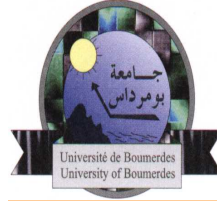


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement  
Supérieur  
et de la Recherche Scientifique  
Université M'Hamed BOUGARA  
Boumerdès  
Culté Des Sciences Economiques,  
des Sciences de Gestion et des  
Sciences Commerciales



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أمحمد بوقرة بومرداس

كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير

و العلوم التجارية

## نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

إشراف الدكتور:  
د. بوفجي عبد الوهاب

إعداد الطالب:  
شعبان محمد

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر قسم " أ " ،	الدكتور. لسوس مبارك ،
مقرا	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر قسم " أ " ،	الدكتور. بوفجي عبد الوهاب ،
ممتحنا	جامعة الجزائر	أستاذ محاضر قسم " أ " ،	الدكتور. زغدار احمد ،
ممتحنة	جامعة بومرداس	أستاذة محاضرة قسم " ب " ،	الدكتورة. شنايت صباح ،

السنة الجامعية  
2010/2009

# إهداء

أتقدم بهذا العمل هدية متواضعة إلى:

- والدي الكريمين أطال الله في عمرهما؛

- إلى كل أهل العلم؛

## كلمة شكر و تقدير

الشكر لله أولاً وأخيراً، فله الحمد والمنة، ألا بفضل الله تتم الصالحات.  
وبعد أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير الكبير والعرفان الجميل إلى:  
-أستاذي الكريم الدكتور بوفجي عبد الوهاب الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث،  
فكان لنا نعم المعلم الناصح والصابر، فله علينا دين سنبقى عاجزين على أدائه.  
-إلى أساتذتي الأعزاء الذين سأنال شرف مناقشتهم لبحثي هذا، فلهم الشكر  
والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستبني دربنا العلمي.  
-إلى كل من وقف معنا ودعمنا من بعيد أو قريب على إنجاز هذا البحث بجهده،  
ووقته، ودعائه، ودام ودُّمنا معه أوفياء.

# قائمة المحتويات

إهداء.

شكر وثناء.

VI.....	قائمة المحتويات
X.....	قائمة الجداول الواردة في البحث
XII .....	قائمة الأشكال الواردة في البحث
XV.....	قائمة المختصرات الواردة في البحث
أ- و .....	المقدمة العامة

## الفصل الأول. مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكاليفها

02.....	تمهيد
03.....	<u>المبحث الأول. أموال الملكية</u>
03.....	المطلب الأول. التمويل الذاتي
03.....	الفرع الأول. القدرة على التمويل الذاتي
05.....	الفرع الثاني. تعريف التمويل الذاتي
06.....	الفرع الثالث. مكونات التمويل الذاتي
13.....	الفرع الرابع. آثار استخدام التمويل الذاتي على المؤسسة الاقتصادية
14.....	<u>المطلب الثاني. الأسهم</u>
14.....	الفرع الأول. الأسهم العادية
17.....	الفرع الثاني. الأسهم الممتازة
18.....	<u>المطلب الثالث. الدعم والمساعدات الحكومية</u>
18.....	الفرع الأول. مفهوم وأهداف الدعم والمساعدات الحكومية
18.....	الفرع الثاني. أنواع الدعم والمساعدات الحكومية
19.....	<u>المبحث الثاني. أموال الاستدانة</u>
19.....	المطلب الأول. السندات البورصية
19.....	الفرع الأول. السندات الكلاسيكية

22.....	الفرع الثاني. السندات القابلة للتحويل
23.....	الفرع الثالث. سندات المساهمة.
24.....	<b>المطلب الثاني. القروض</b>
24.....	الفرع الأول. قروض متوسطة و طويلة الأجل
25.....	الفرع الثاني. قروض قصيرة الأجل.
27.....	<b>المطلب الثالث. القرض الايجاري.</b>
27.....	الفرع الأول. مفهوم وخصائص القرض الايجاري.
29.....	الفرع الثاني. أنواع القرض الايجاري
31.....	الفرع الثالث. آثار اعتماد المؤسسة الاقتصادية على القرض الايجاري.
32.....	<b>المبحث الثالث. تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية.</b>
32.....	<b>المطلب الأول.</b> مفهوم تكلفة رأس مال المؤسسة الاقتصادية
33.....	<b>المطلب الثاني.</b> تكلفة أموال الملكية
33.....	الفرع الأول. تكلفة الأسهم
35.....	الفرع الثاني. تكلفة الأرباح المحتجزة.
38.....	<b>المطلب الثالث.</b> تكلفة الاقتراض.
38.....	الفرع الأول. تكلفة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل
40.....	الفرع الثاني. تكلفة الاقتراض قصير الأجل.
43.....	الفرع الثالث. تكلفة القرض الايجاري.
43.....	<b>المطلب الرابع.</b> مداحل حساب التكلفة الكلية للهيكل المال.
44.....	الفرع الأول. مدخل الأوزان الفعلية.
46.....	الفرع الثاني. مدخل الأوزان المستهدفة.
47.....	الفرع الثالث. مدخل التكلفة الحدية.
48.....	<b>خاتمة الفصل الأول.</b>
	<b>الفصل الثاني. الطرح النظري للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية</b>
50.....	تمهيد.....
51.....	<b>المبحث الأول.</b> الهيكل المالي في ظل نظرية كمال الأسواق المالية.

51.....	<b>المطلب الأول.</b> المدخل التقليدي للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
51.....	الفرع الأول. مدخل صافي الدخل.
54.....	الفرع الثاني. مدخل صافي الدخل التشغيلي.
56.....	الفرع الثالث. المدخل التقليدي للهيكل المالي.
59.....	<b>المطلب الثاني.</b> مدخل Modigliani & Miller لسنة 1958.
59.....	الفرع الأول. الاقتراح الأول لتحليل مودي غلياني و ميلر سنة 1958.
62.....	الفرع الثاني. الاقتراح الثاني لتحليل مودي غلياني و ميلر سنة 1958.
64.....	<b>المطلب الثالث.</b> مدخل Modigliani & Miller في حالة وجود ضرائب 1963.
66.....	<b>المبحث الثاني.</b> الهيكل المالي في ظل نظرية المنظمات.
66.....	<b>المطلب الأول.</b> نظرية الوكالة و الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
67.....	الفرع الأول. النزاعات القائمة بين المساهمين و المسيرين.
69.....	الفرع الثاني. النزاع بين المساهمين و الدائنين.
71.....	<b>المطلب الثاني.</b> نظرية المراجعة Trade off Theory.
71.....	الفرع الأول. مزايا الاستدانة حسب نظرية المراجعة.
72.....	الفرع الثاني. مساوى الاستدانة حسب نظرية المراجعة.
74.....	<b>المطلب الثالث.</b> النظرية الإستراتيجية لبنية الهيكل المالي.
74.....	الفرع الأول. تركيبة الهيكل التمويلي وإستراتيجية المؤسسة الاقتصادية.
75.....	الفرع الثاني. بنية الهيكل المالي و التحكم في تسيير المؤسسة.
77.....	<b>المبحث الثالث.</b> الهيكل المالي في ظل نظرية عدم تناظر المعلومات.
77.....	<b>المطلب الأول.</b> نظرية الإشارة و الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.
78.....	الفرع الأول. النماذج ذات الإشارات المالية غير المكلفة.
79.....	الفرع الثاني. النماذج ذات الإشارات المالية المكلفة.
80.....	<b>المطلب الثاني.</b> النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل.
80.....	الفرع الأول. مضمون النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل.
82.....	الفرع الثاني. حدود نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل.
82.....	<b>المطلب الثالث.</b> الهيكل المالي و نظرية الخيارات.
82.....	الفرع الأول. مفهوم الخيارات Les options.

85	الفرع الثاني. تفسير أموال الملكية و الديون من خلال نظرية الخيارات.....
87	خاتمة الفصل الثاني.....
	<b>الفصل الثالث. نحو تقييم و تقويم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية</b>
89	تمهيد.....
90	<b>المبحث الأول.</b> العوامل المؤثرة في اختيار بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.....
90	<b>المطلب الأول.</b> محددات الهيكل المالي.....
96	<b>المطلب الثاني.</b> الرفع و أثره على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.....
96	الفرع الأول. الرفع التشغيلي وأثره في تحديد تركيبة الهيكل المالي.....
100	الفرع الثاني. الرفع المالي وأثره في تحديد الهيكل المالي.....
107	<b>المطلب الثالث.</b> المخاطر المالية وعلاقتها بتركيبة الهيكل المالي.....
108	الفرع الأول. مفهوم المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية.....
109	الفرع الثاني. قياس المخاطر المالية.....
114	<b>المبحث الثاني.</b> التحليل المالي وسيلة لتقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.....
114	<b>المطلب الأول.</b> مفهوم التحليل المالي.....
114	الفرع الأول. تعريف التحليل المالي وتطوره التاريخي.....
116	الفرع الثاني. أهمية و أهداف التحليل المالي.....
118	الفرع الثالث. تحويل الميزانية المحاسبية إلى ميزانية مالية.....
121	<b>المطلب الثاني.</b> مؤشرات تحليل التوازن المالي.....
121	الفرع الأول. رأس المال العامل $FR$ .....
123	الفرع الثاني. احتياجات رأس مال العامل $BFR$ .....
124	الفرع الثالث. الخزينة $T$ .....
125	<b>المطلب الثالث.</b> التحليل المالي بواسطة النسب.....
125	الفرع الأول. مفهوم النسب المالية.....
126	الفرع الثاني. النسب المالية المستخدمة في تقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.....
134	<b>المبحث الثالث.</b> سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.....
134	<b>المطلب الأول.</b> أسباب احتفاظ المؤسسة الاقتصادية بهيكل تمويلي غير امثل.....
135	الفرع الأول. أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة أقل من المعدلات المثالية.....

136.....	الفرع الثاني.أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة أعلى من المعدلات المثالية.
136.....	<b>المطلب الثاني.</b> أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وكيفية استخدامها
136.....	الفرع الأول. أساليب إصلاح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.
139.....	الفرع الثاني. كيفية استخدام أساليب إصلاح خلل الهيكل المالي
144.....	<b>خاتمة الفصل الثالث.</b>

## الفصل الرابع.دراسة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة(2004-2007)

146.....	تمهيد.....
147.....	<b>المبحث الأول.</b> تقديم عام لمجمع صيدال.....
147.....	<b>المطلب الأول.</b> التعريف بمجمع صيدال.....
147.....	الفرع الأول.لمحة تاريخية عن المجمع الصناعي صيدال.....
148.....	الفرع الثاني.أهداف مجمع صيدال.....
149.....	الفرع الثالث.الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.....
154.....	<b>المطلب الثاني .</b> أداء مجمع صيدال للفترة (2004-2007).....
154.....	الفرع الأول.رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).....
155.....	الفرع الثاني. إنتاج مجمع صيدال ،خلال الفترة (2004-2007).....
156.....	الفرع الثالث.الموارد البشرية لمجمع صيدال خلال الفترة(2004-2007).....
157.....	الفرع الرابع.أشكال الشراكة لدى مجمع صيدال.....
159.....	<b>المطلب الثالث.</b> عرض القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).....
160.....	الفرع الأول.عرض الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).....
162.....	الفرع الثاني.دراسات جدول حسابات النتائج.....
163.....	<b>المبحث الثاني .</b> مصادر تمويل مجمع صيدال وتكلفتها للفترة (2004-2007).....
163.....	<b>المطلب الأول.</b> أموال الملكية.....
164.....	الفرع الأول .رأس المال الاجتماعي.....
165.....	الفرع الثاني .الاحتياطيات.....
166.....	الفرع الثالث.القدرة على التمويل الذاتي.....



167.....	<b>المطلب الثاني.</b> أموال الاستدانة.
168.....	الفرع الأول.القروض طويلة و متوسطة الأجل.
168.....	الفرع الثاني .الديون قصيرة الأجل.
169.....	<b>المطلب الثالث.</b> تكلفة أموال مجمع صيدال الفترة (2004-2007).
170.....	الفرع الأول.تقدير تكلفة أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).
171.....	الفرع الثاني.تكلفة أموال الاستدانة .
172.....	الفرع الثالث. التكلفة الكلية لرأس مال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).
-2004-	<b>المبحث الثالث.</b> نحو تقييم وتقويم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-
174.....	2007).
-2004-	<b>المطلب الأول.</b> العوامل المؤثرة في تصميم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال ، خلال الفترة (2004-
174.....	2007).
183.....	<b>المطلب الثاني.</b> التحليل المالي للهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة (2004-2007).
183.....	الفرع الأول.الميزانية المالية لمجمع صيدال الفترة(2004-2007).
187.....	الفرع الثاني .مؤشرات التوازن المالي .
190.....	الفرع الثالث.التحليل باستخدام النسب المالية.
198.....	<b>المطلب الثالث.</b> نتائج تقييم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) ومقترحات تقويمه
198.....	الفرع الأول.تقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال ، خلال الفترة (2004-2007).
-2004-	الفرع الثاني.تصحيح خلل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-
200.....	2007).
202.....	<b>خاتمة الفصل الرابع.</b>
204.....	<b>الخاتمة العامة</b>
212.....	<b>قائمة المراجع</b>
220.....	<b>الملاحق</b>
228.....	<b>الملخص</b>
229.....	<b>Résumé</b>
230.....	<b>Abstract</b>



## تابع لقائمة الجداول الواردة في البحث

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
171	تقدير تكلفة الأموال المقترضة للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-14)
173	تقدير التكلفة الكلية المرجحة لرأس مال مجمع صيدال ،خلال الفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-15)
174	الأصول المادية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-16)
176	بعض المؤشرات حول سمعة و حجم مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-17)
177	أهمية الضرائب في القرارات التمويلية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-18)
178	معدلات الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر خلال الفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-19)
179	أثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007	جدول رقم(4-20)
181	تقدير الانحراف المعياري لنتائج استغلال مجمع صيدال خلال الفترة(2004-2007)	جدول رقم(4-21)
182	تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفقا لنموذج <i>Mc Cough &amp; Altman</i> لسنة 1974	جدول رقم(4-22)
182	تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفقا لنموذج <i>Kida</i> لسنة 1981	جدول رقم(4-23)
183	الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال جانب الأصول للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007	جدول رقم(4-24)
183	الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007	جدول رقم(4-25)
187	رأس المال العامل الدائم لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-26)
188	رأس المال العامل الخاص لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-27)
189	احتياجات رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-28)
190	رصيد الخزينة العامة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2004-2007	جدول رقم(4-29)
191	بعض نسب الهيكلية المالية لمجمع صيدال الفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-30)
194	نسب السيولة لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-31)
195	نسب هيكلية أصول مجمع صيدال للفترة (2004-2007)	جدول رقم(4-32)
196	متوسط مدة دوران مخزونات مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007	جدول رقم(4-33)
197	متوسط مدة دوران زبائن مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007	جدول رقم(4-34)
198	متوسط مدة دوران موردي مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007	جدول رقم(4-35)

## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
8	منحنى بياني للقيمة المحاسبية الصافية للسيارة النفعية بدلالة عمرها الإنتاجي حسب طريقة الإهلاك الثابت	شكل رقم (1-1)
10	منحنى بياني للقيمة المحاسبية الصافية للاستثمار بدلالة عمره الإنتاجي حسب طريقة الإهلاك المتناقص	شكل رقم (2-1)
23	التحديد البياني للقيمة الكلية للسند القابل للتحويل	شكل رقم (3-1)
28	الأطراف المتداخلة في عقد الإيجار-ثلاث أطراف-	شكل رقم (1-4-أ)
28	الأطراف المتداخلة في عقد الإيجار-طرفين-	شكل رقم (1-4-ب)
47	أثر الأموال الإضافية على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال	شكل رقم (5-1)
54	أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل الدخل الصافي <i>NI</i>	شكل رقم (1-2)
54	أثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة وفقا لمدخل الدخل الصافي <i>NI</i>	شكل رقم (2-2)
55	أثر الاستدانة على التكلفة الأموال حسب مدخل <i>NOI</i>	شكل رقم (3-2)
56	أثر الاستدانة على قيمة المؤسسة الاقتصادية حسب مدخل <i>NOI</i>	شكل رقم (4-2)
58	أثر الاستدانة على تكلفة الأموال وفقا للمدخل التقليدي	شكل رقم (5-2)
58	أثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة وفقا للمدخل التقليدي	شكل رقم (6-2)
63	أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب الاقتراح II لنظرية M&M (1958)	شكل رقم (7-2)



الصفحة	العنوان	رقم الشكل
73	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية المراجعة	شكل رقم (8-2)
80	تمثيل بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل	شكل رقم (9-2)
84	وضعية كل من بائع و مشتري خيار الشراء	شكل رقم (10-2)
84	وضعية بائع و مشتري خيار البيع	شكل رقم (11-2)
98	التمثيل البياني لعتبة المردودية	شكل رقم (1-3)
103	تركيبية المردودية الاقتصادية لبعض المؤسسات الاقتصادية الكبرى	شكل رقم (2-3)
104	توزيع النتيجة الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية	شكل رقم (3-3)
107	تأثير الرفع المالي على المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية	شكل رقم (4-3)
143	مخطط توضيحي لتصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية	شكل رقم (5-3)
150	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	شكل رقم (1-4)
156	تطور كمية الإنتاج لمجمع صيدال ،خلال الفترة (2004-2007)	شكل رقم (2-4)
165	تطور السعر السوقي لسهم مجمع صيدال ،خلال الفترة (2004-2007)	شكل رقم (3-4)
185	التمثيل البياني للميزانية المالية لمجمع صيدال، جانب الأصول خلال الفترة(2004-2007)	شكل رقم (4-4-أ)
186	التمثيل البياني للميزانية المالية لمجمع صيدال، جانب الخصوم خلال الفترة(2004-2007)	شكل رقم (4-4-ب)

# المقدمة العامة

## المقدمة العامة

يتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة، وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، فإن المؤسسة الناجعة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق تجديد استثماراتها، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطها وتجنبها الوقوع في الأزمات المالية، مثل العجز المالي. لذا تُعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الإستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون أو المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة.

يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة، تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها. و عليه، أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة بدائل التمويل المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار الميزج التمويلي الأمثل بدلالة مجموعة من المعايير الكمية و الكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

و رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، لم لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة هما العائد و المخاطرة. هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية و تصميم هيكلها التمويلي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة، و التي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، بدأ بدراسة David Durand (1952)، ودراسة كل من Miller & Modigliani (1958). و منذ ذلك الحين أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد وتنوع، كما اختلفت وجهات نظرها بين مؤيد و معارض، لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية.

و عند تعريجنا على حالة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، التي وجدت نفسها بعد إحداث بعض الاجراءات التصحيحية على النظام المصرفي، و تفعيل آلية التمويل عن طريق الدخول إلى بورصة القيم في مواجهة سوق يضم بدائل متنوعة و عديدة من مصادر التمويل، لكل منها مزاياه و عيوبه، هذا ما يجبر المؤسسة الاقتصادية الجزائرية الالتزام بمعايير علمية دقيقة لإدارة أموالها من اجل التماشي و متطلبات انفتاح الأسواق.

– إشكالية البحث.

على ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية البحث و رسم معالمه الأساسية في التساؤل الجوهري الآتي:

**كيف يمكن للمؤسسة الاقتصادية تقييم و تقويم هيكلها التمويلي ؟**

تشير هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية نوجزها فيما يلي:

- 1- ما هي أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية؟
- 2- ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؟
- 3- ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟
- 4- ما هي أساليب تقييم تركيبة الهيكل التمويلي، و في ماذا تتمثل سبل تصحيحه؟

- فرضيات البحث.

وكإجابة على الأسئلة المطروحة يمكن صياغة الفرضيات الآتية:

- 1- تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية بين مصدرين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الاستدانة و التي تشكل مع بعضها البعض ما يسمى بالهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؛
- 2- تعتبر أمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من بين المواضيع الأكثر إثارة للجدل بين الباحثين في مجال النظرية المالية، ومن بين أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي نجد نظرية صافي الدخل، نظرية صافي الدخل التشغيلي، نظرية مودي غلياني و ميلر، كذلك النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل ونظرية المراجعة.
- 3- محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هي مجموع العوامل التي تؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على قرارات التمويل، ومن بين أهمها نجد تكلفة مصادر التمويل، الطبيعة القانونية للمؤسسة، النظام الضريبي، حجم المؤسسة وفرص نموها، الخ؛
- 4- يمكن أن نستخدم أسلوب التحليل المالي من اجل تحليل وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي و بعض النسب المالية الدالة عن حالته، أما في ما يخص عملية تصحيح خلل الهيكل التمويلي في حالة نصت عملية التقييم على ضرورة ذلك، فيمكن أن تكمن في التغيير في نسبة الاستدانة أو في نسبة أموال الملكية من اجل الرجوع إلى تركيبته المثلى.

- أسباب و دوافع اختيار الموضوع.

تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة وتقييم تركيبة هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة، ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة، وهذا ما شكل احد الدوافع الأساسية في اختياري لموضوع هذا البحث، وكذلك لتوافقه مع تخصصي العلمي. بالإضافة إلى إلحاح العديد من المختصين والخبراء في مالية المؤسسة على أن دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائية ضرورة ملزمة، وهذا بهدف ترشيد قراراتها التمويلية، والذي تم اعتباره كجزء من حل أزمة المؤسسة الاقتصادية الجزائية .



## - أهمية و أهداف البحث .

انطلاقا من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة، وتعدد وتنوع المصادر المالية من جهة أخرى، يجد المستثمر نفسه في حيرة تكمن في اختيار مصادر التمويل التي تضمن له أعظم ربحية وأكبر مردودية وأقل تكلفة، لذا يوجه هذا البحث إلى النظر لأهم العوامل المحددة لاختيار التوليفة المثلى لتمويل المؤسسة الاقتصادية كمحاولة لإزالة اللبس عن المفاهيم المختلفة المتعلقة بالموضوع .

ومن بين أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة إلى معالجتها، نذكر ما يلي:

1- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، والتحكم في أدوات التسيير المالي؛

2- إبراز أهمية وجود دراسة تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية لدى المسيرين والمهتمين؛

3- تحديد أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛

4- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية مدرجة في البورصة.

## - الدراسات السابقة.

بالإضافة إلى العديد من الدراسات الموثقة في المجالات العلمية والدوريات و الكتب، تم الاطلاع على عدد من الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية، ومن بين أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

- "محددات اختيار الهيكل التمويلي مع دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي"، مذكرة ماجستير(غير

منشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحث/ رفاق توفيق، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة 2001، اهتم البحث بدراسة المعايير التي يتم على أساسها التوليف بين مختلف مصادر التمويل لاختيار هيكل تمويلي معين. بغرض تحقيق تمويل شامل، دائم و خاص بطبيعة نشاط المؤسسة، ومن أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن للمحيط المالي تأثير على السياسة المالية للمؤسسة و من ثم على اختيارها لهيكل تمويلي معين، إذ في اقتصاديات المديونية تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الجهاز المصرفي لتمويل استثماراتها و بتكلفة محددة إداريا، بينما في اقتصاديات الأسواق المالية، فإن احتياجات الاستثمارات تغطي بإصدار الأوراق المالية وبتكلفة تحدّد وفق شروط السوق. وبإسقاط هذه النتائج على حالة الجزائر، نجد أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة، لذلك من المهم تخفيف شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالية و تنويع القيم المنقولة. بهدف إتاحة فرص التنويع في ما يخص مصادر التمويل أمام المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

- "التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة مع دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة ماجستير(غير منشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحث/ عبد القادر بوعزة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، سنة 2004، حيث تدور إشكالية هذا البحث حول الكيفية التي تتمكن من خلالها المؤسسة من تحقيق مصفوفة تمويلية مثلى مع تحمل اقل تكلفة ضريبية، أي تحقيق هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر ضريبية. ومن بين أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة، هي أن السعي وراء التحكم في التكلفة الضريبية و تدنيتها يؤدي إلى ترشيد الاختيارات التمويلية من اجل بناء هيكل تمويلي امثل للمؤسسة. وعليه، تعتبر الضريبة متغير استراتيجيا في تحديد القرارات المتعلقة بتمويل المؤسسة.

### - حدود البحث.

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به، من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض معالمه، بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، سواء من حيث المحتوى أو من ناحية المكان و الزمان، حيث انصب الجانب النظري من هذا البحث على دراسة وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك بدراسة أهم مكوناته والتعرض بالدراسة لأهم النظريات المهمة به، وبعدها نتجه لدراسة بعض أساليب تقييم و تقويم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، أما الجانب التطبيقي فيقتصر على دراسة تركيبة الهيكل التمويلي لمؤسسة اقتصادية عمومية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر ؛ والمتمثلة في مجمع صيدال المتخصص في الصناعات الصيدلانية، خلال الفترة(2004-2007).

### - المنهج والأدوات المستخدمة في البحث

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة و اختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، تم اعتماد منهجين أساسيين للمعالجة ؛ وهما المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، حيث يتم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، وكذلك التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وبعدها تم الاعتماد على المنهج التحليلي في دراسة العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة الاقتصادية، بالإضافة إلى تحليل وضعيتها المالية، وهذا بهدف تقييم وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية. كما نشير إلى قيامنا بمحاولة إسقاط الجزء النظري من دراستنا هذه على الواقع التطبيقي، من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، وذلك بالاعتماد بشكل أساسي على المنهج التحليلي.

وتجدر الإشارة أيضا إلى أن أهم الأدوات المستخدمة في دراستنا هذه هي:

1- المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بالموضوع، فضلا عن الاعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت هذا

الموضوع، بالإضافة إلى استخدام بعض المجالات والمقالات المنشورة؛

2- اعتماد أدوات التحليل المالي و التسييري؛

3- استخدام العديد من التقنيات الكمية في عمليات التحليل والتقييم؛

4- توظيف أداة الملاحظة والاستنباط لدى الباحث.

### - هيكل البحث.

لقد قمنا بتحليل إشكالية تقييم وتقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، واختبار صحة الفرضيات المقدمة ضمن أربعة فصول مترابطة كالآتي:

الفصل الأول. خصص للتعريف بأهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وتكلفتها، ومن أجل ذلك تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية؛ حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لدراسة مختلف أموال الملكية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني، يهتم بأهم أموال الاستدانة التي يمكن للمؤسسة الاقتصادية الاستفادة منها، ومن خلال المبحث الأخير من هذا الفصل نحاول التعرف على تكلفة أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، وكذا التكلفة الكلية للأموال المستخدمة؛ أي تكلفة رأس المال.

الفصل الثاني. خصص لدراسة أهم النظريات التي عالجت الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية؛ واعتمدنا في هذا الفصل على تصنيف هذه النظريات إلى ثلاثة أصناف رئيسية؛ وهي نظريات الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق، نظريات الهيكل التمويلي في ظل نظرية المنظمات، وأخيراً نظريات الهيكل التمويلي في ظل عدم تناظر المعلومات، ويعود سبب تعدد هذه التصنيفات إلى اختلاف الزاوية التي ينظر منها كل مُنظر أو باحث إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثالث. يهتم هذا الفصل بتقييم و تقويم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، و يقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية؛ حيث يخصص المبحث الأول لدراسة أهم محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فيهتم بتقييم تركيبة الهيكل التمويلي عن طريق التحليل المالي بهدف استصدار حكم حول تركيبته، أما المبحث الأخير من هذا الفصل يخصص لدراسة بعض أساليب تصحيح وتقويم تركيبة الهيكل التمويلي.

الفصل الرابع. يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق لها في الجانب النظري من هذا البحث ميدانياً، من خلال دراسة حالة تطبيقية لمجمع صيدال؛ وهذا بالتعرض فيه لدراسة تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)؛ حيث يخصص المبحث الأول من هذا الفصل لإعطاء تقديم عام للمجمع، و في المبحث الثاني نحاول التعرف على أهم مصادر التمويل المستخدمة من قبل المجمع خلال الفترة المدروسة، وكذلك محاولة تقدير التكلفة الكلية للأموال المستخدمة، أما المبحث الثالث من هذا الفصل يخصص لتقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع خلال الفترة المدروسة (2004-2007)، من أجل تحديد مدى ضرورة القيام بعمليات تقويم وتصحيح على مستواه.

### - صعوبات البحث

نشير في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث، و التي تمكنا من تخطي بعضها، إلا أن هناك بعض الحقائق التي لم نستطيع تجاوزها، خاصة في الجانب الميداني، وذلك لقلّة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، ما يجعل عملية تكوين بنك معلومات حول البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية أمرا مستحيلا، كذلك صعوبة الحصول على بعض المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة و ذلك لسرية تلك المعلومات، و عدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في بحوث علمية.

وَأملنا أن نكون قد وفقنا في اختيار الموضوع ومعالجته. والله الهادي إلى سواء السبيل.

# الفصل الأول

مصادر تمويل المؤسسة

الاقتصادية و تكاليفها

## تمهيد الفصل الأول

تعد مسألة التمويل من الاهتمامات المشتركة بين معظم المؤسسات الاقتصادية- العامة والخاصة منها الصغيرة والكبيرة- والتي تواجهها بدرجات متفاوتة، بسبب تعدد المصادر التمويلية المتاحة من ناحية، والتفاوت في مدى ندرتها أو وفرتها من ناحية أخرى، فضلا عن تكلفة الحصول على كل منها.

إن الهدف المتوخى من هذا الفصل، هو التفصيل في أهم مكونات الهيكل التمويلي، وذلك بالتعرف على معظم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، وكذلك معرفة تكلفة كل منها على حدى، وكذا تكلفتها الكلية، لهذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالاتي:

### ◆ المبحث الأول.أموال الملكية؛

### ◆ المبحث الثاني.أموال الاستدانة؛

لقد تم تصنيف مصادر التمويل في بحثنا هذا إلى مصدرين أساسيين هما أموال ملكية وأموال استدانة، وهذا اعتمادا على معيار التصنيف القائم على أساس ملكية الأموال، وكان من الممكن أن نحصل على تصنيفات عديدة، وذلك بالاعتماد على معايير تصنيف أخرى غير التي اعتمدنا عليها، مثل التصنيف على أساس المعيار الزمني، أو معيار مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية، الخ.

إن مجموع الأموال المستخدمة من قبل المؤسسة الاقتصادية، والمتمثلة في مجموع أموال الملكية بالإضافة إلى مجمل أموال الاستدانة طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل، تشكل ما يصطلح على تسميته بالهيكل التمويلي أو الهيكل المالي، وهذا تمييزا له عن هيكل رأس المال الذي يشتمل فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل.

### ◆ المبحث الثالث.تكلفة الأموال.

من خلال هذا المبحث نحاول التعرف على تكلفة أهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، وكذا التكلفة الكلية للأموال المستخدمة بالتطرق إلى عدد من المدخل لحسابها.

إن مفهوم تكلفة الأموال تسمح لنا بالتطرق إلى وظيفة هامة من وظائف الإدارة المالية، ألا وهي الوظيفة الاقتصادية التي تهدف إلى تدبير الأموال بأقل تكلفة ممكنة والتي يترتب على أساسها قبول مصدر للتمويل دون الآخر، وقبول أو رفض المشروع تبعا لما إذا كانت تكلفة المصدر المختار تتفق والعائد المتوقع أم لا تتفق، ومن هنا فإن فشل الكثير من المشاريع الاستثمارية يرجع في الغالب إلى انخفاض كفاءة الأداء في وظيفة التمويل.

## المبحث الأول.أموال الملكية

ينصرف مصطلح أموال الملكية إلى مصادر التمويل التي تستند إلى المال المملوك لصاحب المشروع؛ سواء كان هذا المالك طبيعياً أم كان شخصاً معنوياً، عادة يكون في شكل مؤسسة اقتصادية، وعلى هذا الأساس نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى أهم أنواع أموال الملكية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، وهو ما سنتعرض له تفصيلاً من خلال المطالب الثلاثة، على النحو الآتي:

◆ المطلب الأول.التمويل الذاتي؛

◆ المطلب الثاني.الأسهم؛

◆ المطلب الثالث.الدعم والمساعدات الحكومية.

### المطلب الأول.التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دوراً هاماً في تنمية المؤسسة وتطويرها، حيث أنه يضمن توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة دون اللجوء إلى مصادر خارجية لتلبيتها.

يرتبط مفهوم التمويل الذاتي بعدة مفاهيم أخرى، ومن أجل تفادي اللبس والخلط بين مختلف المفاهيم، وكذا من أجل الفهم الجيد لهذا المصدر الداخلي ارتأينا في هذا المطلب تسليط الضوء على النقاط التالية:

- مفهوم قدرة التمويل الذاتي CAF؛
- تعريف التمويل الذاتي؛
- مكونات التمويل الذاتي؛
- آثار استخدام التمويل الذاتي على المؤسسة الاقتصادية.

### الفرع الأول.القدرة على التمويل الذاتي CAF

قدرة التمويل الذاتي هو تقييم الفائض الكامن للمؤسسة ما من خلال فترة زمنية معينة عادة تكون السنة المالية، وذلك عن طريق الأخذ بالاعتبار كل من التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية المدفوعة باحتساب كل من الأعباء الاستثنائية باستثناء نتائج التنازل عن الاستثمارات<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Hubert de la bruslerie, **Analyse financière information financière et diagnostic**, 3<sup>e</sup> édition, Dunod, Paris, 2006, p.164 .

قدرة التمويل الذاتي = المدخلات النقدية المقبوضة ( ما عدا نتائج التنازل عن الاستثمارات) - المخرجات النقدية المدفوعة.

وتمثل قدرة التمويل الذاتي التدفق الصافي الإجمالي.

ومن أجل الحصول على قدرة التمويل الذاتي هناك طريقتان أساسيتان يمكن الاعتماد عليهما، وهما كالتالي:

### الطريقة الأولى. طريقة تنازلية

يتم إيجاد قدرة التمويل الذاتي وفق الطريقة التنازلية التي تعتمد على الفائض الخام للاستغلال (EBE)؛ الناتج عن نشاط مؤسسة اقتصادية ما، خلال سنة محاسبية حيث يعتبر الفائض الخام للاستغلال رصيد العمليات الاستغلالية. وعليه، لإيجاد قدرة التمويل الذاتي (CAF) ما علينا إلا إضافة المدخلات النقدية المقبوضة وطرح المخرجات النقدية المدفوعة، دون إدخال العناصر المتعلقة بفائض الخام للاستغلال؛ لأنه قد تم احتسابها وتمثل في رصيد العمليات الاستغلالية.

وعليه، سنعرض كيفية الحصول على قدرة التمويل الذاتي انطلاقاً من (EBE).

+الفائض الخام للاستغلال (EBE).

+ تحويل تكاليف الاستغلال

(- +) نواتج وتكاليف أخرى للاستغلال

(- +) حصص نتيجة العمليات المشتركة

+ نواتج مالية ( باستثناء استرجاع المؤونات)

- أعباء مالية ( باستثناء مخصصات الإهلاكات والمؤونات)

+ نواتج استثنائية ( باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات، إعانات للحيارة على استثمارات المحولة

لنتيجة الاستغلال، المؤونات المسترجعة)

- تكاليف استثنائية ( باستثناء القيمة المحاسبية للاستثمارات المتنازل عنها، مخصصات الإهلاكات

المؤونات الاستثنائية)

- مشاركة المستخدمين

- ضريبة على الأرباح

---

= قدرة التمويل الذاتي CAF



تتميز هذه الطريقة التنازلية في كونها مبسطة ومفسرة لمختلف مكونات قدرة التمويل الذاتي إلا أنه يعاب عليها صعوبة حسابها ؛ وذلك راجع لكثرة العناصر المتدخلة في إيجاد قدرة التمويل الذاتي وفقا لهذه الطريقة.

### الطريقة الثانية. طريقة تصاعدية

يستخدم الكثير من المحللين الماليين طريقة حساب القدرة الذاتية للتمويل CAF انطلاقا من النتيجة الصافية والمعروفة بالطريقة التصاعدية، وذلك عن طريق إدخال بعض التعديلات المتعلقة بإضافة بعض الأعباء المحسوبة وغير المدفوعة<sup>1</sup>؛ مثل ( الإهلاكات و المؤونات الاحتياطية) وبإبعاد النتائج المحسوبة وغير المقبوضة وكذلك إقصاء نتيجة التنازل عن الأصول وهذا من أجل تجنب إدخال أثر العمليات الاستثنائية على رأس المال في حساب قدرة التمويل الذاتي.

+ النتيجة الصافية

+ الإهلاكات

+ المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

- استرجاع المؤونات أو / و الإهلاكات

- إعانات الاستثمارات

- نتيجة التنازل عن الأصول

+ القيمة المحاسبية الصافية للأصول المتنازل عنها

= قدرة التمويل الذاتي<sup>2</sup>\*

تعتبر هذه الطريقة أكثر سهولة من الطريقة التنازلية وتسمح لمستخدمها بالحصول على النتيجة في أقصر وقت إلا أنه يعاب عليها عدم التفصيل في مكونات قدرة التمويل الذاتي CAF.

### الفرع الثاني. تعريف التمويل الذاتي AF

**التعريف الأول.** التمويل الذاتي هو ذلك الجزء المتاح من قدرة التمويل الذاتي؛ ما يعني أن

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي CAF - الأرباح الموزعة.

<sup>1</sup> Jean Pierre Lahille, **Analyse financière**, 1<sup>er</sup> édition, Campus Dalloz, Paris, 2001, p. 69.

\* عندما تكون الأعباء والنتائج غير النقدية معدومة أو مهملة يصبح CAF = النتيجة الصافية + الإهلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي

<sup>2</sup> Beatrice Meunier- Rocher, **Le diagnostic financière**, 3<sup>eme</sup> édition, édition d'organisation, Paris, 2004, p.159.

بعبارة أخرى التمويل الذاتي AF هو الفائض النقدي المتاح للمؤسسة بعد توزيع الأرباح على ذوي الحقوق<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني.** التمويل الذاتي مصدر من مصادر أموال الملكية، تستخدمه المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها، ويعتبر مؤشرا على صحتها المالية، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية<sup>2</sup>.

مما سبق ذكره يتضح أن التمويل الذاتي ما هو إلا ثمرة نشاط المؤسسة خلال الدورة المالية، مع طرح الجزء الموزع على ذوي الحقوق من النتيجة الصافية، مضافا إليه كل من أقساط الإهلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي؛ والتي تعتبر وهمية لا تمثل مخرجات نقدية حقيقية فهي في حوزت المؤسسة لذا يجوز أن تضيفها المؤسسة لتساهم في تكوين التمويل الذاتي للمؤسسة .

**التمويل الذاتي = النتيجة غير موزعة + الإهلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي**

من خلال الصيغة المبينة أعلاه، يجدر بنا التعرف على مكونات التمويل الذاتي والمتمثلة في العناصر الآتية:

1- الإهلاكات ؛

2- المؤونات ذات الطابع الاحتياطي ؛

3- النتائج غير الموزعة .

**الفرع الثالث. مكونات التمويل الذاتي**

**أولا. الإهلاكات**

**1- تعريف الإهلاك**

الإهلاك هو الإنبات المحاسبي للتدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات بفعل الاستعمال أو التقادم سواء تعلق الأمر بالتجهيزات الإنتاجية أو الاجتماعية، وهذا التدني الذي يحدث في قيمة الاستثمارات يعود لنقص طاقتها حيث أنها بعد فترة تصبح غير صالحة وتضطر المؤسسة لتغييرها<sup>3</sup>. فبفضل أقساط الإهلاك المتراكمة تتمكن المؤسسة في نهاية حياة الأصل المهلك من استبداله دون الوقوع في مشكلة البحث عن مصادر التمويل للقيام

<sup>1</sup> Conso Pierre, Hemici Farouk , **Gestion financière de l'entreprise**, 10<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2002, p. 241.

<sup>2</sup> Darrolles, yues, et autres, **Précis d'analyse financière**, collection Finance d'entreprise, Paris, 1990, p.34.

<sup>3</sup> سعدان شبايكي، **تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط للمحاسبي الوطني**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص.204.

بذلك، فالإهلاك إذن يُمكن المؤسسة من المحافظة على طاقتها الإنتاجية عبر الزمن وذلك عن طريق توفير التمويل لعملية التجديد.

**تعريف الإهلاك.** "هو إثبات الانخفاض غير المسترجع لقيمة بعض الأصول المادية المستعملة والمملوكة من طرف المؤسسة الاقتصادية"<sup>1</sup>.

**تعريف ثاني للإهلاك.** "هو عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن استعماله أو عن الزمن، أو عن تطور التكنولوجيا، أو آثار أخرى"<sup>2</sup>.

## 2- طرق حساب الإهلاك

تختلف وتتعدد طرق حساب الإهلاك، استجابة لعدة محددات، منها المحددات القانونية ( التشريعات الضريبية)، المحددات التقنية للأصل المهلك أو طريقة استخدامه، الخ. فهذه المحددات تتدخل في تحديد الطريقة المستخدمة لإيجاد القسط المهلك، ومن بين أهم طرق حساب الإهلاك نجد ما يلي<sup>3</sup>:

1- طريقة الإهلاك الثابت ( الخطي)؛

2- طريقة الإهلاك المتناقص؛

3- طريقة الإهلاك الفعلي.

## 1-2 الإهلاك الخطي ( الثابت)

يسمح الإهلاك الخطي من حساب تناقص القيمة الأصلية للاستثمار وعلى مدى عمره بشكل منتظم وثابت، حيث تشكل أقساطه السنوية أجزاء متساوية ومتوالية وتحدد بضرب القيمة الأصلية في معدل الإهلاك. وفي نهاية العمر الإنتاجي للأصل تؤول قيمته الصافية إلى الصفر، علما أن:

$$\text{قسط الإهلاك} = \text{القيمة الأصلية} \times \text{معدل الإهلاك}$$

$$\text{القيمة المحاسبية الصافية} = \text{القيمة الأصلية للأصل} - \text{مجموع أقساط الإهلاك}$$

**مثال.** تقوم مؤسسة اقتصادية في بداية السنة بجائزة سيارة نفعية لتوزيع منتجاتها، قيمة هذه السيارة هو 1.000.000 وحدة نقدية، تُهتلك على مدى 05 سنوات .

<sup>1</sup> - Hubert de la Bruslerie, **Analyse financière, information financière et diagnostic**, Op.cit, p.49.

<sup>2</sup> - ناصر دادي عدون، **التحليل المالي**، الجزء الأول، دار المحمدية، الجزائر، 1999، ص.26.

<sup>3</sup> - محمد قراش، **دراسة التمويل الذاتي من المنظور الجبائي**(دراسة حالة مجمع صيدال وحدة الحراش)، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2004، ص.31.

