السعودية".

هدفت إلى اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية للشركات السعودية المدرجة.

نتائج هذه الدراسة حيث يؤدي ارتفاع رأس المال إلى انخفاض قسمة المؤسسة مما يشير إلى ضرورة

التوازن في التمويل.

ب- دراسة Abde Imajid Keddi, Amin Hammada

مقال بعنوان:

"Effect of financial structure on Value of company an empiricial study on non- financil companies listed in Kawait stok exchange 2010-2014"

"أثر الهيكل المالي على قيمة الشركات دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة

الكويت"

هدفت الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة، تم اخذ عينة مكونة من 19 شركة غير

مالية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين

المتغير التابع وهو قيمة الشركة والمتغيرات المستقلة وهي: هيكل رأس المال، والربحية، وحجم الشركة وسيولة

الشركة.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين قيمة الشركة وهيكل رأس المال، وهذا يشير إلى أن

الاستخدام المكثف للديون يؤثر سلبا على القيمة السوقية للشركة، مما يعني أن الشركات قيد الدراسة غير

قادرة على إدراك فوائد القروض، كما أظهرت النتائج علاقة ايجابية ومعنوية بين قيمة الشركة وربحيتها

وكذلك حجمها .

ت-دراسة Smith,J,&,Brown

مقال بعنوان:

"the Effect of Capital Structure on firm Value: Evidence from Technology firms"

"تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة: دليل من شركات التكنولوجيا".

تهدف إلى تحليل أثر هيكل رأس المال على الشركات التكنولوجية الأمريكية.

الاعتماد الأقل على الديون في قطاع التكنولوجيا مرتبط بارتفاع القيمة السوقية.

الفجوة العلمية بين دراستنا و الدراسات السابقة المذكورة أعلاه:

على الرغم من توافق دراستنا مع العديد من الدراسات السابقة التي أكدت تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات، إلا أن هناك عدة فجوات علمية وملاحظات تميزت بها دراستنا. فقد ركزت دراستنا على تحديد هيكل رأس المال الأمثل من خلال تحقيق التوازن الدقيق بين العوائد والمخاطر الناجمة عن استخدام الديون وحقوق الملكية، وهو ما يعكس بعداً أكثر شمولية في تقييم تأثير التمويل على القيمة السوقية.

كما أن دراستنا تناولت بشكل معمق أهمية البيئة الاقتصادية والقانونية المحيطة بالمؤسسات، والتي غالباً ما تم التغاضي عنها أو تم التعامل معها بشكل محدود في الدراسات السابقة. إضافة إلى ذلك، استخدمت دراستنا منهجية تطبيقية دقيقة عبر تحليل بيانات مالية لعينة من المؤسسات مما أتاح استنتاج علاقة ذات دلالة إحصائية بين مكونات هيكل رأس المال والقيمة السوقية، مع التركيز على كيفية انعكاس قرارات التمويل على تقييم المستثمرين في السوق المالية.

وتبرز الفجوة البحثية في أن الدراسات السابقة أظهرت نتائج متباينة بشأن أثر استخدام الدين، خاصة في الشركات الصغيرة، بينما ركزت دراستنا على إيجاد توازن مثالي بين مصادر التمويل بغض النظر عن حجم الشركة، مع مراعاة فرص النمو والبيئة الاقتصادية، ما يعزز من إمكانية تعميم النتائج واستخدامها في سياسات تمويل أكثر فعالية.

وبذلك تفتح دراستنا آفاقاً جديدة لفهم تأثير هيكل رأس المال في السياقات الاقتصادية والقانونية المختلفة، مع تقديم توصيات عملية تساعد المؤسسات على اعتماد سياسات تمويل متوازنة تساهم في تعزيز القيمة السوقية المستدامة.

3-5-3- أوجه التشابه والاختلاف:

بعد التطرق إلى الدراسات السابقة سنحاول في هذا المطلب أن نبين موقع دراستنا منها وذلك بذكر أوجه التشابه والاختلاف فيما بينهما كالتالي:

أوجه التشابه:

- تتشابه دراستنا مع الدراسات السابقة في الجانب النظري للموضوع، فالمتغير المستقل "هيكل رأس المال" تم تناوله في بعض الدراسات السابقة وكذلك بالنسبة للمتغير التابع "القيمة السوقية للمؤسسة":
 - تتشابه دراستنا أيضا مع بعض الدراسات السابقة في الجانب التطبيقي أين تم إسقاط الدراسة بيانات المؤسسات المدرجة في البورصة؛
 - البحث عن العلاقة ذات الدلالة الإحصائية بين مختلف المتغيرات كما هو الحال لبعض الدراسات السابقة؛
- #### أوجه الاختلاف:

تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات فيما يلي:

- أن الدراسات السابقة منها ما درس أثر هيكل المالي على قيمة المؤسسة وأثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- اختلاف الفترة التي أجريت فيها الدراسة 2014-2021.

ثالثاً:

الطريقة والإجراءات
(منهجية الدراسة)

5. تمهيد:

بعد التطرق في الجانب النظري إلى مختلف المفاهيم المرتبطة بهيكل رأس المال والقيمة السوقية للمجمعات الاقتصادية، إلى جانب استعراض النظريات التي تفسر تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية، سنخصص هذا الفصل لدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2021، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية. سيتضمن هذا الفصل بحثين رئيسيين: يتناول المبحث الأول التعريف بمجمع صيدال، مع عرض لتطوره التاريخي وهيكله التنظيمي، في حين سيخصص المبحث الثاني لدراسة أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمجمع.

6. منهج الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي والأسلوب التحليلي الذي يحاول وصف وتقييم أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر لمجمع صيدال خلال الفترة من 2014-2023. والوصول إلى استنتاجات تساهم في تحديد أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية وتحليل النتائج المتوصل إليها، وبالتالي اتخاذ القرارات على ضوء نتائج تلك النسب والمؤشرات.