المطلوب. إعداد جدول الإهلاكات لهذا الأصل علما أن المؤسسة تستخدم طريقة الإهلاك الخطي.

$$\text{الحل. معدل الإهلاك ع} = \frac{100\%}{5} = 20\% \text{ ، قسط الإهلاك} = 100000,00 \times 20\% = 200.000 \text{ وحدة نقدية.}$$

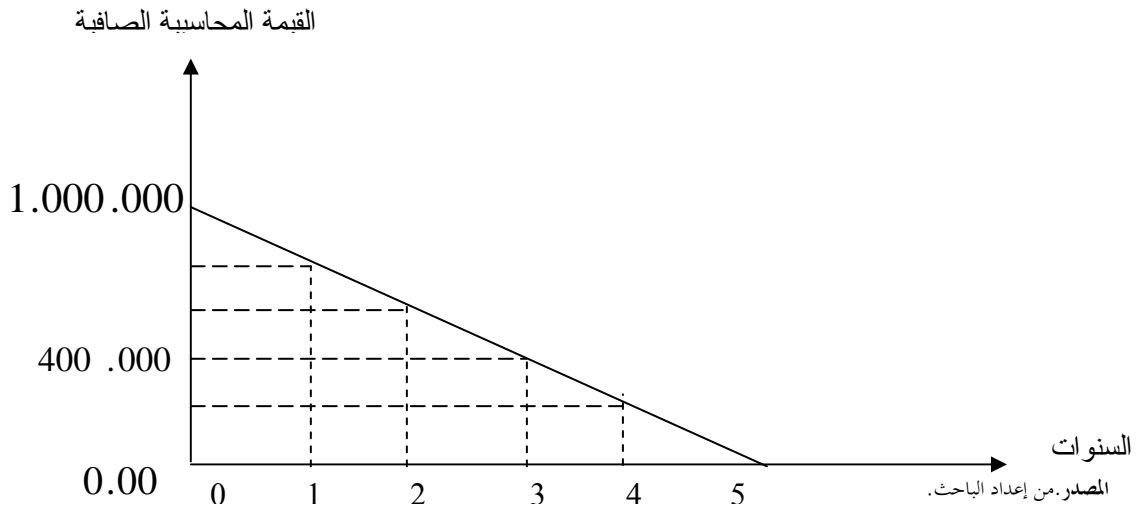
الوحدة. 01 وحدة نقدية

الجدول رقم (1-1). جدول اهلاكات السيارة النفعية حسب طريقة الإهلاك الخطي

السنوات	القيمة الأصلية للاستثمار	معدل الإهلاك	أقساط الإهلاك	القيمة المحاسبية الصافية VNC
01	1.000.000	20%	200.000	800.000
02	1.000.000	20%	200.000	600.000
03	1.000.000	20%	200.000	400.000
04	1.000.000	20%	200.000	200.000
05	1.000.000	20%	200.000	0.00

المصدر. من إعداد الباحث.

شكل (1-1). منحى بيان للقيمة المحاسبية الصافية للسيارة النفعية بدلالة عمرها الإنتاجي حسب طريقة الإهلاك الثابت



## 2-2 الإهلاك المتناقص

الإهلاك المتناقص هي طريقة أخرى لإيجاد تناقص القيمة الأصلية للاستثمار بشكل غير منتظم على مدى عمره الإنتاجي. وعليه، فهذه الطريقة لا تختلف عن طريقة الإهلاك الثابت إلا في كون أقساطها متناقصة<sup>1</sup>. تحدد أقساط

<sup>1</sup>-عبد النور براهيم، المحاسبة المعمقة، الصفحات الزرقاء، الجزائر، 2002، ص.27.

الإهلاك المتناقص بضرب القيمة المحاسبية الصافية للسنة  $n-1$  في معاملات يحددها التشريع الضريبي، وكما هو الحال في الجزائر، فإن المادة رقم 174 فقرة 02 من قانون الضرائب المباشرة تحدد هذه المعاملات كالتالي:

1,5 إذا كانت مدة الاستغلال بين 03 و 04 سنوات ؛

2,0 إذا كانت مدة الاستغلال بين 05 و 06 سنوات؛

2,5 إذا كانت مدة الاستغلال أكثر من 06 سنوات<sup>1</sup>.

مثال. نستخدم معطيات المثال الأول.

المطلوب. إيجاد جدول الإهلاكات حسب طريقة الإهلاك المتناقص.

الحل. لإيجاد جدول الإهلاكات حسب الطريقة المتناقصة علينا البحث عن معدل الإهلاك المتناقص.

معدل الإهلاك المتناقص = معدل الإهلاك الثابت  $\times$  المعامل .

معدل الإهلاك المتناقص في مثالنا يساوي  $20\% \times 2 = 40\%$ .

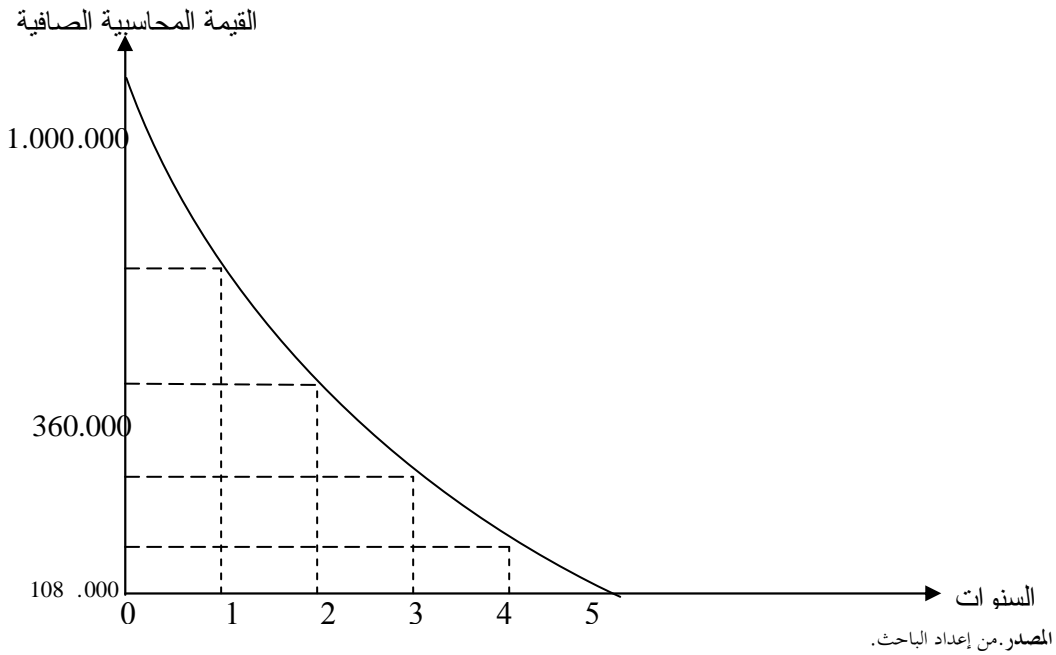
الجدول رقم (1-2). جدول إهلاكات السيارة النفعية حسب طريقة الإهلاك المتناقص

السنوات	القيمة الأصلية للاستثمار	معدل الإهلاك	أقساط الإهلاك	القيمة المحاسبية الصافية VNC
01	1.000.000	40%	400.000	600.000
02	600.000	40%	240.000	360.000
03	360.000	40%	144.000	216.000
04	216.000	50%	108.000	108.000
05	108.000	-	108.000	0.00

المصدر. من إعداد الباحث .

<sup>1</sup>سعدان شبايكي، مرجع سبق ذكره، ص.207.

الشكل رقم (1-2). منحى بياني للقيمة المحاسبية الصافية للسيارة النفعية بدلالة عمرها الإنتاجي حسب طريقة الإهلاك المتناقص



تتميز طريقة الإهلاك المتناقص من تمكين المؤسسة من استرجاع أقساط الإهلاك بمبالغ عالية في السنوات الأولى، ثم تتناقص تدريجياً وهذا ما يمكن المؤسسة التي تطبق هذا النوع من الإهلاك من استرجاع أموالها المنفقة على الاستثمارات بسرعة أكبر من التي تستخدم باقي طرق احتساب الإهلاك، وهذا ما يخدم المؤسسة خاصة في فترات التضخم المرتفع.

### 3-2 الإهلاك الفعلي

يعتبر الإهلاك الفعلي طريقة أخرى لتقييم تدهور الأصول المادية، وتعتمد هذه الطريقة على المعاينة الحقيقية للأصل محل الإهلاك وذلك عقب كل دورة. وعليه، الحصول على القسط الحقيقي للإهلاك وذلك بطرح القيمة السوقية الحالية للأصل من قيمته المحاسبية الصافية. تعتبر طريقة الإهلاك الفعلي من بين أكثر الطرق مصداقية لحساب الإهلاك.

### ثانياً. المؤونات

تعتبر المؤونات إحدى المكونات الأساسية للتمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية، وذلك لاعتبارها مصاريف وهمية، لا ينتج عنها تدفق نقدي خارجي حقيقي. وعليه، سنوضح في ما يلي باختصار مفهوم المؤونات.

## 1- تعريف المؤونات.

**التعريف الأول.** المؤونات هي مبالغ مالية تقوم المؤسسة الاقتصادية بتكوينها بغض النظر إذا كانت هذه المؤسسة قد حققت ربحاً أو خسارة، وهذا حسب ما وضحته المادة 718 من القانون التجاري الجزائري، فهي تركز على فكرة الاحتمالات فيما يخص قيمتها ووقت حدوثها. و المؤونات تعتبر تجسيدا لمبدأ من المبادئ الأساسية للمحاسبة، ألا وهو مبدأ الحيطة والحذر، ومن ثم فهي ليست توزيعاً للربح وإنما هي تحميل عليه، وتحسب المؤونات من الربح الخاضع للضريبة، ما يجعلها تساهم في تحقيق وفورات ضريبية للمؤسسة.

**التعريف الثاني.** المؤونات هي مقابلة الانخفاض غير العادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الانخفاض عن طريق رصد مبالغ لمقابلة الانخفاض المتوقع<sup>1</sup>.

## 2- أنواع المؤونات و شروط تكوينها

### 1-2 أنواع المؤونات

نقوم بتصنيف المؤونات في بحثنا هذا وفقاً لما صنفته المخطط المحاسبي الوطني وذلك كالآتي:

#### أ- مؤونات تدني قيمة الأصول

- مؤونة تدني قيمة المخزونات ( ح/39)؛

- مؤونة تدني في قيمة الحقوق ( ح/49).

#### ب- مؤونات الخسائر والتكاليف

- مؤونات الأخطار والخسائر المحتملة ( ح/190)؛

- مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات ( ح/195).

### 2-2 شروط تكوين المؤونات

يستدعي تكوين المؤونات ضرورة توفر الشروط التالية:

1- يجب أن نقدر الخسائر بشكل دقيق، للابتعاد عن المبالغة والمغالاة<sup>2</sup>؛

2- يجب أن يكون التدهور محقق من حيث طبيعته<sup>3</sup>؛

3- أن تكون أسباب انخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس سنة تكوين المؤونة .

<sup>1</sup> - ناصر دادى عدون، مرجع سبق ذكره، ص.28.

<sup>2</sup> -المادة 141 فقرة 5، من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة الجزائر.

<sup>3</sup> -محمد بوتين، الحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1998، ص.214-215.

### 3- دور المؤونات في التمويل الذاتي

لا يمكن اعتبار كل أصناف المؤونات عناصر مكونة للتمويل الذاتي، وإنما فقط المؤونات ذات الطابع الاحتياطي أي المتعلقة بالخسائر و التكاليف هي التي تشكل جزء من التمويل الذاتي، وهذا راجع إلى أن:

- مؤونات تدني قيمة الأصول ( مخزونات و حقوق) لا يتم تكوينها إلا بعد التأكد من تدني قيمة المخزونات أو الذمم، بغية تغطية ذلك النقص. وعليه، لا تبقى بحوزة المؤسسة طويلا، لذا فهي لا تؤثر على التمويل الذاتي للمؤسسة؛

- إن المؤونات ذات الطابع الاحتياطي يتم تخصيصها قبل موعد الحادثة. وعليه، يمكن للمؤسسة الاحتفاظ بها إلى غاية التحقق الفعلي للتكلفة، التي تم تكوين المؤونة من أجلها، كذلك قد تتفاوت تأثير مؤونات الخسائر والتكليف على التمويل الذاتي فيما بينها:

**أثر المؤونات والخسائر المحتملة ( ح/190).** يتوقف هذا النوع من المؤونات على تحقق الحادث الذي يرتبط بدوره بعوامل خارجية عن المؤسسة وعادة يتميز هذا النوع من المؤونات بالبقاء في حوزة المؤسسة لفترة زمنية قصيرة الأجل، ما يستدعي القول أنه ذا تأثير ضعيف على التمويل الذاتي.

**أثر مؤونات الأعباء الموزعة على عدة دورات ( ح /195).** يتميز هذا النوع من المؤونات بضخامة المبالغ المخصصة، مما يجعل عملية تحميلها على دورة مالية واحدة غير ممكن لذا تلجأ المؤسسة إلى توزيعها على عدة دورات مالية ( 03 - 05 سنوات)، ما يمكن المؤسسة من استخدام مخصصات هذه المؤونة في التمويل الذاتي إلى غاية بلوغ هذه المخصصات إلى المبلغ والوقت المحددان لاستخدامها النهائي، وهذا ما يجعل هذا النوع من المؤونات ( ح/195) ذا تأثير كبير على التمويل الذاتي.

#### ثالثا. النتيجة غير الموزعة

قبل الحديث عن النتيجة غير الموزعة ( الأرباح المحتجزة)، يجدر بنا أن نشير إلى النتيجة الصافية وكيفية تشكلها، فالنتيجة الصافية هي ثمرة النشاط الكلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث تمثل رصيد نشاط المؤسسة الاقتصادية، وكل وحدة اقتصادية تسعى لتعظيم نتيجتها الصافية كونها من بين أهم المؤشرات الدالة على حالة المؤسسة وبفضلها تتمكن المؤسسة الاقتصادية من ضمان استمراريتها في الوجود.

ويعرفها القانون التجاري الجزائري في مادته 720 " تشكل الأرباح الصافية من الناتج الصافي من السنة المالية بعد طرح المصاريف المالية وتكاليف الشركة الأخرى بإدراج جميع الاستهلاكات و المؤونات"<sup>1</sup>.

ويمكن إيجاد النتيجة الصافية بإتباع إحدى الطريقتين التاليتين:

<sup>1</sup> أنظر المادة 720 من القانون التجاري الجزائري.



1- من الميزانية المحاسبية. وذلك من خلال إيجاد الفرق بين الأصول والخصوم؛

2- من جدول حسابات النتائج. وذلك بحساب الفرق بين النواتج والتكاليف ( حسابات التسيير 6، 7).

تخضع النتيجة الصافية المتحصل عليها من طرف المؤسسة الاقتصادية في نهاية السنة المالية، للسياسة المتبعة من طرف إدارة هذه المؤسسة وكذا إلى قرارات الجمعية العامة التي تقضي فيما ستوزع فيه النتيجة الصافية بين ذوي الحقوق من مساهمين، مسيرين، عمال، وبين ما يحتفظ به لحساب المؤسسة إما في شكل احتياطات\* أو من أجل إعادة الاستثمار، ومن الممكن أن يبقى جزء من هذه النتيجة قيد التخصيص (ح/18)<sup>1</sup> وفي الوقت ذاته يمكن استغلاله لتدعيم التمويل الذاتي.

إذن الأرباح المحتجزة هو ذلك الجزء المتبقي من النتيجة الصافية بعد توزيعها على ذوي الحقوق من مساهمين، مسيرين، عمال، وتعتبر النتائج غير موزعة مصدرا مهما مرغوبا فيه لتقوية المركز المالي للمؤسسة ولمواجهة حالات الإحلال والتجديد والتوسعات، متى أمكن ذلك، إلا أن توزيع الأرباح من ناحية أخرى وعدم احتجازها أمر مرغوب فيه، خاصة من طرف المساهمين. لذا تعتبر مسألة إيجاد توازن بين نسبة الأرباح الموزعة ونسبة الأرباح المحتجزة أمرا ضروريا، وهذا التوازن لا يتحقق إلا من خلال إحداث سياسة توزيع رشيدة تراعي مصلحة كل الأطراف<sup>2</sup>.

## الفرع الرابع. آثار استخدام التمويل الذاتي على المؤسسة الاقتصادية

### 1- مزايا استخدام التمويل الذاتي

تنوع وتعدد مزايا استخدام التمويل الذاتي كمصدر لتمويل المؤسسة الاقتصادية ومن بين أهمها نجد:

1. يساهم اعتماد التمويل الذاتي كمصدر للتمويل في تخفيض المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، وهذا ما

يؤدي إلى توسيع قائمة المشاريع الاستثمارية المقبولة من طرف المؤسسة. وعليه، زيادة الفرص أمامها؛

2. يعتبر اعتماد التمويل الذاتي كمصدر تمويلي مؤشر للنمو الطبيعي للمؤسسة، وهذا ما يعطي صورة عن

نشاط هذه الأخيرة؛

---

\* يجبر القانون التجاري الجزائري في مادته رقم 721 المؤسسة الاقتصادية على تكوين احتياطي قانوني وذلك بنسبة 05% من النتيجة الصافية على ألا يتجاوز نسبة 10% من رأس المال الجماعي. أما باقي أنواع الاحتياطات الأخرى فتعتبر اختيارية، علما أن الاحتياطات لا تضاف إلى الأموال الجماعية.

<sup>1</sup> M<sup>ed</sup> zine Khafrabi, **Comptabilité des sociétés**, 3<sup>eme</sup> édition, Berti édition, Alger, 2002, pp.05-12 .

<sup>2</sup> الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، حلب، 2001، ص. 41.

3. تتميز عادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أو المؤسسات حديثة النشأة بدرجة ائتمانية ضعيفة نوعا ما، ما يجعل حصولها على أموال من مصادر تمويل خارجية أمر صعب المنال نسبيا، لذا يعتبر التمويل الذاتي الحل الأمثل بالنسبة لها؛

4. من بين المكونات الأساسية للتمويل الذاتي، نجد كل من الإهلاكات والأرباح المحتجزة. حيث أن الإهلاكات يتم خصمها من الوعاء الضريبي، أما الأرباح المعاد استثمارها ؛ تحضى بتخفيضات ضريبية بـ 30% وهذا حسب التشريع الجزائري<sup>1</sup>؛

5. يرفع التمويل الذاتي من الدرجة الائتمانية للمؤسسة الاقتصادية. وعليه، يدعم قدرتها الافتراضية؛

6. يضمن التمويل الذاتي للمؤسسة الاقتصادية الاستقلالية في اتخاذ قراراتها في منى عن تدخل الدائنين أو المساهمين الجدد.

رغم المزايا العديدة التي يقدمها التمويل الذاتي للمؤسسة الاقتصادية، إلا أنه لا يخلو من العيوب والتي نذكر منها ما يلي:

### عيوب استخدام التمويل الذاتي

1. من الممكن أن يتسبب الاعتماد على التمويل الذاتي كمصدر تمويل وحيد في عرقلة وتعطيل نمو المؤسسة وذلك لعدم كفايته لتمويل كل مشاريعها الاستثمارية؛
2. يعتبر التمويل الذاتي مصدر تمويلي داخلي. وعليه، فإن عملية توظيفه واستخدامه لا تخظى بالرقابة الكافية التي يحضى بها باقي مصادر التمويل الأخرى وهذا ما قد يؤدي إلى استخدامه بطريقة غير مثلى؛
3. إن زيادة حجم الأرباح المحتجزة من أجل رفع قيمة التمويل الذاتي قد يؤدي إلى استياء بعض المساهمين، وذلك ما يؤثر على السعر السوقي لأسهم هذه المؤسسة.

## المطلب الثاني. الأسهم

### الفرع الأول. الأسهم العادية

#### 1- مفهوم الأسهم العادية ومختلف قيمها

تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل، وتعتبر وسيلة تمويل رئيسية خاصة في شركات المساهمة، ويمكن اللجوء إليها عند بدأ المشروع أو خلال حياته<sup>2</sup>. يمكن كذلك تعريف السهم العادي بأنه

<sup>1</sup> - حميد بوزيدة، التقنيات الجبائية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص.22.

<sup>2</sup> - مصطفى رشدي شبيحة، اقتصاديات النقود والمصارف، الطبعة السادسة، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996، ص.447.

" مستند ملكية قابل للتداول يعطي لحامله حق في النتائج التي تحققها المؤسسة و تمكينه من المشاركة و التصويت في الاجتماعات السنوية للجمعية العامة. و في حالة تصفية المؤسسة له الحق في جزء من أموال التصفية، [وهذا بعد أخذ كل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية لحقوقهم]"<sup>1</sup>. و للسهم العادي عدة قيم نذكر أهمها:

أ) **القيمة الاسمية.** هي القيمة التي ينص عليها عقد الإصدار وتظهر في شهادات السهم، وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح.

ب) **القيمة الدفترية.** هي قيمة السهم حسب السجلات المحاسبية للمؤسسة، ويمكن إيجادها بقسمة حقوق الملكية ( القيمة الاسمية للسهم + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العادية.

ج) **القيمة السوقية.** يحددها السوق عن طريق قوى العرض والطلب، وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار، فهي متقلبة خلال التعامل اليومي، وتتسم بعدم الاستقرار من فترة لأخرى.

د) **القيمة التصفوية.** وهي قيمة السهم التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية المؤسسة، بعد سداد حقوق حملة السندات والأسهم الممتازة، وكل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية.

هـ) **قيمة السهم حسب العائد.** هي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع إليه مقابل استثمار أمواله<sup>2</sup>.

## 2- خصائص الأسهم العادية

1- السهم وثيقة ملكية، يمثل جزء من رأس مال الشركة ؛ حيث يتشكل رأس مال شركات المساهمة من سعر السهم مضروب في عدد الأسهم؛

2- يحق لحملة الأسهم الحضور في الجمعيات العامة والاستثنائية للمؤسسة والتصويت. وعليه، فإن حملة الأسهم يتمتعون بحق المساهمة في تسيير المؤسسة<sup>3</sup>؛

3- لا تتحدد أرباح الأسهم مسبقا وإنما هي مرتبطة بالنتيجة الصافية للدورة؛

4- يستعيد حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد استرجاع كل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية لحقوقهم ؛ مثل أصحاب السندات والأسهم الممتازة<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup>- Jacques. Teulié& Patrik. Topsacalian, **Finance**, Carlo Descamps, France, 1994, p.203.

<sup>2</sup> - محمد شفيق حسين طنين، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص.166-168.

<sup>3</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات ، الطبعة الثانية، دار الشروق للتوزيع والنشر، عمان، 2007، ص. 90.

5- لمساهمي المؤسسة الحاليين الأولوية في شراء أي إصدارات جديدة للأسهم تقوم بها المؤسسة وذلك من أجل المحافظة على مراكزهم في المؤسسة.

### 3 - الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية

تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للمؤسسة المصدرة، ورغم كثرة هذه المزايا إلا أن الأسهم العادية لا تخلو من العيوب والنقائص، فمن خلال هذا الفرع، نحاول تلخيص أهم الآثار الإيجابية والسلبية على المؤسسة المصدرة.

#### 3-1 مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية

1- المؤسسة المصدرة للأسهم العادية ليست مجبرة قانوناً بإجراء توزيعات على المساهمين بشكل دوري إذ ترتبط عملية توزيع الأرباح بتحقيق المؤسسة لنتائج إيجابية، وكذلك بسياسة الأرباح للمؤسسة التي تحددها الجمعية العامة. هذا ما يجعل المؤسسة التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم العادية تتعرض إلى مخاطر مالية أقل من تلك التي تلجأ إلى التمويل عن طريق أسهم ممتازة أو سندات، حيث تكون مجبرة لدفع أقساط الفائدة بشكل دوري وإلا يتم إعلان إفلاسها؛

2- الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم للمؤسسة، حيث لا يحق لحاملها استرجاع قيمتها من مصدرها وإنما فقط نقل ملكيتها عن طريق بيع السهم؛

3- تنخفض نسبة الرفع المالي للمؤسسة نتيجة لإصدارها مزيد من الأسهم العادية، هذا ما يؤدي إلى الرفع من قدرتها الاقتراضية؛

4- تعتبر الأسهم العادية من بين أنسب مصادر التمويل لحيازة الأصول الثابتة<sup>2</sup>.

#### 3-2 مساوئ التمويل عن طريق الأسهم العادية

1- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من طرف حاملتها؛

2- لا تعتبر توزيعات الأسهم العادية من بين الأعباء المخصوصة من النتيجة الخاضعة للضريبة، وهذا ما يُفوت على المؤسسة فرصة تحقيق وفورات ضريبية، والتي كان من الممكن الحصول عليها عن طريق اللجوء إلى مصادر تمويل أخرى؛ مثل السندات والقروض؛

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الاسم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص.41.

<sup>2</sup> ولیم عاطف أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، سنة 2006 ص. 376.

3- إن كثرة حاملي الأسهم العادية، يسهم في جعل عملية اتخاذ القرار أكثر تعقيدا وذلك لتشتت الأصوات عند التصويت في الجمعية العامة.

## الفرع الثاني. الأسهم الممتازة

### 1 - مفهوم الأسهم الممتازة

يعتبر السهم الممتاز مستند ملكية، مثله مثل السهم العادي حيث يمتلك قيمة اسمية وقيمة سوقية، إلا أنه يتميز عن السهم العادي ببعض المميزات، حيث يحضى السهم الممتاز بتوزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من قيمته الاسمية، وفي حالة عدم تحقق الأرباح في سنة ما، أو تحققت أرباح لكن قررت المؤسسة عدم توزيعها، فلا يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بها، وفي الوقت ذاته لا يحق إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على حقهم في توزيعات السنوات السابقة، مع هذا قد تُنص بعض عقود التأسيس على غير ذلك، أي من الممكن أن تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها الأرباح. كذلك، تعتبر الأسهم الممتازة ذات مدة حياة غير منتهية والمصدرة هي الوحيدة التي تستطيع استدعاء هذه الأسهم شريطة منح حاملها أسعار تفوق قيمتها الاسمية. كذلك يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة تصفية المؤسسة، لكن يفتقد حملة هذه الأسهم لحق التصويت في الجمعية العامة<sup>1</sup>.

### 2 - آثار التمويل بالأسهم الممتازة على المؤسسة

#### 1-2 مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

- 1- لا تتأثر رقابة المساهمين ( حملة الأسهم العادية) على المؤسسة بلجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الأسهم الممتازة؛
- 2- لا يوجد أي إلزام قانوني على المؤسسة لدفع توزيعات الأسهم الممتازة في حال حققت هذه المؤسسة خسائر، أو قررت جمعيتها العامة عدم توزيع الأرباح؛
- 3- ليس هناك تاريخ استحقاق محدد للأسهم الممتازة لذلك تعتبر أكثر مرونة من السندات؛
- 4- إمكانية إصدار المؤسسة لأسهم ممتازة دون وضع أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل، كما يحدث في حالة التمويل بالقروض؛

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص.22.

5- تجنب المؤسسة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية، من حيث العائد لأن عائد الأسهم الممتازة محدد مسبقاً وثابت<sup>1</sup>.

## 2-2 مساوى التمويل بالأسهم الممتازة

- 1- إن معدل عائد الأسهم الممتازة أعلى من العائد الخاص بالسندات؛
- 2- عائد الأسهم الممتازة ثابت ولا علاقة له بنتيجة المؤسسة؛
- 3- تكلفة الأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المؤسسة من ورائها وفيات ضريبية.

### المطلب الثالث. الدعم والمساعدات الحكومية

#### الفرع الأول. مفهوم الدعم و المساعدات الحكومية

من الممكن أن تستفيد المؤسسات الاقتصادية من موارد مالية عن طريق المساعدات و الإعانات الممنوحة من طرف السلطات العمومية، و الهدف المتوخى من منح المساعدات و الإعانات إلى القطاع الاقتصادي هو المحافظة على التوازن العام للنشاط الاقتصادي وتستهدف المساعدات و الإعانات على وجه الخصوص المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في بعض القطاعات الحساسة، التي تحقق مصالح عامة للمجتمع.

من بين أهم أهداف الإعانات و المساعدات المقدمة من طرف الدولة للمؤسسات الاقتصادية نذكر ما يلي :

-المحافظة على مناصب الشغل الحالية و محاولة خلق أخرى جديدة؛

-إنشاء مؤسسات اقتصادية جديدة؛

-تشجيع التطور العلمي و التكنولوجي ؛

-مكافحة التلوث.

#### الفرع الثاني.أنواع الدعم و المساعدات الحكومية

إن الدعم و المساعدات المقدمة من طرف الدولة للمؤسسات الاقتصادية تأخذ العديد من الأشكال ومن

بين أهمها نذكر ما يلي:

1- التديم. تقوم الدولة في بعض الحالات بمنح مبالغ مالية للمؤسسات بغرض محدد و ينقسم إلى قسمين

أساسيين هما:

- تديم الاستغلال. تقوم بمنحها من أجل الرفع من قيمة النتيجة؛

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص. 517.

- تدعيم الدورة الاستثمارية. من اجل تشجيع المؤسسات على حيازة تجهيزات جديدة لمواكبة التطورات التكنولوجية.

2- التخفيضات. هذا النوع من المساعدات يتمثل في تحمل الدولة لجزء من سعر الفائدة المطبق على المؤسسة من طرف المؤسسات المالية، و هذا ما يشجع المؤسسات على الاقتراض أكثر. و عليه، التوسع في الاستثمارات بشكل اكبر.

3- الضمانات. في بعض الأحيان تقوم الدولة بمنح ضمانات لبعض المؤسسات من اجل الحصول على قروض بشكل مسهل، و كذلك تخفيض الخطر المحيط بالأموال الخاصة.

### الفرق بين المساعدات و التدعيم

إن الفرق بين المساعدات و التدعيم الممنوح من طرف الدولة يكمن في أن المساعدات يتم قبضها من طرف المؤسسة الاقتصادية من اجل هدف معين، أما التدعيم الحكومي عموما يدفع من طرف الدولة مباشرة لدائني المؤسسة.

إن المساعدات أو التدعيمات المقدمة من طرف الدولة تكتسي في معظم الأحيان طابع الأموال الخاصة لان المؤسسة ليست مطالبة بتعويضها ثانية للدولة.

### المبحث الثاني. أموال الاستدانة

إن الحياة الاقتصادية للمؤسسة ينتج عنها التزامات متعددة ومتنوعة، ولإيفاء بمختلف هذه الالتزامات يجدر بالمؤسسة توفير التمويل اللازم لها، والاعتماد على أموال الملكية فقط؛ لا يكفي في بعض الأحيان لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة كاملة، ما يضطر هذه الأخيرة اللجوء إلى مصادر أخرى والمتمثلة في أموال الاستدانة، أي اللجوء إلى الاقتراض لتكميل ما عجزت عن تلبية أموال الملكية، أو استجابة للسياسات المالية للمؤسسة.

ومن أجل الإحاطة بأهم أنواع أموال الاستدانة، نتناول هذا المبحث بالتطرق للمطالب الآتية:

- المطلب الأول: السندات البورصية ؛
- المطلب الثاني : التمويل بالقروض ؛
- المطلب الثالث: القرض التجاري.

## المطلب الأول. السندات البورصية

### الفرع الأول. السندات الكلاسيكية

#### 1- مفهوم السندات

التعريف اللغوي. السندات جمع سند، والسند في اللغة ما قابلك من الجبل، وعلا من السفح ومعتمد الإنسان، وضرب من البرود.

#### التعريف الاصطلاحي.

التعريف الأول. صك قابل للتداول يمثل قرضاً يمكن التحصل عليه عن طريق الإصدار ؛ حيث يعتبر هذا الأخير العملية التي تمكن المؤسسة من طرح سنداتها على الجمهور، ويتم ذلك عن طريق الاكتتاب العام، ويكون عادة بواسطة البنوك، وتعلن الجهة المصدرة كل المعلومات المتعلقة بالسندات، وأهمها بيان مقدرتها على الوفاء بالمبلغ المقرض و العوائد المترتبة عليه. يعتبر حامل سند الشركة دائئاً لها، ولا يعد شريكاً فيها، على خلاف حامل السهم، ويعطى حملة السندات فائدة ثابتة سنوياً ولهم الحق في استيفاء قيمتها عند حلول أجل معين.

التعريف الثاني. تعتبر السندات صكوك مديونية تصدرها الحكومة أو المؤسسات الاقتصادية وهي بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة ( المقرض ) والمستثمرين ( المقرضين )، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها مهما كانت نتائج المؤسسة بشكل دوري وفي تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض، مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما قد يتضمن العقد شروطاً لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق<sup>1</sup>.

#### 2- خصائص السندات

1- تتميز السندات بمجموعة من المحددات و المتمثلة في ما يلي<sup>2</sup>:

- القيمة الاسمية. وهي القيمة التي يتم وفقها إصدار السندات، و على أساسها يتم احتساب الفوائد.
- معدل الكوبون. يعبر عن سعر الفائدة ( الأسمى ) على السند المصدر، حيث يحصل المستثمر على فوائد دورية طبقاً لهذا المعدل.
- أجل الاستحقاق (Maturity Date). وهو تاريخ استحقاق السند، أي التاريخ المتفق عليه لرد القيمة الاسمية للمستثمرين.



○ **حق استدعاء السندات.** قد ينص عقد إصدار السندات في بعض الحالات على أنه يحق للجهة المصدرة أن تقوم باستدعاء السندات في أي وقت ولا بد أن تخطر حملة السندات بهذا الأمر وغالبا ما تلجأ الشركات إلى هذا النوع من الاستدعاء إذا انخفض سعر الفائدة السوقي عن سعر الفائدة المتفق عليه، وبذلك تستفيد الجهة المصدرة للسندات بفروق مدفوعات الفوائد.

2- يمثل السند ديناً على الشركة، فإذا أفلست أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاصة الممنوحة من قبلها لحملة السند، سقط أجل الدين، واشترك حامل السند مع باقي الدائنين للشركة في استيفاء حقوقهم؛

3- لحامل السند حق الأولوية في استيفاء قيمة السند عند التصفية قبل حاملي الأسهم؛

4- لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين، ولا يكون لقراراتها أي تأثير بالنسبة له؛ إذ لا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد، ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد<sup>1</sup>؛

5- يكون السند طويل الأجل؛

6- يكون السند قابلاً للتداول كالسهم؛

7- قرض السندات قرض جماعي؛ فالشركة تتعاقد مع مجموع المقرضين، لأن القرض مبلغ إجمالي، مقسم إلى أجزاء متساوية، هي السندات.

## 2 - آثار التمويل بالسندات على المؤسسة

### 2-1 مزايا التمويل عن طريق السندات

1- تتميز السندات بتكلفة ثابتة، لا تتغير ومستوى أرباح المؤسسة، لأنها تعتبر من المصاريف وليس تكلفة على صافي الأرباح. للمؤسسة المصدرة في بعض الحالات الحق في استدعاء السندات المصدرة في حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق عن أسعار الفائدة للسند وبالتالي تقوم الجهة المصدرة بشرائها وإصدار سندات ذات معدل فائدة أقل؛

2- تعتبر السندات من بين أقل أنواع التمويل تكلفة؛

3- الأقساط التي تدفعها المؤسسة لأصحاب السندات تخصم من الوعاء الضريبي. وعليه، تحقق وفورات ضريبية؛

4- لا يمتلك حملة السندات الحق في التصويت في الجمعية العامة. وعليه، لا يحق لهم التدخل في تسيير المؤسسة.

### 2-2 عيوب التمويل عن طريق السندات

<sup>1</sup> تاريخ الاطلاع 09/01/31 [www.guide-finance.ch/ica\\_french](http://www.guide-finance.ch/ica_french)

- 1- تشكل السندات تكلفة ثابتة على كاهل الجهة المصدرة لها مهما كانت النتيجة المحققة، مما يزيد من المخاطر المالية؛
- 2- لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى إصدار سندات يحدث تغيير على بنية هيكلها التمويلي، ما يتسبب في إضعاف قدرتها الاقتراضية؛
- 3- يؤدي الفشل في تسديد مستحقات السندات في الوقت المحدد إلى تعريض المؤسسة للإفلاس؛
- 4- إن الاعتماد على السندات كمصدر تمويلي غير متاح لجميع المؤسسات و تحديدا ذات المركز الائتماني الضعيف أو المؤسسات الصغيرة أو المتوسطة؛
- 5- تتميز السندات بموعد استحقاق ما يجعل المؤسسة المصدرة لها تخصص احتياطات لمواجهةها.

### الفرع الثاني. السندات القابلة للتحويل L'obligation convertible

لا تختلف السندات القابلة للتحويل عن السندات الكلاسيكية بشكل عام، حيث أن لها معدل فائدة ثابت تحسب على أساسه عوائد هذا النوع من الأوراق المالية، إلا أنها تمتلك خاصية تجعلها تتميز عن السندات العادية وهي إمكانية تحويلها إلى سهم أو عدة أسهم للمؤسسة المصدرة لها، هذا ما يجعلها تمتاز بمرونة عالية، حيث أن عوائدها من الممكن أن تكون ثابتة في حالة بقائها في شكل سندات، ومن الممكن أن تصبح متغيرة إذا أصبحت في شكل أسهم، أما ضريبيا فتعامل السندات القابلة للتحويل قبل عملية تحويلها إلى أسهم معاملة القروض وبعد تحويلها تعامل معاملة أموال الملكية<sup>1</sup>.

**فترة تحويل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم.** تحدد فترة التحويل في عقد الإصدار الأولي أو في غالب الأحيان تكون عملية التحويل عند بلوغ استحقاق هذه السندات حيث لا يعرض صاحبها في شكل نقدي وإنما يتم تعويضه عن طريق تقييمها ومنحه بدلها أسهما، لكن في بعض الحالات تفرض المؤسسة المصدرة على حملة السندات القابلة للتحويل حلين، وهما إما أن ترجع لهم أموالهم قبل تاريخ الاستحقاق أو أن يقوموا بتحويلها إلى أسهم. و على المستثمر في هذه الحالة اختيار أحد الحلين المقترحين.

من الممكن أن يحول السند القابل للتحويل إلى سهم أو إلى عدة أسهم وهذا تبعا لقاعدة التحويل التي تحدد لحظة الإصدار، وتعديل هذه القاعدة عند التغيير في رأس مال المؤسسة أو اندماج مؤسسة مع أخرى أو حالة إصدار أسهم مجانية.

<sup>1</sup> [www.six-swiss-exchange.com](http://www.six-swiss-exchange.com) تاريخ الاطلاع 2008/12/23 L'obligation convertible

يسعى المستثمر عادة من وراء اكتساب السندات القابلة للتحويل إلى المراهنة على مستقبل المؤسسة، وذلك يتمثل في سعيه إلى الحصول على أسهم المؤسسة المصدرة لهذا النوع من السندات أكثر من سعيه لتحصيل مردود مادي عن السند<sup>1</sup>، ونظرا للمزايا التي يتمتع بها هذا النوع من الأوراق المالية يجعلها تضمن مصدر تمويل بالنسبة للمؤسسة وهذا باستدراج الكثير من المستثمرين.

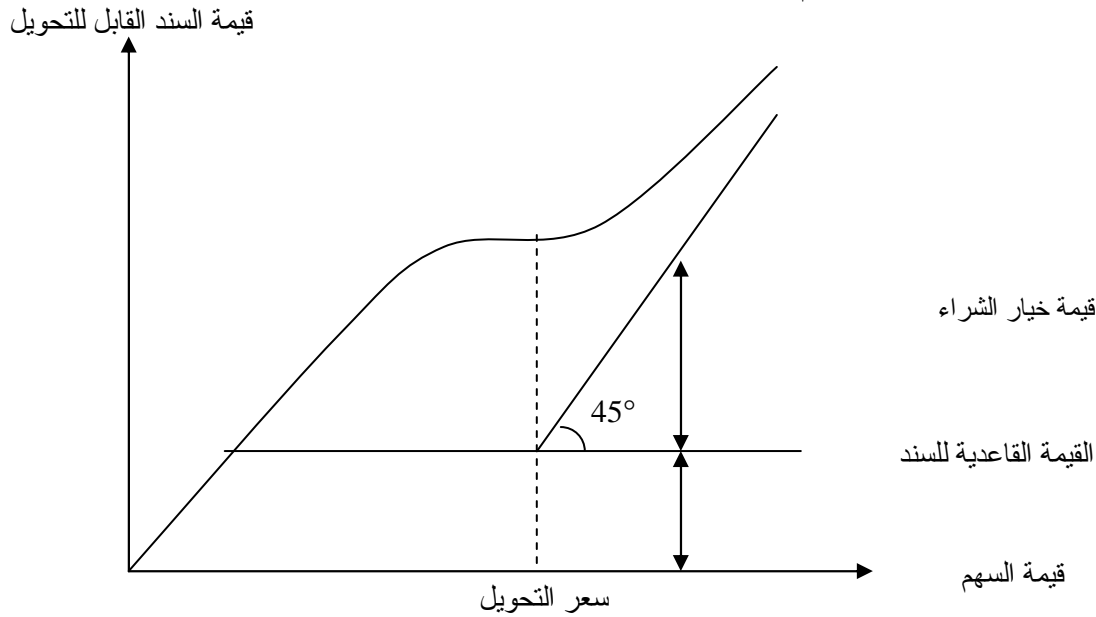
**قيمة السندات القابلة للتحويل.** تتحدد قيمة السند القابل للتحويل من خلال الجمع بين قيمة السند الكلاسيكي وقيمة خيار شراء السهم.

$$\text{قيمة السند القابل للتحويل} = \text{قيمة السند الكلاسيكي} + \text{قيمة خيار شراء السهم}$$

تعتبر القيمة القاعدية للسند القابل للتحويل إلى أسهم هي قيمة السند الكلاسيكي، والتي تحسب على أساس التدفقات المالية المستقبلية الناتجة عنه بسعر فائدة سوقي.

والشكل رقم (3-1) يبين قيمة كل من القيمة القاعدية والكلية للسند القابل للتحويل .

الشكل رقم (3-1). التحديد البياني للقيمة الكلية للسند القابل للتحويل



المصدر . Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 6<sup>e</sup> édition, Edition Dalloz , Paris, année (?), p. 557

1 [www.edubourse.com](http://www.edubourse.com) تاريخ الاطلاع 2008/12/23 La valeur d'une obligation convertible

## الفرع الثالث.سندات المساهمة Les titres de participation

تعتبر سندات المساهمة ورقة مالية، تم إنشاؤها لأول مرة سنة 1983<sup>1</sup>، يتم إصدارها من طرف المؤسسة الاقتصادية وهي قابلة للتداول إلا أنها تتميز عن باقي الأوراق المالية كونها تشتمل على نوعين من العوائد، هما جزء ثابت متمثل في فوائد دورية مترتبة على قيمة السند وجزء متغير يتبع النتائج التي تحققها المؤسسة المصدر.

### 1- خصائص سندات المساهمة

- 1- لا يمتلك حملة سندات المساهمة الحق في التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة؛
- 2- من الممكن تداول سندات المساهمة ؛
- 3- سندات المساهمة لا تمتلك تاريخ استحقاق محدد. وعليه، لا يمكن استرجاع قيمتها إلا عن طريق التنازل عنها إلى مستثمر آخر أو عن طريق تصفية المؤسسة وذلك بعد أن يأخذ كل من أصحاب السندات والقروض لأموالهم، أو من خلال تحديد المؤسسة المصدرة في عقد الإصدار لأجل استحقاق معين، ولا بد أن لا يقل عن خمس سنوات كما نصت عليه المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري الجزائري.
- 4- في كثير من التشريعات التجارية على مستوى العالم يتم تسقيف الجزء المتغير من عائد سندات المساهمة<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني. القروض

من الممكن أن تحصل المؤسسة الاقتصادية على مصادر تمويلية من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية في شكل قروض، والقرض اصطلاحاً هو " عقد يلتزم به المقرض أن ينقل إلى المقرض ملكية مبلغ من النقود على أن يرده إليه عند نهاية مدة القرض وذلك مقابل فائدة"<sup>3</sup>.

يرى آخرون أن القرض هو نقل للقوة الشرائية من المقرض. وعليه، فإن الفائدة على القروض هي عبارة عن ثمن لنقل هذه القوة.

من الممكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من القروض وذلك اعتماداً على المعيار الزمني للتصنيف؛ حيث نجد قروض طويلة،متوسطة وقصيرة الأجل.

### الفرع الأول.قروض طويلة ومتوسطة الأجل

#### 1-قروض طويلة الأجل

<sup>1</sup> Idem.  
<sup>2</sup>

[WWW.l'express.fr](http://WWW.l'express.fr) , 2009/01/18 تاريخ الاطلاع , Comprendre les titres Participatif . Descamps Christophe

<sup>3</sup>الحجازي عبيد علي أحمد،مصدر سبق ذكره، ص. 72.

تلجأ عادة المؤسسات الاقتصادية بهدف تمويل دورتها الاستثمارية إلى المؤسسات المالية وعلى وجه الخصوص إلى البنوك للحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل، وذلك يكون في شكل قروض طويلة الأجل لمواجهة ما تتطلبه الدورة الاستثمارية من مصادر تمويلية ضخمة وفترات زمنية طويلة قبل البدء في الحصول على العوائد.

القروض طويلة الأجل غالبا ما تفوق مدة استحقاقها السبع سنوات ومن الممكن أن تمتد إلى أكثر من عشرين سنة<sup>1</sup>، ويتم تسديد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم رد أصل القرض على أقساط متساوية في تواريخ محددة، أو يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه<sup>2</sup>. ونظرا لطول مدة استحقاقها ودرجة عدم التأكد من نجاح المشاريع الاستثمارية الممولة، ترتفع درجة مخاطرة هذه القروض، هذا ما يجعل المقرض يرفع من معدل الفائدة المطلوب على مثل هذا النوع من القروض وكذلك يطالب بضمانات من المقرض لضمان استرجاع المبلغ المقرض في حالة عدم نجاح المشروع، وهذا ما ينقل كاهل المقرض ويجعل من القروض طويلة الأجل مصادر تمويل مكلفة.

## 2- قروض متوسطة الأجل

يقول Ph Simon أنه "إلى جانب القروض طويلة الأجل نشأ نوع من القروض يعرف بقروض متوسطة الأجل، لها نفس طبيعة القروض طويلة الأجل أي توجه إلى تمويل الدورة الاستثمارية لكن لمدة زمنية أقل من التي تضمنها القروض طويلة الأجل"<sup>3</sup>. يعرف M. M Schilogel القروض متوسطة الأجل بأنها "قروض موجهة لتمويل الأصول الثابتة والمتداولة، فاستخدامها لتمويل الأصول المتداولة يجعلها تتشابه والقروض قصيرة الأجل من ناحية الهدف وتختلف وإياها في المدة الزمنية، وتمويلها للأصول الثابتة يجعلها تقترب من القروض طويلة الأجل ؛ إذن تعتبر القروض متوسطة الأجل قروض وسطية بين القروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل، ولكن عادة ما يتوافق استخدامها مع استخدام القروض طويلة الأجل"<sup>4</sup>.

تتميز القروض متوسطة الأجل بنفس خصائص القروض طويلة الأجل، إلا أنها ذات مدة زمنية أقصر، حيث تتراوح بين السنة الواحدة وسبع سنوات كحد أقصى، وعادة ما تستخدم لتمويل التجهيزات الإنتاجية ووسائل النقل، الخ. لا تختلف كثيرا آثار التمويل عن طريق السندات والتمويل عن طريق القروض طويلة ومتوسطة الأجل، فكلاهما مصدر تمويلي خارجي ناتج عن الاستدانة، إلا أن السندات تتميز على القروض طويلة ومتوسطة الأجل،

<sup>1</sup> طاهر لطرش، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص. 76.

<sup>2</sup> وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص. 387.

<sup>3</sup> A.Boudinot et J.C Frabot ، Techniques et pratique Bancaires ، 4<sup>ème</sup> édition ، éditions Sirey, Paris, 1978, p.284.

<sup>4</sup> Idem.

بإمكانية استدعائها في حالة تغير الظروف المحيطة بالمؤسسة. أما القروض الطويلة ومتوسطة الأجل فتتميز على السندات بالمرونة لأنها تنتج عن مفاوضات بينية مباشرة بين المقرض والمقترض<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني. القروض قصيرة الأجل

تتمثل القروض قصيرة الأجل في تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير، ولا تزيد مدة استحقاقها عن السنة الواحدة ( 12 شهرا)، وغالبا ما يستخدم هذا النوع من القروض في تمويل دورة الاستغلال. تتميز القروض قصيرة الأجل بتعدد أنواعها، ونحاول في بحثنا أن نصنفها في مجموعتين أساسيتين، وهما قروض تجارية و قروض مصرفية، ونعتمد في هذا التصنيف على الجهة المانحة للقروض.

#### 1- القروض التجارية

القروض التجارية هي أحد صور القروض قصيرة الأجل حيث تحصل عليها المؤسسة من مورديها، فعندما تشتري المؤسسة سلع أو خدمات، من مورد ما، فإنها لا تضطر إلى دفع ثمن هذه البضاعة نقدا، وخلال الفترة الممتدة من تاريخ استلام البضاعة إلى غاية تسديد ثمن هذه البضاعة تكون المؤسسة المشتريّة مدينة للمورد وتسجل قيمة هذه البضاعة محاسبيا لدى المؤسسة المدينة في حساب ديون الموردين<sup>2</sup>.

#### 2- الائتمان المصرفي

تتمثل في قروض قصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية عادة إلى المؤسسات الاقتصادية وتكون آجالها لمدة لا تتجاوز السنة الواحدة، وتلجأ المؤسسات لمثل هذه القروض لمواجهة صعوبات مالية مؤقتة، ويمكن تقسيم القروض المصرفية إلى ما يلي :

#### 1-2 تسهيلات الصندوق

يمنح هذا النوع من القروض للحد من صعوبات السيولة المؤقتة التي تواجهها المؤسسة، وعادة ما تنجم هذه الصعوبات عن الفارق الزمني الموجود بين التدفقات النقدية الخارجة والداخلية، فتهدف تسهيلات الصندوق على أن تُبقي رصيد المؤسسة دائما لحين أقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح المؤسسة فيتم إقتطاع مبلغ القرض. ولا تتجاوز في الأحوال العادية مدة هذا القرض بضعة أيام من الشهر، وتحسب مصاريف هذا القرض على أساس الاستعمال الفعلي لمبلغ القرض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص.387.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص. 413.

<sup>3</sup> طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص.58.

## 2-2 Le découvert bancaire المكشوف

هو اتفاق بين البنك والمؤسسة الاقتصادية، بحيث تتمكن المؤسسة الاقتصادية من خلاله من سحب و استخدام مبلغ يفوق ما لديها في حسابها البنكي بقيمة تعادل ما أتفق عليه، ويعتبر هذا المبلغ قرض قصير الأجل، وفي العادة يكون أقل من سنة واحدة ومن الممكن أن يطلب البنك من المؤسسة بعض الضمانات مقابل منحها هذا النوع من القروض.

## 2-3 القروض الموسمية

تمارس بعض المؤسسات الاقتصادية أنشطة موسمية، وهو ما يجعل مدخلاتها النقدية غير موزعة بشكل منتظم على طول السنة، وأحسن مثال على ذلك هي الأنشطة الفلاحية التي نلاحظ فيها فارق زمني كبير بين التدفقات النقدية الخارجة التي تحدث على طول السنة، والتدفقات النقدية الداخلة التي تحدث مرة في السنة ؛ في مدة زمنية لا تتعدى الشهر الواحد. هذا ما يخلق عجز مؤقت لخزينة المؤسسات الممارسة لأنشطة موسمية، فتلجأ إلى طلب التمويل عن طريق القروض الموسمية والتي صممت لحل مشكلة هذه الأنشطة، ويشترط البنك لمنح هذه القروض مخطط للتمويل يوضح التوزيع الزمني للتدفقات النقدية لهذا النشاط<sup>1</sup>.

## 2-4 قروض الربط

تواجه المؤسسة الاقتصادية خلال حياتها العديد من صور الاحتياج إلى التمويل، فتلجأ إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم أو التنازل عن بعض الأصول بغية توفير التمويل اللازم لاستثماراتها ولكن في بعض الحالات عملية الحصول على الأموال تتطلب بعض الوقت الذي من الممكن أن يتسبب في تضييع الفرص الاستثمارية. ففي هذه الحالة تعتبر قروض الربط حلا لهذه المشكلة، حيث تمكن المؤسسة من الحصول على ما تحتاجه من تمويل بصفة مؤقتة من أجل عدم تضييع الفرص الاستثمارية، في انتظار وصول مصادر التمويل المتفق عليها<sup>2</sup> (طويلة الأجل).

## المطلب الثالث. القرض الايجاري Crédit bail

### الفرع الأول. مفهوم وخصائص القرض الايجاري

#### 1- مفهوم القرض الايجاري

يعتبر القرض الايجاري تقنية تمويلية بديلة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية التي عادة ما تلجأ إلى الاقتراض البنكي، السندي أو أموال الملكية من أجل تمويل عمليات الحيازة على الاستثمارات التي تحتاج إليها في نشاطها. فالقرض

<sup>1</sup> - A. Benhlma, **Pratique et techniques Bancaires**, édition Dahleb, Alger, 1997, p.063.

<sup>2</sup> طاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص.58.

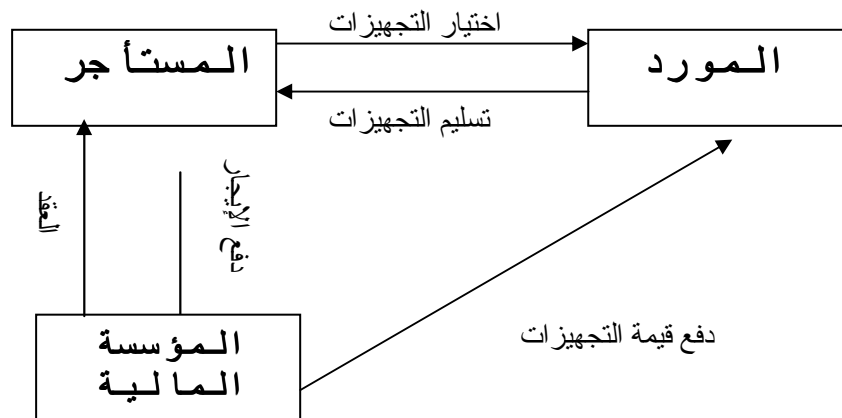
الايجاري هي تقنية تمويل للاستثمارات تعود جذور نشأتها إلى أكثر من 2000 سنة قبل الميلاد؛ حيث ظهرت في عهد الحضارة السومرية وكانت مطبقة خاصة على التجهيزات الفلاحية، وتم إقرارها بشكل رسمي في تشريع هامورابي 1700 سنة قبل الميلاد، أما ظهور القرض الايجاري في شكله الحديث فكان في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة القفزة النوعية في المجال التكنولوجي الذي أصبح يفرض على المؤسسات الاقتصادية مواكبة هذه التطورات من أجل الحفاظ على مكانتها في السوق التنافسية. ونظرا لارتفاع أسعار التجهيزات ذات التكنولوجيا الحديثة وسرعة ظهور ما هو أحدث، ما يجعل عملية مواكبة التكنولوجيا الحديثة عن طريق الشراء أمر صعب المنال بالنسبة لكثير من المؤسسات. وعليه، فإن القرض الايجاري قد يكون هو الحل البديل<sup>1</sup>.

القرض الايجاري هو عقد يبرم بين مستخدم الأصل ويسمى بالمستأجر وبين مالك الأصل وهو المؤجر وينص العقد على أن يدفع المستأجر القيمة الإيجارية المتفق عليها وبذلك تعفى المؤسسة الاقتصادية المستأجرة من مسألة تدبير الأموال لشراء الأصل لتقتصر التزامها المالية على دفع إيجار بشكل دوري للمؤجر يضمن له تغطية تكلفة الأصل، وتحقيق عائد بمعدل يماثل معدل الفائدة على قرض مضمون<sup>2</sup>.

## 2- خصائص قرض الإيجار

1- يربط عقد القرض الايجاري بين ثلاثة أطراف وهي المستأجر، وعادة تتمثل في المؤسسة التي ترغب في اكتساب الأصل (الاستثمار)، المؤسسة الموردة لهذا الاستثمار سواء كانت المصنعة أو الموردة له، والمؤسسة المالية التي تلعب دور الوسيط بين المؤجر و المستأجر الشكل (1-4.أ). وفي بعض الأحيان تقتصر الأطراف المشاركة في عقد القرض الايجاري على طرفين فقط، وهما المؤجر والمستأجر وهذا في الوقت الذي تلعب فيه المؤسسة الموردة للأصل دور مزدوج وهو المورد الوسيط، الشكل (1-4.ب).

الشكل (1-4.أ). الأطراف المتدخلة في عقد الإيجار-ثلاثة أطراف-



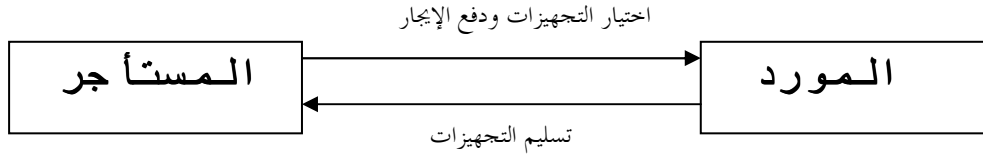
المصدر. Pascal Philppossian ,Op.cit,p.08.

<sup>1</sup>- Pascal philippossian, **Le crédit bail et le leasing**, les classiques, collection finance, SEFI éditions, Québec,1998,p.06.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 555



الشكل (1-4.ب). الأطراف المتدخلة في عقد الإيجار-طرفين-



المصدر. Idem.

- 2- يترتب عن عقد قرض الإيجار التزام مالي يتمثل في دفع المؤجر للمستأجر دفعات مالية بشكل منتظم طيلة الفترة التعاقدية تتمثل في إيجار الأصل موضوع التعاقد؛
- 3- يشمل عقد الإيجار مختلف الأصول الإنتاجية ومن بينها المباني<sup>1</sup>؛
- 4- عادة ما تتوافق مدة عقد الإيجار ومدة الإهلاك الضريبي أو مع الحياة الاقتصادية للأصل،
- 5- ملكية الأصل تبقى للمؤجر طيلة مدة العقد وذلك كضمان له؛
- 6- في نهاية الفترة التعاقدية تكتسب المؤسسة المستأجرة الحق في امتلاك الأصل وذلك بالقيمة المتبقية، أو إرجاعه إلى المؤجر، أو طلب تمديد عقد الإيجار وذلك عادة ما يحدد مسبقا في العقد المبرم بين الأطراف المتعاقدة.

## الفرع الثاني. أنواع القرض الايجاري

يملك القرض الايجاري العديد من الأنواع وذلك حسب الزاوية التي يتم منها النظر إليه، وفي بحثنا هذا سنقتصر على تصنيف أنواع القرض الايجاري حسب طبيعة العقد وحسب طبيعة موضوع العقد.

### 1- القرض الايجاري حسب طبيعة العقد

من خلال تصنيفنا للقرض الايجاري حسب طبيعة العقد من الممكن أن نجد نوعان، وهما القرض الايجاري العملي، القرض الايجاري المالي.

#### 1-1 الاستئجار التشغيلي ( العملي)

يشمل هذا النوع من العقود عادة الأصول المنقولة و منها معدات النقل و الآلات. كما أن المؤسسات تلجأ لمثل هذا النوع من الاستئجار نتيجة عوامل موسمية أو عرضية تؤدي إلى ارتفاع حجم نشاطها و الطلب على منتجاتها.

<sup>1</sup>عاشور كتوش و عبد الغني حريري، التمويل بالائتمان الايجاري، الإكتتاب في عقود و تقييمه مع دراسة حالة الجزائر، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات- دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص06.

و مثال ذلك استئجار شركة الطيران لعدد من الطائرات لتلبية الطلب المتزايد على رحلاتها الجوية في موسم الاصطياف.

يعتبر القرض التجاري عمليا إذا لم يتم تحويل كل الحقوق والالتزامات (التأمين، الصيانة، الخ.) المرتبطة بملكية الأصل المعني أو تقريبا كلها إلى المستأجر وهذا يسمح بالقول أن جزء من كل ذلك يبقى على عاتق المؤجر<sup>1</sup>، كما تجدر الإشارة إلى أن مجموع دفعات الإيجار المتراكمة على طول مدة العقد لا تغطي قيمة الأصل محل التعاقد؛ بعبارة أخرى، تعد مدة العقد أقل بكثير من العمر الاقتصادي للأصل وبالتالي لا يستطيع المؤجر استرجاع تكلفة الأصل من خلال أول عقد تأجير. كما يتميز عقد الاستئجار التشغيلي بقابلية الإلغاء؛ إذ يحق للمستأجر فسخ العقد و رد الأصل إلى صاحبه قبل انقضاء المدة المتفق عليها، وتمنح هذه الخاصية ميزة جيدة بالنسبة للمستأجر، حيث تمنحه المرونة في التغيير ومواكبة التكنولوجيات الحديثة والاحتياجات الاستثمارية الآنية<sup>2</sup>.

## 2-1 الاستئجار المالي

يعتبر الاستئجار المالي مصدر تمويلي طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية (المستأجر)، حيث أنه لا يقتصر على تمكين المؤسسة من الاستفادة من خدمات الأصل لفترة قصيرة لا تمثل سوى جزء فقط من عمر الأصل المستأجر، بل يمتد هذا العقد على طول العمر الاقتصادي للأصل المراد استئجاره. وعليه، فإن قيمة الأصل تستهلك بالكامل خلال مدة العقد، إذ يحصل المؤجر على كامل قيمة الأصل مضافا إليها مبلغ من العائد.

لا يتحمل المؤجر وفقا لعقد الاستئجار التمويلي نفقات الصيانة والتأمين وباقي النفقات المرتبطة بالأصل المؤجر إذ يتحمل هذه النفقات المستأجر كونه المستفيد من خدمات الأصل على المدى الطويل.

يعتبر عقد الاستئجار التمويلي غير قابل للإلغاء على عكس عقد الاستئجار التشغيلي، كما أن ملكية الأصل تعود مباشرة إلى المستأجر في نهاية فترة الإيجار إلا إذا نص العقد على ما يخالف ذلك.

## 2- القرض التجاري حسب طبيعة موضوع العقد

يمكن تصنيف عقد الإيجار من ناحية موضوع التعاقد إلى صنفين أساسيين وهما كالآتي:

### 1-2 القرض التجاري للأصول المنقولة

يتمثل موضوعه في جميع التجهيزات والوسائل المنقولة التي ترغب المؤسسة في استخدامها.

### 2-2 القرض التجاري للأصول الثابتة (غير المنقولة)

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات، مصدر سبق ذكره، ص. 79.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص. 144.

لا تقتصر مواضيع تعاقد القرض الايجاري فقط على الأصول المنقولة، بل تمتد كذلك إلى الأصول الثابتة، و المتمثلة في المباني و الأراضي، الخ، إلا أن إجراءات منح الائتمان الايجاري في مثل هذه الأصول هي أعقد من الإجراءات المطبقة على الأصول المنقولة، و هذا لضخامة قيمة الأصول الثابتة في أغلب الأحيان.

## الفرع الثالث. آثار اعتماد المؤسسة الاقتصادية على القرض الايجاري

### 1- مزايا القرض الايجاري على المؤسسة الاقتصادية

- 1- يضمن القرض الايجاري مرونة أكبر للمؤسسة الاقتصادية، خاصة فيما يخص تنفيذ البرامج الاستثمارية، حيث يمكنها من اختيار الوقت المناسب للاستثمار و النوع و الحجم الأمثلان للتجهيزات الإنتاجية بكل مرونة، عكس حالة الشراء التي تربط المؤسسة بالتجهيزات المقتناة لفترة زمنية طويلة؛
- 2- أغلب مصادر التمويل و خاصة القروض البنكية منها لا توفر تمويل كامل لاحتياجات المؤسسة الاقتصادية في ما يتعلق بجيازة تجهيزات و وسائل الإنتاج، بينما القرض الايجاري يضمن تمويل بنسبة 100 في المائة من قيمة الأصل<sup>1</sup>؛
- 3- لا يتأثر الهيكل المالي للمؤسسة نتيجة لجوئها للقرض الايجاري. و عليه، لا يؤثر على نسبها المالية و هذا ما يحافظ على قدرتها الاقتراضية دون تغيير؛
- 4- الأقساط التي تدفعها المؤسسة لقاء لجوئها إلى القرض الايجاري، تعد مصاريف يجوز خصمها من الوعاء الضريبي<sup>2</sup>؛
- 5- القرض الايجاري يُمكن المؤسسة من الحفاظ على السيولة لاستخدامها في احتياجات أخرى و هذا يعتبر بالغ الأهمية خاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة أو حديثة النشأة؛
- 6- عدم خضوع المؤسسة لقيود الاقتراض، لأن المؤجر لا يملك الحق في فرض قيود على المستأجر عكس لجوء المؤسسة إلى الاقتراض البنكي<sup>3</sup>؛
- 7- وفقا للاستتجار التشغيلي تتمكن المؤسسة الاقتصادية من توفير أعباء الصيانة الناتجة عن الأعطال التقنية للأصول المستأجرة و خاصة إذا كانت تتميز بتكنولوجيا معقدة.

### 2- سلبيات استخدام القرض الايجاري

- 1- يعتبر القرض الايجاري تقنية تمويل ذات تكلفة مرتفعة نوعا ما، خاصة إذا ما تعلق الأمر بالاستثمارات الصغيرة؛
- 2- الأصول التي تم حيازتها عن طريق القرض الايجاري لا يمكن استخدامها في منح ضمانات؛
- 3- تكاليف إلغاء عقد القرض الايجاري جد مرتفعة؛

<sup>1</sup> Pierre Conso, **La gestion financière de l'entreprise**, 07<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, p.408.

<sup>2</sup> Idem.

<sup>3</sup> Pascal Philippossian, Op.Cit, P. 81.

- 4- تبقى ملكية الأصل محل التعاقد للمؤجر طيلة الفترة التعاقدية، و أي خلل ينتج من طرف المستأجر؛ يمكن أن يتسبب في استرجاع الأصل محل التعاقد من طرف المؤجر؛
- 5- تكلفة القرض الايجاري ثابتة، لا تراعي حجم المؤسسة المستأجرة و لا درجة استخدام الأصل المستأجر.

### المبحث الثالث. تكلفة تمويل المؤسسة الاقتصادية

بعدما تم التطرق في المبحثين السابقين إلى أهم مصادر التمويل المتاحة، لإشباع الحاجات المالية للمؤسسة الاقتصادية، نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى التكلفة المترتبة عن استخدام هذه المصادر التمويلية، و التي تعتبر من المسائل الهامة التي تعرض على المسير المالي، و ذلك لأهميتها في تحديد معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من الاستثمار.

فماذا نعي بتكلفة هيكل رأس مال المؤسسة؟ كيف يمكن حساب تكلفة مختلف عناصر تمويل المؤسسة الاقتصادية؟ و كيف يمكن تحديد التكلفة الكلية لهيكل رأس المال؟

للإجابة على هذه الأسئلة ارتأينا أن نقسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، هي كالاتي:

**المطلب الأول.** مفهوم تكلفة رأس مال المؤسسة الاقتصادية؛

**المطلب الثاني.** التكلفة النوعية لمصادر التمويل؛

**المطلب الثالث.** مداخل حساب التكلفة الكلية لرأس المال.

#### المطلب الأول. مفهوم تكلفة رأس مال المؤسسة الاقتصادية

نتطرق من خلال هذا المطلب إلى بعض التعاريف الخاصة بتكلفة رأس المال، و هذا بهدف الإلمام بمفهومه، و تقتصر في هذا البحث على التعاريف الآتية:

أ. مفهومها من قبل مستخدمي الأموال (المستثمرين)

**التعريف الأول.** تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى الواجب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة دون تغيير، لأن تحقيق عائد على الاستثمار يقل عن معدل تكلفة رأس المال، يتسبب في أثر سلبي على الوضعية المالية لأصحاب المشروع مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤسسة، بينما تحقيق عائد على الاستثمار يزيد عن تكلفة رأس المال يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للمؤسسة مع ارتفاع قيمتها السوقية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص.166.

**التعريف الثاني.** هو متوسط معدل المر دودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرين عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الاستثمارية.

### ب. مفهومها من قبل أصحاب الأموال

تكلفة رأس المال هي المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر (المؤسسة الاقتصادية)، و في الوقت ذاته يضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها في السوق، أو تبعا لمعدل مردودية يحدد مسبقا، و هذا يكون في حالة أموال الاقتراض. و عليه، فإن تكلفة رأس المال بالنسبة لمستخدم الأموال (المستثمر) هي بالمقابل عائد بالنسبة لمالك هذه الأموال.

رغم كثرة و تعدد التعاريف المتعلقة بتكلفة رأس المال، إلا أن مجمل هذه التعاريف تتفق على أن معدل تكلفة رأس المال هو ذلك المعدل الأدنى الواجب تحقيقه من الاستثمار.

تستخدم المؤسسة الاقتصادية في غالب الأحيان مصادر تمويلية عديدة تتنوع بين أموال ملكية وأموال استئانة، و لاشك أن تكلفة كل عنصر من هذه العناصر تختلف عن تكلفة الآخر، لذلك يبدو من الضروري التعرف على تكلفة أهم مصادر الأموال المستخدمة من طرف المؤسسة الاقتصادية على حدى، لنتمكن بعدها من معرفة و تحديد التكلفة الكلية للأموال. لذا سنشرع الآن في تدارس التكلفة النوعية لمصادر التمويل من خلال المطلب الثاني.

### المطلب الثاني. تكلفة أموال الملكية

#### الفرع الأول. تكلفة الأسهم

لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة به، و من خلال هذا الفرع نحاول التطرق إلى التكلفة الخاصة بأهم مصدر من مصادر أموال الملكية؛ وهي الأسهم؛ و لما كانت الأسهم تتنوع ما بين أسهم عادية و أخرى ممتازة، سنستعرض تكلفة كل نوع منها على حدى.

#### 1- تكلفة الأسهم العادية

تشتمل تكلفة الأسهم العادية الجديدة على عمولات الإصدار، مصاريف التسجيل و الاكتتاب، الخ. و من الممكن أن يتم طرح هذه الأسهم في بداية الأمر بسعر أقل من قيمتها لضمان نجاحها، و الفرق بين سعر البيع الحقيقي و سعرها الاسمي يعتبر جزءا من تكلفتها. هذا ما يجعلها أكثر تكليفا من استخدام الأرباح المحتجزة (التمويل الذاتي)<sup>1</sup>. ضف إلى ذلك توزيعات الأرباح التي يطالب بها حملة الأسهم العادية متى حققت المؤسسة نتائج ايجابية. و لإيجاد تكلفة الأسهم العادية نتبع الخطوات الآتية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - سيد الهواري، الاستثمار و التمويل، مكتبة عين شمس، 1980، ص.213.

<sup>2</sup> - عبيد علي أحمد حجازي، مرجع سبق ذكره، ص.30.

1) إيجاد معدل نمو توزيعات الأسهم (g)، والتي تحسب وفقا للمعادلة الآتية:

$$g = r_{réinvestis} \times R_f \quad (1-1)$$

حيث أن :  $r_{réinvestis}$  : معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة الاقتصادية؛  
 $R_f$  : المردودية المالية المتوقعة للسهم.

2) حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية<sup>1</sup>:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0 (1 - F_0)} + g \quad (2-1)$$

$D_1$  : الأرباح المتوقعة لكل سهم؛

$P_0$  : القيمة السوقية للسهم؛

$F_0$  : مصاريف الإصدار؛

$g$  : معدل النمو الأرباح.

مثال. قامت إحدى المؤسسات الصناعية بتوزيع أرباحا مقدارها 100 وحدة نقدية لكل سهم عادي، و من الممكن أن تنمو هذه الأرباح ب 6% سنويا، علما أن سعر السهم في السوق هو 2500 وحدة نقدية، و مصاريف الإصدار تمثل 10% من سعر السهم. ما هي إذن تكلفة الأسهم العادية؟  
 بتطبيق المعادلة رقم (2-1)، نجد ما يلي :

$$100 \times \left[ 0.06 + \frac{100}{(0.1 - 1)2500} \right] = \text{تكلفة الأسهم}$$

تكلفة الأسهم = 10.44%

## 2- تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة كما سبق و أن ذكرنا في المبحث الأول، من مصادر التمويل المهجنة بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، فهي تشبه القروض في كون أهما تشكل التزاما ماليا ثابتا على المؤسسة المصدرة لها بالقيام بمدفوعات منتظمة في فترات محددة، إلا أن مدفوعات الأسهم الممتازة لا تحضى بنفس المعاملة الضريبية التي تحضى بها تكلفة الاستدانة و التي تعامل على أساس أنها نفقات يجوز خصمها من الوعاء الضريبي بينما تعامل مدفوعات الأسهم الممتازة على أساس توزيعات تخضع للضريبة.

تعريف تكلفة الأسهم الممتازة. هو معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الحفاظ على الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Richard brealey et al, **Principes de gestion financière**, édition française dirigée par Christophe Thibierge, 8<sup>eme</sup> édition, Pearson éducation, Paris, 2007, pp. 72-74 .

<sup>2</sup> رضوان وليد العمار، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1997، ص. 158.

المعدل المطلوب عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد (حصة السهم الممتاز من الأرباح) مقسوما على صافي قيمة السهم الذي تحصل عليه المؤسسة. و عليه، فإن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب كما يلي:

$$k_{ps} = \frac{D}{P(1 - F_0)} \times 100 \quad (3-1)$$

حيث أن :

$k_{ps}$ : تكلفة الأسهم الممتازة

$D$ : عائد السهم الممتاز؛

$P$ : السعر الاسمي للسهم الممتاز و من الممكن أن يتضمن هذا السعر علاوة أو خصم؛

$F_0$ : نسبة نفقات الإصدار.

مثال. قامت إحدى المؤسسات بإصدار أسهم ممتازة بمعدل عائد سنوي يساوي 12% من قيمتها الاسمية، و سعر السهم الاسمي هو 100 وحدة نقدية، و تقدر نفقات الإصدار ب 7% من سعر البيع المتوقع فإذا تم بيع السهم كما يلي:

1. بسعر 100 وحدة نقدية ؛

2. بزيادة 15% ؛

3. بنقصان (خصم) 12%.

ما هي تكلفة السهم الممتاز في كل حالة ؟

الحل.

عائد السهم الممتاز هو  $12\% \times 100 = 12$  وحدة نقدية

$$\text{تكلفة السهم الممتاز في الحالة الأولى: } 12.90\% = \frac{12}{(1 - 7\%)100}$$

$$\text{تكلفة السهم الممتاز في الحالة الثانية: } 11.22\% = \frac{12}{(1 - 7\%)115}$$

$$\text{تكلفة السهم الممتاز في الحالة الثالثة: } 14.66\% = \frac{12}{(1 - 7\%)88}$$

نلاحظ أن تكلفة السهم الممتاز تتناسب عكسيا مع القيمة الحقيقية المتحصل عليها من إصدار هذا النوع من الأسهم .

### الفرع الثاني. تكلفة الأرباح المحتجزة

يقصد بالأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الإيرادات الحالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم العادية (المساهمين) و إنما يحتفظ به ليعاد استثماره من طرف المؤسسة. يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة هي أموال مجانية، لكن هذا الاعتقاد خاطئ و لا محل له من الصحة، لأن احتجاز الأرباح من طرف المؤسسة بهدف إعادة

استثمارها لا يتم إلا بموافقة المساهمين، و موافقتهم تمنح على أساس اقتصادي رشيد مبني على مفهوم الفرصة البديلة، حيث كان بإمكان هؤلاء المساهمين المطالبة بتوزيع هذه الأرباح و استثمارها خارج المؤسسة، إلا أنهم فضلوا منحها للمؤسسة من أجل استثمارها. مُنحت هذه الموافقة في مقابل انتظار عائد نتيجة لاحتجاز هذه الأرباح، على الأقل يعادل أو يفوق العائد الذي كان يمكن لهم تحقيقه لو تم توزيع هذه الأرباح<sup>1</sup>. تعد نتيجة احتجاز الأرباح عائد بالنسبة للمستثمرين، و في الوقت ذاته تكلفة بالنسبة للمؤسسة، حيث تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تتوقع الإدارة تحقيقه من وراء استخدامها لهذا المصدر التمويلي في تمويل مشاريعها الاستثمارية.

يمكن استعراض تقييم تكلفة الأموال المحتجزة بثلاث طرق، هي كالآتي:

### 1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يمكن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF لتحديد تكلفة الأموال المحتجزة، و ذلك انطلاقاً من تحديد التكلفة الواجب دفعها مقابل استخدام خالي من الخطر للأموال، أو بعبارة أخرى، العائد الذي يحصل عليه المستثمرون في أصول مالية خالية من المخاطر و هذا نجده متمثل في السندات الحكومية و أذونات الخزنة التي تتميز بدرجة خطر منخفضة جداً، مضافاً إليه علاوة مخاطرة تعكس مستوى المخاطر المصاحبة لهذه الورقة المالية و تختلف هذه العلاوة من سهم لآخر و من مؤسسة لأخرى، و كذلك تتغير حسب القطاعات.

و الصيغة الرياضية لإيجاد تكلفة الأموال المحتجزة حسب نموذج MEDAF هي كالآتي:

$$E(R_i) = R_F + [E(R_m) - R_F] \beta \quad (4-1)$$

$R_F$ : معدل العائد الخالي من الخطر.

$E(R_m)$ : متوسط عائد الأسهم المتداولة في السوق (معدل عائد السوق).

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)} \quad \beta: \text{معامل بيتا}$$

من خلال المعادلة (4-1) نلاحظ أن تكلفة الأموال المحتجزة هي تكلفة الأوراق المالية الخالية من الخطر، مضافاً إليها علاوة الخطر و المتمثلة في العلاقة  $[E(R_m) - R_F] \beta$ ، و هي علاقة خطية بين  $\text{Cov}$  الورقة المالية و السوق كما برهن عليها كل من Sharp et Lintner<sup>2</sup>.

مثال. مؤسسة ترغب في معرفة تكلفة أموالها الخاصة، و على وجه الخصوص تكلفة الأرباح المحتجزة علماً أن الأرباح المحتجزة بما تقدر ب 200000 دج، و ذلك باستخدام طريقة MEDAF، علماً أن المعدل الخالي من الخطر هو 06% و متوسط معدل العائد على الأسهم في السوق هو 12%، و عند مستويين  $\beta$  —

$$\beta = 0.7 \text{ الحالة الأولى.}$$

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص.306.

<sup>2</sup> Nathalie Mourgues, **Financement et coût du capital de l'entreprise**, Economica, Paris, 1993, P.115.



الحالة الثانية .  $\beta = 1,1$

الحل . لمعرفة تكلفة الأرباح المحتجزة تقوم بحساب معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين و الذي يمثل في ذات الوقت التكلفة التي ستحملها المؤسسة لقاء استخدامها لهذه الأموال.

الحالة الأولى  $\beta = 0.7$

$$E(R_i) = 0.06 + [0.12 - 0.06] \cdot 0.7$$

$$E(R_i) = 10.2\%$$

معدل تكلفة الأموال المحتجزة وفق نموذج MEDAF في حالة  $\beta = 0.7$  هي 10.2%، و تقدر ب 20400 دج.

الحالة الثانية .  $\beta = 1.1$

$$E(R_i) = 0.06 + [0.12 - 0.06] \cdot 1,1$$

$$E(R_i) = 12.6\%$$

معدل تكلفة الأموال المحتجزة وفق نموذج MEDAF في حالة  $\beta = 1.1$  هي 12.6% و تقدر ب 25200 دج.

نلاحظ أنه كلما ارتفع معامل  $\beta$  زادت تكلفة الأموال المحتجزة و ذلك لارتفاع درجة الخطر.

رغم دقة نموذج تسعير الأموال الرأسمالية في تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة، إلا أنه يطرح بعض الإشكالات و المصاعب، و المتمثلة خصوصا في صعوبة الحصول على المعلومات التي يتطلبها هذا النموذج، مثل صعوبة تقدير معامل  $\beta$ ، صعوبة تقدير متوسط عائد السوق. لذا في حالة تعذر الحصول على مثل هذه المعلومات الضرورية لتطبيق نموذج MEDAF، يمكن الحصول على تكلفة الأموال المحتجزة من خلال نماذج أخرى.

## 2- النموذج المحاسبي (نموذج التوزيعات)

يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة وفق النموذج المحاسبي، في شكل معدل يحسب على أساس عوائد الأسهم العادية مضافا إليها معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات، و الصيغة الرياضية لهذا النموذج هي كالآتي<sup>1</sup>:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} D(1+g)^t (1+k_e)^{-t}$$
$$P_0 = \frac{D}{k_e - g} \Rightarrow k_e - g = \frac{D}{P_0} \Rightarrow k_e = \frac{D}{P_0} + g$$
$$k_e = \frac{D}{P_0} + g \quad (5-1)$$

<sup>1</sup> Josette Pilverdier, latreyet, **Finance d'entreprise**, 6<sup>eme</sup> édition, édition economica, Paris, 1993, P.332.

$P_0$ : القيمة السوقية للسهم عند بداية الفترة؛  
 $D_t$ : توزيعات الأرباح في نهاية الفترة؛  
 $g$ : معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات؛  
 $k_e$ : تكلفة الأموال الخاصة (الأموال المحتجزة).

### 3- نموذج التقدير على أساس المخاطرة<sup>1</sup>

يرتكز هذا النموذج على تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة من خلال الاعتماد على معدل الفائدة على القروض طويلة، متوسطة الأجل أو السندات، مضافا إليها علاوة المخاطرة التي تتراوح بين 03 و 05 %، و يخضع تقدير هذه العلاوات إلى اعتبارات تقديرية شخصية.

مثال. مؤسسة اقتصادية تود تقدير تكلفة أرباح محتجزة لديها، وفقا لنموذج التقدير على أساس المخاطرة، علما أن هذه المؤسسة تقترض من بنك تجاري قروض طويلة الأجل بمعدل فائدة 08 % و تقدر علاوة المخاطر في هذه المؤسسة ب 04 %.

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل الفائدة المطبق على القروض + علاوة المخاطرة المحددة

$$12\% = 04\% + 08\% =$$

تكلفة الأرباح المحتجزة = 12 %

نظرا للتقديرات الشخصية للمخاطرة فإن هذا النموذج عادة ما تكون نتائجه غير دقيقة.

### المطلب الثالث. تكلفة الاقتراض

تلجأ المؤسسات الاقتصادية عادة إلى الاقتراض، في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، و من بين أهم أموال الاستدانة نجد السندات، قروض طويلة، متوسطة و قصيرة الأجل. و لأموال الاستدانة تكلفة متمثلة في معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريقها، حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم بدون تغيير<sup>2</sup>.

### الفرع الأول. تكلفة الاقتراض طويل و متوسط الأجل

إن حساب تكلفة الاقتراض تفرض علينا التمييز بين التكلفة الظاهرة و التكلفة الحقيقية للقروض.

<sup>1</sup>- عاطف وليم أندوراس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص. 415.

<sup>2</sup>- سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، الإسكندرية، مرجع سبق ذكره، ص. 297.

## 1- التكلفة الظاهرة للقرض

تكلفة الاقتراض الظاهرة هي المعدل الذي يحقق تساوي القيم الحالية لمجمل التدفقات النقدية الخارجة المتعلقة بالقرض و القيمة الصافية للمبلغ المقرض المتاح للمؤسسة<sup>1</sup>.

من خلال التعريف السابق يمكن حساب التكلفة الظاهرة للقرض و ذلك وفقا للمعادلة الآتية:

1-أ. حالة إرجاع أصل القرض دفعة واحدة عند نهاية الفترة التعاقدية

$$P_0 - F_0 = \frac{(iP + F_1)}{(1 + k_d)^1} + \frac{(iP + F_2)}{(1 + k_d)^2} + \dots + \frac{(iP + F_n + R)}{(1 + k_d)^n} \quad (6-1)$$

$P$ : القيمة الاسمية للسند أو القرض،

$P_0$ : سعر الإصدار،

$F_0$ : مصاريف إصدار السند أو القرض و المتمثلة في مصاريف الاستثمار و الإعلان عن إصدار سندات جديدة أما

في حالة القروض البنكية تكون مصاريف الإصدار عادة أقل و تتمثل في مصاريف دراسة ملف طلب القرض، و مصاريف الرهن، الخ.

$F_1, \dots, F_n$ : مصاريف متنوعة دورية تتعلق بالقرض،

$R$ : قيمة القرض التي ينبغي سدادها عند تاريخ الاستحقاق

$i$ : معدل الفائدة،

1-ب. حالة إرجاع أصل القرض في شكل أقساط متساوية تزامنا و دفعات الفوائد

$$P_0 - F_0 = \frac{iP_1 + F_1 + R_1}{(1 + k_d)^1} + \frac{iP_2 + F_2 + R_2}{(1 + k_d)^2} + \dots + \frac{iP_n + F_n + R_n}{(1 + k_d)^n} \quad (7-1)$$

$P_1, \dots, P_n$ : القيم المتبقية من أصل القرض في حوزة المؤسسة المقرضة؛

$R_1, \dots, R_n$ : الأقساط المتساوية لأصل القرض .

## 2- التكلفة الحقيقية للقرض

لا تختلف التكلفة الظاهرة عن التكلفة الحقيقية للقرض، إلا في كون هذه الأخيرة، تأخذ بعين الاعتبار الوفر الضريبي المتحقق من خصم تكاليف الاقتراض من الوعاء الضريبي، و ذلك وفقا لمعظم التشريعات الضريبية المعمول بها في العالم، حيث تصبح تكلفة الاقتراض الحقيقية تساوي إلى:

$$P - F_0(1-t) = \frac{(iP + F_1)(1-t)}{(1 + k_d)^1} + \frac{(iP + F_2)(1-t)}{(1 + k_d)^2} + \dots + \frac{(iP + F_n)(1-t) + R}{(1 + k_d)^n} \quad (8-1)$$

حيث  $t$  هي معدل الضريبة.

<sup>1</sup> - Nathalie Mourgues, Financement et coût du capital de l'entreprise, Op.Cit., P.61.