7. مصادر جمع المعلومات:

- تم استخدام مصدرين أساسيين للمعلومات هما:
- المصادر الثانوية: للحصول على المعلومات الثانوية الخاصة بمعالجة الإطار النظري للبحث، تم الاعتماد على الكتب والمراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة، والدوريات والمقالات والأبحاث والدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة الحالي.
- المصادر الأولية: لمعالجة الجوانب التحليلية لموضوع الدراسة الحالي تم اللجوء إلى جمع البيانات الأولية، وذلك بالتقرب من مقر مجمع صيدال، حيث تم تزويدنا بالملفات والوثائق للسنوات من 2014-2023 بهدف استخدامهم في حساب النسب وتحليل النتائج المتوصل إليها، وذلك حتى يتسنى لنا تقديم توصيات فيما يخص وضعية الأداء التشغيلي للمؤسسة، إضافة إلى ذلك تم تزويدنا بكل المعلومات الخاصة بالإطار القانوني والتنظيمي للمؤسسة.

8. أداة الدراسة:

تمثلت أداة الدراسة في الاعتماد على دراسة حالة لمجمع صيدال وذلك من خلال تحليل مختلف النسب ذات العلاقة بالمتغيرين. مع استعمال حزمة Spss لتحليل البيانات.

5. تقديم عام لمجمع صيدال:

يُعد مجمع صيدال من أبرز الفاعلين في قطاع الصناعة الصيدلانية بالجزائر، حيث يشكل قطباً صناعياً رئيسياً ضمن السوق الوطنية. وقد تمكن المجمع من تحقيق نتائج معتبرة على مدار فترة زمنية طويلة، مما عزز مكانته كمؤسسة رائدة في هذا المجال. كما ينافس صيدال كبرى الشركات العالمية، من خلال المحافظة على حصته في السوقين المحلية والإقليمية.

وفي هذا المبحث، سنتناول بالتفصيل التعريف بمؤسسة صيدال، إلى جانب استعراض هيكلها التنظيمي، وظائفها، أهميتها، وأهدافها.

1.1.5. تعريف مجمع صيدال:

يشكل مجمع صيدال، بوصفه الهيئة الوطنية التي نشأت عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية، نموذجاً واعداً لمستقبل صناعة الأدوية في الجزائر، كونه يمثل الوجود العمومي الوحيد ضمن سوق الدواء الجزائري.

-نشأة وتطور مجمع صيدال:

مجمع صيدال (SAIDAL) هو الشركة الوطنية الرائدة في صناعة الأدوية في الجزائر، وله دور استراتيجي في ضمان الأمن الصحي للبلاد. إليك نبذة عن نشأته وتطوره:

النشأة:

تم تأسيس مجمع صيدال سنة 1982، بعد إعادة هيكلة وحدات إنتاج الأدوية التي كانت تتبع للقطاع العام في الجزائر.

تم إنشاء الشركة ككيان اقتصادي عمومي له مهمة تصنيع وتسويق الأدوية في السوق الجزائرية، وتقليص الاعتماد على الاستيراد

التطور:

في التسعينيات، بدأت صيدال سياسة تحديث وحداتها الإنتاجية وتطوير منتجاتها لمواكبة المعايير الدولية في الصناعة الصيدلانية

سنة 1997، أصبحت صيدال شركة مساهمة (SPA)، وهو ما سمح لها بالاندماج في اقتصاد السوق ومواكبة العولمة.

تم إدراج أسهمها في بورصة الجزائر سنة 1999، ما جعلها من أوائل الشركات الوطنية التي تقوم بهذه الخطوة.

واصلت صيدال توسيع قدراتها الإنتاجية عبر إنشاء وحدات جديدة في مختلف ولايات الجزائر، مثل قسنطينة، المدية، الحراش، وغيرها.

انطلقت في شراكات مع شركات أجنبية لنقل التكنولوجيا وتعزيز البحث والتطوير.

في السنوات الأخيرة، ساهمت صيدال في إنتاج أدوية مكافحة فيروس كوفيد-19، بما في ذلك اللقاحات بالتعاون مع شركاء دوليين مثل "سينوفاك".

❖ تنتج أكثر من 300 نوع من الأدوية في مختلف المجالات العلاجية.

❖ تساهم بشكل كبير في تغطية حاجيات السوق الوطنية.

❖ تسعى لتوسيع صادراتها نحو الأسواق الإفريقية والعربية.

2.1.5. وظائف مجمع صيدال:

تتمثل أهمها في:

- ✓ إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء.
- ✓ إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية.
- ✓ الاهتمام أكثر بالمهام التجارية، التوزيع والتسويق لمنتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني لتغطية السوق

- ✓ الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية.
- ✓ تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء.
- ✓ القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنسية.
- ✓ المراقبة الاستراتيجية لجميع الفروع والتكيف معها.
- ✓ تسيير المحفظة المالية الخاصة بالمجمع الصناعي صيدال.
- ✓ تحديد استراتيجيات عمليات الإنتاج، تطوير المنتجات الجديدة والاتصال الطبي والتسويق.
- ✓ تحضير واعتماد السياسات العامة للمجمع الخاصة بمختلف الاستراتيجيات الصناعية المالية والتسويقية.

3.1.5. أهمية وأهداف مجمع صيدال

أولاً: أهمية مجمع صيدال

يُعد مجمع صيدال من أبرز المؤسسات الصناعية في مجال إنتاج الأدوية على المستوى الوطني والدولي، حيث استطاع أن يرسخ مكانته خارج حدود الجزائر، ليصبح فاعلاً رئيسياً في السوق العالمية للدواء. ويكتسب المجمع أهميته المتزايدة في ظل التحديات التي تواجهها العديد من الدول العربية في مجال تصنيع الأدوية،

حيث يستهلك الوطن العربي نحو 117% من الإنتاج العالمي، لكنه لا يغطي سوى 27% من احتياجاته محلياً. وتجدر الإشارة إلى أن الأردن تتصدر الاستثمارات العربية في الصناعة الدوائية بإجمالي يبلغ مليار دولار من أصل 4 مليارات دولار، وهي قيمة الاستثمارات العربية في هذا القطاع.