## الفرع الثاني. تكلفة الاقتراض قصيرة الأجل

### 1- تكلفة الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل مجاني في حالة غياب الخصم النقدي أو في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة مشترياتها خلال فترة الخصم، غير انه يعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة إن لم تتمكن المؤسسة من دفع ما عليها خلال فترة الخصم. وتعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط المورد و التي يميزها بندين أساسيين هما معدل الخصم النقدي الممنوح و فترة التمتع بالخصم النقدي. وعليه، فإن تكلفة الائتمان التجاري ترتبط بشكل جوهري بالعقد المبرم بين المورد والزبون ؛ ومثال على ذلك أن مورد ما يمنح زبونه قرض تجاري خصائصه كالآتي:

(10/2 صافي 30)، هذا يعني أنه إذا قامت المؤسسة بالسداد قبل 10 أيام من تاريخ الشراء، فإنها تحصل على خصم يقدر ب 2% من قيمة الفاتورة، وإذا لم تسدد خلال العشرة أيام الأولى فإنها تفقد الحق في الخصم النقدي. كما أن عليها أن تسدد قيمة الفاتورة قبل انقضاء 30 يوما على صدورها، و في هذه الحالة لن تحصل على الخصم ؛ لذا على الزبون أن يحرص على احترام موعد التسديد بدقة، وإلا تحول هذا المصدر المجاني إلى مصدر تمويلي مكلف جدا في حالة عدم احترام مواعيد التسديد، ويمكن إيجاد تكلفة الائتمان التجاري من خلال المعادلة الآتية<sup>1</sup>:

$$(9-1) \quad \text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

ووفقا لما ورد من معلومات في المثال السابق، فإن تكلفة الائتمان التجاري هي 37 % وذلك بتطبيق العلاقة (1-9).

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{2}{100 - 2} \times \frac{360}{10 - 30} = 37\%$$

### 2- تكلفة الائتمان المصرفي

تختلف طرق إيجاد تكلفة القروض قصيرة الأجل، وذلك تبعا لمعدل الفائدة الاسمي الذي تفرضه البنوك التجارية على المقترضين، وكذا تبعا للاتفاق المبرم بينهما فمن الممكن أن يقضي الاتفاق بدفع الفائدة بصورة قبلية عن استخدام القرض أو في شكل أقساط أو بشكل بعدي أي يوم استحقاق هذا القرض، لذا سنحاول التطرق للحالات الثلاثة السالفة الذكر كالآتي:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.08.

أ-تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع قبلي للفائدة؛

ب-تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع الفائدة في شكل أقساط؛

ج-تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع بعدي للفائدة.

### أ -تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة

يقضي الاتفاق المبرم بين البنك و المقترض في هذه الحالة على أن يدفع المقترض الفائدة مسبقا، أي قبل استخدام القرض، و ذلك بخصم مبلغ الفائدة من مبلغ القرض المطلوب مسبقا بحيث يستلم المقترض فقط الصافي من مبلغ القرض، وهذا ما يجعل معدل الفائدة الفعلية والتي تعتبر تكلفة بالنسبة للمقترض أعلى من معدل الفائدة الاسمي وذلك راجع إلى أن المبلغ الكلي للقرض اكبر من المبلغ الصافي للقرض (المبلغ الصافي للقرض = المبلغ الكلي للقرض -مبلغ الفائدة)، علما أن:

$$(10-1) \quad \text{سعر الفائدة الاسمي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الكلي للقرض}} (T-1)$$

$$(11-1) \quad \text{سعر الفائدة الفعلي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الصافي للقرض}} (T-1)$$

حيث: T معدل الضريبة

وعليه يمكن التعبير كذلك على تكلفة القرض قصير الأجل في حالة الدفع القبلي للفائدة بالصيغة الآتية<sup>1</sup>:

$$(12-1) \quad \text{معدل تكلفة القرض قصير الأجل} = \frac{\text{سعر الفائدة الاسمية}}{(1 - \text{سعر الفائدة الاسمية})} \cdot 100 \cdot (T-1)$$

مثال. تقترض مؤسسة اقتصادية من بنك تجاري مبلغا بقيمة 1000 وحدة نقدية، بسعر فائدة اسمي قدره 12% قبل احتساب الوفر الضريبي؛ علما أن معدل الضريبة هو 20%، واتفقا الطرفان على أن يتم دفع الفائدة مسبقا. ما هو معدل الفائدة الفعلي الذي يتحمله المقترض؟

الحل.

1- حساب مبلغ القرض المتاح للمقترض

مبلغ صافي القرض = المبلغ الاسمي للقرض (1 - سعر الفائدة الاسمي)

<sup>1</sup> - عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، عمان، 2007، ص.252.

$$= 880 = (0.12 - 1)1000 \text{ وحدة نقدية}$$

2- إيجاد معدل الفائدة الفعلي

الطريقة الأولى.

$$\frac{\text{مبلغ الفائدة } (T-1) \cdot 100}{\text{مبلغ صافي القرض}} = \text{معدل الفائدة الفعلي} \quad \leftarrow \quad \%10.90 = \frac{100 \times (0.2 - 1)120}{880}$$

الطريقة الثانية .

$$\%10.90 = 100 \times (0.2 - 1) \frac{0.12}{(0.12 - 1)} \quad \leftarrow \quad \frac{\text{معدل الفائدة الاسمي } (T-1) \cdot 100}{(1 - \text{معدل الفائدة الاسمي})} = \text{معدل الفائدة الفعلي}$$

نلاحظ من خلال هذا المثال أن سعر الفائدة الفعلي أكبر من سعر الفائدة الاسمي، وهذا ما يجعل المقترض يتحمل تكلفة إضافية.

### ب- تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع الفائدة في شكل أقساط

يتم الاتفاق في هذه الحالة على أن يرجع المقترض أصل القرض، ويدفع الفوائد على شكل أقساط متساوية، غير أن التسديد التدريجي يعني حدوث انخفاض تدريجي في أصل مبلغ القرض المتاح للمقترض، وهذا يعني انخفاض المبلغ المستخدم فعلا من قبل المقترض بقيمة الأقساط المدفوعة. و عليه، نستنتج أن المقترض يستفيد من القرض بكامله قبل دفع القسط الأول، أما بعد ذلك فهو يستفيد من مبلغ متناقص تناسباً و الأقساط المدفوعة. و من الممكن أن نجد معدل الفائدة الفعلي للقرض قصير الأجل في حالة الدفع بالأقساط كالاتي:

$$(13-1) \quad \text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{2 \cdot \text{عدد الدفعات} \cdot \text{قيمة الفائدة الكلية}}{\text{قيمة القرض} \cdot (\text{عدد الدفعات} + 1)} \cdot (T-1)$$

### ج- تكلفة القرض قصير الأجل في حالة دفع بعدي للفائدة

ينص الاتفاق المبرم بين البنك و المقترض في هذه الحالة على أن تستلم المؤسسة مبلغ القرض الذي طلبته كاملاً، ثم تسدد القرض لاحقاً مع الفائدة المترتبة عليه، و في هذه الحالة عادة ما يتساوى معدل الفائدة الاسمية و الفعلية.

$$(14-1) \quad \text{معدل الفائدة الاسمية} = \text{معدل الفائدة الفعلية} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوع}}{\text{مبلغ القرض الممنوح}} \cdot (T-1) \cdot 100$$

**فرع الثالث. تكلفة القرض الايجاري**

يتم تسيد تكلفة استخدام الأصل للمستأجر من طرف المؤسسة المستعملة وفقا لطريقة القرض الايجاري في شكل أقساط دورية، ويتكون كل قسط من هذه الأقساط من جزأين، هما كالآتي<sup>1</sup>:

**الجزء الأول.** جزء من القيمة الأصلية للأصل محل التعاقد؛

**الجزء الثاني.** يمثل العائد الذي تتحصل عليه المؤسسة المؤجرة، ضف إليه مجمل المصاريف الخاصة بالأصل محل التعاقد، التي تتحملها المؤسسة المستأجرة؛ مثل مصاريف نقل الأصل وتأمينه و صيانتته في حالة نص العقد على ذلك.

يمكن كذلك التعبير عن تكلفة قرض الإيجار بالمعدل الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطته، وهو المعدل  $r$  الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للاستثمار (الأصل محل التعاقد) مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة المستأجرة من وفورات ضريبية في ما يخص الاهلاكات<sup>2</sup>، لأن الأصول المستأجرة لا تسجل في دفاتر المحاسبة للمؤسسة المستأجرة كأصول مملوكة خلال فترة العقد، بالإضافة إلى قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية الفترة التعاقدية إذا تم الاتفاق عليه بين الطرفين (المؤجر، المستأجر). وعليه، تحسب تكلفة التمويل الايجاري كالآتي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-t) + A_m \cdot t}{(1+r)^t} + \frac{R_n(1-t)}{(1+r)^n} \quad (15-1)$$

$V_0$  : القيمة الحالية للأصل الذي تمت حيازته عن طريق القرض الايجاري؛

$L$  : الأقساط التي يدفعها المستأجر؛

$t$  : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

$A_m$  : اهتلاكات الأصل محل التعاقد؛

$R_n$  : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية الفترة التعاقدية (قيمة الحيازة على الاستثمار في نهاية الفترة التعاقدية).

#### المطلب الرابع. مداخل حساب التكلفة الكلية لرأس المال

بعدما تم التطرق إلى مفهوم تكلفة رأس المال والتكاليف النوعية لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، يأتي الدور الآن لمعرفة التكلفة الكلية لرأس المال.

<sup>1</sup> -Pascal Philipposian, Op.cit , P 81, pp. 56-57.

<sup>2</sup> - مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص. 197.

إن تكلفة رأس المال تتوقف على أهم مكونات المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية \_ يقتصر على عناصر التمويل طويلة الأجل فقط-، ونظرا لعدم تساوي نسب حضور كل مصدر تمويلي في الهيكل المالي للمؤسسة، فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال. و عليه، نصبح مجبرين لاستخدام متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بالمرجحة هنا هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في الهيكل الكلي للتمويل، ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزنا معيناً<sup>1</sup>، مقابل مصادر التمويل الأخرى. ويضرب الوزن المرجح لكل مصدر تمويلي في تكلفة هذا المصدر وجمع نتائج هذه العمليات نحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأس المال WACC.

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D}{(CP + D)} \quad (16-1)$$

$k_i$  : تكلفة كل عنصر تمويلي في الهيكل المالي؛

تمثل الوزن النسبي ( $w_i$ ) لكل مصدر تمويلي في الهيكل المالي؛  $\frac{CP}{(CP + D)}$ ,  $\frac{D}{(CP + D)}$

$n$  : عدد مصادر التمويل الموجودة في الهيكل المالي.

بعد التوصل إلى هذه العلاقة، يتبادر إلى الأذهان سؤال هو على أساس أي مزيج تمويلي ينبغي أن تحدد تكلفة الأموال؟

هل على أساس تشكيكه مصادر التمويل التي تشكل الهيكل التمويلي الفعلي؟ أم التي تشكل الهيكل التمويلي المستهدف؟ أم التي سوف يتم استخدامها لتمويل مشروع استثماري معين؟ للإجابة على هذه الأسئلة نحاول التطرق لمداخل حساب تكلفة الأموال الآتية:

- 1- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال حسب الأوزان التاريخية (الفعلية) لعناصر التمويل؛
- 2- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال حسب الأوزان المستهدفة لعناصر التمويل؛
- 3- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال حسب المدخل الحدي<sup>2</sup>.

### الفرع الأول. مدخل الأوزان الفعلية (التاريخية)

يعتبر مدخل الأوزان الفعلية من بين أشهر المداخل المعتمد عليها في تقدير تكلفة الهياكل المالية، ويقوم مفهوم هذا المدخل على حساب أوزان عناصر التمويل المستخدمة على أساس الهيكل المالي الفعلي (الموجود) وعند إجراء عملية الترجيح يمكن استخدام إما:

- 1- القيم المحاسبية (الدفترية) لعناصر التمويل؛
- 2- القيم السوقية لعناصر التمويل.

<sup>1</sup> - عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية و حالات عملية، مرجع سبق ذكره، ص.231.

<sup>2</sup> - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، الدار العلوم، الجزائر، 2008، ص. 91.



مثال. مؤسسة اقتصادية(س)، تعرض علينا تركيبة هيكلها التمويلي وقيمة عناصره، وفقا للقيمة الدفترية والسوقية، وكذلك تكلفة كل عنصر من عناصره، بغية معرفة التكلفة المتوسطة المرجحة لهيكل رأسمالها وفقا لمدخل الأوان الفعلية<sup>1</sup>.

جدول رقم (1-3). القيمة الدفترية، السوقية وتكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي للمؤسسة(س) الوحدة. 01 وحدة نقدية

التكلفة	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	مكونات الهيكل المالي
-	1.970.300	1.675.000	أموال الملكية
%12	1.250.000	1.000.000	أسهم عادية
%11	45.000	45.000	تمويل ذاتي
%10	675.000	630.000	أسهم ممتازة
-	821.000	794.000	أموال استدانة
%06	423.000	423.000	قروض طويلة ومتوسطة
%08	398.000	371.000	سندات
-	2.791.300	2.469.000	المجموع

المصدر. من إعداد الباحث.

الحل.

### 1. حساب تكلفة الكلية المرجحة رأس المال على أساس القيمة الدفترية

جدول رقم(1-4). التكلفة الكلية المرجحة لرأس مال المؤسسة (س) على أساس القيمة الدفترية الوحدة. 01 وحدة نقدية

عناصر الهيكل المالي	القيمة المحاسبية	وزن كل مصدر تمويلي $w_i$	تكلفة كل مصدر تمويلي $k$	التكلفة المرجحة لعناصر التمويل
أموال الملكية	1 675 000			
أسهم عادية	1.000.000	%40.50	%12	%4.86
تمويل ذاتي	45.000	%1.82	%11	%0.2
أسهم ممتازة	630.000	%25.51	%10	%2.55
أموال الاستدانة	794 000			
قروض طويلة ومتوسطة	423.000	%17.13	%06	%1.02
سندات	371.000	%15.02	%08	%1.2
				%9.83
				التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال المؤسسة (س)

<sup>1</sup> - مثال من إعداد الباحث.

## 2 - حساب التكلفة الكلية المرجحة لرأس المال على أساس القيمة السوقية

جدول رقم(1-5). التكلفة الكلية المرجحة لرأس مال المؤسسة (س) على أساس القيمة السوقية الوحدة. 01 وحدة نقدية

عناصر الهيكل المالي	القيمة السوقية	وزن كل مصدر تمويلي $w_i$	تكلفة كل مصدر تمويلي $k$	التكلفة المرجحة لعناصر التمويل
1.970.000				أموال الملكية
أسهم عادية	1.250.000	%44.78	%12	%5.37
تمويل ذاتي	45.000	%1.61	%11	%0.17
أسهم ممتازة	675.000	%24.18	%10	%2.41
821.000				أموال الاستدانة
قروض طويلة و متوسطة الأجل	423.000	%15.15	%06	%0.90
سندات	398.000	%14.25	%08	%1.14
التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل رأس المال				%9.99

المصدر. من إعداد الباحث.

من خلال النتائج المتوصل إليها في الجدولين المبينان أعلاه، أي تكلفة الأموال المرجحة على أساس القيمة الدفترية و على أساس القيمة السوقية، نلاحظ أنهما يختلفان؛ بحيث تفوق تكلفة الأموال المرجحة على أساس القيم السوقية تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية، وهذا راجع إلى تغير أوزان بعض العناصر التمويلية نتيجة لتغير قيمتها السوقية سواء بالزيادة أو بالنقصان.

ما يعاب على مدخل الأوزان الفعلية هو عدم مسابراته للتغيرات التي من الممكن حدوثها على نسب عناصر التمويل المكونة للهيكل المالي، علما أن تركيبته في تغير مستمر توافقا و التغير الحاصل على مستوى استخدامات الأموال. هذا ما أدى إلى ضرورة التفكير في مداخل بديلة لمدخل الأوزان التاريخية.

### الفرع الثاني. مدخل الأوزان المستهدفة

يقوم أساس هذا المدخل على قيام الإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية، بوضع هيكل مالي مستهدف، تسعى لتحقيقه، ويتم توضيح كل المصادر المالية وأوزانها النسبية المستخدمة في هذا الهيكل المالي. وبناء على هذه المعلومات يمكن إيجاد التكلفة الكلية المستهدفة للأموال. إن ما يميز التكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها ثابتة لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد لهيكل رأس المال المستهدف.

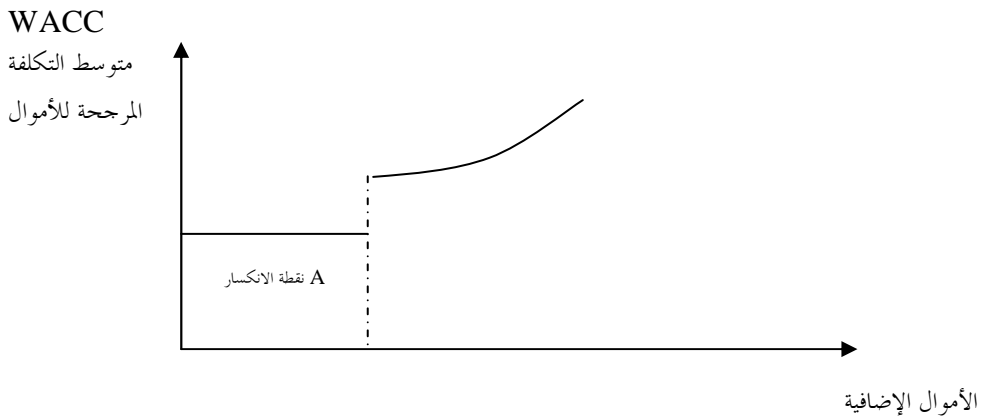
ما يعاب على هذا المدخل أنه إذا لم يتم تحقيق الهيكل المالي المستهدف بصورة كلية على أرض الواقع، و في الوقت ذاته كانت تكلفة الأموال وفقاً للهيكل التمويلي المستهدف أقل من تكلفتها في الهيكل المالي الفعلي، فهذا يمكن أن يتسبب في قبول المؤسسة لاستثمارات بمعدلات عائد أقل من التكلفة الفعلية للأموال المستخدمة في عملية التمويل.

### الفرع الثالث. مدخل التكلفة الحدية

التكلفة الحدية هي التكلفة المتوسطة المرجحة لآخر وحدة نقدية من التمويل الجديد الذي تحصل عليه المؤسسة الاقتصادية، وترتفع التكلفة الحدية مع تزايد قيمة الأموال التي تحصل عليها المؤسسة خلال فترة محددة. إذن التكلفة الحدية ترتبط بقيمة التمويل الإضافي للمؤسسة الاقتصادية<sup>1</sup>.

يمكن أن تستخدم التكلفة الحدية كمؤشر للمحافظة على نفس تكلفة الهيكل المالي خاصة إذا كان أمثل أو يقترب من الأمثلية مع تلبية الاحتياجات المالية الإضافية للمؤسسة، ويتحقق هذا عند تساوي التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي الحالي (الأمثل) والتكلفة الحدية للأموال الإضافية، وهذا لا يتأتى إلا بالزيادة نفسها لكل العناصر المشكلة للهيكل المالي الحالي. غير أنه يمكن لهذا الشرط أن لا يتحقق في بعض الحالات ومنها الحالة التي تتفوق فيها نسبة الزيادة المطلوبة لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة، على التمويل الذاتي المتوفر. هنا تضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى مصادر تمويلية خارجية عادة ما تكون إصدار أسهم جديدة، وهذا ما ينتج عنه تفاوت في نسبة الزيادة المطبقة على عناصر التمويل. ما يتسبب في تفاوت بين التكلفة الحدية و التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي الحالي. يؤدي هذا في أغلب الأحيان إلى ارتفاع التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي الجديد. يوضح لنا الشكل رقم (5-1) العلاقة بين الأمام، الاضافة و التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

الشكل رقم (5-1). أثر الأموال الإضافية على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال



A : نقطة الانكسار تعبر عن الحد الأقصى للتمويل الذاتي

المصدر. عاطف وليم أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص، 424.

### خاتمة الفصل الأول

<sup>1</sup> - أندراوس عاطف وليم، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص، 421.

تتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية حيث يمكن تصنيف مجمل هذه المصادر إلى صنفين أساسيين، هما التمويل عن طريق أموال الملكية و التمويل عن طريق أموال الاستدانة. و قد لاحظنا أن كل صنف منها ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية، حيث من أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل الذاتي و التمويل عن طريق الأسهم العادية و الممتازة. و نظرا لعدم كفاية أموال الملكية في غالب الأحيان على تغطية كامل الاحتياجات المالية للمؤسسة، فإنه باستطاعة المؤسسة اللجوء إلى مصدر تمويلي آخر يتمثل في التمويل عن طريق أموال الاستدانة. و قد اتضح لنا من خلال دراسة هذا الأسلوب في التمويل انه يتخذ أشكالا عديدة أهمها القروض السندية، القروض المصرفية إضافة إلى التمويل عن طريق الاستئجار الذي يُمكن المؤسسة من الاستفادة من خدمات مختلف الاستثمارات دون ملكيتها و ذلك على طول مدة متفق عليها مع الطرف المؤجر. كما تناولنا خلال هذا الفصل أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي غالبا ما تعتمد عليها المؤسسة في تغطية جزء من احتياجات التمويل لديها.

بعد عرض مختلف هذه المصادر انتقلنا إلى التعريف بتكلفة الحصول على مختلف هذه الموارد و كذا تقدير هذه التكلفة عبر تقدير تكلفة كل عنصر من أموال الملكية و أموال الاستدانة على حدى، لنستخلص في الأخير صيغة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال التي توفق بين تكاليف مختلف مصادر التمويل المعتمدة. من خلال ما تقدم يتضح انه من الواجب على المدير المالي الإحاطة بمختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية و كذا بالتكلفة الفعلية لكل مصدر، و ذلك بهدف اتخاذ القرارات المناسبة الخاصة بعملية بناء الهيكل المالي.

## الفصل الثاني

الطرح النظري للهيكل المالي

للمؤسسة الاقتصادية

## تمهيد الفصل الثاني

بعدها تطرقنا في الفصل الأول لأهم مكونات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية و كذا تكاليفها، نحاول الآن التطلع إلى معرفة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، كون أن تعظيم ثروة المساهمين تعد من بين أسمى أهداف الإدارة المالية، وهذا لا يتأتى إلا بتعظيم قيمة المؤسسة، و من بين ما يتطلبه تحقيق ذلك نذكر ما يلي:

1. التخصيص الأكفأ لموارد المشروع على الأصول المختلفة و إدارة هذه الأصول بأقصى كفاءة ممكنة؛

2. توفير مصادر التمويل اللازمة لسد الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية، و لا يتوقف دور الإدارة المالية عند توفير المصادر المالية فقط و إنما يتعدى إلى الحرص على توفيرها بتكاليف منخفضة و بشروط تتماشى و الإستراتيجية العامة للمؤسسة.

إن مسألة اختيار تركيبة الهيكل المالي تعد من بين النقاط التي تثير جدلا حادا بين المختصين في مالية المؤسسة منذ قرابة ستين عاما، و هذا ما يعد سببا لظهور العديد من النظريات التي تهتم بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، و من بين هذه النظريات ما يدعم فكرة وجود أمثلية للهيكل المالي و منها ما ينفي وجود هذه الفكرة إطلاقا، و لا تزال مسألة تحديد المستوى الأمثل للاستدانة تسيل الكثير من الحبر و تشكل موضوعا خصبا للنقاش و الإثراء بين المختصين و الباحثين.

من خلال هذا الفصل نحاول التطرق إلى أهم النظريات التي عاجلت الهيكل المالي، لذا ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالاتي:

**المبحث الأول.** الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في ظل نظرية كمال الأسواق؛

**المبحث الثاني.** نظرية المنظمات و علاقتها بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛

**المبحث الثالث.** عدم تناظر المعلومات و أثرها على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

## المبحث الأول. الهيكل المالي في ظل نظرية كمال الأسواق المالية

تعتبر العلاقة التي تسعى معظم مداخل الهيكل المالي إلى توضيحها هي الرابطة بين درجة الرفع المالي (الاستدانة)، القيمة السوقية للمؤسسة و تكلفة الأموال. للتفصيل في هذه العلاقة نحاول من خلال هذا المبحث التركيز على بعض النظريات التي عاجلت الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق المالية. و عليه، ارتأينا أن نقسمه إلى ثلاثة مطالب كالآتي:

- **المطلب الأول.** المدخل التقليدي للهيكل المالي؛
- **المطلب الثاني.** تحليل Modigliani & Miller لسنة 1958؛
- **المطلب الثالث.** تحليل Modigliani & Miller لسنة 1963.

### المطلب الأول. المدخل التقليدي للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

يقف المدخل التقليدي للهيكل المالي موقف وسطي بين مدخلين متناقضين، و هما مدخل صافي الربح  $NI$  الذي يُقر وجود هيكل مالي أمثل تكون عنده تكلفة الأموال في أدنى قيمة لها و تكون قيمة المؤسسة في أقصى ما يمكن، و مدخل صافي ربح العمليات  $NOI$  الذي ينفي بشكل مطلق وجود هيكل مالي أمثل، و ذلك نتيجة لفيه أي علاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة أو تكلفة أموالها.

إن المدخل التقليدي يمثل حلا وسطا بين المدخلين، يقوم على جملة من الفروض، نذكر منها ما يلي:

1. ثبات حجم الاستثمارات؛
2. يمكن تغيير نسب مكونات الهيكل المالي - نسبة الاستدانة أو نسبة أموال الملكية - دون تغيير القيمة الكلية للهيكل المالي؛
3. عدم وجود الضرائب و تكلفة الإفلاس؛
4. عدم وجود تكلفة المعاملات؛
5. تماثل التوقعات الخاصة بالمستثمرين الحاليين أو المرتقبين و ذلك سواء بالنسبة لإيرادات المؤسسة أو المخاطر الخاصة بها.

### الفرع الأول. مدخل صافي الدخل $Net Income$

يرتكز مفهوم مدخل صافي الربح  $NI$  على أن المؤسسة و عن طريق القروض " الرفع المالي " لها إمكانية رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ويستند تحليل مدخل صافي الدخل  $NI$  إلى الفروض التي اعتمد عليها المدخل التقليدي إلى جانب بعض الفروض الأخرى والتي نذكر منها ما يلي:

1. إن استخدام القروض في الهيكل المالي للمؤسسة لن يغير في الخطر بالنسبة للمساهمين و لذلك تبقى كل من  $k_d$  ،  $k_e$  ثابتة مع التغير في درجة الرفع المالي.

$$k_d = \frac{R}{D} \text{ حيث } R \text{ قيمة الفوائد، } D \text{ قيمة القروض.}$$

حيث  $k_e = \frac{L}{p} + g$  هي نصيب السهم من الأرباح المحققة،  $E$  نصيب السهم من الأرباح

الموزعة،  $p$  القيمة السوقية للسهم،  $g$  معدل نمو الأرباح ( $g=0$ ).

تحت فرضية ( $g=0, E=L$ ) تصبح العلاقة كالتالي:  $k_e = \frac{E}{p}$

2. تكلفة الأموال المقترضة اقل من تكلفة أموال الملكية  $k_d < k_e$ .

من خلال الفروض السالفة الذكر، نستخلص أن الاستخدام المتزايد للقروض يخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال. و عليه، يرفع من القيمة السوقية الكلية للمؤسسة من خلال ارتفاع قيمة السهم<sup>1</sup>.

مثال. مؤسسة اقتصادية تحقق صافي دخل تشغيلي NOI (نتيجة اقتصادية) قدره 250.000 وحدة نقدية خلال سنة مالية معينة، علما أن تكلفة الأموال الخاصة هي 15%، وتكلفة أموال الاستدانة هي 10 %، تسعى الإدارة المالية لهذه المؤسسة لتحديد الهيكل المالي الأمثل ؛ وذلك بتطبيق مدخل الدخل الصافي<sup>2</sup>.

الحل. لإيجاد الهيكل المالي الأمثل لهذه المؤسسة وفقا لمدخل الدخل الصافي نقوم بفرض عدة مستويات للاقتراض، و مستوى الاقتراض الذي يحقق أدنى تكلفة كلية للأموال و أعظم قيمة سوقية للمؤسسة، هو الذي يمثل مستوى الاستدانة الأمثل وعلى أساسه يتحدد الهيكل المالي الأمثل.

<sup>1</sup>سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص.215.

<sup>2</sup> المثال من إعداد الباحث



الجدول رقم (1-2). اثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال و القيمة السوقية للمؤسسة وفقا لمدخل NI

الوحدة:1000 ووحدة نقدية

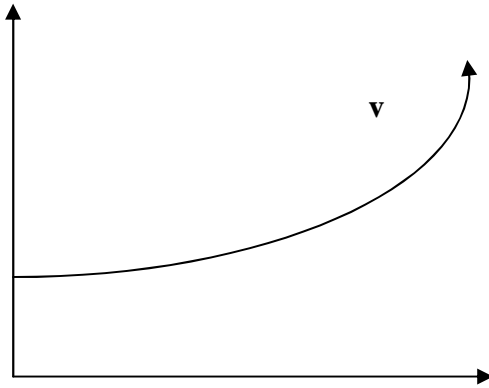
250	250	250	250	250	250	250	صافي الدخل التشغيلي $NOI$
250	150	100	60	40	20	0	الفوائد $R$
00	100	150	190	210	230	250	صافي الدخل المتاح للمساهمين $NI=X-R$
% 10	% 10	% 10	% 10	% 10	% 10	% 10	$k_d$
% 15	% 15	% 15	% 15	% 15	% 15	% 15	$k_e$
00	666	1000	1266	1400	1533	1666	القيمة السوقية لأموال الملكية $S = \frac{X - R}{K_e}$
2500	1500	1000	600	400	200	00	القيمة السوقية للقروض $D = \frac{R}{k_d}$
2500	2166	2000	1866	1800	1733	1666	القيمة السوقية للشركة $V = S + D$
10%	11.54%	12.5%	13.39%	13.88%	14,4%	% 15	التكلفة الكلية للأموال $K_0 = \frac{NOI}{V}$
% 100	% 69,25	% 50	% 32,15	% 22,2	% 11,5	00	الرفع المالي $\frac{D}{V}$

المصدر:الجدول من انجاز الباحث.

و لتوضيح الجدول رقم (1-2)، نقوم بتمثيل البيانات الموجودة فيه في منحنيين بيانيين لتوضيح أثر الاقتراض على التكلفة الكلية للأموال وعلى القيمة السوقية للمؤسسة وفقا لمدخل الدخل الصافي.

الشكل رقم (2-2). اثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة وفقا لمدخل الدخل الصافي NI

قيمة المؤسسة V

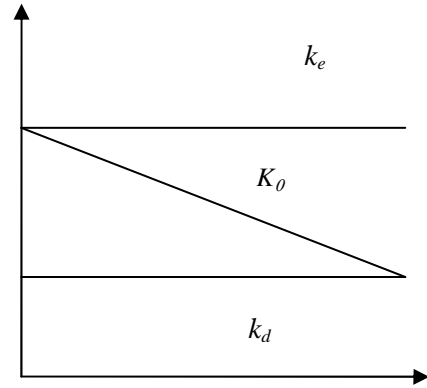


معدل الاستدانة  
D/E

المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص. 180.

الشكل رقم (1-2). اثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل الدخل الصافي NI

تكلفة الأموال



معدل  
الاستدانة  
D/E

المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص. 180.

من خلال كل ما تقدم يصبح الهيكل المالي الأمثل محققا عند النقطة التي تتعاضم فيها قيمة المؤسسة و تقل تكلفة الأموال إلى أدنى حد، و هذه النقطة تتحقق عند التمويل بالقروض بنسبة 100% أو الاقتراب قدر الإمكان إلى هذه النسبة.

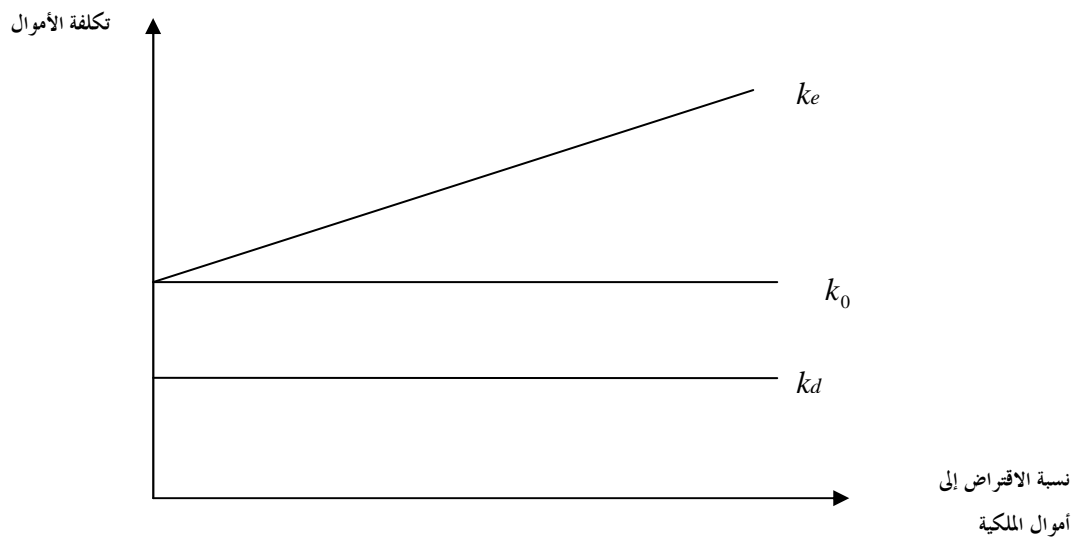
### الفرع الثاني. مدخل صافي الدخل التشغيلي Net operating Income Approach

يقوم مدخل NOI على بعض الفروض الإضافية للفروض السابقة و هي كالآتي:

1. تكلفة أموال الاقتراض  $\bar{k}_d$  ثابتة ؛
2. تكلفة أموال الملكية  $k_e$  متغيرة ، استجابة للتغير في درجة المخاطرة لحملة الأسهم الناتج بدوره عن استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة؛
3. لا أهمية للفرقة بين أموال الملكية و القروض، لأن تقييم السوق للمؤسسة يأتي ككل متكامل؛
4. نفرض أن التكلفة الكلية للأموال تتعلق فقط بعنصر خطر الأعمال، فإذا فرضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت التكلفة الكلية للأموال  $\bar{k}_0$  ثابتة،
5. تكلفة أموال الملكية  $k_e$  أكبر من تكلفة أموال الاستدانة  $k_d$ .

انطلاقاً من الفروض التي يقوم عليها مدخل  $NOI$ ، نستنتج أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة  $\bar{k}_0$ ، نتيجة لثبات تكلفة أموال الاقتراض، و تغير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع ازدياد حضور الاستدانة في هيكل رأس المال، نتيجة لارتفاع المخاطر التي تدفع المساهمين بالمطالبة بزيادة العائد المطلوب. و عليه، فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الاقتراض سوف يعوضها ارتفاع تكلفة أموال الملكية، ما يجعل التكلفة الكلية للأموال ثابتة دون تغيير مهما تغيرت تركيبة هيكل رأس المال، و الشكل رقم (2-3) يوضح لنا أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال و كذا على تكلفة أموال الملكية.

الشكل رقم (2-3). أثر الاستدانة على تكلفة الأموال حسب مدخل  $NOI$



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص. 185.

إن مدخل  $NOI$  ينفي أي ارتباط بين القيمة السوقية للمؤسسة و هيكل رأسمالها، حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة  $V$  تتحدد برسالة صافي الدخل التشغيلي  $NOI$ . متوسط التكلفة المرجحة للأموال.

$$V = (S + D) = \frac{NOI}{\bar{k}_0} \quad (1-2)$$

حيث:

$V$ : القيمة السوقية للمؤسسة؛

$S$ : القيمة السوقية لأموال الملكية؛

$D$ : القيمة السوقية للقروض.

ثبات  $\bar{k}_0$  يعني استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عن تركيبة هيكل رأس المال، و الشكل رقم (2-4)، يوضح لنا أثر معدل الاستدانة على قيمة المؤسسة الاقتصادية حسب مدخل  $NOI$ .

الشكل رقم (2-4). أثر الاستدانة على قيمة المؤسسة الاقتصادية حسب مدخل  $NOI$



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مصدر سبق ذكره، ص. 185.

### الفرع الثالث. المدخل التقليدي للهيكل المالي

يؤمن المدخل التقليدي إيماناً راسخاً أن الميزج الأمثل من مصادر التمويل - أموال الملكية و القروض - يؤثر في التكلفة الكلية للأموال، حيث أن هناك حد معين من القروض لا يجب تجاوزه استخدامه في الهيكل المالي للمؤسسة و هذا الحد يتعين عند بلوغ التكلفة الكلية للأموال إلى أدنى قيمة أو تكون فيه القيمة السوقية للمؤسسة أعلى ما يمكن.

و وفقاً للمدخل التقليدي فإن تأثير التكلفة الكلية  $k_0$  في الهيكل المالي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل على النحو الآتي:

#### • المرحلة الأولى

في هذه المرحلة تكون تكلفة أموال الملكية ثابتة أو ترتفع بنسبة طفيفة، مع زيادة القروض لأن وجهة نظر المساهمين إلى عملية التمويل في هذه المرحلة، هي اللجوء إلى الاقتراض كونه أقل تكلفة من أموال الملكية. و عليه، يتم تحقيق تكلفة كلية للأموال  $k_0$  منخفضة مع زيادة درجة الرفع المالي.

1. افتراض ثبات  $k_e$  داخل الحد المقبول من الاقتراض تصبح قيمة المؤسسة على النحو التالي:

$$V = S + D = \frac{X - k_d D}{k_e} + \frac{k_d D}{k_d} \Rightarrow \frac{X - k_d D}{k_e} + D = \frac{X}{k_e} + \frac{(k_e - k_d) D}{k_e} \quad (2-2)$$

و عليه إذا كانت  $k_e$ ،  $k_d$  ثوابت فإن قيمة المؤسسة تزداد بمعدل ثابت هو  $\frac{k_e - k_d}{k_e}$  من قيمة القروض؛

2. اتجاه المؤسسة إلى الرفع المالي؛ تحت فرضية  $k_d > k_e$ ، سيحدث انخفاض مستمر في المتوسط المرجح لتكلفة الأموال  $k_0$  وفقا لما توضحه المعادلة الآتية<sup>1</sup>:

$$k_0 = \frac{X}{V} = k_e \left( \frac{S}{V} \right) + k_d \left( \frac{V}{D} \right) \quad (3-2)$$

### ● المرحلة الثانية

بعد بلوغ نسبة (درجة) الرفع المالي إلى حد معين، يظهر ما يسمى بالخطر المالي للقروض (التمويل الخارجي)، وهذا ما يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في الرفع المالي و ذلك عن طريق الموازنة بين مزايا التمويل بالاقتراض و خطورتها المتمثلة في الوقوع في العسر المالي. و في هذه المرحلة فإن قيمة المؤسسة تبلغ أقصاها، و تكلفة الأموال الكلية تكون أقل ما يمكن. و عليه، نكون في وضعية هيكل تمويلي أمثل<sup>2</sup>.

### ● المرحلة الثالثة

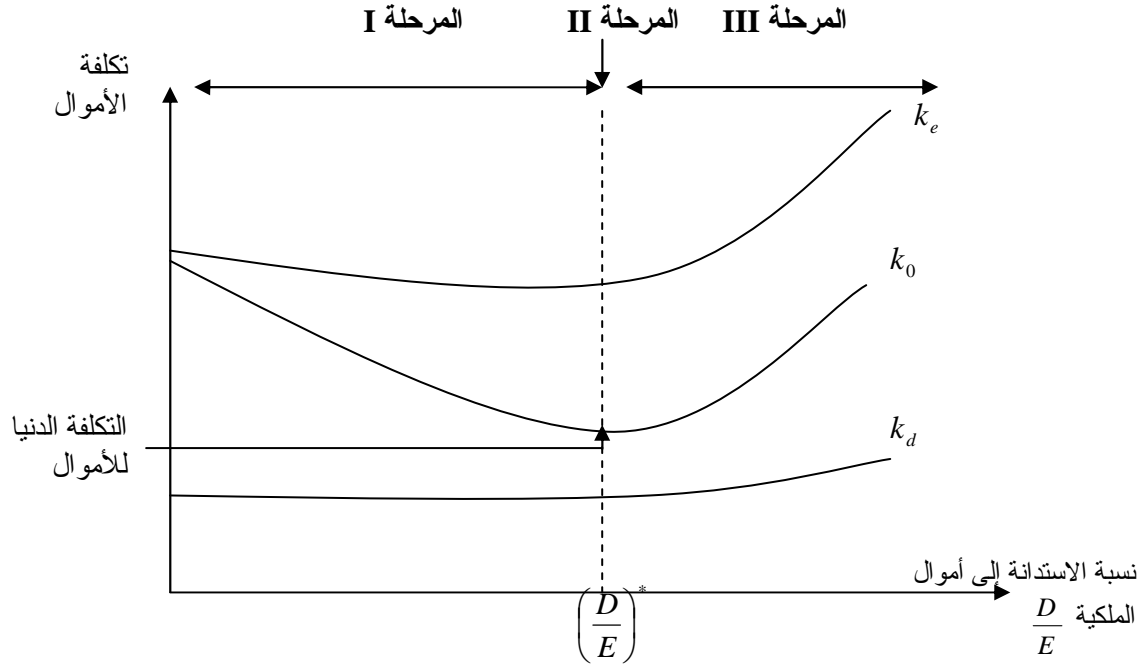
بعد بلوغ الحد المثالي من الرفع المالي، فإن استمرارية استخدام المؤسسة للقروض يؤدي إلى تخفيض قيمتها السوقية ( $V$ )، كما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال  $k_0$ ، هذا نتيجة لشعور المساهمين بدرجة من المخاطرة نتيجة اللجوء إلى مصادر تمويل إضافية في شكل قروض بعد نسبة الاستدانة المثالية.

إن الحوصلة النهائية لهذه المراحل الثلاثة هي أن تكلفة الأموال  $k_0$  دالة للرفع المالي، بحيث تتناقص مع زيادة الرفع المالي و يستمر الحال على هذا المنوال إلى غاية الوصول إلى نقطة معينة أو مجال معين و هو المستوى الأمثل للاستدانة الذي يمثل نقطة انعطاف بالنسبة لتكلفة الأموال و منه للقيمة السوقية للمؤسسة، و يمكن توضيح ما جاء به المدخل التقليدي من خلال الشكلين (2-5)، (2-6).

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل. التحليل المالي مدخل في التحليل و اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص. 193.