يملك مجمع صيدال قاعدة بشرية قوية تضم قرابة ثلاثة آلاف موظف من الكفاءات الجزائرية. وينتج أكثر من 160 صنفاً دوائياً تغطي طيفاً واسعاً من الأمراض، منها:

- أدوية الحساسية والتخدير
- المسكنات وخافضات الحرارة
- مضادات الالتهاب
- أدوية علاج الأورام السرطانية
- علاجات أمراض القلب والأوعية الدموية
- أدوية الجلد والغدد الصماء والهرمونات
- علاجات الجهاز الهضمي، الدم، الأمراض المعدية، والسكري
- أدوية الأمراض العصبية، النفسية، العيون، الرئة، والعضلات
- علاجات العظام والمفاصل، الأنف والحنجرة، الأسنان، المسالك البولية، وأمراض الكلى.

يبلغ حجم الإنتاج السنوي للمجمع نحو 120 مليون وحدة بيع، ومن المتوقع أن يتجاوز 200 مليون وحدة بعد استكمال مشاريع التوسعة والتطوير في عدة مواقع، منها: مصنع زميرلي بالحراش (الجزائر العاصمة)، وحدة شرشال بولاية تيبازة، ومصنع أخرى في ولاية قسنطينة.

تدرك إدارة المجمع تماماً أهمية الشراكات الدوائية الدولية، وخاصة تلك المبنية على أسس متكافئة تتيح تبادل الخبرات ونقل التكنولوجيا، مما يسهم في تعزيز القدرات المحلية. ولهذا السبب، عقد المجمع شراكات استراتيجية مع مختبرات دولية مرموقة مثل:

❖ Sanofi

❖ Novo Nordisk

❖ ACDIMA

❖ Pfizer

كما تجري مشاورات متقدمة مع شركة "سيماكو" السعودية، وهي شراكة بين ACDIMA وصندوق التقاعد السعودي، من أجل المساهمة في تطوير شركة "طاقكو"، المملوكة في معظمها لمجمع صيدال، بهدف إنتاج الأدوية في أشكالها الصلبة كالأقراص والكبسولات

التطور المستمر لصيدال

تحرص صيدال على الحضور الفاعل والمتميز في المعارض والمؤتمرات الدولية المتخصصة في قطاع الأدوية، حيث يمثلها نخبة من الإطارات الشابة المشبعة بروح المسؤولية والوطنية. هؤلاء الإطارات يجسدون مثلاً في الكفاءة العلمية والرؤية المستقبلية الواضحة، ويعكسون حرصاً كبيراً على تطوير المنتج الوطني ورفع الصناعة الدوائية الجزائرية.

ثانياً: أهداف مجمع صيدال:

يطمح مجمع صيدال، باعتباره مؤسسة رائدة في إنتاج الأدوية والمنتجات الصيدلانية في السوق الجزائرية، إلى تعزيز مكانته على المستوى المحلي والارتقاء بها إلى مصاف الأسواق الدولية، من خلال تحقيق الأهداف الاستراتيجية التالية:

- تحقيق الأمن الدوائي (Assurance Médicale) ، لضمان التوفر المستمر للمنتجات الصيدلانية الأساسية.
- ترسيخ حضور فعال على المستويين الوطني والإقليمي، مع السعي لاختراق الأسواق العالمية.
- تحقيق رضا الزبائن بشكل شامل ودائم، من خلال تطبيق تدريجي لسياسة إدارة الجودة والنوعية.
- تنويع تشكيلة المنتجات، عبر تبني سياسة جديدة في البحث والتطوير، تركز على إنتاج الأدوية الجنيصة.
- تعزيز الشراكات الدولية، من خلال مشاريع تعاون مع مخابر ذات سمعة عالمية، سواء عبر اتفاقيات تصنيع أو عقود شراكة.
- الاستفادة من البحث العلمي، عبر التعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحوث المحلية والدولية، بهدف تقليص حجم الواردات وتوسيع الاستثمارات وترقيتها.
- ممارسة أنشطة الإنتاج، الاستيراد، التصدير والتسويق للمنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية، سواء في شكل مواد أولية، منتجات نصف مصنعة أو منتجات تامة الصنع، مخصصة للاستعمال البشري أو البيطري.
- تقديم أدوية ذات جودة عالية وبأسعار تنافسية، إلى جانب تطوير أنشطة التسويق وضمان الجودة.

أهداف واستراتيجية مجمع صيدال الصناعي:

- يسعى مجمع صيدال إلى تحقيق مجموعة من الأهداف الاستراتيجية الرامية إلى تعزيز مكانته الصناعية والتجارية، وذلك من خلال:
- المشاركة النشطة في كافة الأنشطة الصناعية والتجارية ذات الصلة بهدف المجمع، عبر إنشاء فروع أو منظمات جديدة، مما يساهم في خلق مناصب شغل جديدة.