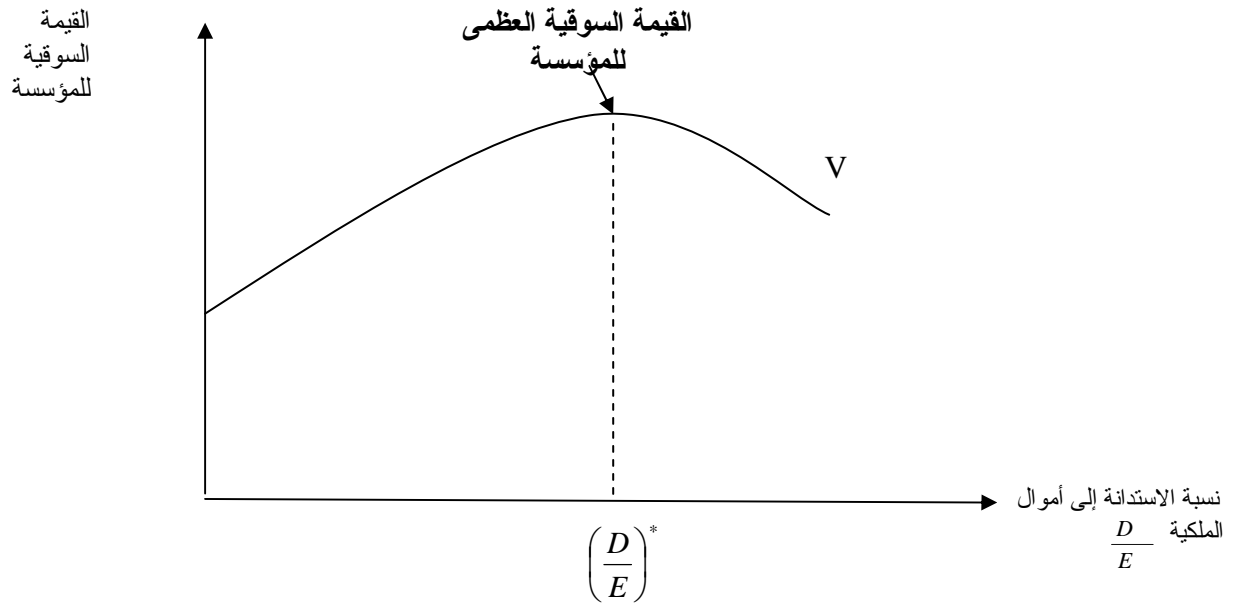
<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

الشكل رقم (2-5). أثر الاستدانة على تكلفة الأموال وفقا للمدخل التقليدي



المصدر. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.187.

الشكل رقم (2-6). أثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة وفقا للمدخل التقليدي



المصدر. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص.187.

$$\left(\frac{D}{E}\right)^* : \text{نسبة الاستدانة المثلى}$$

إذن يعتبر المدخل التقليدي للهيكل المالي مفهوماً وسطياً بين مدخل الدخل الصافي  $NI$  و صافي الدخل التشغيلي  $NOI$ ، حيث يرتكز مفهومه على أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق، كذلك يمكن تخفيض التكلفة الكلية للأموال من خلال التوليفة المثلى المشكلة من أموال الملكية و أموال الافتراض. من جهة أخرى يتعرض المدخل التقليدي لانتقادات كثيرة و خاصة من طرف أنصار مدخل صافي الدخل التشغيلي  $NOI$  و لعل من أهم هذه الانتقادات التي أتى بها كل من Modigliani & Miller.

### المطلب الثاني. مدخل Modigliani & Miller لسنة 1958

يعتبر كل من فرانكو مودي غلياني و ماراتون ميلر، و المعروفان باختصار **M&M** من الأسماء البارزة في مجال مالية المؤسسة، بحيث حاز كل منهما على جائزة نوبل في الاقتصاد، و بالتعاقب سنة 1985 و 1990، و تشكل مقالتهما لسنة 1958 و التي نشرت في مجلة اقتصادية متخصصة «The American Economic Review» تحت عنوان "تكلفة رأس المال، مالية المؤسسة، و نظرية الاستثمار" الحجر الزاوية للإدارة المالية الحديثة، و يركز بالخصوص على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، و أهم ما يميز مدخل **M&M** 1958، هو اختلافه الجذري مع ما جاء به المدخل التقليدي للهيكل المالي، حيث يقوم مدخل **M&M** 1958 بنفي فكرة وجود هيكل مالي أمثل ويستند هذا التحليل إلى الفروض التي اعتمدها المدخل التقليدي إلى جانب بعض الفروض الأخرى والتي نذكر منها ما يلي:

- 1-رشاد المستثمرين في الأوراق المالية؛
- 2-للمستثمرين حرية شراء و بيع الأوراق المالية دون قيود؛
- 3-تمائل إمكانية و شروط الافتراض بالنسبة للأفراد و المؤسسات؛
- 4-تكلفة تحويل و تبديل الملكيات معدومة. « Coût de transaction est nul » ؛
- 5-تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى مجموعات متجانسة من حيث المخاطر و العائد؛
- 6-شفافية و مجانية السوق المالي بحيث أن المعلومات المتعلقة بالمؤسسات العاملة فيه متاحة و مجانية للجميع المتعاملين؛

قام Modigliani & Miller (1958) بتوضيح فكرتهما بالاعتماد على مدخلان ( **Proposition I , II** ). و عليه، سنستعرض فحواهما فيما يلي:

### الفرع الأول. الاقتراح الأول لتحليل **M&M** سنة 1958

\* “The cost of capital, corporation Finance, and the theory of investment”

يقوم تحليل M&M لسنة 1958 من خلال الاقتراح الأول على مبدأ حياد تركيبة هيكل رأس المال في التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، و إنما تتوقف هذه الأخيرة فقط على رسملة العوائد المنتظرة على أساس معدل رسملة يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في سهم عادي لمؤسسة تنتمي لنفس الفئة من المخاطر، و تستخدم في تمويلها أموال الملكية فقط.

لإيجاد القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لفئة خطر معينة و لتكن  $k$  نستخدم المعادلة الآتية:<sup>1</sup>

$$V_J = (S_J + D_J) = \bar{X}_J / P_K \quad (4-2)$$

لكل مؤسسة  $J$  من فئة الخطر  $k$

$V_J$ : القيمة السوقية للمؤسسة  $J$ ؛

$S_J$ : القيمة السوقية لأموال الملكية في المؤسسة  $J$ ؛

$D_J$ : القيمة السوقية للديون في المؤسسة  $J$ ؛

$\bar{X}_J$ : العائد المتوقع على أصول المؤسسة قبل اقتطاع المصاريف المالية EBIT؛

$P_K$ : معدل المدودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى فئة المخاطر  $k$ ، و تكون ممولة بالكامل بأموال الملكية.

يمكن قراءة المعادلة (4-2) على أساس أن القيمة السوقية للمؤسسة  $J$  و التي تنتمي إلى فئة المخاطر  $k$ ، تساوي إلى مجموع القيم السوقية للأسهم و السندات التي تشكل هيكل رأس مالها، كذلك تساوي إلى صافي ربح العمليات مرسل بمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين العاديين في أي مؤسسة تنتمي لفئة المخاطر  $k$  و ممولة فقط بأموال الملكية . و عليه، لا علاقة لتركيبه هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة.

يمكن كذلك التعبير على الاقتراح الأول ل M&M (1958) من خلال التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس

المال بحيث:

$$WACC = \bar{X}_J / (S_J + D_J) = \bar{X}_J / V_J = P_K \quad (5-2)$$

لكل مؤسسة  $J$  من فئة المخاطر  $k$

يقصد Modigliani & Miller من المعادلة (5-2) أن متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال لأي مؤسسة تنتمي لفئة المخاطر  $k$  و مهما كانت تركيبة هيكل رأس مالها، فهو يساوي لتكلفة حقوق الملكية لمؤسسات تنتمي لنفس فئة المخاطر و تعتمد فقط على أموال الملكية في هيكل رأس مالها<sup>2</sup>. إذن تعتبر التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستقلة كلياً عن تركيبته.

<sup>1</sup> Franco Modigliani & Merton H. Miller: “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, (Jun., 1958), p.268.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص. 193.



من خلال ما تطرقنا إليه في الاقتراح الأول لتحليل M&M (1958) يتبادر إلى أذهاننا سؤال، في حالة وجود مؤسستان تنتمي إلى نفس فئة المخاطر و تتشابهان في كل النواحي ما عدا في تركيبة الهيكل المالي، فالمؤسسة الأولى غير مقترضة و قيمتها  $V_1$  و المؤسسة الثانية مقترضة و قيمتها  $V_2$ .  
نفرض الآن أن قيمة المؤسستان تختلفان عن بعضهما بحيث  $V_1 < V_2$ ، و هذا ما يُنافي الاقتراح الأول ل M&M 1958، فما هو يا ترى تبرير Modigliani & Miller اتجاه هذه الحالة؟

إن تحليل M&M 1958 يجب على هذا التساؤل بالاعتماد على المبدأ القائل بأن السوق كفيل بإعادة التوازن عن طريق رشاد المستثمرين و للبرهان على هذا نفرض أن<sup>1</sup>:

مستثمر يمتلك أسهم للمؤسسة المقترضة بقيمة  $S_2$ ؛ علماً أن  $S_2$  تمثل جزء فقط من إجمالي القيمة السوقية للأسهم المصدرة ( $S_2$ ) من طرف المؤسسة المقترضة، و  $\alpha$  يمثل نسبة أسهم المؤسسة المقترضة المملوكة من طرف المستثمر. و عليه، فإن  $(S_2 = \alpha \cdot S_2)$ . و هذا ما يعطي الحق لهذا المستثمر في الحصول على جزء من نتيجة هذه المؤسسة " $\alpha \cdot X$ "، علماً أن حصة المستثمر من الأرباح في مؤسسة مقترضة مثل المؤسسة الثانية محدد بالمعادلة الآتية:

$$Y_2 = \alpha(X - rD_2) \quad (6-2)$$

$r$ : معدل الفائدة (وحيد و ثابت)؛

$D_2$ : الأموال المقترضة من طرف المؤسسة الثانية.

نفرض الآن أن هذا المستثمر قام ببيع كل أسهمه في المؤسسة المقترضة ( $S_2 = \alpha \cdot S_2$ )، و اقتترض المبلغ  $(\alpha \cdot D_2)$ ، من أجل شراء أسهم في المؤسسة الأولى (غير المقترضة) بقيمة  $S_1 = \alpha(S_2 + D_2)$  و يمكن أن تستخدم الأسهم كضمان مقابل الأموال المقترضة، كل هذا يسمى بالرفع الشخصي (Home made leverage). و عليه، تكون حصة المستثمر في المؤسسة غير المقترضة وفق المعادلة الآتية:

$$S_1 = \alpha(S_2 + D_2) \quad (7-2)$$

بقسمة المعادلة (7-2) على  $S_1$ ؛ حيث  $S_1$  تمثل القيمة الإجمالية للأسهم المصدرة من طرف المؤسسة الأولى نحصل على ما يلي:

$$\frac{S_1}{S_1} = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} \quad (8-2)$$

المعادلة (8-2) تمثل نسبة الأسهم المملوكة من طرف المستثمر في رأس مال المؤسسة الأولى بالنسبة للأسهم الكلية المصدرة لهذه المؤسسة.

<sup>1</sup> Franco Modigliani & Merton H. Miller: Op.cit,pp.269-270.

الآن نحاول البحث عن حصة المستثمر من الأرباح المحققة في المؤسسة الأولى و هذا بعد طرح مجمل المصاريف المالية المتعلقة بالأموال التي اقترضها شخصيا  $(\alpha.r.D_2)$  .

المعادلة رقم (9-2) تمثل حصة المستثمر من الأرباح في المؤسسة غير المستدينة

$$Y_1 = \frac{\alpha(S_2 + D_2)}{S_1} X - \alpha r.D_2 = \frac{\alpha V_2}{V_1} X - \alpha.r.D_2$$

$$Y_1 = \frac{\alpha V_2}{V_1} X - \alpha.r.D_2 \quad (9-2)$$

بمقارنة المعادلة رقم (6-2) المعادلة رقم (9-2)، نخلص إلى أن حصة المستثمر من أرباح المؤسسة غير المقترضة يكون أكبر من حصته في المؤسسة المقترضة  $Y_1 < Y_2$ . هذه الحقيقة التي تدفع بمساهمي المؤسسة المقترضة باللجوء إلى بيع أسهمها، و هذا ما ينقص من قيمتها السوقية، و يستخدمون حصيلة البيع بالإضافة إلى اللجوء للاقتراض (الرافعة الشخصية) في شراء أسهم المؤسسة غير المقترضة، و هذا ما ينتج عنه ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة، و يستمر هذا السلوك حتى تتساوى قيمة المؤسستان  $(V_2 = V_1)$ .

إذن يمكن للمستثمر الرشيد أن يصل بنفسه إلى نتائج متطابقة و نتائج المؤسسة المقترضة<sup>1</sup>، دون الحاجة إلى دفع سعر أعلى، و هذا عن طريق المراجعة أو الموازنة السوقية باستخدام الرافعة الشخصية.

## الفرع الثاني. الاقتراح الثاني II لمودي غلياني و ميلر 1958

ينطلق Modigliani & Miller في اقتراحهما الثاني Proposition II ، من حقيقة أن معدل العائد المتوقع لأسهم مؤسسة تنتمي لفئة الخطر  $k$  و يتكون هيكل رأسمالها من أموال ملكية و قروض، هو ذاته معدل العائد المتوقع على أسهم مؤسسة تنتمي لفئة المخاطر  $k$  و يتكون هيكل رأس مالها فقط من أموال الملكية بالإضافة إلى علاوة تتعلق بخاطر مالي يساوي إلى الفرق بين  $p_k$  و معدل الفائدة  $r$  مضروبا في نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية، و من الممكن صياغة المعادلة التي تقضي بإيجاد معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة، و هي كالآتي<sup>2</sup>:

$$i_j = P_k + (P_k - r) \frac{D_j}{S_j} \quad (10-2)$$

$i_j$  : عائد على أسهم المؤسسة التي تستخدم القروض و تنتمي لفئة المخاطر  $k$ ؛

$P_k$  : معدل المدودية على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى فئة المخاطر  $k$ ، و تكون ممولة بالكامل بأموال الملكية؛

$r$  : معدل الفائدة.

للحصول على المعادلة (10-2) ننتقل من المعادلة رقم (11-2).

<sup>1</sup> - Idem.

<sup>2</sup> -Ibid, P.271.

$$i_j = \frac{\bar{X}_j - r.D}{S_j} \quad (11-2)$$

و من خلال الاقتراح (4-2) نعلم أن:

$$\bar{X}_j = p_k (S_j + Dj) \quad (12-2)$$

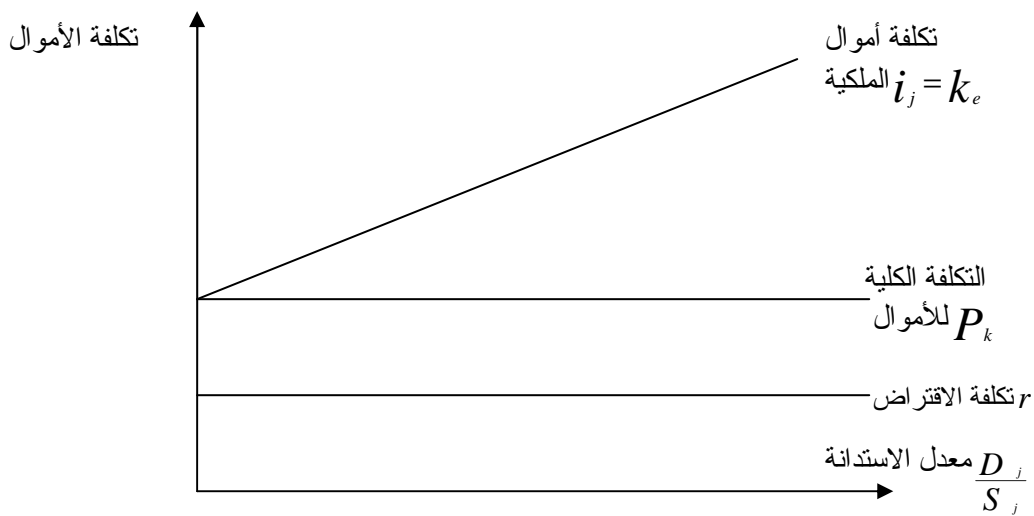
بتعويض المعادلة (12-2) في المعادلة (11-2)، نحصل على المعادلة (10-2)، كما هو موضح فيما يلي:

$$i_j = \frac{p_k (S_j + Dj) - r.D}{S_j} = \frac{p_k .S_j + p_k .Dj - rDj}{S_j}$$

$$i_j = p_k + \frac{p_k .Dj + r.Dj}{S_j} = p_k + (p_k - r) \frac{Dj}{S_j}$$

إذن من خلال المعادلة (10-2)، نستنتج أن معدل العائد المنتظر من قبل المساهمين في مؤسسة تستخدم في هيكل رأس مالها القروض، يشكل دالة خطية للأموال المقترضة، ميلها هو  $(p_k - r)$ ، لذا نجد تكلفة أموال الملكية ترتبط طردياً مع حجم الاقتراض، إذ تزيد تكلفة أموال الملكية بزيادة حضور القروض في الهيكل المالي، وهذا راجع لزيادة مخاطر حقوق الملكية مع زيادة الاقتراض. و عليه، فإن ميزة التكلفة المنخفضة للاقتراض سرعان ما يتم إلغاؤها و امتصاصها بما يقابلها من ارتفاع في المخاطر المالية، و ما ينجر عنها من ارتفاع في تكلفة أموال الملكية  $k_e$ ، وهذا ما يؤدي إلى ثبات التكلفة الكلية للأموال مهما تم التغيير في نسبة الاستدانة، و الشكل رقم (2-7) يوضح ما تم التطرق إليه.

الشكل رقم (2-7). اثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال حسب الاقتراح II لنظرية M&M (1958)



المصدر: حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2005، ص.522.

إن الاقتراح الثاني لـ Modigliani & Miller (1958) يؤكد بأن تكلفة أموال الملكية في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ترتفع بارتفاع نسبة الاستدانة بينما تتميز التكلفة الكلية للأموال بالثبات. وعليه، حياد تركيبة هيكل رأس المال في التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة<sup>1</sup>.  
 رغم سلامة تحليل مدخل M&M لسنة 1958 من الناحية النظرية، إلا أن ما يعاب عليه هو إغفاله للكثير من العوامل الموجودة في الحياة العملية، وهذا أحد أهم الأسباب لظهور العديد من النظريات التي تعالج الهيكل المالي بعد سنة 1958، ومن بينها ما جاء به Modigliani & Miller في سنة 1963.

### المطلب الثالث. مدخل Modigliani & Miller في حالة وجود ضرائب 1963

بعد التطرق إلى فحوى تحليل M&M لسنة 1958 في المطلب الثاني، تبدوا أن الفرضيات التي اعتمدا عليها كل من Modigliani & Miller في نظريتهما لسنة 1958 مثالية جدا، و يندر أن تتجسد على أرض الواقع، وخاصة تلك المتعلقة بعدم وجود ضرائب. لذا في سنة 1963 قام M&M بطرح نظرية جديدة تهتم بالهيكل المالي للمؤسسة، وتعتمد على الفرضيات التي اعتمدا عليها في تحليلهما سنة 1958، إلا أنها تسقط فرضية عدم وجود الضرائب.

يعتبر نموذج M&M لسنة 1963 بأن حضور أموال الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يعد فرصة لتحقيق وفرات ضريبية بقيمة المصروف المالي الناتج عن خدمة الدين مضروبا في معدل الضريبة. و عليه، فإن M&M سنة 1963 قد أسقطا النظرية القائلة بحياد الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة، ويمكن توضيح ما ذكرناه من خلال الصياغة الرياضية التالية<sup>2</sup>:

في حالة هيكل مالي يحتوي على قروض يحصل المساهمون على:

$$(EBIT - k_D \cdot D)(1 - T) \quad (13-2)$$

يحصل المقرضون على:

$$k_d \cdot D \quad (14-2)$$

وبجمع ما يحصل عليه المساهمون و المقرضون من خلال جمع العلاقة (13-2) والعلاقة (14-2)، نحصل على المعادلة (15-2):

$$(EBIT - k_D \cdot D)(1 - T) + k_d \cdot D \quad (15-2)$$

<sup>1</sup> [WWW.Cambridge.org](http://WWW.Cambridge.org), تاريخ الاطلاع 2009/01/12, The Economics of Financial Markets, 2005, R.E Bailey

<sup>2</sup> حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، 2005، ص.529.

بنشر العلاقة (2-15) نحصل على ما يلي:

$$EBIT \cdot (1 - T) + T \cdot k_d \cdot D \quad (16-2)$$

قيمة الوفر  
الضريبي

الأموال المدفوعة لمستثمري المؤسسة المقرضة؛ من مساهمين ومقرضين.

بحيث:

$T$ : معدل الضريبة؛

$D$ : قيمة القروض؛

$k_D$ : تكلفة الاقتراض؛

$k_D \cdot D \cdot T$ : الوفر الضريبي؛

$EBIT$ : نتيجة الاستغلال.

من خلال المعادلة (2-16)، نلاحظ أن توزيعات المؤسسة المقرضة على المستثمرين تزيد حصيلتها ب  $k_D \cdot D \cdot T$  عن المؤسسة غير مقرضة، و هذا يتسبب في ازدياد القيمة السوقية للمؤسسة المقرضة عن القيمة السوقية للمؤسسة غير مقرضة بقيمة الوفرات الضريبية المحققة.

$$V_L = V_U + TD \cdot k_D \quad (17-2)$$

$V_U$ : القيمة السوقية للمؤسسة غير مقرضة،

$V_L$ : القيمة السوقية للمؤسسة المقرضة.

تقوم نظرية M&M لسنة 1963 على أساس أن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة التي تستخدم الديون في هيكلها المالي عن التي تكتفي باستخدام أموال الملكية، يتمثل في الوفرات الضريبية، و إذا كان الفرق أكبر أو أصغر من الوفرات الضريبية فإن عمليات المراجعة في السوق كفيلة بإعادة التوازن، أي الفرق بين المؤسسة المقرضة و غير المقرضة حسب هذه النظرية هو فقط و فقط القيمة الحالية للوفرات الضريبية نتيجة اللجوء إلى الاستدانة، كذلك تنص نظرية M&M لسنة 1963 أن استخدام المؤسسة للديون في هيكلها المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمتها باضطراد.

### ❖ حدود تحليل Modigliani & Miller

تتمحور معظم الانتقادات الموجهة لتحليل M&M حول واقعية الفروض التي تأسس حولها التحليل، و من بين أهم الانتقادات، نجد الانتقاد المتعلق بفرضية عدم وجود ضرائب، و الذي تم تداركه من طرفهما في سنة 1963. و من بين الانتقادات الأخرى نذكر ما يلي:

1. مجانية الأسواق المالية. تم انتقاد الفرضية النظرية لمجانية الأسواق المالية في حين أن هذه الفرضية تلعب دورا هاما في تحليل M&M، لأن تحليلهما هذا مبني على أساس آلية المراجعة، و التي تفترض مسبقا وجود إمكانية

إحلال مطلق و مجاني بين الأوراق المالية. عمليا، نصطدم بواقع مفاده أن كل المعاملات في الأسواق المالية ذات تكلفة.

2. الفرض القائل بأن المؤسسات و الأفراد يمكنهم الاقتراض وفقا لمعدل فائدة ذاته يعتبر فرض بعيد عن الواقع، لأن المؤسسات، كون أنها تمتلك حجم معين من الأصول الثابتة، فهي تتمتع بدرجة ثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد، الشيء الذي يجعلها تتحصل على قروض بشروط أفضل من التي تطبق على الأفراد<sup>1</sup> و هذا ما ينعكس على تكلفة القرض، بحيث تكون تكلفة الاقتراض التي يتحملها المستثمر الفرد أعلى من التي تتحملها المؤسسة.

مما سبق نخلص متأكدين بأن فرضيات Modigliani & Miller غير متمسمة بالواقعية، إلا أنه بالمقابل يجب الإشادة بالتناسق و التجانس الواضحين في تحليلهما، فإلى غاية يومنا هذا لم تتمكن هذه الانتقادات من أن تدحض المنطق الداخلي لتحليلهما، فبمجرد قبول فروضهما، يتم التسليم بالنتائج المتوصل إليها.

## المبحث الثاني. الهيكل المالي في ظل نظرية المنظمات

### المطلب الأول. نظرية الوكالة و الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

لقد قام كل من Jensen & Meckling سنة 1976 بنقد المرجعية التي أسسها Modigliani & Miller، وذلك بإدماج نظرية الوكالة في النظرية المالية. حيث يعتبران المؤسسة مجموعة من العناصر ذات الأهداف المتباينة و المتضاربة بحيث يختلف فيها مستوى المعلومات. تعتبر نظرية الوكالة التي وضعها Jensen & Meckling بمثابة نقطة انطلاق لمجموعة كبيرة من التحاليل التي سنحاول توضيح أهمها في هذا المطلب.

يعرف Jensen & Meckling علاقة الوكالة على أنها العقد الذي يلجأ من خلاله شخص أو أشخاص عدة إلى طلب خدمات شخص آخر قصد إنجاز مهمة معينة باسمهم، مما يقتضي تفويضا يكتسي طبيعة صنع القرار. تتجسد هذه العلاقة كذلك في القرارات غير المثلى التي لا يمكن ملاحظتها من قبل المُوكَل، و ما ينجر عن ذلك من مشكلة الالتزام التعاقدية و تفويض القرار. تتأسس مختلف تطورات نظرية الوكالة على المبدأ الذي من خلاله يعمل كل فرد على تحقيق أقصى قدر من المصلحة الخاصة قبل المصلحة العامة.

من خلال ما تقدم ذكره بخصوص نظرية الوكالة نخلص إلى انه يوجد على مستوى المؤسسة الاقتصادية علاقات الوكالة بين بعض من الأطراف الذين تمهم حياة المؤسسة مثل المساهمين، المسيرين و الدائنين. حيث يفوض المساهمون بعض من صلاحياتهم إلى المسيرين الذين من المفترض أن يعملوا من أجل تحقيق أقصى قدر من الثروة للمؤسسة ؛ إلا أن المسيرين في غالب الأحيان يجعلون الأولوية في تحقيق مصالحهم الشخصية. فالمؤسسة تعتبر

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل التمويلية، مرجع سبق ذكره، ص 240.

مجموعة متنوعة من الوكلاء بحيث كل واحد يسعى إلى تحقيق أقصى قيمة لدالة منفعته الشخصية. و في التسلسل الفكري ذاته، وبسبب المعلومات غير المتناظرة فإن عقود المؤسسة بين الموكلين و الوكلاء تكون بالضرورة غير كاملة. و بأكثر وضوح، فإن مجموع الأعوان الذين تهمهم حياة المؤسسة (مساهمين، مسيرين، دائنين...)، سيبحثون على الثغرات الموجودة في العقود من أجل تحقيق أقصى قدر من منفعتهم الخاصة على حساب الطرف الآخر.

و في إطار التقليل من الآثار السلبية للعقود الناقصة، تبرز تكاليف التي سماها Jensen & Meckling بتكاليف الوكالة. تتكون هذه الأخيرة من تكاليف الرقابة، تكاليف الالتزام و التكاليف المتبقية :

**1- تكاليف الرقابة (monitoring expenditures).** يتحملها الموكل بهدف مراقبة نشاط الوكيل، و تحفيزه على العمل من أجل حماية مصالحه. حيث أن الوكيل بالنسبة للمساهم هو المسير، أما الوكيل بالنسبة للدائن يتمثل في المساهم.

**2- تكاليف الالتزام أو تكاليف التبرير.** فهي نفقات يتحملها الوكيل قصد إثبات نوعية القرارات المتخذة أمام الموكل ؛ أي المسير أمام المساهم، و في الوقت ذاته يتحملها المساهم أمام الدائن.

**3- تكاليف الفرصة البديلة.** و يتعلق الأمر بفقدان القيمة، التي لا يمكن إزالتها بسبب الطبيعة دون المثلى للقرارات التي يتخذها الوكلاء (مسيرين، مساهمين). في هذا الشأن، يتعلق الأمر بالخسارة المتبقية التي يمكن أن تفسر كما يبينها Fama سنة 1980 بتكلفة الفرصة البديلة بين دفع تكاليف الرقابة و الالتزام، و التكلفة التي لها علاقة بالتسيير المباشر للموكل.

بالإضافة إلى ذلك؛ قاما كل من Harris & Raviv<sup>1</sup> سنة 1991 في مقالتهما حول بنية رأس المال بتلخيص علاقات الوكالة الموجودة بين مختلف الأعوان الناشطين في المؤسسة (مساهمين، مسيرين، دائنين) في صنفين هما:

- أ- النزاعات القائمة بين المساهمين و مديري أعمال المؤسسة (المسيرين)؛
- ب- النزاعات القائمة بين المساهمين و الدائنين .

### الفرع الأول. النزاعات القائمة بين المساهمين و المسيرين

إن النماذج الموصوفة في هذه الفقرة -Jensen & Meckling (1976) ، Jensen (1976) ، Harris (1986) ، Harris & Raviv (1990) ، Stulz (1990) هي نماذج متعلقة بالوكيل (Agent) حيث تكون النزاعات بين المستثمرين و المسيرين مرتبطة بقرارات التمويل.

<sup>1</sup> Harris M. & A. Raviv, «*The Theory of Capital Structure*», Journal of Finance, Vol. 46, N°1, (March.,1991), p.300-301.

## 1- نموذج Jensen & Meckling

عندما لا يملك مسير المؤسسة أية مشاركة في رأسمالها الاجتماعي يصبح محفزاً لتحويل موارد المؤسسة لصالح حسابه الخاص في شكل اقتطاعات غير مالية، تحويل موارد المؤسسة لأغراض شخصية (نفوذ شخصي). في هذا الإطار؛ يقترح Jensen & Meckling تقليص هذه التكاليف بواسطة مشاركة المسير في رأس مال الشركة من جهة، و من جهة أخرى عن طريق الاستدانة؛ بحيث لا يكون المسير المساهم محفزاً لتبديد الفائض من موارد الشركة. و يكون هذا السلوك أكثر وضوحاً في شركة مدينة؛ لأنه عندما تريد الشركة من رافعتها المالية تكون مدعوة لتسديد ديونها و بالتالي سيتم الحد من تدفق السيولة. وعليه، فإن مسؤولية مدير الأعمال اتجاه مصالح المؤسسة تزداد و تقلص تكاليف الوكالة تبعاً لذلك. إلا أن اللجوء إلى الاستدانة حسب Jensen & Meckling من الممكن أن يتسبب في نشوب نزاع بين المساهمين و الدائنين، الشيء الذي يرفع من تكاليف الوكالة وهذا ما سوف نتطرق إليه من خلال الفرع الثاني المخصص لدراسة النزاع القائم بين المساهمين و الدائنين. وعليه، فإن البنية المثلى للهيكل المالي حسب Jensen & Meckling هي التي تُقلل من تكاليف الوكالة.

في عام 1982 خلص Grossman & Hart إلى ذات النتيجة التي توصل إليها كل من Jensen & Meckling (1976)، وذلك بأن حضور أموال الاستدانة في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ترفع من احتمالية إفلاس هذه الأخيرة، وهذا بدوره ما يعتبر حافزاً بالنسبة للمسيرين على مضاعفة مجوداتهم أكثر، لصالح المساهمين؛ وذلك ليتفادى المسيرين حالة الإفلاس التي تكون جدياً مكلفة بالنسبة لهم، والتي تُسببُ لهم في فقدان مناصب عملهم و سمعتهم في سوق العمل، الخ.

## 2- نموذج Stulz , Harris&Raviv

حسب Harris&Raviv فإن نزاع المصلحة يجد مصدره في حالة ما إذا رغب المساهمون في تصفية المؤسسة، مع العلم أن المسيرين يفضلون دوماً استمرارية الاستغلال. في هذه الحالة تعد أموال الاستدانة مخففاً لهذا النزاع كونها تُقحم طرف ثاني-الدائنون- له الحق في تصفية المؤسسة إذا ما كانت تدفقات السيولة غير كافية لمواجهة تسديد مستحقات الديون. و بالمقابل تتطلب عملية التصفية الحصول على معلومات حول كامل المؤسسة، والتي يكون الحصول عليها في غالب الأحيان مكلف؛ علماً أن هذه التكاليف يتم خصمها من نتيجة التصفية. وعليه، فإن البنية المثلى للهيكل المالي حسب هذين الباحثين تتحدد عن طريق مزج حكيم بين إيجابيات الاستدانة المتمثلة في تسهيل الحصول على قرار التصفية و تكاليف الاستدانة المتعلقة بمصاريف التحقيق بهدف الحصول على معلومات حول المؤسسة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>Ibid., pp.302-303.



إن موضوع نزاع المصلحة القائم بين المساهمين و المسيرين في المؤسسة الاقتصادية حسب رأي Stulz يتمثل في تخوف المساهمين من الوقوع في حالة من الاستثمار المفرط (Overinvestment) \* . وحسب ذات الباحث يمكن حل هذا النزاع بتحفيز المسيرين على دفع الفائض من التدفقات المالية للمساهمين في شكل توزيعات، أو بمفهوم آخر؛ يكفي للمؤسسة أن تلجأ إلى التمويل عن طريق الاقتراض. و في هذه الحالة يقلل تسديد مستحقات أموال الاستدانة من تدفقات السيولة، بالإضافة إلى تدخل الدائنين في مراقبة استخدام التدفقات النقدية للمؤسسة، ومنه ترشيد القرارات الاستثمارية.

في نموذج Stulz نحصل على البنية المثلى للهيكل المالي من خلال التحكيم الرشيد بين ايجابيات الاقتراض (تفادي الإفراط في الاستثمار) و سلبياته، المتمثلة بشكل أساسي في الوقوع في حالة قصور الاستثمار (Underinvestment) ، والتي ينتج عنها تضييع فرص أمام المؤسسة<sup>1</sup>.  
يخلص كذلك Stulz إلى أن المؤسسات التي تمتلك فرص نمو عديدة ستكون لها مستويات استدانة ضعيفة، وذلك لارتباط فرص النمو بالمخاطرة في اغلب الأحيان.

و قد تبني Hart & Moore ( 1990 ) المقاربة و الاستنتاجات نفسها:

- تشكل أموال الاستدانة حلا أمثلا للحد من مشكلة الاستثمار المفرط؛
- وجود تناسب عكسي بين فرص نمو المؤسسة الاقتصادية و معدل استدانته؛
- تشكل أموال الاستدانة قيد بالنسبة لتشكيلة الأموال في المستقبل.

## الفرع الثاني. النزاع بين المساهمين و الدائنين

### 1 تكاليف الوكالة المتعلقة بالاستدانة

لقد حللنا حتى الآن تأثير أموال الاستدانة على العلاقة القائمة بين المساهمين و المسيرين. ومن خلال هذا الفرع نحاول التطرق إلى اثر أموال الاستدانة على علاقة المساهمين بالدائنين، حيث أشار إلى ذلك العديد من الباحثين.  
يبين Jensen & Meckling ( 1976 ) أن أموال الاستدانة تسهم في تحفيز المساهمين على الاستثمار دون المستوى الأمثل، لان الأرباح المنبثقة عن الاستثمارات تعود بالضرورة للمساهمين، في حين لو فشل المشروع فإن الدائنين يصبحون في خطر عدم استرجاع أموالهم، لذلك يكون المساهمين محفزين للاستثمار في مشاريع أكثر مخاطرة حتى بقيم حالية صافية سالبة  $VAN < 0$ ، لأن ازدياد خطر الاستغلال يكون في صالحهم دون تحمل مخاطرة كبيرة. وعليه، يخلص هذين الباحثين إلى أن البنية المثلى لرأس المال ستكون نتيجة تحكيم رشيد بين فوائد وتكاليف الوكالة الناتجين عن اللجوء إلى الاستدانة.

\* الزيادة في الاستثمار (Overinvestment) هو تصرف مسيري المؤسسة بطريقة غير رشيدة فيما يخص قرارات الاستثمار، ويتمثل ذلك في الإكثار من المشاريع الاستثمارية حتى وإن كانت بقيم حالية صافية سالبة. وهذا ما يُفسرُ بعدم مراعاة المسيرين لمصالح المساهمين.

\* قصور الاستثمار (Underinvestment) هو محولة دائني المؤسسة إجبار المساهمين على اقتصارات استثماراتهم في المشاريع ذات المخاطرة المنخفضة والتي تتميز بمعدلات عوائد ضعيفة، وهذا بهدف حماية الدائنين لأموالهم في المؤسسة، إلا أن المساهمين يرفضون هذا القيد لما له من اثر سلبي على عوائدهم المنتظرة، و منه ظهور مشكلة عدم كفاية الاستثمار.

<sup>1</sup> Stulz. R, «*Managerial discretion and optimal financing policies*». Journal of Financial Economies, Vol. 26. (1991),pp.88-92.

و بالمقابل يرى Myers ( 1976 ) أن المستوى العالي من الاستدانة يولد رفضا حتى للمشاريع المرحة ؛ حيث أن الشركة التي تعتمد قيمتها على فرص الاستثمار المستقبلية و لكن خصومها تشتمل على جزء هام من أموال الاستدانة الشيء الذي يرفع من مخاطر إفلاسها، ستضطر إلى رفض المشاريع الاستثمارية و لو بقيمة حالية صافية إيجابية >VAN). و أمام هذه الوضعية، ينبغي تمويل كل استثمار إضافي بواسطة أموال ملكية، بسبب تشبع القدرة الاقتراضية للمؤسسة.

يناقش Jensen &Meckling ( 1976 ) شكلا آخرًا لتكاليف الوكالة الذي ينجم عن مشكلة استبدال الأصول \* ( Asset substitution). حسب هذين الباحثين، يكون المساهمين محفزين للاستثمار في مشاريع تكتسيها المخاطرة العالية و التي تتجسد في تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين. وبالمقابل سيفرض الدائنون على المؤسسة معدلات فائدة عالية للتصدي لمثل هذه السلوكيات. و بذلك، تتحمل المؤسسة تكاليف تدقيق الحسابات و الرقابة قصد طمأنة الدائنين.

حسب Jensen &Meckling فإن البنية المثلى لرأس المال هي التي تقلل من تكاليف الوكالة. عن طريق الموازنة بين مزايا اللجوء للاستدانة المتمثلة في الحد من تبيد المسير لموارد المؤسسة و جعله يعمل لصالح المساهمين، الشيء الذي يخفف من تكاليف الوكالة، و بين عيوب الاستدانة المتمثلة في مشكلة استبدال الأصول، والتي تؤدي بدورها إلى الرفع من تكاليف الوكالة.

يؤكد Kalay ( 1982 ) على أن قيام المؤسسة بالرفع من توزيعات الأرباح على مساهميها، يؤثر سلبا على علاقة المؤسسة بدائنيها القدامى، وذلك مرده إلى أن زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين تُنقص من قدرة المؤسسة على تمويل نفسها ذاتيا، ما يضطرها إلى اللجوء إلى طلب قروض جديدة من اجل مواجهة احتياجاتها المالية المستقبلية. وهذا ما يضعف من قدرة المؤسسة على سداد ما عليها من ديون. ومنه ارتفاع المخاطر التي يتحملها الدائنون القدامى.

## 2 تخفيض تكاليف الوكالة الخاصة بالاستدانة

يمكن التخفيض من تكاليف الوكالة الخاصة بالاستدانة كما يلي :

– Smith & Warner ( 1979 ) للتخفيف من هذه التكاليف، قد تشتمل عقود الدين على قيود في مجال سياسات الاستثمار و سياسة الإنتاج و سياسة ربح السهم و سياسة الاستدانة.

– Stulz & Johnson ( 1985 ) يبين هذان الباحثان أن وجود ضمان في عقد الاقتراض بين المدين و الدائن، يعد حلا لمشكلات استبدال الأصول (Asset substitution) و لقصور الاستثمار (Underinvestment).

\* مشكلة استبدال الأصول (Asset substitution) تتمثل في استبدال المؤسسة المستدنة لاستثماراتها ذات المخاطرة المنخفضة بأخرى عالية المخاطرة، وذلك لما تتميز به هذه الأخيرة من عوائد مرتفعة، و بهذا تكون قد رفعت من مخاطر المؤسسة و المتمثلة في عجزها عن سداد مستحقات ديونها، دون منح مقابل عن هذا الخطر الإضافي إلى الدائنين، وفي الوقت ذاته يستفيد المساهمون من إمكانية تحقيق عوائد أعلى دون تحمل المخاطر الإضافية الناتجة عن عملية الاستبدال. و عليه تتمثل مشكلة استبدال أصول المؤسسة المستدنة في تحويل ثروة الدائنين إلى المساهمين.

- Poitevin (1989) يؤكد هذا الباحث على أن العلاقات ذات المدى الطويل بين المقرض و الجهة المقترضة تشكل وسيلة جد فعالة للحد من المخاطر المعنوية (Moral hazard) \* و من الاختيار المضاد (Anti-sélection) ♦ الكامنة في عقود الاقتراض.

- Myers (1977) تشكل القروض قصيرة الأجل القابلة للتجديد كبحا فعالا للحوافز السلبية للمساهمين في حالة ما إذا تمكن الدائنون من الأشراف أكثر على استخدام الأموال المقرضة.

- Diamond, Hirshleifer & Thakor (1989) يبين هؤلاء الباحثون أن المسير المكتثرت سمعته يختار المشاريع الحذرة ؛ التي تتميز بمخاطرة منخفضة، الشيء الذي يحد من أثر استبدال الأصول (Asset substitution)، وهذا ما يترتب عنه انخفاض تكلفة الوكالة في مثل هذه المؤسسات، هذا ما يجعل هذه المؤسسات أكثر استنادة من تلك التي لا تكون فيها سمعة المسير مهمة كثيرا.

### المطلب الثاني. نظرية المراجعة Trade off Theory

تنطلق نظرية المراجعة من أعمال Myers<sup>3</sup> (1984)، والأساس الفلسفي لهذه النظرية هو اختيار الهيكل المالي الأمثل عن طريق تحديد نسبة الاستنادة المثلى، وهذا من خلال عملية الموازنة بين المزايا والمساوى التي تحملها أموال الاستنادة إلى القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة.

### الفرع الأول. مزايا الاستنادة حسب نظرية المراجعة

إن المؤسسة التي تستخدم أموال الاستنادة في هيكلها التمويلي تستفيد من عدة ميزات، مالية و تسييرية. و تركز نظرية المراجعة على ميزة الوفرة الضريبية الناتجة عن استخدام أموال الاستنادة، ذلك أن معظم التشريعات الضريبية في العالم تسمح بخصم المصاريف المالية الناتجة عن عملية الاقتراض من الوعاء الضريبي. هذا ما لا يمنح لتكاليف الأموال الخاصة، و من الممكن أن نعبر عن الوفرة الناتجة عن الاستنادة بالفرق بين تكلفة الاستنادة و تكلفتها بعد الضريبة، فإذا فرضنا أن  $r$  هو معدل الفائدة على القرض،  $t$  معدل الضريبة على الدخل و  $k_d$  هي تكلفة الاستنادة بعد الضريبة.

$$k_d = r \times (1 - t) \quad \text{نجد: (18-2)}$$

\* Moral hazard المخاطرة المعنوية هي احتمال أن يتصرف الوكيل فيما وُكِّلَ عليه بطريقة تختلف عن الطريقة التي كان سيتصرف بها لو كان هو الموكل ؛ وذلك مرده إلى أن الوكيل غير معرض بشكل كامل للخطر الذي يتعرض إليه الموكل، بالإضافة إلى عدم تناظر المعلومات بين الطرفين دور أساسي في ظهور مثل هذا النوع من المخاطر. و كمثل عن المخاطرة المعنوية تلك التي تظهر بين المقرض(الموكل) و المقرض(الوكيل)، حيث انه من الممكن أن يتصرف المقرض بطريقة غير مثلى في الأموال المقرضة ما يلحق الضرر بالمقرض، كذلك هناك إمكانية وجود مخاطرة معنوية بين المساهم (الموكل) و المسير(الوكيل).

♦ Anti-sélection الاختيار المضاد هو ظاهرة اقتصادية لها دور هام في العديد من المجالات، مثل التأمينات، تسيير المخاطر و تمويل المؤسسة الاقتصادية، الخ. يرتكز الاختيار المضاد بشكل أساسي على عدم تناظر المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، و ذلك نتيجة لعدم إفصاح كل طرف متعاقد عن كامل المعلومات الصحيحة الخاصة به للطرف الثاني قبل توقيع العقد، هذا ما يتسبب في أن تُفضي نتيجة العقد إلى نتائج تختلف عن النتائج المرجوة منها.

<sup>3</sup> يوسف قرينشي، إلياس بن ساسي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل للنشر، 2006، ص.375.

من خلال المعادلة (2-18) نستنتج أن تكلفة الاستدانة هي دالة متناقصة لمعدل الضريبة، فالمؤسسة التي تستدين بمعدل 6% و تخضع لمعدل ضريبة ب 30%، فإن تكلفة الأموال المقترضة هي 4.2%، و إذا تم رفع معدل الضريبة إلى 40% فإن تكلفة الأموال المقترضة تنخفض لتصبح 3.6%.

تحت فرضية ثبات باقي العوامل، فإن ميزات الاستدانة المتمثلة في الوفرات الضريبية تزيد أهميتها كلما ارتفعت المعدلات الضريبية.

### 1- خصائص الوفرات الضريبية

1. تعتبر الوفرات الضريبية الناتجة عن استخدام الديون محققة و فقط محققة إذا كانت المؤسسة تحقق نتائج ايجابية (ربح)، و تدفع الضرائب؛
2. إن معدلات الاستدانة للمؤسسات الخاضعة لمعدلات ضريبية مرتفعة يجب أن تكون كبيرة مقارنة بمعدلات الاستدانة للمؤسسات التي تخضع لمعدلات ضريبية ضعيفة، و يؤكد هذه الملاحظة كل من Mackie & Mason سنة 1990 من خلال أعمال ميدانية، حيث تميل معظم المؤسسات التي يفرض عليها معدلات ضريبية مرتفعة إلى الاستدانة بمعدلات قياسية من أجل الاستفادة من الوفرات الضريبية؛
3. المؤسسات التي تتمتع ببعض الحسومات الضريبية من غير الاستدانة، مثل مخصصات الاهتلاكات و المؤونات، تخفيضات في معدلات الضريبة بحسب طبيعة النشاط الممارس او طبيعة منطقة النشاط، من الأرجح أن تكون أقل لجوءاً إلى الاستدانة من المؤسسات التي لا تمتلك هذه الحسومات؛
4. المؤسسات التي لها عدة وحدات متواجدة في مناطق مختلفة، و المناطق المختلفة يمكن أن تكون دول مختلفة أو مقاطعات مختلفة التي تختلف فيها المعدلات الضريبية، ففي هذه الحالة على المؤسسة الاستفادة من هذه الميزة بالاستدانة القصوى في مناطق النشاط التي تفرض فيها معدلات ضريبية مرتفعة و هذا من أجل تعظيم الوفرات الضريبية.

### الفرع الثاني. مساوى الاستدانة حسب نظرية المراجعة

رغم كثرة مزايا اعتماد المؤسسة الاقتصادية على أموال الاستدانة كمصدر تمويلي، فإن لها العديد من المساوى و حسب نظرية المراجعة فهي تتلخص فيما يلي :

1- تكلفة الإفلاس؛

2- تكلفة الوكالة.

### 1- تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسات الاقتصادية التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال ملكية و أموال استدانة لمخاطر الإفلاس بدرجة عالية، و هي مخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي فقط من أموال الملكية بالحدة ذاتها، و يرجع سبب الإفلاس إلى فشل المؤسسة على دفع ما عليها من التزامات اتجاه الغير في الآجال

المحددة، و على رأسها سداد قيمة القروض و الفوائد في تواريخ استحقاقها، هذا ما يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة.

يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس حيث تتركب من مكونين أساسيين هما تكلفة الإفلاس المباشرة، و تكلفة الإفلاس غير المباشرة.

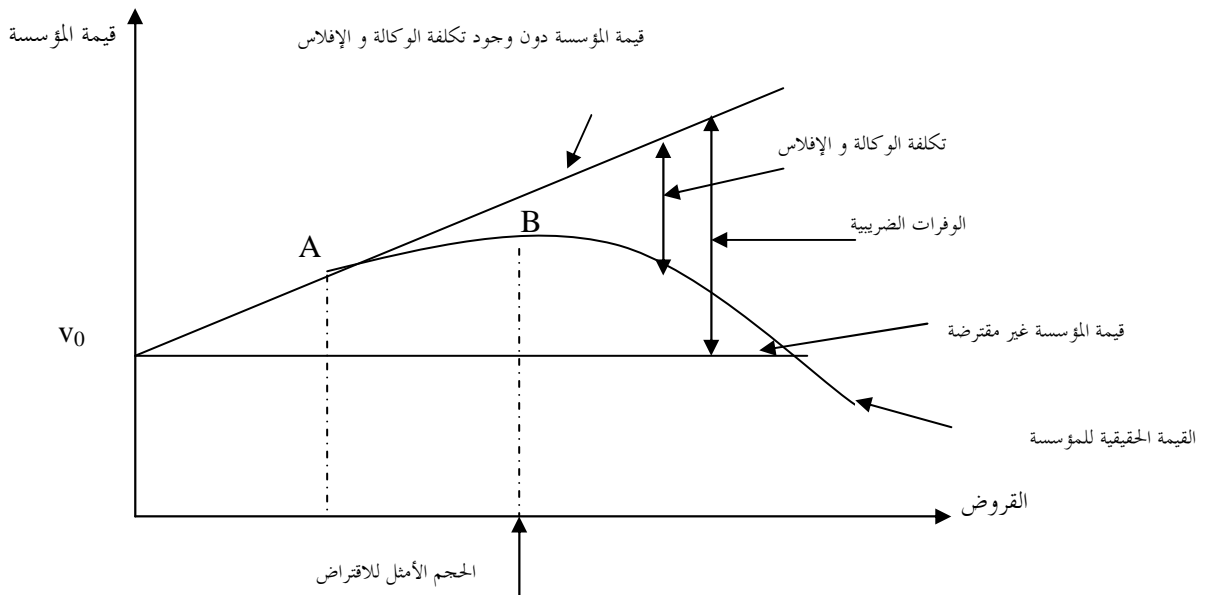
أ. **تكلفة الإفلاس المباشرة.** تتمثل في المصاريف الإدارية و القانونية، كما قد تتضمن بعض الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها المحاسبية المتبقية.

ب. **تكلفة الإفلاس غير المباشرة.** تتمثل في انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة تحدث قبيل الإفلاس، أو ارتفاع تكاليف الرفع المالي مقارنة بتطور النشاط<sup>1</sup>.

2- **تكلفة الوكالة.** (تم التطرق لها بالتفصيل في المبحث الثاني، المطلب الأول من هذا الفصل).

إن نظرية المراجعة، كما سبق الإشارة إليها، تعتمد على الموازنة بين مزايا الاستدانة و مساوئها على المؤسسة الاقتصادية أي الموازنة بين الوفرات الضريبية و تكلفة الإفلاس و الوكالة نتيجة اللجوء إلى الاستدانة و البيان رقم (2-8) يوضح لنا تغير القيمة السوقية للمؤسسة بدلالة الاقتراض في وجود كل من الوفرات الضريبية و تكلفة الوكالة و الإفلاس.

الشكل رقم (2-8). القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية المراجعة



المصدر. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مصدر سبق ذكره، ص.296.

يوضح لنا البيان رقم (2-8) أن القيمة السوقية للمؤسسة تتزايد بتزايد الاقتراض نتيجة لزيادة حجم الوفرات الضريبية المحققة و هذا ما يوضحه الخط المستقيم الموضح في البيان و المحدد من  $[A, V_0]$ ، و عند نسبة معينة من

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مصدر سبق ذكره، ص.246.

الاقتراض (A) كما هي موضحة في البيان يبدأ منحني القيمة السوقية للمؤسسة بدلالة الاستدانة بالتزايد بمعدلات متناقصة و هذا نتيجة لظهور تكلفة الإفلاس و الوكالة التي تؤثر على علاقة القيمة السوقية للمؤسسة و الاستدانة سلبا. و انطلاقا من النقطة (A) تصبح عملية الاقتراض بوحدة نقدية واحدة تضطرنا لإجراء عملية الموازنة بين إيجابيات الاستدانة و المتمثلة في الوفرات الضريبية و سلبياتها المتمثلة في تكلفة الإفلاس و الوكالة. إلا أنه تبقى مزايا الاستدانة تفوق تكاليفها إلى غاية النقطة B، حيث تبلغ عندها القيمة الحقيقية للمؤسسة أعلى مستوياتها. بعدها مباشرة تبدأ في الانخفاض نتيجة لتفوق تكاليف الإفلاس و الوكالة على الوفرات الضريبية. لذا على المؤسسة الاقتصادية الحرص الشديد للوصول إلى المستوى الأمثل للاستدانة و المحافظة عليه، و بهذا تكون قد توصلت إلى الهيكل المالي الأمثل من خلال إجراء موازنة بين مزايا و مساوئ الاستدانة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث. النظرية الإستراتيجية لبنية الهيكل المالي

ترسي هذه النظرية رابطة بين القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية و وضعيتها في السوق الحقيقية. بما أن أسواق السلع و الخدمات هي أسواق غير كاملة، يوجد بالضرورة تفاعلات إستراتيجية بين قرارات المؤسسات ذات الأنشطة المتشابهة. لهذا السبب نجد أن المؤسسات تراعي في اختيار هيكلها المالي سلوك منافسيها، وبالتالي تأثيرهم في السوق.

#### الفرع الأول. تركيبة الهيكل التمويلي وإستراتيجية المؤسسة الاقتصادية

إن تركيبة الهيكل التمويلي لها تأثير بالغ على علاقات المؤسسة مع الأطراف التي تتعامل معهم ؛ و هذا ما يؤثر بدوره على الإستراتيجية العامة لهذه الأخيرة. و من خلال هذه الفقرة نحاول توضيح تأثير تركيبة الهيكل التمويلي على كل من المساهمين، الزبائن، الموردين.

#### 1- تركيبة الهيكل التمويلي وأثرها على القرارات الاستثمارية للمساهمين

ينطلق كل من Brander & Lewis<sup>2</sup> من أن تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية لها تأثير بالغ على عملية اختيار المؤسسة لمشاريعها الاستثمارية. فأموال الاستدانة مثلا ؛ تحفز المساهمين على خوض مشاريع تتميز بمخاطرة عالية، والتي لا يمكن القيام بها عن طريق أموال الملكية. وعليه، فإن المؤسسة الاقتصادية تقوم باختيار هيكل تمويلها الذي يتوافق قدر الإمكان مع مشاريعها الاستثمارية. أما الحالة التي تسبق فيها قرارات التمويل قرارات الاستثمار ينتج عنها ظهور ما يسمى بالخطر المعنوي نتيجة عدم التوافق بين تركيبة الهيكل التمويلي المحددة قبليا مقارنة بقرارات الاستثمار. هذا ما يجعل لتركيبته الهيكل المالي تأثيرا بالغاً على القرارات الإستراتيجية في المؤسسة الاقتصادية.

<sup>1</sup> Robert Parrino et al, « *Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure*», Working paper, Arizona State University, May 9, 2004, PP 1-4.

<sup>2</sup> Brander J. A. & T. R. Lewis, « *Oligopoly and Financial Structure: The limited Liability*», American Economic Review, Vol. 76, (1986), pp.956-960.

## 2- تركيبة الهيكل التمويلي وعلاقات المؤسسة بزبائنها و مورديها

يبين Titman<sup>1</sup> أنه لما تعرض مؤسسة تتميز بمعدل استنادة عالي عقود ضمان لزبائنها بخصوص منتجاتها المباعة لهم، يصبح هؤلاء الزبائن لهم حساسية اتجاه إفلاسها. وعليه، فإن الطلب على منتجات هذا النوع من المؤسسات، يعتمد على بنيتها المالية. فكلما زاد معدل استنادتها كلما قل الطلب على منتجاتها خاصة إذا كانت منتجاتها من السلع المعمرة.

ويقول Sarig<sup>2</sup> من خلال دراسات ميدانية أجراها على عدد من المؤسسات الاقتصادية، أن أموال الاستنادة تعزز القدرة التفاوضية للمؤسسة الاقتصادية مع مورديها، وذلك نتيجة أن الدائنين يسعون لحماية المؤسسة المقترضة من الوقوع في الإفلاس، بهدف حماية حقوقهم فيها، وهذا ما يجعلهم يفرضون قيود على إدارة هذه المؤسسة في كثير من مجالات التسيير، و من بينها تعزيز المفاوضات التجارية مع الموردين، من ناحية النوعية، السعر، آجال الدفع، الخ.

### الفرع الثاني. بنية الهيكل المالي و التحكم في تسيير المؤسسة

نتيجة تكثيف حركة العروض العلنية للشراء (OPA) خلال الثمانينيات، أقامت بعض النماذج علاقة بين بنية رأس المال و التحكم في تسيير المؤسسة، وقبل الخوض في وجهات نظر بعض الباحثين حول هذه العلاقة، نود التذكير بهذا المفهوم.

#### 1- مفهوم العرض العلني للشراء OPA

العرض العلني للشراء هو عرض تقدمه الجهة الراغبة، و التي تتمثل عادة في مؤسسة، بمجمع اقتصادي أو مالي في امتلاك مؤسسة أخرى، و التي تسمى بالمؤسسة المستهدفة، عن طريق الحيازة على أسهمها المشكلة لرأس مالها، بتحديد سعر معين لسهم المؤسسة المستهدفة بشكل مسبق. يكون عادة السعر المعروض للسهم أعلى من سعره السوقي ؛ و كذلك يتم تحديد الفترة الزمنية لإجراء العملية، و تتم عملية العرض العلني للشراء بالتنسيق مع هيئة مراقبة عمليات البورصة.

تهدف عموما الجهة المقدمة للعرض العلني للشراء إلى السيطرة على تسيير المؤسسة المستهدفة، و يمكن أن يأخذ العرض العلني للشراء عدة أشكال، و من أهمها نذكر:

#### 1-1 عرض علني للشراء ودي (Frendly takeover)

يتم عرض الشراء في هذه الحالة بالتوافق بين المؤسسة المقدمة للعرض و المؤسسة المستهدفة و هذا ما يسهل سيرورة العملية، و يمنح العرض العلني للشراء احتمال كبير للنجاح، نتيجة للاتفاق القبلي حول كل التفاصيل.

<sup>1</sup> Titman S, «*The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision*», Journal of Financial Economies, Vol. 13,(1984), p.151.

<sup>2</sup> Sarig O. H, «*Bargaining with a Corporation and the Capital Structure of the Bargaining Firm*», Working paper, Tel Aviv University, (1988), P.12.

## 1-2 عرض علني للشراء عدائي (Hostil takeover)

يتميز العرض العلني للشراء العدائي برفض مجلس إدارة المؤسسة المستهدفة لفكرة بيع المؤسسة، ما يجعلها تتبنى سياسات دفاعية ضد هذا العرض. و عليه، فإن المؤسسة المقدمة لعرض الشراء تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على أسهم المؤسسة المستهدفة، ما يكلفها بذل الكثير من الجهود لاستقطاب و إقناع مساهمي المؤسسة المستهدفة ببيع أسهمهم.

## 2- نموذج Stulz

يبين Stulz كيفية تأثير المسير المساهم في مؤسسة مستهدفة من طرف العرض العلني للشراء على النتائج التي يفضي إليها هذا الأخير. علما أن الأطراف المشاركة في عملية العرض العلني للشراء هم المسيرين الحاليين، حاملي الأسهم الحاليين و الشركات المنافسة الذين يخططون للشروع في العرض العلني للشراء. حيث أوضح Stulz انه كلما كانت مشاركة مسيري المؤسسة في رأس مال الشركة كبيرة كلما كان عدد الأسهم الواجب الحصول عليها من قبل المنافس كبيرا، من جهة أخرى ؛ كلما كانت العلاوة المقدمة من طرف المؤسسة الراغبة في الشراء كبيرة ؛ أي عرض الشراء كبير كلما قلت إيرادات المشتري (المؤسسة الراغبة في الشراء)، و هذا يعني أنه عندما ترتفع مشاركة المسير في رأس مال الشركة فإن العلاوة التي تقدمها المؤسسة المنافسة للمساهمين تصبح أكبر وفي الوقت ذاته تتضاءل احتمالية نجاح العرض العلني للشراء. وبما أن المسير الحالي يستطيع تعديل حصته  $p$  في المؤسسة المستهدفة باللجوء إلى أموال الاستدانة بهدف إعادة شراء أسهمها، وهذا ما يرفع من حصة مشاركته فيها، بالإضافة إلى امتصاص أسهم المؤسسة المستهدفة التي يرغب أصحابها في بيعها، والتي كان بالإمكان أن تُشترى من قبل المؤسسة الراغبة في الشراء. هذا ما يجعل عملية العرض العلني للشراء مكلفة جدا بالنسبة للمؤسسة الراغبة في ذلك، نتيجة ارتفاع السعر السوقي لأسهم المؤسسة المستهدفة استجابة لارتفاع الطلب عليها، هذا ما يؤثر سلبا على فرص نجاح العرض العلني للشراء وفي الوقت ذاته يؤثر ايجابا على القيمة السوقية لسهم المؤسسة المستهدفة، نتيجة ارتفاع الطلب عليه.

يستخلص Stulz أن الشركات المستهدفة سيكون لها مستوى أمثلا من الاستدانة الذي يزيد إلى حد كبير من ثروة حاملي الأسهم<sup>1</sup>.

## 3- نموذج Israel

يقوم Israel باعتماد مقارنة مشابهة لمقاربة Stulz و لكن بتفسيرات مختلفة. إن عملية الرفع من أموال الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة على حساب أموال الملكية تزيد في علاوة المساهمين، إذا ما تم نجاح العرض العلني للشراء، ولكن في الوقت نفسه يقلل من حظوظ هذه الأخيرة من أن تفضي إلى

<sup>1</sup> Stulz, R, «*Managerial control of voting rights : Financing policies and the market for corporate control*», Journal of Financial Economies, Vol. 20, (1990), pp. 25-54.



نتيجة، لأنه في إطار شركة مستدينة سيمتلك الدائنون جزء من رأس مال المؤسسة. وعليه، فإن الحصة المتبقية من رأس مالها هي التي يجرى عليها التقسيم بين المشتريين، و كلما كان مستوى الاستدانة مرتفعاً كلما كانت هذه الحصة صغيرة، ما يؤدي إلى تضائل احتمالية حدوث العرض العلني للشراء.

وبما أن أموال الاستدانة تقلل من احتمالية نجاح العرض العلني للشراء، و أن العلاوة المقدمة إلى المساهمين الحاليين تتغير حسب حالة الرافعة، سيكون مستوى الاستدانة الأمثل توازناً بين ارتفاع إيرادات المساهمين الحاليين و انخفاض احتمالية حدوث العرض العلني للشراء<sup>1</sup>.

من خلال النموذجين السابقين، يمكن استخلاص بعض الاستنتاجات، التي نذكر منها ما يلي :

- يقدم هذين النموذجين تفسيرات للتغيرات الحاصلة في البنية المالية للمؤسسات الاقتصادية وتأثيراتها على التحكم في تسيير هذه الأخيرة؛
- وجود ارتباط سلبي بين الرافعة المالية للمؤسسة الاقتصادية المستهدفة و نجاح العرض العلني للشراء؛
- إن البنية المثلى للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية تعد وسيلة للدفاع ضد العروض العلنية للشراء المعاكسة؛
- تأثير تركيبة الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية.

### المبحث الثالث. الهيكل المالي في ظل نظرية عدم تناظر المعلومات

#### المطلب الأول. نظرية الإشارة و الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

تأسس هذه النظرية على أساس وجود معلومات غير كاملة وغير متناظرة بين مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين تمهمهم حياة المؤسسة. حيث بين Akerlof سنة 1970 أن عدم تناظر المعلومات تولد مشكلتين أساسيتين هما المخاطرة المعنوية و الاختيار المضاد. فالمخاطرة المعنوية هي احتمال أن يتصرف الوكيل فيما وُكِّلَ عليه بطريقة تختلف عن الطريقة التي كان سيتصرف بها لو كان هو الموكل ؛ وذلك مرده إلى أن الوكيل غير معرض بشكل كامل للخطر الذي يتعرض إليه الموكل (سلوك من النوع الخفي). و كمثال عن المخاطرة المعنوية تلك التي تظهر بين المقرض (الموكل) و المقترض (الوكيل)، حيث انه من الممكن أن يتصرف المقترض بطريقة غير مثلى في الأموال المقترضة ما يلحق الضرر بالمقرض، كذلك هناك إمكانية وجود مخاطرة معنوية بين المساهم (الموكل) و المسير (الوكيل). أما الاختيار المضاد Anti-sélection يعتبر ظاهرة اقتصادية لها دور هام في العديد من المجالات،

<sup>1</sup> - Israel .R, «*Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing*», Journal of Finance, Vol 46, N° 04, (1991), PP.1391-1400.

مثل التأمينات، تسيير المخاطر و تمويل المؤسسة الاقتصادية، الخ. يرتكز الاختيار المضاد بشكل أساسي على عدم تناظر المعلومات بين الأطراف المتعاقدة، و ذلك نتيجة لعدم إفصاح كل طرف متعاقد عن كامل المعلومات الصحيحة المتعلقة بموضوع التعاقد للطرف الثاني قبل توقيع العقد، هذا ما يتسبب في أن تُفضي نتيجة العقد إلى نتائج تختلف عن النتائج المرجوة منها (المشكلة من النوع الخفي).

يؤدي هذين السلوكين إلى إعاقه السوق أو حتى إلى إخفاقها، ولحل هذه المشكلات و تحسين أداء السوق، سيقوم الوكلاء الاقتصاديون باستعمال إشارات نقل المعلومات، بهدف التقليل و الحد من عدم تناظر المعلومات بين الأطراف المتعاقدة. لقد تم استخدام نظرية الإشارات على نطاق واسع في مالية المؤسسة، و أنتجت نماذج عدة؛ و النماذج التي تمنا هي تلك المتعلقة ببنية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية و التي تستخدمه كإشارة لنقل معلومات خاصة حول المؤسسة حيث يوجد صنفين من النماذج، هما :

- 1- نماذج بإشارات مالية غير مكلفة حيث لا تكون الإشارة مكلفة بالنسبة للوكيل الذي يصدرها و لكن تكون مكلفة للذي يريد تقليدها خطأ؛
- 2- نماذج بإشارات مالية مكلفة.

### الفرع الأول. النماذج ذات الإشارات المالية غير المكلفة

إن الباحث الأول الذي طبق نظرية الإشارة في مالية المؤسسة هو<sup>1</sup> Ross. و لقد قام بإبراز نموذج يكشف من خلاله المسيرين على قيمة المؤسسة بواسطة حجم رافعتها المالية (الاستدانة). كذلك، تم إنشاء آلية تحفيز المديرين و التي لها علاقة بمستوى الاستدانة.

وحسب هذا الباحث فإن المساهمين يجهلون قيمة المؤسسة حيث تعتبر قيمتها معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين فقط. و مع ذلك يمكن للمساهمين من تقديم عقد للمسيرين يحفزهم على كشف نوع المؤسسة من خلال البنية المالية. و لذلك فإنهم يحددون مستوى حرج من الديون،  $D^*$ . كل شركة التي يفوق مستوى ديونها  $D$  المستوى  $D^*$  يُنظر إليها في السوق على أنها ذات قيمة عالية؛ وإذا كان  $D$  دون  $D^*$  تعتبر الشركة ذات قيمة ضعيفة؛ لأن المؤسسة التي تلجأ إلى استخدام أموال الاستدانة رغم الخطر المالي الناتج عنها عادة ما تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية و بدرجات ثقة مرتفعة. لذلك هي لم تلجأ إلى إصدار أسهم جديدة وهذا راجع بدوره لرفض مساهمها الحاليين تقاسم الأرباح المستقبلية- التي تتمتع بدرجة ثقة عالية- مع مساهمين جدد، أما المؤسسة التي يكون عائدتها المستقبلي غير مضمون فإنها عادة تلجأ إلى أموال الملكية و المتمثلة في أسهم عادية.

<sup>1</sup>- Ross S. A, «*The determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach*», Journal of Economies, Vol. 8, (1977), pp.23-40.

و بذلك فإن مسير المؤسسة ذات القيمة العالية يستخدم مستوى الاستدانة الذي يفوق **D\*** و يتحصل في المقابل على أجر ملائم، أما إذا كانت الشركة من النوع الضعيف ويسعى مسيروها إلى إصدار إشارة بمستوى الدين **D** الذي يفوق **D\*** فهذا يقود الشركة إلى الإفلاس و على المساهمين إعادة النظر في طاقم المسيرين .

يبين ( Heinkel ) أنه عند وجود علاقة إيجابية بين مخاطرة المشروع و قيمته فيمكن أن تعتبر البنية المالية للمؤسسة بمثابة إشارة غير مكلفة، و في حالة المعلومات المتناظرة بالنسبة لقرض ما، فإن الشركات ذات القيمة المرتفعة تتحمل معدل فائدة أقل ارتفاعاً من الشركات ذات القيمة المنخفضة، كذلك الحال عند إصدار أسهم معينة، فإن سعر الأوراق المالية من الفئة الأولى يفوق سعر الأوراق المالية من الفئة الثانية<sup>1</sup>.

و في حالة عدم تناظر المعلومات فإن المؤسسات ذات القيمة العالية تسعى إلى تمويل نفسها بواسطة الدين في حين تمويل الأخرى بواسطة إصدار أسهم. و في هذا النطاق، ليس لأية مؤسسة المصلحة في إصدار إشارة خاطئة؛ لأنه إذا حاولت المؤسسة ذات القيمة العالية التمويل عن طريق إصدار جديد للأسهم تتخوف من أن يقلل السوق المالي من قيمتها لهذا نجدها لا تجرأ على اتخاذ إجراء مماثل، وبالمقابل نجد المؤسسة ذات القيمة الضعيفة، لا تلجأ إلى التمويل عن طريق أموال الاستدانة، وذلك لتخوفها من أن يفرض عليها معدلات فائدة عالية جدا التي تزيد من احتمال إفلاسها.

### الفرع الثاني. النماذج ذات الإشارات المالية المكلفة

يقترح Leland & Pyle نموذج توازن تقييم المؤسسة الاقتصادية و هيكلها المالي؛ يشير هذا النموذج إلى أن المؤسسة الاقتصادية تود إعطاء إشارة جيدة في السوق المالي، من خلال تركيبة هيكلها المالي، و ذلك عن طريق اعتمادها على التمويل الذاتي للمشاريع الاستثمارية و هذا ما يجد من قدرتها على تنويع حافظة أصولها ( استثماراتها ) نتيجة لمحدودية تمويلها الذاتي. و عليه، تنشأ تكلفة عدم التنويع و التي تشكل جزء هام من تكلفة الإشارة وفقاً لهذا النموذج.

من ناحية أخرى تتميز وضعية التوازن في كون أن أصحاب المشاريع الجيدة يستثمرون أكثر في المشروع في حد ذاته مقارنة باستثمارهم في مجال الإعلان ( حملات اشهارية، إعلانات، الخ. ) من اجل إقناع المستثمرين الخارجيين في السوق المالي على صحة وضعية المؤسسة.

إذن تكلفة الإشارة وفقاً لنموذج الإشارة المالية المكلفة مكون من جزأين هما:

- تكلفة عدم التنويع في الاستثمارات؛

- تكلفة الإعلان<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- Heinkel R, «*Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information*», Journal of Finance, Vol. 37, (1982), pp.1141-1145.

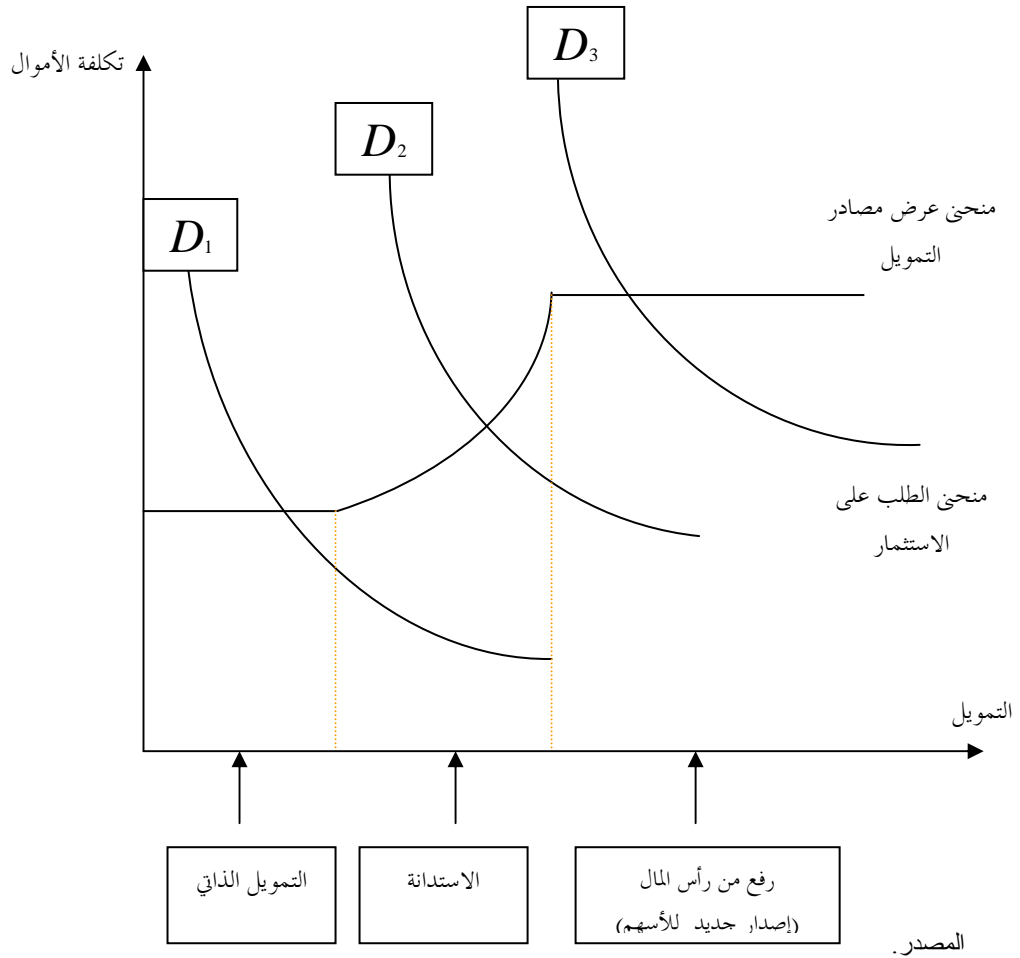
<sup>2</sup> - Leland H. E. & D. H. Pyle, «*Informational, Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation* », Journal of Finance, Vol. 32, (1977), p.371-372.

## المطلب الثاني. النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل

### الفرع الأول. مضمون نظرية التسلسل الهرمي للتمويل

تقوم النظرية التسلسلية الهرمية للتمويل على أساس نظرية عدم تناظر المعلومات و تفاعل قرارات التمويل بقرارات الاستثمار، حيث يوضح Donaldson (1961)و الذي يعتبر أن المسيرين و المساهمين ليس لهم الاهتمام نفسه في ما يتعلق باختيار مصادر التمويل، فالمسيريون حرصا منهم على عدم تعرضهم لإجراء الضبط المالي والمراقبة المزدوجة من طرف كل من المساهمين و الدائنين من جهة، ومن جهة أخرى من اجل التخفيض من تكلفة رأس المال، يلجأ هؤلاء إلى التمويل الذاتي ثم إلى الاقتراض و أخيرا إلى الرفع من رأس المال. والشكل رقم(2-9) يبين التسلسل الهرمي لتكلفة مصادر تمويل المؤسسة. في حين لو أن بمقدور المساهمين الاستفادة من استثمار بمعدل يفوق تكلفة الاقتراض، لأمكنهم اعتماد تسلسل هرمي يعطي الأولوية للاستدانة ثم للتمويل الذاتي و أخيرا للزيادة في رأس المال.

الشكل رقم (2-9). تمثيل بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل



المصدر: Benoit Mulkayet & Mohamed Sassenau, « *La hiérarchie de financement des investissements* », Revue Economique, Vol 46.N°02, (Mars.,1995), P.348.

إن الملاحظات النظرية التي أتى بها Donaldson (1961) قد تم وضعها في نماذج و تم الاعتراف بها في شكل نظرية التمويل التسلسلي الهرمي لمصادر التمويل في بداية الثمانينيات تحت أعمال Stewart Myers & Nicolas S. Majluf (1984)، و أساس هذه النظرية هو وجود معلومات غير متناظرة بشأن المؤسسة الاقتصادية بين مجموع الأطراف الذين تمهم حياتها.

يقترح Mayers & Majluf، نموذجا حيث يكون المستثمرون أقل إعلاما من المسيرين حول قيمة المؤسسة، يتم تحديد سعر إصدار الأسهم في السوق حسب متوسط قيمة المؤسسات الأخرى و بالتالي، سيتم المبالغة في تقدير بعض المؤسسات بينما تتعرض أخرى إلى تقييم أقل من الحقيقة، و على أساس هذا السعر تقرر المؤسسة فيما بعد إصدار أو عدم إصدار أسهم. و سينظر المستثمرون إلى المؤسسات التي اختارت الإصدار الجديد للأسهم على أنه محاولة منها المبالغة في تقدير قيمتها قصد تعظيم حجم هيكلها المالي؛ أي تحصيل مصادر تمويل إضافية، و هذا ما ينعكس على سعر أسهمها سلبا.

ومن أجل تفادي مشكلة الاختيار المضاد، ستقوم الشركات ذات القيمة العالية برفض المشاريع الاستثمارية و لو بقيمة محدثة صافية إيجابية (VAN)، بدلا من إصدار أسهم جديدة، غير أنه يمكن للمؤسسة أن تتفادى مشكلة عدم الكفاية في الاستثمار باللجوء إلى موارد التمويل الأخرى. و بذلك و ضع هؤلاء الباحثين نظاما تسلسليا هرميا للتمويلات حيث يبدو من الأفضل أن نمول بواسطة التمويل الذاتي أولا ثم بواسطة الدين و أخيرا بواسطة الزيادة في رأس المال.

وقد خلف Mayers et Majluf باحثين قاموا بتوسيع أفكارهم مثل Krasker الذي تؤكد استنتاجاته و تبين أنه كلما كان حجم الإصدار كبيرا، كلما تدهورت الإشارة و انخفض سعر الأسهم تبعا لذلك<sup>1</sup>. كما خلص Narayanan إلى استنتاجات مماثلة للتي خلص إليها Mayers & Majluf (1984) باعتماد استدلال مختلف، و يبين أنه عندما تتعلق مسألة عدم تناظر المعلومات بنوعية المشروع يمكن أن يكون هناك الإفراط في الاستثمار؛ حيث يتم تقييم الإصدارات الجديدة للأسهم بسعر متوسط مؤسس على قيمة كل المؤسسات التي تكون مشاريعها ذات قيمة حالية صافية ضعيفة، وعليه تستفيد بعض المؤسسات ذات القيمة الأضعف من عملية إصدار أسهم جديدة. بما أنها سيبالغ في تقديرها<sup>2</sup>. النتيجة أنه سيكون مستوى القبول أو الرفض حتى بقيمة حالية صافية (VAN) سالبة. وعليه، فالمشاريع التي تتميز بقيمة حالية صافية (VAN) تفوق هذا المستوى سيتم قبولها و منه يحدث الاستثمار المفرط.

لتفادي وضعيه الاستثمار المفرط يقترح Narayanan (1988) نموذجا حيث يفضل فيه التمويل بالاستدانة على إصدار أسهم جديدة. حيث أن المؤسسة التي تستخدم التمويل بالاقتراض لا تباشر إلا مشاريع ذات قيمة حالية

<sup>1</sup> Krasker W, «*Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information*», Journal of Finance, Vol. 41, (1986), p.105.

<sup>2</sup> Narayanan M. P, «*Debt Versus Equity Under Asymmetric Information*», Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, N°1, (Mar., 1988), p.48.

صافية ايجابية ( VAN Positive ) ، و بما أن اللجوء إلى الاستدانة مرتبط بمشروع ذو نوعية حسنة فهو يقترن بإشارة تؤدي إلى زيادة السعر السوقي لسهم المؤسسة.

و حسب Poitevin<sup>1</sup> فإنه بوجود مخاطرة معنوية فقط، يفضل المساهمون في عملية تمويل مؤسستهم أموال الاستدانة عن اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، وذلك بهدف تحفيز المسيرين على بذل مجهودات أكبر لصالح المؤسسة، الشيء الذي يرفع من قيمتها السوقية، و هذا ما يتوافق مع ما جاء به كل من Mayers & Majluf (1984) بشأن أفضلية التمويل بواسطة أموال الاستدانة عن عملية الإصدارات الجديدة للأسهم. إلا أن Poitevin يتخوف من لجوء المؤسسات الضعيفة إلى استخدام أموال الاستدانة، الشيء الذي يجعلها تمتلك هيكل مالي يماثل الهيكل المالي للمؤسسات الجيدة.

### الفرع الثاني. حدود نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل

لقد بين Brennan & Krauss (1987) أنه يمكن للشركات تمويل مشاريع تتميز بقيمة محدثة صافية ايجابية بإصدار أسهم بدون حدوث الاستثمار المفرط، حيث يعتمد نموذجهما على شركتين مستدينتين و لكن بقيم مختلفة (عالية و منخفضة) و حسب رأيهما، فإن إصدار الأسهم للاستثمار و تسديد الديون، يعتبر دلالة على أن المؤسسة في حالة جيدة<sup>2</sup>.

و في منظور Constantinides & Grundy<sup>3</sup> (1989) يمكن أن تلجأ الشركات إلى استعمال مصادر تمويل متعددة قصد تمويل احتياجاتها و إعادة شراء أسهمها. و يخلصان إلى نتيجة مفادها أنه لا سبب لوجود نظام تسلسلي هرمي للتمويل، مثل الذي أشار إليه كل من في نموذج Mayers & Majluf.

### المطلب الثالث. الهيكل المالي و نظرية الخيارات

إن الهدف الأساسي من وراء هذا الفصل هو التفصيل في علاقة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بأهم النظريات ذات الصلة، و من خلال هذا المطلب نحاول أن نفسر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة بالاعتماد على نظرية الخيارات، إلا أنه يجدر بنا التذكير أولاً بمفهوم الخيارات.

### الفرع الأول. مفهوم الخيارات Les options

الخيار هو ورقة مالية تم استحداثها لتلبية احتياجات المستثمرين في الأسواق المالية، و يعتبر التعامل بها أكثر تعقيدا من التعامل بالأسهم أو السندات، و تقوم فكرة الخيارات على أساس تقييم الخطر و المرهنة على المستقبل.

<sup>1</sup> Poitevin M , «*Moral Hazard and the Financing of Entrepreneurial Firms*», Cahier de Recherche no. 8914, Département des Sciences Économiques, Université de Montréal, (1989), p.16.

<sup>2</sup> Brennan M. & A. Krauss, «*Efficient Financing Under Asymmetric Information* », Journal of Finance, Vol. 42, (1987) , pp.1225.

<sup>3</sup> Constantinides G. M. et B. D. Grundy, «*Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals*», The Review of Financial Studies, Vol. 2, (1989), pp. 445-446.

يعتبر الخيار اتفاق بين طرفين يقضي بامتلاك الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه و محدد مسبقا، و تنفيذ العملية يتم في فترة زمنية معينة، و هذا لقاء عمولة و التي تمثل سعر امتلاك الخيار، يدفعها مشتري الخيار لبائعه. يتم اللجوء إلى تقنية الخيارات نتيجة لتزايد مخاطر عدم التأكد من تحقق التنبؤات نتيجة لعدم تناظر المعلومات بين مختلف المتعاملين في المؤسسة الاقتصادية، (مساهمين، مقرضين، مسيرين، الخ.)، و لا وجود للخيارات في عالم خالي من المخاطر يمكن فيه التنبؤ بالمستقبل بدقة، لذا تعتبر الخيارات حلا لبعض المتعاملين في السوق المالي من أجل التقييم و التعويض عن الخطر.

## 1- محددات الخيار<sup>1</sup>

- موضوع الخيار (التعامل). يمكن أن يكون موضوع التعامل إما أصل مادي أو مالي (مواد أولية، تجهيزات، أسهم، سندات، عملات صعبة، الخ.)؛
- سعر التعامل (التنفيذ) **Prix d'exercice**. السعر الذي يتم الاتفاق عليه بين الطرفين لتنفيذ الخيار.
- وقت التنفيذ (**Maturité**). يمكن أن يكون وقت التنفيذ تاريخ معين (يوم معين) و هذا ما يتم التعامل به في أوروبا، و من الممكن أن يكون وقت التنفيذ ممتد على طول فترة التعامل أي من يوم الاتفاق على الخيار إلى غاية يوم التنفيذ (الاستحقاق) و هذا وفقا لما يُتعامَل به في الولايات المتحدة الأمريكية.
- **Volatilité**. التغير في القيمة السوقية لموضوع الخيار.

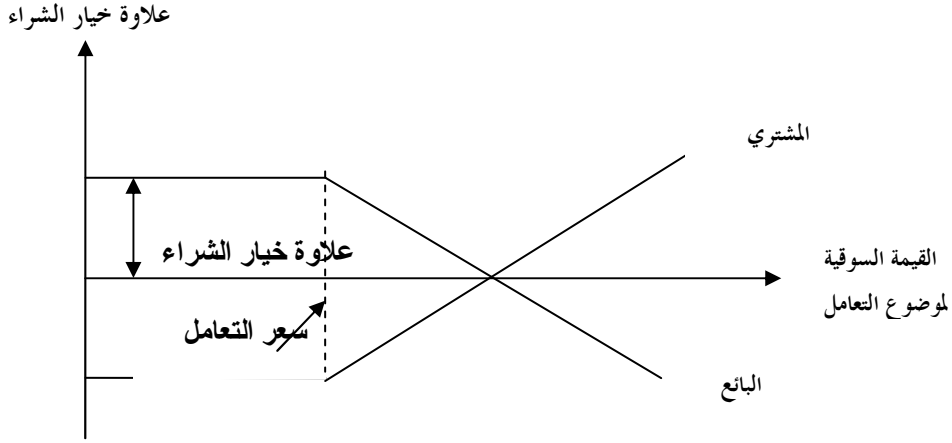
## 2- أنواع الخيارات

نقتصر في هذا البحث إلى الإشارة لنوعين من الخيارات، و هما كالاتي:

- أ. **خيارات الشراء**. تعالج من الناحية القانونية على أساس أنها وعد بالبيع، و هذا بموافقة بائع خيار الشراء لمشتري هذا الخيار، و يبلوغ تاريخ التنفيذ فإن مالك خيار الشراء له الحرية في تنفيذ هذا الخيار من عدمه، أما بائع هذا الخيار أي الذي قدم وعد بالبيع يكون مجبرا لتنفيذ الخيار إذا ما طلب منه مشتري خيار الشراء. و بالمقابل نجد رشادة المستثمر تجعل من مالك خيار الشراء لا ينفذ خياره إلا إذا كان السعر الذي تم الاتفاق عليه أقل من السعر السوقي للأصل موضوع التعامل يوم تاريخ التنفيذ، و الشكل رقم (2-10) يوضح لنا وضعية كل من مشتري خيار الشراء و بائعه.