- الحفاظ على حصص السوق الوطنية وتعزيزها، بهدف ضمان استمرارية المجمع، وتمكينه من التوسع نحو الأسواق الخارجية، مع التركيز على تحقيق نمو اقتصادي ومالي مستدام.
 - تقليص فاتورة استيراد الأدوية، والتي تقدر بحوالي 600 مليون دولار سنوياً، عبر تطوير الإنتاج المحلي وتعزيز القدرات الصناعية.
 - مراعاة احتياجات الصحة العمومية الوطنية، عبر توفير أدوية ذات جودة عالية تلبى متطلبات السوق الوطنية.
- وفي هذا الإطار، قام مجمع صيدال بإعداد مخطط استراتيجي يترجم رؤيته المستقبلية، حيث صرح مدير ضمان الجودة بالمجمع قائلاً:

"تماشياً مع الإستراتيجية التطويرية المستقبلية، يطمح مجمع صيدال إلى دمج التكنولوجيات الحديثة والاطلاع المستمر على التقدم العلمي، بما يعزز سمعته وسمعته منتجاته. كما يعتمد المجمع على أساليب تسيير فعالة لضمان التقدم الدائم. نحن ملتزمون بتوفير الإمكانيات اللازمة لضمان تسيير فعال، وتجهيز المجمع بالوسائل الحديثة، واضعين نصب أعيننا مسؤوليتنا تجاه زبائننا، عمالنا، شركائنا وبيئتنا".

العناصر الإستراتيجية الرئيسية للمجمع:

يتبنى مجمع صيدال استراتيجية تطويرية طويلة المدى تتمثل في:

1. دمج التكنولوجيا الحديثة في الصناعة الصيدلانية، ومواكبة التقدم العلمي المستمر، وهو ما يتجلى من خلال اتفاقيات الشراكة المبرمة مع كبرى المنظمات والمخابر العالمية المختصة في صناعة الأدوية، للاستفادة من خبراتها التقنية والعلمية.
2. اعتماد أساليب تسيير فعالة تمكّن من التحكم في كافة نشاطات المجمع، والحد من الهدر الاقتصادي، مع تحسين الكفاءة الإنتاجية والتسويقية. وقد تم تجسيد ذلك من خلال تبني نظام الجودة العالمية ISO في عدة مواقع تابعة للمجمع، مثل:

- المديرية العامة للمجمع
 - وحدة قسنطينة البيوتكنولوجية
 - مركز البحث والتطوير
 - مركب المضادات الحيوية بالمدينة
- مخططات العمل الثلاثية للمجمع:
- المخطط قصير المدى: يهدف إلى تحسين الأداء الآني للمجمع.
 - المخطط متوسط المدى: يركز على تعزيز القدرات الإنتاجية والتسويقية.

- المخطط الاستراتيجي (طويل المدى): يضع أسس التوسع المستقبلي من خلال الابتكار والتحول التكنولوجي.

6. تحليل وضعية وتطور الهيكل المالي محل الدراسة خلال الفترة (2014-2023)

بعد ما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة ألا وهي "مجمع صيدال"، سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر هيكل رأس المال لم يتم العثور على إدخالات لجدول الرسوم التوضيحية. ال على القيمة السوقية بهدف الوصول إلى نتائج تبين أثر هيكل رأس المال

6-1- تطور خصوم مجمع صيدال خلال الفترة 2014-2023

الجدول الآتي يبين لنا أهم مجاميع مبالغ الخصوم لميزانية صيدال، خلال فترة الدراسة:

جدول رقم (01): تطور خصوم مجمع صيدال 2014-2023

السنة	الأموال الخاصة	نسبة التغيير %	مجموع الخصوم غير الجارية	نسبة التغيير %	مجموع الخصوم الجارية	نسبة التغيير %	مجموع الخصوم
2014	17 590 654 861	5.03	8 488 726 950	69.46	5 508 316 085	33.98	31 587 704 405
2015	20465934577	16.36	7773819493	8.42	6 682 746 149	21.31	34 921 900 820
2016	27464009197	36.16	11397228495	46.58	7 529 296 984	12.68	46 390 356 657
2017	27931531057	1.70	13318697612	16.84	7 068 915 920	6.12	48 318 944 590
2018	19796410396	29-	12971323611	2.61	6 806 069 953	3.71	39 574 343 961
2019	21776278416	10	12464710757	3.91	6 193 189 377	9.01	40 434 178 877
2020	22234554786	2.11	12054977890	3.29	6 398 017 799	3.31	40 687 550 476
2021	22912568215	3.05	15 176 645 177	25.92	6 722 272 240	5.07	44 811 485 632
2022	18965371886.37	-17	15611894410.45	2.86	10303534002.92	53.27	44880800299.74
2023	20861909074.71	9.9	11333887403.21	-27.4	17173083851.49	66.67	49368880329.61

المصدر : موقع بورصة الجزائر، فرع مجمع صيدال "باتنة"، مذكرة تخرج تحت عنوان تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة المدرجة في البورصة، السنة الجامعية 2018-2019،

6-1-1- تحليل الأموال الخاصة لميزانية مجمع صيدال:

تتكون الأموال الخاصة حسب النظام المحاسبي المالي من: رأس المال المصدر، العلاوات والاحتياطات، فرق إعادة التقدير، فارق المعادلة، النتيجة الصافية، رؤوس الأموال الخاصة الأخرى، والفوائد ذات الأقلية.

من خلال الجدول، نلاحظ أن مجموع رؤوس الأموال من ميزانية المؤسسة قد تقلب خلال الفترة

2021-2014:

النمو في البداية (2014): نلاحظ أن الأموال الخاصة قد ازدادت بشكل سريع، حيث بلغت نسبة النمو

5.03% سنة 2014، وارتفعت كل مكونات الأموال الخاصة في هذه السنة ما عدا فرق إعادة التقدير والنتيجة الصافية التي انخفضت.

النمو السريع (2015): بلغت نسبة النمو 16.36%، ما يشير إلى أن المؤسسة نجحت في تطوير استراتيجيات مالية فعالة وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول.

الانخفاض (2016-2018): خلال هذه الفترة، انخفضت الأموال الخاصة بشكل ملحوظ من 27,796,410,796 دينار جزائري سنة 2017 إلى 23,434,554,786 دينار سنة 2020. هذا الانخفاض يرجع إلى تحديات في الميزانية مثل تغييرات في السوق أو مشكلات في العمليات.