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 7<sup>ème</sup> édition, Dalloz, Paris, 2007, p.580.

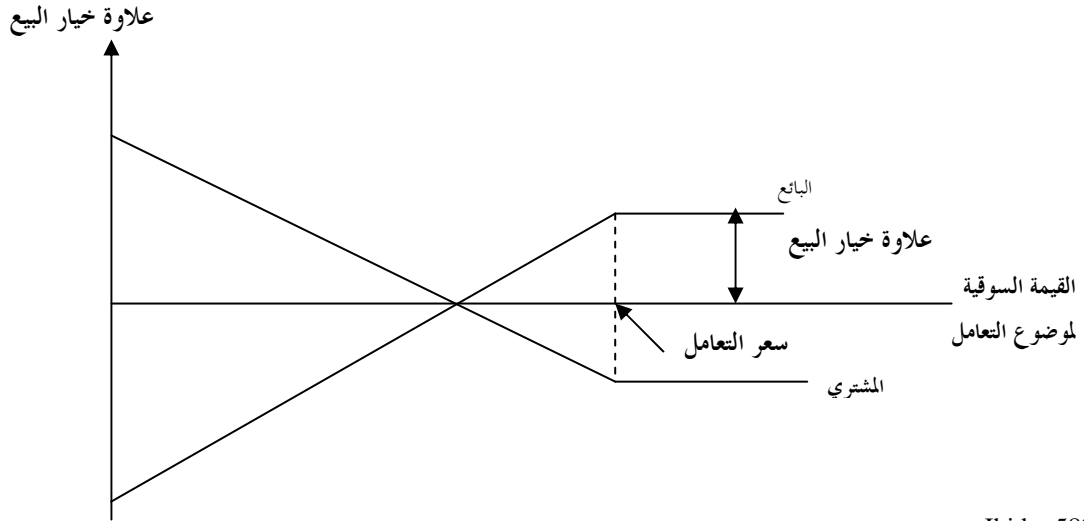
الشكل رقم (2-10). وضعية كل من بائع و مشتري خيار الشراء



المصدر. Ibid, p.581.

ب. خيار البيع. يعالج من الناحية القانونية على أساس أنه وعد بالشراء، ويكون بائع خيار البيع مجبرا على شراء الأصل موضوع الاتفاق، و لو كانت القيمة السوقية للأصل موضوع التعامل يوم تنفيذ التعامل أقل من السعر المتفق عليه في خيار البيع، و بالمقابل يحتفظ مشتري خيار البيع بميزة تنفيذ خيار البيع من عدمه و الشكل رقم (2-11) يوضح وضعية كل من مشتري و بائع خيار البيع.

الشكل رقم (2-11). وضعية بائع و مشتري خيار البيع



المصدر. Ibid, p.582.

من خلال ما سبق ذكره و بالتركيز على الشكلين (2-10)، (2-11) نلاحظ وجود حالة عدم تناظر في تحمل المخاطر بين مشتري الخيار (مهما كان نوع الخيار، شراء أو بيع) و بائع الخيار (شراء أو بيع)، بحيث أن مشتري الخيار يتحمل خسارة مؤكدة و محدودة تتمثل في علاوة الخيار التي يدفعها لبائعه، و أرباح غير مؤكدة و تقريبا



غير محدودة تتوقف على تغير الأسعار السوقية، بينما بائع الخيار يحضى بربح مؤكد و محدود متمثل في علاوة الخيار التي يقبضها من عند المشتري، و خطر غير محدود نتيجة تغير الأسعار السوقية للأصل موضوع التعامل.

### الفرع الثاني. تفسير أموال الملكية و الديون من خلال نظرية الخيارات

يمكن تفسير تركيبة الهيكل المالي بمفهوم الخيارات، و ذلك من خلال التعبير على العلاقة التي تربط المساهمين و المقرضين بواسطة الخيارات، حيث أن اقتراض المؤسسة يزيد مما لاشك فيه من مخاطر إفلاسها و يتزايد هذا الخطر بسوء وضعيتها المالية و كذلك اقتراب موعد استحقاق هذه القروض.

إن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى الاستدانة يمكن تفسيره بحصول المساهمين على خيار شراء مؤسستهم من القرض و خصائص هذا الخيار موضحة كآآتي:

- موضوع خيار الشراء **Sous Jacent**. القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؛
- سعر التنفيذ (التعامل). قيمة القرض؛
- وقت التنفيذ. تاريخ استحقاق الدين؛
- **Volatilité**. التغير في القيمة السوقية للمؤسسة.

عند بلوغ استحقاق القرض يكون أمام مساهمي المؤسسة حلين هما:

1. عدم تنفيذ المساهمين لخيار الشراء و هذا يعني تنازلهم عن المؤسسة بشكل نهائي لصالح المقرض مقابل القرض الممنوح؛

2. تنفيذ خيار الشراء. و عليه، يقوم المساهمين بإعادة قيمة القرض إلى المقرض في تاريخ الاستحقاق، و تفسر هذه العملية من منظور الخيارات بإعادة شراء المساهمين للمؤسسة من المقرض. و عليه، يحتفظ المساهمين بالمؤسسة كاملة و هذا بتسوية الأمر مع الدائن<sup>1</sup>.

إذن تعتبر أسهم المؤسسة المستدينة خيارات شراء لها.

يمكن كذلك أن تتمثل علاقة المقرضين و المساهمين في شكل خيارات بيع، يتم بيعها من طرف المقرضين إلى المساهمين، و خصائص هذه الخيارات نلخصها فيما يلي:

- موضوع خيار البيع. القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؛
- سعر التنفيذ (التعامل). قيمة القرض؛
- توقيت التنفيذ. تاريخ استحقاق الدين؛
- **Volatilité**. التغير في القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> Geske. R & Johnson. H, "*The Valuation of corporate abilities as compound options: A correction*", Journal of financial and quantitative Analysis, n°7 ( mars., 1979), p.61.

إن امتلاك المساهمين لخيار البيع يعني أنه ببلوغ تاريخ استحقاق الدين يكون أمام المساهمين حلين هما كالآتي:

1. تنفيذ خيار البيع. في حالة عجز المؤسسة عن تسديد ما عليها من قروض اتجاه المقرضين أو رفض المساهمين ذلك لأسباب أخرى، يصبح المساهمين مجبرين على تنفيذ خيار البيع المتمثل في التنازل الكلي و النهائي عن القيمة السوقية للمؤسسة لصالح المقرضين مقابل التسوية اتجاههم.

2. عدم تنفيذ خيار البيع. هي نتيجة تفضيل المساهمين الاحتفاظ بالمؤسسة. و عليه، يقومون بتسديد قيمة القرض يوم تاريخ استحقاقه دون تنفيذ خيار البيع<sup>1</sup>.

نخلص من ترجمة علاقة المساهمين بالمقرضين إلى مفهوم الخيارات إلى ما يلي:

1) في حالة  $V < V_D$  (القيمة السوقية للقرض أقل من القيمة السوقية للمؤسسة)، تكون قيمة خيار شراء المؤسسة أكبر من الصفر، و خيار بيع المؤسسة مساو للصفر. يستخدم المساهمون في هذه الحالة خيار الشراء لأنهم يعملون جاهدين على الاحتفاظ بالمؤسسة كون أن قيمتها أعلى من قيمة الاستدانة؛

2) في حالة  $V > V_D$  (القيمة السوقية للقرض أعلى من القيمة السوقية للمؤسسة)، وفقا لهذه الحالة تكون قيمة خيار الشراء مساوية للصفر، و خيار بيع المؤسسة أكبر من الصفر. ينفذ المساهمون في هذه الحالة خيار البيع لأنه لا فائدة من الاحتفاظ بملكية المؤسسة كون أنه يمكن التخلص منها مقابل استخدامها في تسديد قيمة القرض الذي يفوق قيمتها. و عليه، فهي فرصة سانحة بالنسبة للمساهمين للتخلص من القرض بشكل نهائي بقيمة أقل منه.

و عليه، يمكن أن نستخدم المعلومات السابقة لتمثيل جانب الخصوم من الميزانية المالية للمؤسسة الاقتصادية في شكل خيارات، و نطلق من العلاقة التالية:

القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لأموال الملكية + القيمة السوقية لأموال الاستدانة

القيمة السوقية لأموال الملكية = قيمة خيار شراء المؤسسة

القيمة السوقية لأموال الاستدانة = القيمة الحالية للقرض الخالي من الخطر - قيمة خيار بيع المؤسسة.

القيمة السوقية للمؤسسة = قيمة خيار الشراء + القيمة الحالية للقرض الخالي من الخطر - قيمة خيار البيع.

<sup>1</sup> Ibid, p.72.

## خاتمة الفصل الثاني

تُشكل مسألة التمويل موضوعا حساسا في المؤسسة الاقتصادية، هذا ما جعل العديد من الباحثين و المختصين في مجال مالية المؤسسة يهتمون بدراسة و تحليل تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من عدة جوانب، ومن خلال هذا الفصل حاولنا عرض أهم النظريات المهمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ؛ حيث تم تصنيف هذه النظريات في ثلاثة أصناف، وذلك بالاعتماد على معيار التصنيف القائم على مراعاة الزاوية التي نظر منها كل باحث للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛ حيث كانت البداية من النظريات التي عالجت الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق، وبعدها تم التطرق لدراسة الصنف الثاني الذي يهتم بدراسة الهيكل المالي من جانب إدارة المنظمات، أما الصنف الثالث فقد تم تناوله بالاعتماد على نظرية عدم تناظر المعلومات في المؤسسة الاقتصادية.

## الفصل الثالث

نحو تقييم و تقويم تركيبة

الهيكل التمويلي للمؤسسة

الاقتصادية

### تمهيد الفصل الثالث

بعدها تناولنا في الفصلين السابقين من هذا البحث، أهم مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية و كذا العديد من النظريات المهمة بتركيبة الهيكل التمويلي، نحاول من خلال هذا الفصل التطرق لبعض التقنيات من اجل تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، و كذلك محاولة إيجاد بعض الطرق و الأساليب لتقويم تركيبته في حالة ما نصت عملية التقييم على ذلك. و عليه، ارتأينا أن نقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية؛ المبحث الأول نحاول من خلاله التعرض لأهم محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية التي تمنح المقيم صورة اشمل عن الوضعية الكلية للمؤسسة الاقتصادية، وفي المبحث الثاني نستعرض من خلاله تقنية التحليل المالي كوسيلة للحكم على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، وذلك بالتعرض لبعض تقنياته مثل تحليل مؤشرات التوازن المالي و التحليل عن طريق النسب المالية. و عليه، فإن الهدف المتوخى من هذين المبحثين هو استصدار حكم حول تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، و الذي يُمكننا من الانتقال إلى عملية التقويم التي نتعرض لأهم أساليبها من خلال المبحث الثالث.

## المبحث الثاني. العوامل المؤثرة في اختيار بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

تتحكم في عملية اختيار بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية عدة عوامل، منها ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة، و منها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها<sup>1</sup>. كما تتحكم في عملية الاختيار خصائص مصادر التمويل في حد ذاتها، ويراعي في قرار اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة تحقيق الهدف الرئيسي لملاكها و المتمثل في تعظيم القيمة السوقية لمؤسستهم. ولاشك أن هذا الهدف لا بد أن يمر عبر الموازنة بين حجم المخاطر المتحملة وكذا مستوى العائد المتوقع أو المطلوب من طرف أصحاب رؤوس الأموال. وعليه، من خلال هذا المبحث نحاول التطرق لأهم العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وذلك بتقسيمه إلى ثلاثة مطالب، حيث يخصص المطلب الأول لتناول أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، والتي ترسم المعالم الأساسية للهيكل المالي الأمثل. ليتم في المطلبين الثاني والثالث من هذا المبحث التركيز على ثلاثة محددات أساسية للهيكل المالي وهي الرفع المالي، الرفع التشغيلي والخطر المالي، وتأثيرها على تركيبة الهيكل المالي. بالإضافة إلى محددات الهيكل المالي التي سيتم التطرق إليها، نُذكر بأن تكلفة رأس المال تعد من بين أهم المحددات بالنسبة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، والتي تم التطرق لها في الفصل الأول من هذا البحث.

### المطلب الأول. محددات الهيكل المالي

#### 1- بنية الأصول - الضمانات -

تشير نظريات البنية المالية إلى أن نوع الأصول التي تملكها المؤسسة الاقتصادية يتدخل في تحديد بنية هيكلها التمويلي، فكلما كانت حصة الأصول الملموسة (المادية) التي يمكن استخدامها كضمان ذات أهمية في المؤسسة، كلما كان المقرضون على استعداد لمنح قروض أكثر، ويرى Berger & Udell (1990) أن الضمانات تؤدي دورا هاما في قروض البنوك وأن حوالي 70% من القروض التجارية والصناعية يتم اتخاذها على أساس الضمانات، وهذا راجع إلى أن الأصول المادية قلما تخضع إلى عدم تناظر المعلومات. كذلك في حالة تصفية المؤسسة تفقد قيمة أقل مقارنة بما تفقده الأصول غير المادية، بالإضافة إلى كل هذا ففي حالة تضارب المصالح بين الدائنين والمساهمين بين كل من Jensen & Meckling (1976) أن مشكلة الاستثمار المفرط تكون أقل خطورة عندما تحصل الشركة على حصة معتبرة من الموجودات الثابتة المادية، حيث تمثل هذه الأخيرة ضمانات بالنسبة للدائنين،

<sup>1</sup> مليكة زغيب و نعيمة غلاب ، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص08.

وكذلك يجد Titmans et Wessels (1988) وأعمال Raj in et Zingales (1995) ، Kremp (1999) و Hovakimian (2001) علاقات ايجابية وبلغية بين الضمانات ومستوى الاستدانة. تعتبر بنية الأصول -الضمانات- من محددات الهيكل المالي القليلة التي تحضى بإجماع معظم النماذج النظرية فيما يخص دورها الايجابي في تحسين القدرة الاقتراضية للمؤسسة.

## 2- المردودية الاقتصادية

إن أثر المردودية على مستوى الاستدانة يعتبر موضوع جدال نظري بين مختلف النظريات المهمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية. فمن منظور نظرية عدم تناظر المعلومات، فإن الشركات الأكثر مردودية هي التي تحرر أكثر نسبة من التمويل الذاتي، ومنه بروز علاقة سلبية بين المردودية والاستدانة. وهذا ما يثبت النتائج المتوصل إليها من قبل Harris & Raviv (1991)، Raj in & Zingales (1995)، Fama & French (1999) ، Michaelas (1999) Booth et al (2001). كذلك تؤكد لنا نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل POT أن المؤسسات الأكثر مردودية قلما تلجأ إلى التمويل عن طريق الاستدانة، وإنما تعتمد على التمويل الذاتي بالدرجة الأولى.

وفي إطار نظرية المراجعة Trade off Theory، فإن العلاقة بين الاستدانة والمردودية قد تكون ايجابية حيث تُفضل المؤسسات ذات المردودية العالية اللجوء إلى الاستدانة لأن المصاريف المالية الناتجة عن استخدام أموال الاستدانة يتم حسمها من نتائجها الخاضعة لضريبة الأرباح.

## 3- فرص النمو

إن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها تتكون من القيمة الحالية للفوائد التي تنشئها الأصول الموظفة من جهة، ونموها الكامن من جهة أخرى. وتقاس عادة فرص نمو المؤسسة الاقتصادية بالنسب المالية ؛ والتي نذكر منها نسبة مصاريف البحث و التطوير من مجموع المبيعات، التغير في قيمة الأصول و نسبة إجمالي المصاريف المالية على مجموع الأصول<sup>1</sup>.

يعتبر Titman & Wessels (1988) أن فرص نمو المؤسسة مثل الأصول المنشأة للقيمة، ولكن لا يمكن استخدامها كضمانات لأنها ليست واضحة التحديد دائما.

تعتبر فرص نمو المؤسسة دافع للمسيرين للاستثمار على نحو دون الأمثل وفي بعض الأحيان الاستيلاء على ثروة الدائنين نظرا للمرونة في اختيار الاستثمار المستقبلي. وعليه، فإن ارتفاع معدلات النمو من المتوقع أن تكون على ارتباط بالاستدانة على نحو سلبي، حيث يعكس ارتفاع معدلات النمو ارتفاع احتياجات التمويل وكلما كانت معدلات النمو كبيرة كلما تعرضت المؤسسة لمشكلة تمويل أكبر.

<sup>1</sup>Cheng F. Lee , **Determinants of Capital Structure Choice A Structural Equation Modeling Approach**, The 15th Annual Conference on PBFEM at Ho Chi Minh City, Vietnam,(2007),P 09.

ومن منظور نظرية الوكالة وحسب Myers (1977)، فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين في حالة وجود فرص نمو كثيرة تكون عالية جدا وهذا ما يتسبب بعلاقة سلبية بين مستوى الاستدانة وفرص النمو، وتؤكد الأعمال الميدانية لكل من GuI (1999)، Graham (2000)، Heshmati (2001)، Booth et al (2001) سلبية هذه العلاقة.

#### 4- حجم المؤسسة

يعتبر حجم المؤسسة الاقتصادية من بين أهم العوامل المحددة لاختيار بنية هيكلها التمويلي، والذي يُقاس باللوغاريتم النيبيري لمجموع مبيعاتها خلال دورة مالية معينة  $Ln(Ventes)$ ، إلا أن كيفية تأثير حجم المؤسسة الاقتصادية على تركيبة هيكلها التمويلي تبقى مبهمة. يشير كل من Rajan et Zingales (1995) إلى أن المؤسسات الكبرى تعتمد على التنوع وبالتالي تقلل من المخاطرة، وهذا ما يضعف احتمال تعرضها للإفلاس؛ "Too Big To fail" أي "كبيرة جدا على أن تفشل"<sup>1</sup>، الشيء الذي يمكنها من اللجوء إلى الاستدانة بسهولة، ومن جهة أخرى فإن الحجم الكبير هو مرادف للمعلومات المتوفرة والمتناظرة، ما يمكن أن يعزز الأولوية التي يتخذها المسكرون بخصوص التمويل عن طريق استخدام أموال الملكية، وهذا ما يُغني المؤسسة عن اللجوء إلى أموال الاستدانة ما يجعل العلاقة بين حجم المؤسسة ومعدل الاستدانة عكسية.

كذلك يشير كل من Ang, Chua et McConneJ (1982) أن التكاليف المباشرة للإفلاس تكون أكثر ارتفاعا بالنسبة للمؤسسات الصغرى مقارنة بالكبرى، ويمكن أن ينجر عن ذلك معدلا ضعيفا لاستدانة المؤسسات صغيرة الحجم، وبمعنى آخر فإن المراقبة التي يمارسها المحللون الخارجيون على المؤسسات الكبرى يجعل من تكاليف الوكالة تنخفض والتي لها علاقة بمشكلات عدم تناظر المعلومات.

بالإضافة إلى ما بينه Warner (1977) و Ang (1982) عن وجود اقتصاديات السلم في مجال تكاليف الإفلاس الذي يتناسب عكسيا مع حجم المؤسسة، لأن تنوع النشاطات تقلص من تطاير التدفقات النقدية وينتج عن ذلك أن المؤسسات كبيرة الحجم يمكنها أن تكون أكثر استدانة. يشير كذلك Ferri & Jones (1979) أن المؤسسات الكبرى التي تكون عامة مسعرة في البورصة، تسهل عليها عملية الحصول على احتياجاتها المالية من خلال السوق المالي ما يجعلها في وضعية أكثر ارتياح فيما يخص اختيار مصادر التمويل.

بالإضافة إلى ما تم التطرق إليه فيما يخص علاقة حجم المؤسسة بهيكلها التمويلي، نجد الباحث Chanchen Hsieh (1985) الذي قام بوضع نموذج ديناميكي لبنية هيكل تمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية حيث وجد علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة ومستوى استدانتها، وخلص إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم تلجأ إلى قروض طويلة الأجل بينما المؤسسات الصغيرة تكتفي بالقروض قصيرة الأجل<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Lahcen Achy, « Déterminants de la structure financière des entreprises manufacture au Maroc », Institut National de statistique et l'économie Appliquée, Rabat, (2004), p15.

<sup>2</sup> Shericlan Titman, Robert Wessels, « The Determinants of Capital Structure Choice », The journal of finance, Vol.43, N° .1. ( Mars, 1988),P.6.



## 5- مخاطر الأعمال (النشاط)

مخاطر النشاط هو احتمال تقلب نتيجة استغلال المؤسسة الاقتصادية لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه هذه الأخيرة. ومن بين أهم العوامل المؤثرة على مخاطر النشاط نجد العمليات الصناعية والتجارية التي تقوم بها المؤسسة الاقتصادية ؛ والتي يمكن تلخيصها في عمليات التمويل، الإنتاج وتصريف المنتجات (التسويق).

### ❖ قياس مخاطر النشاط

تقاس مخاطر النشاط بدرجة تقلب صافي ربح العمليات عبر الزمن، أو بدرجة الاختلافات في التدفق النقدي لحمل مشاريع المؤسسة عن تدفقها المتوقع، ويتم قياس مخاطر النشاط عادة باستخدام أساليب إحصائية معروفة تعتمد في الأساس على مقاييس التشتت، إذ يمكن تحديد خطر النشاط بالمؤسسة من خلال معرفة التغير في صافي ربح العمليات عن المتوسط؛ فكلما زاد تقلب صافي ربح العمليات بزيادة تشتته عن المتوسط، زادت المخاطر. وفي بحثنا هذا، نقوم بقياس مخاطر النشاط بالاعتماد على مقياس الانحراف المعياري، ومن اجل ذلك نقوم بإتباع الخطوات الآتية :

الخطوة الأولى. بعد القيام بالتنبؤ بالأحداث المستقبلية وحساب التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات، نقوم بحساب التوقع الرياضي لهذا التوزيع بالمعادلة التالية:

$$E(r) = \sum_{i=1}^n r_i \times p_i = \bar{r} \quad (1-3)$$

حيث أن :

$\bar{r}$ : متوسط القيمة المتوقعة لربح العمليات ؛

$r_i$ : أرباح العمليات المحتملة؛

$p_i$ : احتمال تحقق أرباح العمليات؛

$n$ : عدد الأرباح المحتملة.

الخطوة الثانية. بعد حساب التوقع الرياضي، علينا الآن حساب تباين التوزيع الاحتمالي، حيث انه كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما دل ذلك على عدم تجانسها و على ارتفاع درجة تشتتها، ويتم حساب التباين وفقا للمعادلة التالية:

$$V(x) = \frac{\sum_{i=1}^n p_i (r_i - \bar{r})^2}{\sum_{i=1}^n p_i} \quad (2-3)$$

الخطوة الثالثة. نقوم بحساب الانحراف المعياري، بحساب الجذر التربيعي للتباين وفقا للمعادلة التالية:

$$SD = \sqrt{V(x)} \quad (3-3)$$

تُستخدم صيغة التباين وفقا للمعادلة (2-3) في حالة توفر بيانات مستقبلية متوقعة حول صافي الربح المتوقع للمؤسسة الاقتصادية. أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية فإن التباين و الانحراف المعياري يحسبان بالاعتماد على قيم صافي ربح تاريخية، وهذا وفقا للمعادلة رقم (3-4) التالية:

$$SD = \sqrt{V(x)} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n-1}} \quad (4-3)$$

$\bar{r}$ : المتوسط الحسابي لصافي ربح العمليات للسنوات السابقة.

وعليه فإن الانحراف المعياري لصافي الربح يعد مقياسا لدرجة خطر النشاط في المؤسسة الاقتصادية، فكلما ارتفع الانحراف المعياري دل ذلك على درجة خطر تشغيلية مرتفعة، كما أن تسجيله لقيم صغيرة هو دليل على ضعف الخطر التشغيلي في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة.

#### ❖ علاقة مخاطر النشاط بمستوى الاستدانة

إن فرص نمو المؤسسات تؤثر على تطايرية التدفقات النقدية وتجعل من المؤسسة أكثر عرضة لمخاطر الأعمال، ويرى باحثون عدة أن مستوى الاستدانة هو دالة متناقصة لتغير الأرباح<sup>1</sup> وفي الإطار ذاته تُنص نظرية المراجعة والنظرية التسلسلية الهرمية للتمويل ونظرية الوكالة على العلاقة السلبية بين تغيرية العوائد ومستوى الاستدانة. ما يعني ارتباطها العكسي بمخاطر النشاط؛ حيث أنه كلما زاد هذا النوع من المخاطر، كلما لجئ المقرضون على طلب معدلات فائدة أعلى لقاء تحمل مخاطر إضافية، وهذا ما يجعل المؤسسة الاقتصادية المقترضة مجبرة على تخفيض نسبة الاستدانة في هيكلها التمويلي، وقد تم تأكيد هذه العلاقة السلبية في أعمال عديدة منها أعمال Jare & Kim (1984)، Bevan & Danbolt (1983)، و Brad ley (1983)، و Bevan & Danbolt (2000). رغم الإجماع الواسع حول سلبية العلاقة بين مخاطر النشاط ومعدل الاستدانة، نجد بعض المفكرين الذين يعتبرون العلاقة بين الاستدانة ومخاطر النشاط ايجابية؛ ويرجعون ذلك إلى أنه كلما كانت المؤسسة أكثر عرضة لمخاطر الأعمال كلما كان انجذاب المستثمرين (مساهمين جدد) إليها ضعيفا. وعليه، فإن صعوبة تحصيلها للتمويل عن طريق أموال الملكية يدفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض وهذا ما يفسرون به ايجابية العلاقة بين المخاطر العملية ومعدل الاستدانة.

#### 6- الضريبة

منذ دراسة Modigliani & Miller (1963) تحتل الضريبة مكانا هاما في تطور النظريات التي تتعلق بالبنية المثلى للهيكل المالي، ويرى De Angello & Masulis (1980) أن المؤسسات التي تخضع لمعدل ضريبة ضعيف، و تحضى بامتيازات ضريبية ليس لها علاقة بالاستدانة، من المتوقع أن تولي اعتبارا أقل للميزة الجبائية للاستدانة.

<sup>1</sup>Fatima L Y .Bardo , Structure financière de l'entreprise, Economica , Paris, 2002, P .82.

ووفقا لهذه الحالة، يمكن أن نتوقع وجود علاقة غير معتبرة بين معدل الضريبة على الأرباح ونسبة الاستدانة، وفي الوقت ذاته ارتباط قوي بين معدل الضريبة و الميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالاستدانة. ومن أجل اختبار أثر الضريبة على قرار التمويل يمكن اعتماد مقياسين هما:

أ- المقياس الأول. تم اعتماد هذا المقياس من قبل Kim & Sorensen (1986) ويتم تمثيله بقسمة الضريبة المدفوعة على الربح قبل الفائدة والضريبة  $\frac{T_{payée}}{EBIT}$ ، و يهدف إلى قياس ما تشكله الضرائب المدفوعة من طرف المؤسسة الاقتصادية مقارنة مع نتيجة استغلالها المحققة. وكلما كانت هذه النسبة عالية دل ذلك على أهمية الضريبة في التأثير على قرار التمويل.

ب- المقياس الثاني. تم اعتماده من قبل Titman & Wessels سنة 1988، يستخدم هذا المقياس في تقييم أثر الميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالاستدانة على قرارات التمويل، ويتم تمثيله بنسبة أعباء الإهلاك إلى إجمالي

$$\frac{Amort}{\sum Actif}$$

#### 7- عمر المؤسسة

يُجمع معظم الباحثين في مجال الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، على أن عمر المؤسسة يُعد من بين العوامل المؤثرة في عملية اختيار تركيبة هيكلها المالي، إلا أن هناك عدم إجماع بين مختلف هؤلاء الباحثين في كيفية تأثيره. لذلك ارتأينا أن نلخص مختلف الآراء في صنفين أساسيين هما:

الصنف الأول. المؤيدون لعلاقة إيجابية بين عمر المؤسسة ومستوى الاستدانة؛

الصنف الثاني. المؤيدون لعلاقة سلبية بين عمر المؤسسة ومستوى الاستدانة.

الصنف الأول . هناك العديد من الباحثين والمنظرين الذين قاموا بأبحاث ميدانية لإثبات ايجابية العلاقة بين عمر المؤسسة ومستوى الاستدانة، حيث يشير كل من Edward & Fisher (1994) على وجود علاقة ايجابية بين عمر المؤسسة الاقتصادية ومعدل استدانته، ويعتمدان في تفسير هذه العلاقة على الثقة التي تكتسبها المؤسسة لدى الجهة المقرضة، بحيث تعزز هذه الثقة توافقا وسن المؤسسة ما يُمكن هذه الأخيرة من الحصول على قروض بشروط ميسرة ومعدلات مُخفضة، ما يشجع الجهة المقرضة (المؤسسة الاقتصادية) الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي أساسي في هيكلها المالي.

كذلك قام كل من Dollinger (1995) و Mcclom & Hampton (1997) و Udell & Berger (1998) بإثبات أن مصادر تمويل المؤسسة ترتبط إلى حد بعيد بعمرها وحسب هؤلاء الباحثين فإن المؤسسات في مرحلة النمو تعتمد على أموال الملكية وهذا لصعوبة لجوئها لسوق الاقتراض لان المقترضين يفضلون المؤسسات الناجحة(عادة تكون في مرحلة النضج) لما تكتسبه من ثقة عن المؤسسات الناشئة، بحيث أن كل ما يريد إثباته هؤلاء الباحثين هو وجود علاقة ايجابية بين عمر المؤسسة ومعدل استدانته.

الصف الثاني. تؤكد دراسة كل من Colin-Sedillot & Bourdieu (1993) أن هناك علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ومعدل استنادتها ويفسر هذا بالاعتماد على فرضية أن المؤسسة الأكبر سناً تتمكن من خلال مدة تواجدها من جمع وتكوين مبالغ هامة من أموال الملكية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي وهذا ما يجعلها في غنى عن اللجوء إلى أموال الاستدانة.

## 8-قطاع النشاط

يشير كل من Harris & raviv (1991) إلى أن المؤسسات المنتمية إلى نفس القطاع يكون لها في العادة هيكل مالي متشابه إلى حد بعيد، وتؤكد دراسة أجراها كل من Welsh (1981) و Vander Wijst (1989) أن المؤسسات التي تشتغل في القطاع الصناعي تحتاج إلى أموال ضخمة نتيجة للحجم الكبير للاستثمارات المتمثل في الآلات و التجهيزات...، ما يجعلها تلجأ إلى أموال الاقتراض من أجل تلبية احتياجاتها المالية، ويمكنها فعل ذلك بسهولة كون أن استثماراتها تتمثل في عناصر مادية يستخدمها المقرض كرهون مقابل المبالغ المقترضة. من جهة أخرى نجد دراسات اهتمت بمسألة تمويل المؤسسات الاقتصادية الناشطة في قطاع الخدمات ومن بين هذه الدراسات نجد دراسات كل من Riddinget (1994) و Hirish (1989) حيث تؤكد هذه الدراسات الميدانية بأن المؤسسات الخدمية تتميز بلجوتها المحدود للاستدانة مقارنة بالمؤسسات الصناعية، وهذا نتيجة لعدم امتلاكها لأصول مادية كبيرة يعتمد المقرضون عليها في شكل رهون عند منحهم القروض لمثل هذه المؤسسات (الخدمية)، وهذا ما يجعل إمكانية الحصول على أموال استدانة ضعيفة. كذلك ينص كل من Berger & Udell (1998) أن المؤسسات الناشطة في قطاع يتسم بمعدلات نمو مرتفعة ومخاطر عالية تنحى في أغلب الحالات نحو الاعتماد على أموال الملكية في تمويل عملياتها، أما المؤسسات التي تنشط في قطاع يتسم بمعدلات نمو ضعيفة ومخاطره قليلة عادة ما نجدتها تعتمد معدلات استدانة مرتفعة.

## المطلب الثاني. الرفع و أثره على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

### الفرع الأول. الرفع التشغيلي وأثره في تحديد تركيبة الهيكل المالي

#### 1- مفهوم الرافعة التشغيلية

يعرف الرفع التشغيلي بأنه المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في النشاط الاقتصادي للمؤسسة، أي أن الرفع التشغيلي يقترن بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها<sup>1</sup>. كذلك يمكن تعريف الرافعة التشغيلية على أساس أنها عملية إحلال للتكاليف الثابتة للعمليات، مكان التكاليف المتغيرة بهدف تضخيم أثر التغير في صافي المبيعات (رقم الأعمال) على صافي الربح قبل الفائدة والضريبة (EBIT)

<sup>1</sup> عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية منهج تحليلي شامل، الطبعة الثانية، الجامعة المفتوحة، طرابلس، 1997، ص.219.

بمعنى آخر فإن أي تغيير ضئيل في حجم المبيعات يترتب عليه تغير أكبر في صافي ربح العمليات مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.

إن الفكرة الأساسية التي يقوم على أساسها الرفع التشغيلي تتعلق بوجود تكاليف ثابتة تشغيلية وكلما زادت نسبة حضور هذا النوع من التكاليف في هيكل تكاليف المؤسسة كلما اتسمت هذه الأخيرة بدرجة عالية من الرفع التشغيلي، ومن أجل الفهم الجيد للرافعة التشغيلية يجدر بنا التطرق إلى مفهوم عتبة المردودية ومعامل الرفع التشغيلي على التوالي.

#### ● عتبة المردودية

يقوم مفهوم عتبة المردودية على تحليل العلاقة بين التكاليف وحجم النشاط، ويمكن تعريف عتبة المردودية أو رقم الأعمال الحرج بأنه رقم الأعمال الذي لا تحقق عنده المؤسسة لا ربح ولا خسارة، كما عرفها البعض على أنها تهدف إلى التعرف على حجم الإنتاج أو المبيعات الذي تتساوى عنده التكلفة الكلية مع الإيراد الإجمالي<sup>1</sup>.  
إن نموذج عتبة المردودية يعتمد على مجموعة من الفرضيات نذكر منها ما يلي:

1- إمكانية الفصل بين التكاليف الثابتة والمتغيرة؛

2- الثبات المطلق للأعباء الثابتة؛

3- ثبات أسعار البيع أي أنها تتحدد في السوق وهي خارجة عن إرادة المؤسسة. وعليه، فإن التغير في رقم الأعمال لا يمكن أن يحدث إلا بتغير في مستوى النشاط؛

4- تناسب التكاليف المتغيرة مع حجم النشاط أي أن التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة تبقى ثابتة.

الصيغة الرياضية لإيجاد عتبة المردودية

عتبة المردودية □ النتيجة = 0 (الصفري) □  $Q^* \times Pu = CF + CV \times Q^*$

$$Q^* = \frac{CF}{Pu - CVu} \quad (5-3)$$

$Q^*$ : الكمية المباعة التي تحقق عتبة المردودية

$CF$ : التكاليف الثابتة،  $CV$ : التكلفة المتغيرة للوحدة

$P_u$ : سعر البيع الوحدوي.

مثال<sup>2</sup>. تفيد بيانات المحاسبة التحليلية لإحدى المؤسسات الاقتصادية، أن تكلفتها الثابتة تبلغ 10000 وحدة

نقدية، بينما سعر بيع الوحدة هو 1000 ون، أما التكاليف المتغيرة للوحدة هي 500 ون، فما هي كمية الإنتاج

المباع اللازمة لتحقيق عتبة المردودية وفقا لمعطيات هذا المثال؟

الحل: لإيجاد عتبة المردودية نكتفي بتطبيق صيغتها الرياضية المبينة أعلاه:

<sup>1</sup> علي رحال، سعر التكلفة والمحاسبة التحليلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1999، ص. 76.

<sup>2</sup> من إعداد الباحث

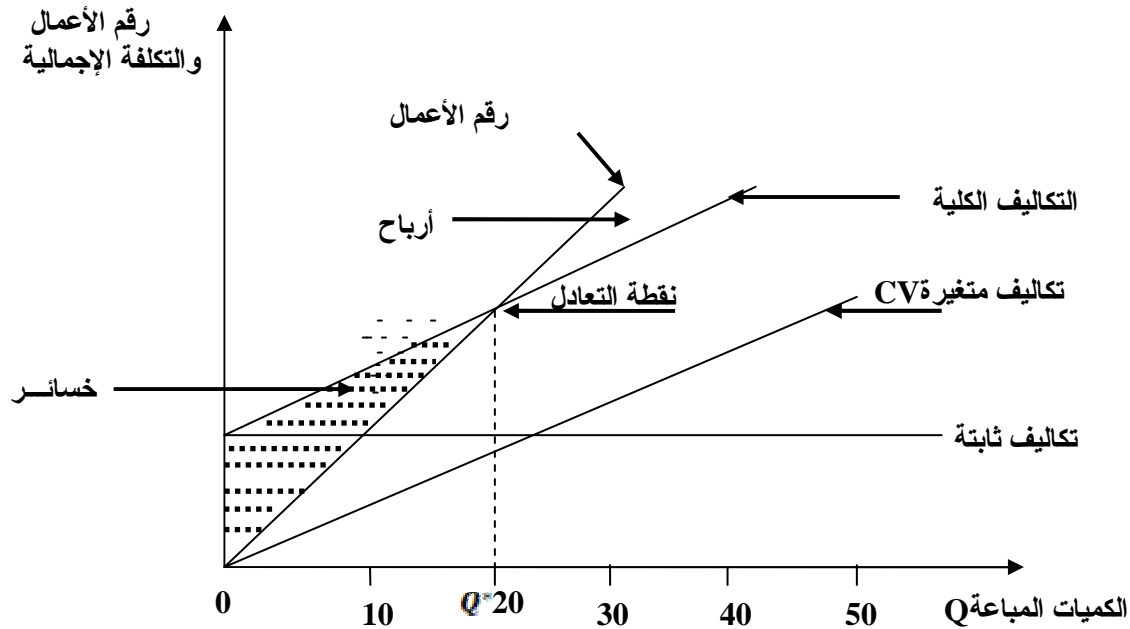
$$Q^* = \frac{CF}{P_u - CV} = \frac{10000}{1000 - 500} = 20 \text{ وحدة}$$

$$20 = Q^* \text{ وحدة}$$

• التحليل البياني لعتبة المردودية

نحاول من خلال المثال السابق توضيح تحديد عتبة المردودية بيانيا وذلك وفقا لما يظهره الشكل رقم (1-3)، حيث يظهر هذا الأخير العلاقة بين صافي ربح العمليات، التكاليف الثابتة، التكاليف المتغيرة، والكمية المباعة، حيث توافق عتبة المردودية نقطة تقاطع منحى رقم الأعمال مع منحى التكاليف التشغيلية الكلية، ووفقا لمثالنا فهي عند كمية الإنتاج المباع  $Q^* = 20$  وحدة.

الشكل رقم (1-3). التمثيل البياني لعتبة المردودية



المصدر. من إعداد الباحث

• علاقة التكاليف الثابتة بعتبة المردودية

من خلال الصيغة الرياضية المحددة لعتبة المردودية، المعادلة (1-3)، يمكن أن نستنتج أن العلاقة التي تربط بين التكاليف الثابتة وعتبة المردودية هي علاقة طردية، حيث أنه كلما ارتفعت التكاليف الثابتة ارتفع حجم المبيعات اللازم تحقيقه من أجل الوصول الى نقطة التعادل بين مجمل التكاليف والإيرادات. كذلك هو الحال في حالة انخفاض التكاليف الثابتة الذي يتبع بانخفاض في عتبة المردودية مع افتراض التعادل والتأثير على أحجام الأرباح والخسائر في ظل مستويات مختلفة من المبيعات.

2- معامل الرافعة التشغيلية

يسمح لنا معامل الرافعة التشغيلية بشرح علاقة تطور رقم أعمال المؤسسة ونتائجها الاستغلالية نتيجة تكاليفها الثابتة والصيغة الرياضية لمعامل الرفع التشغيلي تكون على النحو التالي<sup>1</sup>:

$$CLE = \frac{\frac{\Delta Y}{Y}}{\frac{\Delta Q}{Q}} = \frac{\frac{\Delta [Q(P_u - CV_u) - CF]}{Q(P_u - CV_u) - CF}}{\frac{\Delta Q}{Q}} \quad (6-3)$$

علما أن:  $\Delta CF = 0$

$$CLE = \frac{Q(P_u - CV_u)}{Q(P_u - CV_u) - CF} \quad (7-3)$$

حيث أن:

$Y$ : صافي ربح العمليات؛

$P_u$ : السعر الوحدوي للوحدات المباعة؛

$CLE^2$ : معامل الرفع التشغيلي؛

$Q$ : كمية الإنتاج المباع.

من خلال ملاحظتنا للصيغة الرياضية للرفع التشغيلي، المعادلة رقم (7-3)، نلاحظ أن المقام يتكون من هامش التكلفة المتغيرة مطروحا منها التكاليف الثابتة الكلية، وهذا يعني أن ارتفاع التكاليف الثابتة يؤدي إلى زيادة أثر الرافعة التشغيلية، وبالتالي أي زيادة في حجم المبيعات تؤدي إلى زيادة أكبر في صافي ربح العمليات، مما يعظم ثروة المساهمين، والعكس صحيح.

إن درجة الرفع التشغيلي تتميز بأهمية بالغة، خاصة إذا كان يمكن للمؤسسة أن تتسم بالمرونة فيما يخص تركيبة هيكل تكاليفها- تكاليف ثابتة ومتغيرة- فمثلا في حالات الرواج تستبدل التكاليف المتغيرة، بالتكاليف الثابتة وفي فترات الكساد تستبدل التكاليف الثابتة بالتكاليف المتغيرة.

### 3- تأثير الرفع التشغيلي على تصميم الهيكل التمويلي

إن الرفع التشغيلي يؤثر في كافة مصادر التمويل من خلال تأثيره في تكلفتها، فالرفع التشغيلي الذي يرجع سببه لوجود تكاليف ثابتة تشغيلية للعمليات في هيكل تكاليف المؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى الرفع من مخاطر المؤسسة، الشيء الذي يدفع بأصحاب الأموال سواء كانوا ملاكا أو مقرضين للمطالبة بمعدل أعلى للعائد تعويضا لهم عن تلك المخاطر. كما أن للرفع التشغيلي تأثيرا خاصا على تركيبة الهيكل المالي، فكلما ارتفعت درجة الرفع التشغيلي أدى ذلك إلى زيادة تقلب صافي ربح العمليات الذي يمثل جزءا منه مكافأة أو عائد لأصحاب مصادر

1

WWW.ZoneCours.hec.ca.COM , Comprendre le levier d'exploitation, HEC Montréal , تاريخ الاطلاع 2009 /03/11

<sup>2</sup> Coefficient de levier d'exploitation

التمويل. وعليه، فأى انخفاض كبير في عوائد المؤسسة يجعل هذه الأخيرة في وضعية صعبة لتسديد ما عليها من التزامات اتجاه المقرضين وأصحاب الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى زيادة تقلب ربحية السهم وارتفاع احتمالات إفلاس المؤسسة. ويصبح من الأفضل للمؤسسة في هذه الحالة تخفيض حجم التمويلات ذات الدخل الثابت في هيكل تمويلها حتى توفر لنفسها هامش أمان يجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها إذا ما انخفضت إيرادات المبيعات أو حدث ارتفاع في التكاليف مع ثبات العوامل الأخرى. وفي الوقت ذاته يمكن أن يكون الرفع التشغيلي محفزا للمؤسسة للجوء إلى مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة خاصة في حالات الانتعاش الاقتصادي وارتفاع مبيعات المؤسسة واستقرارها.