الاسترداد والنمو اللاحق (2020-2021): استعاد مجمع صيدال جزءاً من رؤوس أمواله، مع زيادة طفيفة سنة 2021 إلى 22,912,568,215 دينار.

الارتفاع (2022-2023) خلال هذه الفترة، ارتفعت الأموال الخاصة بشكل ملحوظ من 18965371886.37 دينار جزائري سنة 2022 إلى 20861909074.71 دينار جزائري سنة 2023. هذا الارتفاع راجع إلى ارتفاع الإنتاج إلى 130 مليون وحدة بيع، مع إنتاج 160 منتجاً دوائياً، منها 80 منتجاً كانت غير متوفرة سابقاً.

بشكل عام، تشير هذه التطورات إلى أن المؤسسة شهدت تقلبات في الأداء المالي، مع فترات من النمو والتراجع ثم الاسترداد، ما يدل على مرونة في التعامل مع الظروف الاقتصادية.

6-1-2- تحليل الخصوم غير الجارية:

تعتبر الخصوم غير الجارية عن مجموع الديون طويلة الأجل التي تُسدّد بعد مدة تفوق السنة. حسب النظام المحاسبي المالي، تشمل الخصوم غير الجارية: القروض والديون المالية، الضرائب المؤجلة، الديون الأخرى، المؤونات، والمنتجات المحسوبة مسبقاً.

الفترة 2015-2020: شهدت الخصوم غير الجارية انخفاضاً كبيراً، حيث تراجعت من 7,773,819,493 دينار جزائري سنة 2015 إلى 12,054,977,890 دينار سنة 2020. يُرجح أن هذا الانخفاض يعود إلى تراجع النشاط التجاري، أو صعوبات في تحصيل الديون، أو انخفاض أسعار السلع.

الفترة 2020-2021: ارتفعت الخصوم غير الجارية بشكل ملحوظ من 12,054,977,890 إلى 15,176,645,177 دينار، مما يشير إلى تحسن في النشاط التجاري أو تحسن أسعار السلع أو تحصيل الديون المتأخرة.

الفترة 2022-2023: انخفضت الخصوم غير الجارية بشكل ملحوظ من 15611894410.45 إلى 11333887403.21 دينار جزائري.

بشكل عام، يمكن القول إن الخصوم غير الجارية خلال الفترة 2014-2023 شهدت زيادة عامة، مع انخفاضات مؤقتة نتيجة للظروف الاقتصادية المتغيرة.

7- تحليل الخصوم الجارية:

تمثل الخصوم الجارية الديون والالتزامات قصيرة الأجل التي تُسدّد خلال سنة. من خلال الجدول، نلاحظ ما يلي:

- ❖ سنة 2013: انخفضت الخصوم الجارية إلى 8,342,936,667 دينار.
- ❖ سنة 2014: ارتفعت إلى 10,683,135,085 دينار، مما يعكس تغييرات في السياسات المالية والاقتصادية.
- ❖ سنة 2015: انخفضت إلى 6,682,146,796 دينار.
- ❖ سنة 2016: ارتفعت إلى 6,964,146,682 دينار.
- ❖ سنة 2017: انخفضت إلى 6,206,715,068 دينار.
- ❖ سنة 2018: ارتفعت إلى 6,806,609,953 دينار.
- ❖ سنة 2019: انخفضت إلى 6,193,189,709 دينار.
- ❖ سنة 2020: ارتفعت إلى 6,398,017,799 دينار.
- ❖ سنة 2021: انخفضت إلى 6,722,272,240 دينار.
- ❖ سنة 2022: ارتفعت إلى 10,303,534,002.92 دينار.
- ❖ سنة 2023: ارتفعت إلى 17,173,083,851.49 دينار.

تشير هذه التغيرات إلى تباين في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة من سنة لأخرى.

8- تحليل تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2014-2024:

جدول رقم (02): القيمة السوقية لمجمع صيدال 2014-2024

السنوات	القيمة السوقية
2014	دج 5,600,000,000.00
2015	دج 6,400,000,000.00
2016	دج 6,000,000,000.00
2017	دج 6,600,000,000.00
2018	دج 6,350,000,000.00

2019	دج 5,800,000,000.00
2020	دج 5,520,000,000.00
2021	دج 5,430,000,000.00
2022	دج 5,430,000,000.00
2023	دج 5,000,000,000.00
2024	دج 4,050,000,000.00

المصدر: من وثائق المؤسسة "صيدال".

من خلال الجدول، يتبين أن القيمة السوقية لمجمع صيدال قد شهدت تقلبات كبيرة على مر السنين. بلغت ذروتها في عام 2013 حيث وصلت إلى 850 مليون دينار جزائري، بينما سجلت أدنى مستوى لها في عام 2020 بقيمة 145 مليون دينار. يمكن أن تعزى هذه التقلبات إلى عدة عوامل، من بينها التغيرات في صناعة الأدوية، واتجاهات السوق، وأداء الشركة المالي.

الفترة 2010-2012: شهدت هذه الفترة ارتفاعاً ملحوظاً في القيمة السوقية لمجمع صيدال، مما يشير إلى تحسن إيجابي في الأداء المالي. قد يعود ذلك إلى إطلاق منتجات ناجحة، أو زيادة الحصة السوقية، أو تحسين في الإدارة المالية.

الفترة 2013-2016: انخفضت القيمة السوقية بشكل كبير، ما قد يُعزى إلى تزايد المنافسة، أو تغييرات تنظيمية أثرت سلباً على نشاط الشركة، أو صعوبات مالية داخلية. من المحتمل أن يكون هذا التراجع ناتجاً عن مزيج من هذه العوامل أو حتى تأثيرات خارجية.

الفترة 2017-2019: استقرت القيمة السوقية نسبياً، مما يدل على استقرار نسبي في الأداء المالي للشركة. قد يعكس ذلك جهوداً داخلية لتحسين الإدارة المالية، أو التكيف مع التغيرات في السوق، أو تنفيذ استراتيجيات جديدة لتعزيز التنافسية.

الفترة 2020-2021: استمر الانخفاض في القيمة السوقية، وهو ما قد يُعزى إلى التأثيرات السلبية لجائحة كوفيد-19 على السوق والأداء العام للشركة. كما يمكن أن تكون هناك عوامل اقتصادية خارجية أخرى ساهمت في هذا التراجع.

رابعاً

نتائج الدراسة (عرض وتحليل البيانات
واختبار الفرضيات)

- مناقشة النتائج و الإجابة على الفرضيات: (تحليل SPSS باستخدام معيار إحصائي ألا و هو بيرسون "pearson")

1- عرض وتحليل نتائج الفرضية الأولى:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

جدول رقم (03): يوضح العلاقة بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية

الأموال الخاصة		
0,05	معامل ارتباط بيرسون r	القيمة السوقية
0,891	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

يظهر من نتائج الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية يساوي 0,05 ، كما أن الارتباط غير دال إحصائياً عند قيمة دلالة 0,891 لأنها أكبر من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وعليه نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة ومنه عدم تحقق الفرضية البحثية

2- عرض وتحليل نتائج الفرضية الثانية:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم و القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم و القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

جدول رقم (04): يوضح العلاقة بين الأسهم و القيمة السوقية

الأسهم		
0,134-	معامل ارتباط بيرسون r	القيمة السوقية
0,712	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

يظهر من نتائج الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين الأسهم والقيمة السوقية يساوي -0,134 ، كما أن الارتباط غير دال إحصائياً عند قيمة دلالة 0,712 لأنها أكبر من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وعليه نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة ومنه عدم تحقق الفرضية البحثية

3- عرض وتحليل نتائج الفرضية الفرعية الثالثة

H0: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لـ الأموال الخاصة على القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لـ الأموال الخاصة على القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

جدول رقم (05): يوضح نتائج الاختبار الإحصائي الانحدار الخطي البسيط لتأثير الأموال الخاصة على القيمة السوقية

معامل التحديد R ²	معامل الارتباط R	اختبار T		اختبار F		معادلة الانحدار	
		قيمة الدلالة	قيمة T	قيمة الدلالة	قيمة F	الخطأ المعياري	المعاملات B
0,002	0,050	0,000	9,955	0,891	0,020	0,576	5,730
		0,891	0,141			0,000	0,000

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

نلاحظ من نتائج الجدول أن قيمة F تساوي 0,02 وهي غير دالة إحصائياً عند قيمة دلالة 0,891 ما يعني عدم وجود دلالة إحصائية لتأثير الأموال الخاصة على القيمة السوقية كما بلغت قيمة T 0,141 وهي غير دالة إحصائياً عند قيمة دلالة 0,891 ما يعني أن الأموال الخاصة متغير غير مؤثر في القيمة السوقية وعليه نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي عدم تحقق الفرضية البحثية

4- عرض وتحليل نتائج الفرضية الفرعية الثانية

H0: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لـ الأسهم على القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لـ الأسهم على القيمة السوقية عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

رابعاً: نتائج الدراسة (عرض وتحليل البيانات واختبار الفرضيات)

الجدول رقم (05): يوضح نتائج الاختبار الإحصائي الانحدار الخطي البسيط لتأثير الأسهم على القيمة السوقية.

معامل التحديد R ²	معامل الارتباط R	اختبار T		اختبار F		معادلة الانحدار	
		قيمة الدلالة	قيمة T	قيمة الدلالة	قيمة F	الخطأ المعياري	المعاملات B
0,018	0,134	0,000	16,110	0,712	0,146	0,368	5,931
		0,712	0,382-			0,000	0,000

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

نلاحظ من نتائج الجدول أن قيمة F تساوي 0,146 وهي غير دالة إحصائياً عند قيمة دلالة 0,712 ما يعني عدم وجود دلالة إحصائية لتأثير الأسهم على القيمة السوقية كما بلغت قيمة T - 0,382 وهي غير دالة إحصائياً عند قيمة دلالة 0,712 ما يعني أن الأسهم متغير غير مؤثر في القيمة السوقية وعليه نقبل الفرضية الصفرية ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي عدم تحقق الفرضية البحثية.

نتائج الدراسة والإجابة على الفرضيات: (تحليل spss باستخدام معيار إحصائي ألا وهو معامل سبيرمان "spearman")

5- عرض وتحليل نتائج الفرضية الأولى:

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية حسب الفترة الزمنية 2023-2014 عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية حسب الفترة الزمنية 2023-2014 عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

الجدول رقم (06): يوضح العلاقة بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية حسب الفترة الزمنية 2014-2023

الأموال الخاصة		
0,018	معامل ارتباط سبيرمان	القيمة السوقية
0,96	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

ظهر من نتائج الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين الأموال الخاصة و القيمة السوقية يساوي 0,018 ، كما أن الارتباط غير دال إحصائياً عند قيمة دلالة 0,96 لأنها أكبر من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وعليه نقبل الفرضية الصفرية نرفض الفرضية البديلة ومنه عدم تحقق الفرضية البحثية.

6- عرض وتحليل نتائج الفرضية الثانية

H0: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم و القيمة السوقية لدى الفترة الزمنية 2014-2023 عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

H1: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأسهم و القيمة السوقية لدى الفترة الزمنية 2014-2023 عند مستوى دلالة $\alpha=0.05$.

الجدول رقم (07): يوضح العلاقة بين الأسهم و القيمة السوقية لدى الفترة الزمنية 2014-2023

الأسهم		
القيمة السوقية	معامل ارتباط سبيرمان	0,146-
	قيمة الدلالة p-value	0,688
	حجم العينة	10

المصدر: من إعداد الطالبان باستخدام برنامج SPSS.

يظهر من نتائج الجدول أن قيمة معامل الارتباط بين الأسهم و القيمة السوقية يساوي -0,146 ، كما أن الارتباط غير دال إحصائياً عند قيمة دلالة 0,688 لأنها أكبر من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وعليه نقبل الفرضية الصفرية نرفض الفرضية البديلة ومنه عدم تحقق الفرضية البحثية.

خامسا

مناقشة النتائج والتوصيات

1- نتائج اختبار الفرضيات :

تجلّت هذه الدراسة في موضوع تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات، وذلك من خلال محاولة الإحاطة بأهم الجوانب النظرية والتطبيقية المرتبطة بهذا الموضوع الحيوي. ويجدر بنا أن نختم هذه الدراسة بالتأكيد على أن هيكل رأس المال يُعد من أبرز العوامل المؤثرة على الأداء المالي والاقتصادي للمؤسسات، وعلى وجه الخصوص على قيمتها السوقية، حيث ترتبط هذه الأخيرة ارتباطاً وثيقاً بكيفية تمويل أصول الشركة بين مصادر التمويل الذاتية والتمويل الخارجي. وقد أكدت الدراسة على أن تحديد هيكل رأس المال الأمثل يُشكل ركيزة أساسية في تعزيز القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر الناجمة عن استخدام الديون وحقوق الملكية. وبهذا فإن المؤسسات مطالبة باعتماد سياسات تمويلية مدروسة تأخذ بعين الاعتبار طبيعة نشاطها، وحجمها، وفرص النمو، إضافة إلى البيئة الاقتصادية والقانونية التي تعمل فيها. أما من الناحية التطبيقية، فقد تم اختبار فرضيات الدراسة من خلال تحليل البيانات المالية لعينة من المؤسسات، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مكونات هيكل رأس المال (مثل نسبة الدين إلى حقوق الملكية) والقيمة السوقية لتلك المؤسسات، مما يؤكد أهمية قرارات التمويل في التأثير على تقديرات المستثمرين وانعكاسها على أسعار الأسهم في السوق المالية.

2- المقترحات والتوصيات:

من خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة حول تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات، سواء من الجانب النظري أو من خلال التحليل الإحصائي للبيانات المالية لعينة الدراسة، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التي من شأنها تعزيز القيمة السوقية من خلال تحسين هيكل رأس المال، والمتمثلة فيما يلي :

- ضرورة اعتماد هيكل رأس مال متوازن يحقق التناسب بين التمويل بالملكية والتمويل بالدين، بما يتلاءم مع طبيعة نشاط المؤسسة وحجمها وإستراتيجيتها التمويلية .

- تشجيع المؤسسات على إجراء دراسات دورية لتقييم تأثير التغيرات في هيكل رأس المال على القيمة السوقية، بما يضمن اتخاذ قرارات مالية رشيدة قائمة على أسس علمية .

- الاهتمام بتقليل الاعتماد على القروض قصيرة الأجل التي قد تؤثر سلباً على السيولة والقدرة على السداد، واستبدالها بديون طويلة الأجل بشروط ملائمة أو زيادة رأس المال عبر إصدار أسهم .

- دعم القرارات المالية بمؤشرات تقييم الأداء السوقي مثل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وربحية السهم، والعائد على الاستثمار، لضمان ربط هيكل رأس المال بخلق قيمة فعلية للمساهمين .

-حث الجامعات ومراكز البحث على تخصيص دراسات معمقة حول العلاقة بين قرارات التمويل والقيمة السوقية، وتعميم نتائجها على القطاعات الاقتصادية المختلفة من أجل تحسين مناخ الأعمال والاستثمار.

3- آفاق الدراسة:

بعد دراستنا لموضوع أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسات، ترى الباحثة/الباحث أن هذا الموضوع لا يزال يتضمن العديد من الجوانب التي تستحق المزيد من البحث والتعمق، والتي يمكن أن تُشكّل أساساً لدراسات مستقبلية تهدف إلى الإحاطة الشاملة بمختلف المتغيرات المؤثرة على العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية. ومن بين هذه الآفاق البحثية ما يلي:

- تحليل دور البيئة الاقتصادية الكلية (مثل معدلات الفائدة، والتضخم، والضرائب) في تعديل العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية.

- تحليل تأثير عناصر الحوكمة المؤسسية (مثل الشفافية، واستقلالية مجلس الإدارة) على العلاقة بين هيكل رأس المال والقيمة السوقية.

قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

1. حادرة، ع. (2012). إثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم).
2. دريد كامل آل شبيب . (2009). مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة . طبعة 2، 201.
3. دريد كامل آل شبيب. (2006). مبادئ الإدارة المالية. الأردن : دار المناهج للنشر والتوزيع.
4. سليمان بوفاسة. (2008). تمويل الاستثمارات عن طريق الاقتراض وانعكاساته على التنمية الاجتماعية. الجزائر: جامعة الجزائر.
5. الشريف عليان وقرون. (2007). الادارة والتحليل المالي. دار البركة للنشر والتوزيع.
6. عاطف وليم اندراوس. (2006). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات طبعة 1. الإسكندرية، مصر: شركة جلال للطباعة.
7. عبد الحليم كراجة. (2006). الإدارة والتحليل المالي. طبعة 2. الأردن : دار الصفاء للنشر والتوزيع.
8. عبد العزيز بن قيراط. (2009). تمويل المشاريع الاستثمارية. باتنة، باتنة، الجزائر: جامعة العقيد الحاج.
9. عبد القادر محمد احمد عبد الله ، خالد بن عبد العزيز السهلاوي. (2017). الادارة المالية . طبعة 5. مطابع السروات .
10. عبد الوهاب يوسف احمد. (2007). التمويل وإدارة المؤسسات المالية. الأردن : دار الحامد للنشر والتوزيع.
11. عدنان تابه النعميمي وياسين كاسب الخرشة. (2007). أساسيات في الإدارة المالية . الأردن : دار للنشر والتوزيع والطباعة.
12. علي عباس. (بلا تاريخ). الإدارة المالية . طبعة 1. إثراء للنشر والتوزيع.
13. فيصل مجمود الشواورة. (2012). مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى عملي. بدون.
14. مفلح محمد عقل. (بلا تاريخ). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. طبعة 1. عمان ، الأردن: مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع.
15. منير ابراهيم الهندي. (2003). الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر. المكتب العربي الحديث.

16. هاجر عدوي. (2011). محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية. قسنطينة، الجزائر: جامعة منتوري.
17. هيثم محمد الزعبي. (2000). الإدارة والتحليل المالي. دار النشر والتوزيع.
- ب- الأطروحات والرسائل:
18. بورية غنية. (2011-2012). محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي. مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير. الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم علوم التسيير (غير منشورة) جامعة الجزائر 03.
19. ثابت أكرم، بوراس وسيم. (2023-2024). اثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة دراسة حالة مجمع صيدال 2010-2022. ميلة، الجزائر: مذكرة ماستر المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة قسم علوم التسيير.
20. عبد الكريم خيرى. (2019). اثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية. مسيلة، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة مسيلة (غير منشورة).
21. عقون امنة بن طبولة ندى (المحرر). (2018). مذكر ماستر، تأثير تكلفة هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة. 4 و 5.
- ج- المجلات:
22. حركاتي نبيل. (ديسمبر، 2018). محددات الهيكل التمويلي الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009 2014. مجلد 18، العدد 01. سطيف، الجزائر: مجلة الاقتصادية وعلوم التسيير.
23. سعيد أحمد. م.م. سراف جمال يوسف. (2017). استخدام هيكل رأس المال في توضيح قيمة الشركة، كلية الإدارة والاقتصاد، /المجلة الأكاديمية.
24. نبيلة سهايلية، جبار بوكثير. (جوان، 2017). عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالدويان صيدال 1999-2014. ميلة، الجزائر: مجلة ميلاف للبحوث والدراسات العدد 5.

II- المراجع باللغة الأجنبية:

25. Gitman Lawrence J. and Zutter Chad J. (2012) Managerial Finance. *Thirteenth Edition* .523 ,france: Managerial Finance.

الملحق رقم (01):

الأموال الخاصة		
0,05	معامل ارتباط بيرسون r	القيمة السوقية
0,891	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

الملحق رقم (02):

الأسهم		
0,134-	معامل ارتباط بيرسون r	القيمة السوقية
0,712	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

الملحق رقم (03):

معامل التحديد R2	معامل الارتباط R	اختبار T		اختبار F		معادلة الانحدار	
		قيمة الدالة	قيمة T	قيمة الدلالة	قيمة F	الخطأ المعياري	المعاملات B
0,002	0,050	0,000	9,955	0,891	0,020	0,576	5,730
		0,891	0,141			0,000	0,000

الملحق رقم (04):

معامل التحديد R2	معامل الارتباط R	اختبار T		اختبار F		معادلة الانحدار	
		قيمة الدلالة	قيمة T	قيمة الدلالة	قيمة F	الخطأ المعياري	المعاملات B
0,018	0,134	0,000	16,110	0,712	0,146	0,368	5,931
		0,712	0,382-			0,000	0,000

الملحق رقم (05):

Correlations		
	القيمة_السوقية	الأموال_الخاصة
Spearman's rho	0,018	1,000
Correlation Coefficient	.	0,960
Sig. (2-tailed)	10	10
N	10	10
القيمة_السوقية	1,000	0,018
Correlation Coefficient	.	0,960
Sig. (2-tailed)	10	10
N	10	10

الملحق رقم (06):

الأموال الخاصة		
0,018	معامل ارتباط <u>سبيرمان</u>	القيمة السوقية
0,96	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

الملحق رقم (07):

الأسهم		
0,146-	معامل ارتباط سبيرمان	القيمة السوقية
0,688	قيمة الدلالة p-value	
10	حجم العينة	

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال دراسة تطبيقية على مجمع صيدال للفترة الممتدة بين 2014 و2023. ركزت الدراسة على أبرز مكونات الهيكل المالي، مثل الأموال الخاصة، الأسهم والسندات، ومدى تأثير كل منها على القيمة السوقية. اعتمد الباحثان على المنهج الوصفي والتحليلي، مع توظيف بيانات مالية مستخرجة من التقارير السنوية لبورصة الجزائر ووثائق صيدال. أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين بعض مكونات هيكل رأس المال (خاصة الأموال الخاصة) والقيمة السوقية، بينما بيّنت أن الاعتماد المفرط على التمويل بالدين قد يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية. توصي الدراسة بضرورة إيجاد توازن في مصادر التمويل، وتبني سياسات مالية تركز على تقليل المخاطر وتحسين كفاءة الأداء المالي، من أجل تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، القيمة السوقية، صيدال، الأسهم، السندات، الأموال الخاصة، التمويل، الإدارة المالية.

Abstract:

This study aims to examine the impact of capital structure on the market value of the firm, with a case study on SAIDAL Group over the period 2014–2023. The research focuses on key components of capital structure, such as equity, stocks, and bonds, and analyzes their influence on the firm's market valuation. Using a descriptive and analytical methodology, the researchers relied on financial data from SAIDAL's reports and the Algiers Stock Exchange. Results revealed a positive relationship between some capital structure components (notably equity) and market value. However, excessive reliance on debt financing may lead to a decline in firm value. The study recommends adopting a balanced financing approach and financial policies that reduce risk and enhance performance efficiency, thereby maximizing market value.

Keywords: Capital structure, Market value, SAIDAL, Equity, Bonds, Shares, Financial management, Financing strat