### الفرع الثاني. الرفع المالي وأثره في تحديد الهيكل المالي

سبق وأن تناولنا في الفرع الأول من هذا المطلب الرفع التشغيلي وأثره على الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، والذي يعتبر التحكم فيه خارج عن نطاق الإدارة المالية لعلاقته بأساليب الإنتاج، وأساسه التكاليف الثابتة التشغيلية وفي هذا الفرع نحاول التطرق إلى نوع آخر من أنواع الرفع، وهو الرفع المالي والذي يرتبط بشكل وثيق بقرارات الإدارة المالية.

إن الرافعة المالية والتي يطلق عليها تسمية المتاجرة بالأموال، ترتبط ارتباطا وثيقا بقدرة الإدارة المالية على تشغيل الأموال ذات التكاليف الثابتة مثل القروض والأسهم الممتازة بطريقة تمكنها من زيادة ربحية السهم العادي. وعليه، يمكن اعتبار أثر الرفع المالي ملائما عندما تتمكن المؤسسة من جني أرباح عن أصولها تفوق تكلفة الأموال ذات الدخل الثابت التي استخدمتها. ومن أجل الفهم الجيد للأثر الناجم عن لجوء المؤسسة لمصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة وخاصة أموال الاستدانة على مردوديتها المالية يجدر بنا التطرق أولا إلى مفهوم كلا من المردودية الاقتصادية والمالية.

### 1- المردودية الاقتصادية والمالية للمؤسسة الاقتصادية

تعرف المردودية على أنها قدرة المؤسسة على توليد فائض نقدي، حيث يعتبر الاستثمار ذا مردودية في حالة ما إذا نتجت عنه تدفقات نقدية داخلية تزيد عن التكلفة التي أنفقت لأجل الحصول على هذه التدفقات، وتختلف المردودية عن الربح، إذ أنها تُعبر في نفس الوقت عن مؤشرين هما:<sup>1</sup>

1. الدخل، فهي وسيلة لمكافئة مختلف عوامل الإنتاج؛

2. مؤشر فعالية في تخصيص موارد المؤسسة.

كذلك تختلف المردودية عن الهامش والذي هو عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة ومستوى النشاط (رقم الأعمال).

إذن المردودية هي العلاقة الموجودة بين النتيجة المحققة والأموال المستثمرة الضرورية لتحقيق هذه النتيجة حيث نجد: مردودية وسيلة معينة (استثمار معين) = النتيجة المحصل عليها/قيمة الاستثمار المستعمل .

<sup>1</sup> Pierre Baranger et autres, **Gestion, fonctions de l'entreprise**, 2<sup>ème</sup> édition, Vuibert, Paris, 1998, p.157.



وفقا لهذه العلاقة نستخلص أن المردودية تتنوع بحسب الاستثمار المراد قياس مردوديته، وكذا حسب طبيعة الفائض المعتمد في عملية القياس. وعليه، سنقتصر في بحثنا على نوعين من المردودية، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

### 1-1 المردودية الاقتصادية

تتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الأساسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال\* من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية.

تقاس المردودية الاقتصادية وفقا للمعادلة الآتية:

$$R_e = \frac{RE (1 - t)}{\sum Actif} \quad (8-3)$$

$R_e$ : المردودية الاقتصادية؛

$RE$ : نتيجة الاستغلال؛

$T$ : معدل ضريبة على الأرباح؛

$Actif$ : الأصول الاقتصادية.

من خلال صيغة حساب المردودية الاقتصادية، المعادلة (8-3)، يمكن أن نستخلص أن المردودية الاقتصادية تقيس مساهمة الأصول في تكوين النتيجة<sup>1</sup>.

كذلك يمكن التعبير عن المردودية الاقتصادية باستخدام كل من هامش الاستغلال ومعدل دوران الأصول وهذا كما يلي:<sup>2</sup>

$$R_e = \frac{RE (1 - t)}{\sum Actif} = \frac{RE (1 - t)}{CA} \times \frac{CA}{\sum Actif} \quad (9-3)$$

علما أن  $CA$  تمثل رقم الأعمال.

من خلال المعادلة (9-3) نستخلص أن المردودية الاقتصادية من الممكن أن تكون نتيجة لهامش استغلال ضعيف ومعدل دوران كبير للأصول (أي كثافة رأسمالية ضعيفة)، وهذا الحال ينطبق على المؤسسات الناشطة في القطاع

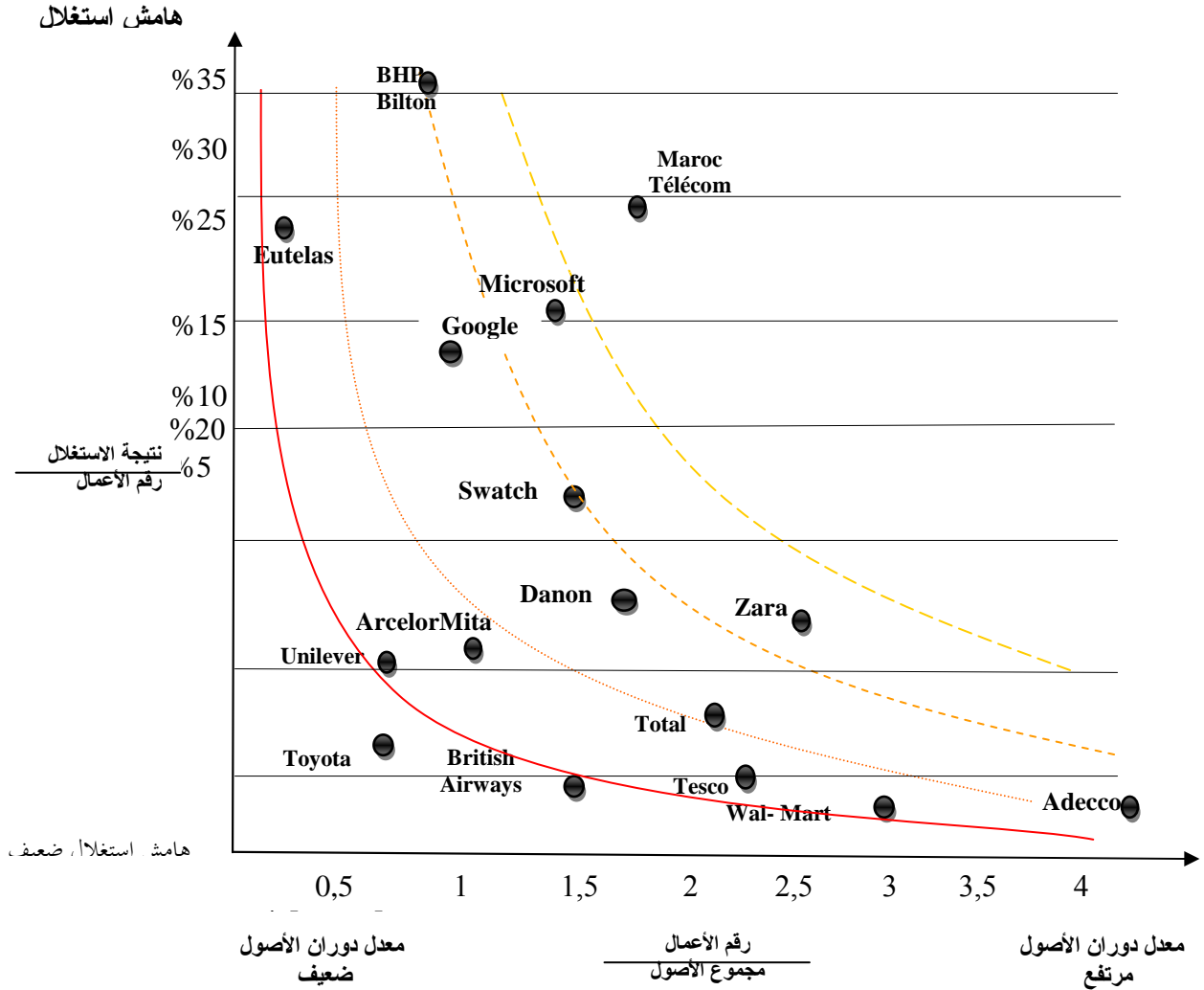
\* تعطى نتيجة الاستغلال حسب المخطط المحاسبي الوطني بعد خصم المصاريف المالية، إلا أنه وفقا للمعايير المحاسبية العالمية فإن نتيجة الاستغلال تكون متضمنة للمصاريف المالية، وعلى هذا الأساس نعلم في هذا البحث على نتيجة الاستغلال على أساس المعايير المحاسبية العالمية وهذا من أجل التوصل إلى نتائج ذات تعبير مالي أكثر منه محاسبي، خاصة وأن العلاقات التي سيتم استخدامها لإيجاد أثر الرفع المالي تعتمد على نتيجة استغلال متضمنة للمصاريف المالية.

<sup>1</sup> يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص. 267.

<sup>2</sup> - Pascal quiiry & yann le fur, **Finance d'entreprise**, Dalloz, Paris, 2008, p.308.

التجاري. وكذلك يمكن أن تكون المردودية الاقتصادية نتيجة لهامش استغلال مرتفع ومعدل الدوران ضعيف (كثافة رأسمالية مرتفعة) وهذا ما تتميز به في أغلب الأحيان المؤسسات الصناعية. نستعرض من خلال الشكل رقم (2-3) تركيبة المردودية الاقتصادية لبعض المؤسسات الكبرى.

الشكل رقم (2-3). تركيبة المردودية الاقتصادية لبعض المؤسسات الاقتصادية الكبرى



المصدر: Ibid. P 309.

من الشكل (2-3) نلاحظ مثلا أن المؤسسة BHP والمؤسسة Zara لهما مردودية اقتصادية متقاربة إلا أن تركيبتهما عند كل مؤسسة متباعدة، حيث نجد المؤسسة BHP (تنتمي لقطاع المناجم) تتمتع بهامش استغلال كبير وبالمقابل معدل دوران للأصول ضعيف (كثافة رأسمالية مرتفعة نتيجة للمنشآت القاعدية الكبيرة). وبالمقابل نجد المؤسسة Zara تتميز بهامش استغلال ضعيف ومعدل دوران للأصول كبير جدا نتيجة لسرعة دوران مخزوناتها ما يجعل الكثافة الرأسمالية عندها ضعيفة.

## 2-1 المردودية المالية

تمثل المردودية المالية في العلاقة بين النتيجة الصافية المحققة من طرف المؤسسة وأموال الملكية المستخدمة، وتسمى كذلك بمردودية الأموال الخاصة، وتعطى بالعلاقة الآتية:

$$R_f = \frac{RN}{CP} \quad (10-3)$$

$R_f$ : المردودية المالية؛

$RN$ : النتيجة الصافية؛

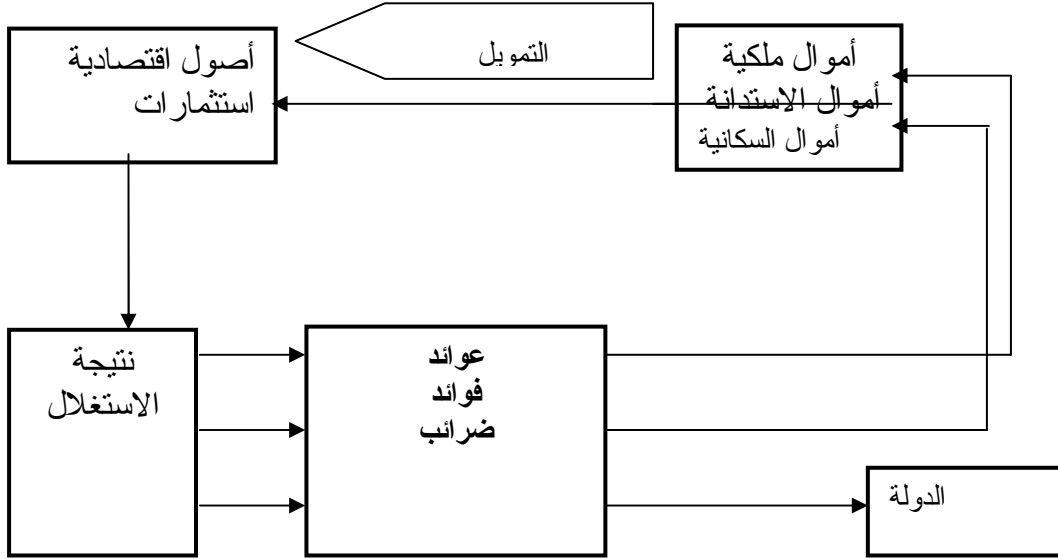
$CP$ : أموال الملكية.

و الهدف من وراء حساب المردودية المالية هو إيجاد المردودية المتاحة للمساهمين.

## 2- أثر الرافعة المالية وصياغتها الرياضية

تستخدم المؤسسة الاقتصادية في عملية تمويل أنشطتها تشكيلة من أموال الملكية وأموال الاستدانة، تستثمر هذه الأموال في شكل أصول، بحيث أن هذه الأصول تولد نتائج توزع بدورها بين المساهمين، المقرضين والدولة وهذا وفقا لما يوضحه الشكل رقم (3-3).

الشكل رقم (3-3). توزيع النتيجة الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية



المصدر: Ibid , p310.

من أجل فهم أثر الرافعة المالية نطلق من مقارنة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، بحيث أننا نجد الفرق يعود إلى تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ففي حالة خلو الهيكل المالي من أموال الاستدانة فإن المردودية الاقتصادية تتساوى مع المردودية المالية، ومنه يُعرف الفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية بأثر الرافعة المالية .

يفسر أثر الرافعة المالية كيف يمكننا أن نحقق مردودية أموال ملكية تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة التي نعتبر عنها بالمردودية الاقتصادية، لكن علينا أن لا ننساق مع هذا المنطق الذي تقدمه أثر الرافعة المالية، لأن أثر الرافعة يمكن أن يكون باتجاهين متعاكسين، فإذا كان بإمكانها أن ترفع من مردودية أموال الملكية بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكسي في بعض الأحيان<sup>1</sup>.

إن الاستدانة يمكن أن ترفع من المردودية المالية (أموال الملكية) مع ثبات المردودية الاقتصادية، شريطة أن تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة، وفي خلاف ذلك، أي عندما تستدين المؤسسة بمعدل فائدة أعلى من المردودية الاقتصادية المحققة، يكون هناك عجز سيحمل على مردودية أموال الملكية لأن النتيجة تنخفض وتصبح مردودية أموال الملكية أقل من المردودية الاقتصادية<sup>2</sup>.

بعد تناولنا لمفهوم أثر الرافعة المالية نحاول التطرق لصيغتها الرياضية وذلك انطلاقاً من صيغة المردودية المالية والاقتصادية.

$$R_f = \frac{RN}{CP} = \frac{[(R_e \cdot \text{Actif} - i' \cdot D)]}{CP} \quad (11-3)$$

\*  $D$ : قيمة الاستدانة الصافية في المؤسسة؛ علماً أن  $D = \text{Actif} - CP$ ؛

$i'$ : متوسط معدل الفائدة المفروضة على أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفورات الضريبية، بحيث  $i' = i \cdot (1 - t)$

$$R_f = R_e + \frac{D}{CP} \cdot (R_e - i') \quad (12-3)$$

من العلاقة (12-3) نتمكن من تجزئة مكونات المردودية المالية إلى جزأين:

1- المردودية الاقتصادية  $R_e$ ؛

2- أثر الاستدانة على المردودية الاقتصادية  $(R_e - i')$ .

وعليه فإن:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الاستدانة (أثر الرفع المالي)

ويختلف أثر الرفع المالي حسب نتيجة الفرق بين المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة الحقيقي على الديون  $(R_e - i')$ .

1. إذا كان  $0 < (R_e - i')$  فإن الأثر يكون موجبا وذلك لأن معدل المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة

الاستدانة. وعليه، فإن المردودية المالية ترتفع بزيادة الاستدانة؛

2. إذا كان  $0 > (R_e - i')$  فإن الأثر يكون سالبا، وذلك لأن معدل الفائدة يمتص كل المردودية

الاقتصادية ونتيجة لذلك تنخفض المردودية المالية بزيادة الاستدانة وهذا ما يسمى بأثر ماسوا

<sup>1</sup> يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 270.

<sup>2</sup> Khemici CHIHA, **Finance d'entreprise- approche stratégique**, Houma édition, Alger, 2009, p.99.

\* الاستدانة الصافية، تضم كل الديون طويلة، متوسطة و قصيرة الأجل مع خصم التوظيفات المالية.

### 1 « effet massue »

3. إذا كان  $(R_e = i')$  أي  $(R_e = i' = 0)$  فإن الأثر يكون معدوماً. وعليه، لا تؤثر زيادة الاستدانة على المردودية الصافية وهذه الحالة نادرة عملياً.

و كذلك يتأثر أثر الرفع المالي بنسبة الاستدانة على أموال الملكية  $\frac{D}{CP}$  في الهيكل المالي.

### التمثيل البياني للرفع المالي

يمكن اللجوء إلى التمثيل البياني من أجل إظهار العلاقة القائمة بين المردودية المالية  $(R_f)$  والمردودية الاقتصادية  $(R_e)$  عند كل مستوى للرفع المالي  $D/CP$ .

يمكن صياغة المعادلة (3-12) في شكل معادلة لمستقيم ميله  $(1+D/CP)$  حيث أن العنصر المستقل هو المردودية الاقتصادية والعنصر التابع هو المردودية المالية  $(R_e)$  والمعادلة المقابلة تكون عندها كما يلي<sup>2</sup>:

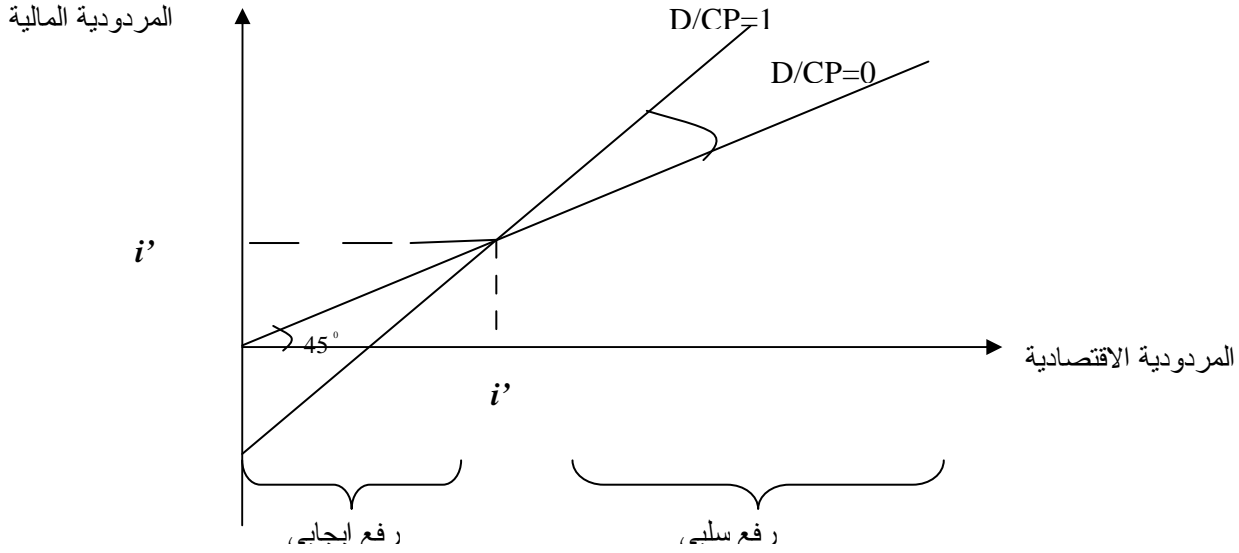
$$R_f = \left(1 + \frac{D}{CP}\right) R_e - \frac{D}{CP} \cdot i' \quad (13-3)$$

إن ميل المستقيم  $(1+D/cp)$  محصور بين 1 في حالة  $D=0$  و 2 في حالة  $D/CP=1$ . كلما لجأت المؤسسة للاقتراض كلما كان هناك أثر للرفع بمضاعف أكبر والاختيارات الناجمة للمؤسسة فيما يخص النسب الاقتراضية تكون على شكل حزمة من المستقيمات تمر كلها بالنقطة ذات الإحداثيات  $(i', i')$  أي النقطة التي توافق  $(R_e = i')$  أين يكون أثر الرفع حياًياً. يمكن توضيح ذلك بيانياً في الشكل (3-4)

<sup>1</sup> J. Barreau & J. Delehayé, **Gestion financière**, 10<sup>ème</sup> édition, Dunod, , Paris 2002,P.25 .

<sup>2</sup> - Hubert de la Bruslerie, **Analyse financière et risque du crédit**, Dunod, Paris, 1999, p.194.

الشكل رقم (3-4). تأثير الرفع المالي على المردودية المالية بدلالة المردودية الاقتصادية



المصدر . Idem .

في حالة مردودية اقتصادية ضعيفة أقل من ( $i'$ ) فإن المردودية المالية تكون أكثر سلبية كلما ارتفعت النسبة  $D/cp$ ، علما أن اختيار المؤسسة لحجم معين من القروض يتموضع في واحد من المستقيمات الممكنة.

### المطلب الثالث. المخاطر المالية وعلاقتها بتركيب الهيكال المالي

تعتبر المخاطر من بين المحددات الأساسية للقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية بعد العائد المتوقع، حيث نجد أن مفهوم المخاطر يقترن دائما بمفهوم اللاتأكد إلا أن هناك فرق جوهري بين المفهومين ويتلخص في أن الخطر يرتبط بتلك المواقف التي تتوفر لتتخذ القرار معلومات تاريخية تمكنه من تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية لمشروع معين، في حين أن عدم التأكد يقترن في العادة بمواقف لا تتوفر فيها معلومات كافية تسمح لتتخذ القرار بتقدير توزيع احتمالي وإنما يكتفي بوضع تخمينات شخصية للمستقبل<sup>1</sup>. يمكن بعبارة أخرى أن نعرف خطر المشروع الاستثماري (مؤسسة اقتصادية) بأنه درجة اختلاف التدفق النقدي المحقق عن التدفق النقدي المقدر أو المتوقع، وكلما اتسعت درجة الاختلاف كلما ارتفعت درجة المخاطرة.

<sup>1</sup> - محمد الصالح الخناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 230.

## الفرع الأول. مفهوم المخاطر المالية للمؤسسات الاقتصادية

يعتبر الخطر المالي خطر إضافي يضاف إلى خطر النشاط، ويتعلق بتشكيلة مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة الاقتصادية في تمويل نفسها. فالمؤسسة التي تقتصر على استخدام أموال الملكية في تمويل أصولها نجدتها تتعرض فقط إلى مخاطر النشاط، وبمجرد لجوؤها لاستخدام مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة (أموال استدانة-أسهم ممتازة) فإنها تصبح معرضة للخطر المالي؛ وذلك لكونها تصبح بحيرة على دفع مستحقات متمثلة في فوائد وتوزيعات ثابتة في تواريخ معينة دون مراعاة إيجابية النتائج المحققة.

يقصد بالخطر المالي التذبذب في النتيجة الصافية للمؤسسة الاقتصادية، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة<sup>1</sup>.

إن الأصل في هذا النوع من المخاطر ليست تكاليف التمويل الثابتة الناتجة عن وجود أموال استدانة أو أسهم ممتازة في الهيكل المالي للمؤسسة، وإنما يكمن الخطر في انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة الواجب دفعه إلى المقرضين<sup>2</sup>، أو معدل العائد المنتظر من قبل أصحاب الأسهم الممتازة، وبالتالي كلما تحملت المؤسسة قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة أدى ذلك إلى تغيير ربحية الأسهم بمعدل أكبر نتيجة تغيير بمعدل أقل في نتيجة الاستغلال وأهم عاملين يؤثران على درجة المخاطر المالية هما:

أ. **التكاليف المالية.** إن المؤسسة التي تتحمل أكبر قدر من التكاليف المالية الثابتة وعلى وجه الخصوص التكاليف الناتجة عن الاقتراض تكون أكثر عرضة من غيرها للمخاطر المالية.

ب. **المردودية الاقتصادية.** إن المؤسسة الاقتصادية التي تحقق المرودية الاقتصادية ضعيفة تكون غير قادرة على مواجهة جميع المصاريف المالية، وحتى في حالة تمكنها من تغطيتها فإن المساهمين يكونون غير راضين عن أداء المؤسسة لأن ما تبقى لهم من عوائد يكون قليل.

يمكن كذلك التفصيل أكثر في الخطر المالي المحيط بالمؤسسة وذلك بالتطرق إلى كل من:

- خطر نقص السيولة؛

- خطر معدل الفائدة ومعدل الصرف.

### 1- خطر نقص السيولة

يظهر خطر نقص السيولة عندما تكون درجة سيولة الأصول المتداولة في المؤسسة غير كافية لسد مستحقات الديون وينتج عن هذه الحالة خطر التوقف عن الدفع أي وقوع المؤسسة في حالة عسر مالي. ويمكن تقييم خطر

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص.128.

<sup>2</sup> حمزة الشميخي وإبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص.408.

نقص السيولة من خلال النسب المالية الخاصة بالسيولة مثل نسبة السيولة العامة، نسبة السيولة السريعة ونسبة السيولة النقدية. كل هذه النسب سيتم التطرق لها بالتفصيل في المطلب الثالث من المبحث الثاني لهذا الفصل.

## 2- خطر معدل الفائدة ومعدل الصرف

● **خطر معدل الفائدة.** ينتج خطر معدل الفائدة عن التغيرات المستمرة لمعدلات الفائدة ، فالمدن يتضرر إذا اقترض بمعدل متغير ثم ارتفعت معدلات الفائدة في السوق ؛ كذلك يتضرر إذا قام بالاقتراض بمعدل ثابت ثم انخفضت معدلات الفائدة في السوق.

● **خطر معدل الصرف.** ينتج معدل الصرف عن تغير أسعار صرف العملات الأجنبية حيث يمكن أن يلحق أضرار بالمؤسسة التي تباشر أعمالا تجارية في مجال التجارة الخارجية، وكذلك بالمؤسسات التي تقتصر بالعملات الأجنبية.

### الفرع الثاني. قياس المخاطر المالية

قبل الخوض في عملية قياس المخاطر المالية يجدر بنا التفريق بين نوعين من المخاطر المالية لكل منها طريقة لقياسه.

● **الخطر المالي الأول.** يتعلق بدرجة تقلب صافي الربح المتاح للمستثمرين بسبب استخدام مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة (أموال استدانة، أسهم ممتازة).

● **الخطر المالي الثاني.** يكمن في عجز المؤسسة المقترضة عن الوفاء بمسحقات المقرضين المتمثلة في أصل القرض والفوائد المترتبة عليه، وعجز المؤسسة عن الوفاء ينجم عنه خطر الإفلاس، الذي يُعرف على أنه عملية تنتج عن تفاعل العديد من الأسباب و العوامل عبر مراحل زمنية طويلة وصولا إلى حالة عدم القدرة على سداد الالتزامات والحصول على التزامات جديدة وفقدان التوازن المالي<sup>1</sup>.

**1- قياس درجة تغير ربحية السهم.** يمكن قياس درجة تقلب ربحية السهم بسبب استخدام مصادر تمويل ذات عائد ثابت في هيكل تمويل المؤسسة باستخدام معادلة الرفع المالي حيث أن :

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{نسبة التغير في ربحية السهم العادي}}{\text{نسبة التغير في صافي ربح العمليات}}$$

حيث تعتبر درجة الرفع المالي مقياسا لمدى حساسية ربحية السهم لتغيرات صافي ربح العمليات وحجم أعباء التمويل الثابتة. فكلما ارتفعت درجة الرفع المالي أدى ذلك إلى ارتفاع المخاطر المالية للمؤسسة. كما يمكن التوصل إلى حساب هذا النوع من المخاطر المالية من خلال رصد الحجم النسبي للقروض في الهيكل المالي للمؤسسة، ومعدل تغطية تدفق المؤسسة النقدي للفوائد المترتبة عن تلك القروض.

<sup>1</sup> الشريف ربحان ولعويبي زبير، النماذج الكمية للتنبؤ بإفلاس المؤسسة ومدى مساهمتها في التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل، جامعة باجي مختار عنابة، عدد 20، شهر ديسمبر 2007، ص. 32.



**2- قياس مخاطر الإفلاس.** ظهر الاهتمام بصياغة نماذج متقدمة للتنبؤ بالفشل المالي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ مطلع الستينات من القرن الماضي وتم ذلك بتشجيع من المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين<sup>1</sup> AICPA وهيئة البورصات<sup>2</sup> SEC وذلك في أعقاب أزمة الإفلاسات التي اجتاحت البلاد بعد الحرب العالمية الثانية وقد حُمل مدققوا الحسابات المسؤولية على التضليل الحاصل. لقد اُنحصر النقاش حول مسؤولية مدققي الحسابات عن إجراء اختبار استمرارية المؤسسة في النشاط او إعطاءه إنذار مبكر حول فشل المؤسسة محل الدراسة ؛ ولقد ظهرت أول الدراسات المختصة بتقييم احتمال الفشل المالي عام 1966 والتي أعدت من قبل Beaver حيث عرض فيها نموذج متطور للنسب المالية المركبة تستخدم كإنذار مبكر للفشل المالي قبل حدوثه ثم تعاقبت بعدها دراسات أخرى تهتم بالموضوع ومن بين أشهرها نجد<sup>3</sup>:

1. نموذج Beaver 1968؛

2. نموذج Altman 1968؛

3. نموذج Deakin 1972؛

4. نموذج Altman & Mc Cough 1974؛

5. نموذج Camppell 1993.

تعتمد كل هذه النماذج على صياغة وتوظيف النسب المالية بأسلوب رياضي لاشتقاق احتمال الإفلاس وذلك من خلال معادلة الارتباط التي تعتمد على مجموعة من المتغيرات بالإضافة إلى الأوزان النسبية التي أعطيت لهذه المتغيرات وهذا من اجل استخراج أكبر كم من المعلومات من خلال النسب المالية وتقليل قدر الإمكان الجهد والوقت للوصول إلى نتائج أكثر دقة.

إلا أن هذه النماذج تختلف عن بعضها البعض في بعض المتغيرات المستخدمة وتتفق في أخرى بالإضافة إلى الأوزان التي أعطيت لهذه المتغيرات تختلف من نموذج لآخر وذلك استجابة للظروف الخاصة بكل مؤسسة، و في بحثنا سنتطرق إلى ثلاثة نماذج الأكثر استخداما وهي:

1. نموذج Altman and MC cough 1974

2. نموذج sherror 1987

3. نموذج Kida 1981

1- نموذج Altman and Mc Cough (1974)<sup>4</sup>

<sup>1</sup> American Institute of Certified Public Accountants

<sup>2</sup> Securities and Exchange Commission

<sup>3</sup>-وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار التوثيق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص. 250.

<sup>4</sup>- منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صياغة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص. 180.

يعتمد هذا النموذج على خمس نسب مالية معروفة، تدرس خمس متغيرات مستقلة ومتغير تابع يرمز له بـ (Z) ويعتبر هذا النموذج تعديلاً لنموذج Altman الذي تم وضعه عام 1968، ويعبر عن النموذج رياضياً بالمعادلة التالية:

$$Z = 0.012 X_1 + 0.014 X_2 + 0.033 X_3 + 0.006 X_4 + 0.010 X_5 \quad (14-3)$$

والنسب المستخدمة في هذا النموذج هي:

$$X_1 = \text{صافي رأس المال العامل} / \text{مجموع الأصول؛}$$

$$X_2 = \text{الأرباح المحتجزة} / \text{مجموع الأصول؛}$$

$$X_3 = \text{الربح قبل الفوائد والضرائب} / \text{مجموع الخصوم؛}$$

$$X_4 = \text{القيمة السوقية لحقوق المساهمين؛}$$

$$X_5 = \text{المبيعات} / \text{مجموع الأصول؛}$$

$$Z = \text{دليل الاستمرارية.}$$

وعوجب هذا النموذج فإن المؤسسات تصنف إلى ثلاث فئات من أجل قياس قدرتها على الاستمرارية وهذه الفئات هي:

**الفئة الأولى.** فئة الوحدات القادرة على الاستمرارية (المؤسسات الناجحة) وهي تلك المؤسسات التي تمتلك دليل استمرارية (Z) يساوي أو يفوق 2.99.

**الفئة الثانية.** فئة المؤسسات المشكوك في إمكانية استمراريتها أي التي يحتمل إفلاسها وهي تلك المؤسسات التي تكون قيمة (Z) فيها أقل من 1.81.

**الفئة الثالثة.** فئة المؤسسات التي يصعب التنبؤ بوضعها حيث تكون قيمة (Z) فيها ما بين 1.81 و 2.99 ومن أجل تقرير وضعها لابد من إجراء دراسة تفصيلية.

و يعتبر هذا النموذج من النماذج الجيدة لأجراء دراسة الفشل المالي، حيث أثبتت قدرته على التنبؤ بالفشل المالي بنسبة عالية.

**مثال.** مؤسسة اقتصادية تود التنبؤ بقدرتها على الاستمرار وفقاً لنموذج Altman & Mc Cough، علماً أن معلوماتها المالية، هي كالآتي:

مجموع الأصول 500، مجموعة الخصوم 300، الأرباح المحتجزة 150، صافي ربح التشغيل 170

القيمة السوقية للأسهم 350، أصول متداولة 400، خصوم متداولة 250، المبيعات 1200.

$$z = 0,012 \left( \frac{150}{500} \right) + 0,014 \left( \frac{150}{500} \right) + 0,033 \left( \frac{175}{500} \right) + 0,006 \left( \frac{350}{500} \right) + 0,010 \left( \frac{1200}{500} \right) =$$

$$= 0,0036 + 0,0042 + 0,01155 + 0,00699 + 0,024 = 0,05034$$

ومقارنة نتائج الدراسة بمؤشرات الفئات الثلاثة المذكورة أعلاه نجد أن احتمال فشل الشركة مؤكد حيث أن 0.050034 أصغر من 1.81 بكثير.

## 2- نموذج sherrord

يمتاز نموذج sherrord باستخدامه كأداة لتقييم مخاطر الائتمان عند منح القروض المصرفية في البنك إضافة لدوره في التنبؤ بإمكانية استمرارية المؤسسة (الفشل المالي). ويعتمد هذا النموذج على ست نسب مالية رئيسية ولكل نسبة وزنها النسبي الخاص بها:

المتغير	نسبة المالية المستحق فيها	الوزن النسبي/بالنقاط
$x_1$	= صافي رأس المال العامل/ مجموع الأصول	17
$x_2$	= الأصول النقدية/مجموع الأصول	9
$x_3$	= حقوق المساهمين/ مجموع الأصول	3.5
$x_4$	= صافي الربح قبل الضريبة/مجموع الأصول	20
$x_5$	= مجموع الأصول/مجموع الخصوم	1.2
$x_6$	= حقوق المساهمين/الأصول الثابتة	0.1

ويتم تمثيل معادلة النموذج الرياضي كما يلي:

$$Z=17 x_1 +9 x_2 +3.5 x_3 +20 x_4 +1.2 x_5 +0.1 x_6 \quad (15-3)$$

وكما ذكرنا يساعد هذا النموذج على إجراء اختبار دراسة استمرارية المؤسسة في مزاولة عملها كما يساعد البنوك على تقييم المركز الائتماني للمؤسسات المتقدمة بطلبات الاقتراض وكذلك يعتبر هذا النموذج أداة مساعدة لإدارة البنوك من أجل دراسة المخاطر المحيطة بالقروض الممنوحة وخاصة من أجل تكوين مخصص القروض المشكوك فيها.

ومن ناحية استخدام هذا النموذج لأغراض الاقتراض من البنوك تصنف القروض حسب درجة المخاطر في خمس فئات رئيسية كما يلي:

مؤشر Z	الفئات
$Z \geq 25$	الفئة الأولى (قروض ممتازة)
$25 \geq Z \geq 20$	الفئة الثانية (قروض قليلة المخاطر)
$20 \geq Z \geq 5$	الفئة الثالثة (قروض متوسطة المخاطر)
$5 \geq Z \geq -5$	الفئة الرابعة (قروض عالية المخاطر)
$Z < -5$	الفئة الخامسة (قروض خطيرة جدا)

### 3- نموذج kida 1981

يبنى نموذج kida على خمس متغيرات مرجحة بأرقام مبنية على خمس نسب مالية رئيسية وهذه المتغيرات هي :

$$x_1 = \text{صافي الربح بعد الضريبة/ مجموع الأصول} ؛$$

$$x_2 = \text{حقوق المساهمين/ مجموع الخصوم} ؛$$

$$x_3 = \text{الأصول النقدية/مجموع المتداولة} ؛$$

$$x_4 = \text{المبيعات/مجموع الأصول} ؛$$

$$x_5 = \text{الأصول النقدية/مجموع الأصول.}$$

وتكون معادلة هذا النموذج الرياضي كما يلي:

$$Z=1.042 x_1 +0.24 x_2 -0.461 x_3 -0.463 x_4 +0.271 x_5$$

وحسب هذا النموذج إذا كانت النتيجة ( $Z$ ) ايجابية تكون المؤسسة الاقتصادية في حالة أمان من الفشل المالي أما إذا كانت النتيجة ( $Z$ ) سالبة فتكون احتمالات الفشل مرتفعة. ويعتبر هذا النموذج من النماذج الجيدة التي أثبتت مقدرة عالية على التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسات موضوع الدراسة.

### المبحث الثاني. التحليل المالي وسيلة لتقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

#### المطلب الأول. مفهوم التحليل المالي

#### الفرع الأول. تعريف التحليل المالي وتطوره التاريخي

التحليل المالي هو تقنية لها قواعد، معايير وأسس، تهتم بتجميع البيانات والمعلومات الخاصة بالقوائم المالية للمؤسسة الاقتصادية، وإجراء التصنيف اللازم لها ثم إخضاعها إلى دراسة تفصيلية دقيقة وإيجاد الربط والعلاقة فيما بينها. فمثلا العلاقة بين الأصول المتداولة التي تمثل السيولة في المؤسسة وبين الخصوم المتداولة التي تشكل التزامات قصيرة الأجل على المؤسسة، والعلاقة بين أموال الملكية و الالتزامات طويلة الأجل بالإضافة إلى العلاقة بين الإيرادات والمصروفات، ثم تفسير النتائج التي تم التوصل إليها والبحث عن أسبابها وذلك لاكتشاف نقاط الضعف والقوة في الخطط والسياسات المالية بالإضافة إلى تقييم أنظمة الرقابة ووضع الحلول والتوصيات اللازمة لذلك في الوقت المناسب<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Collection- Facilement , **comment faire l'analyse financière d'une entreprise** , édition Gestion / Finance, Paris, 1999, p.10.

A. يعرف التحليل المالي أيضا على أنه "وسيلة هامة للاتصال واحتكاك المؤسسة مع محيطها، ليس فقط المالي وإنما كذلك الصناعي و التجاري، وهي تهدف إلى وضع تشخيص للوضع المالية للمؤسسة والذي سوف يسمح باتخاذ القرارات اللازمة".<sup>1</sup>

يمكن كذلك أن نعرف التحليل المالي على أنه عبارة عن عملية فنية تهدف إلى فحص القوائم المالية و البيانات المنشورة عن مؤسسة اقتصادية معينة، خلال فترة زمنية ماضية، بهدف استنتاج معلومات عن مدى تقدم هذه المؤسسة خلال تلك الفترة، و التنبؤ بنتائج أعمالها في فترات مستقبلية.<sup>2</sup>

رغم تعدد تعريفات التحليل المالي للمؤسسة الاقتصادية، إلا أن كلها تشترك في مفهوم واحد هو أنه فن يتركز على تقنيات خاصة، تسمح بدراسة نقاط القوة والضعف داخل المؤسسة، اعتمادا على وثائقها المحاسبية، والتي تؤكد مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها خاصة المالية منها ضمن محيط قد يخلق لها فرصا لا بد من استغلالها ومخاطر لا بد من مواجهتها.

من خلال كل تعاريف التحليل المالي السابق ذكرها، نستنتج أن التحليل المالي هو عملية دراسة المعطيات المحاسبية بعد إخضاعها للقواعد والتصحيحات المالية، والتي يستمدّها المحلل من الوثائق المحاسبية المتوفرة داخل المؤسسة. والدراسة تكون بعدة طرق ووسائل، فقد تكون بتفسير قيمة أو كتلة من الميزانية في تاريخ معين أو مقارنة بين تاريخين محددين، أو بين مؤسستين، كما تكون باستعمال وخلق علاقات بين كتل الميزانية وذلك مثلا بمقارنة عناصر التمويل التي تحضى بها المؤسسة ومختلف استخداماتها، فيتقدم لنا ما يسمى بالتوازنات المالية؛ أو باستعمال مقارنة عن طريق النسب بين مختلف القيم والكتل، سواء في الميزانية المحاسبية أو في جدول حسابات النتائج.

### • تطور التحليل المالي (نظرة تاريخية)<sup>3</sup>

لقد نشأ التحليل المالي في نهاية القرن التاسع عشر، حيث استعملت البنوك والمؤسسات المصرفية النسب المالية التي تبين أساسا مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها و ذلك استنادا إلى كشوفاتها المحاسبية. و مع التطور الصناعي و التجاري، اتضح عدم كفاية هذا التحليل وظهرت في بداية العشرينات من القرن العشرين دراسات مبنية على العديد من المؤسسات وعلى النسب المختلفة المستعملة من قبل لتطويرها و استخدامها بشكل أفضل، بحيث هذا التطور صنف المؤسسات وفق القطاعات الاقتصادية أو النواحي الجغرافية، مما يساعد على جدية هذه الأداة و يساعد على المقارنة بين المؤسسات بسهولة. ولقد كان للأزمة الاقتصادية العالمية لسنة 1929، أثر معتبر في تطور تقنيات التسيير وخاصة التحليل المالي. ففي سنة 1933، تأسست في الولايات المتحدة الأمريكية "لجنة

<sup>1</sup> Pierre Conso, **la gestion financière de l'entreprise**, 5<sup>ème</sup> édition, Dunod, Paris, 1979, p.135.

<sup>2</sup> نبيل عبد السلام شاكر، **التحليل المالي و كتابة التقرير المالية**، الطبعة الأولى، جامعة عين شمس، القاهرة، 1998، ص.06.

<sup>3</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص.13.

للأمن و الصرف، وبدأت هذه الأخيرة تساهم في نشر التقديرات الزمنية للآلات بالمؤسسات و كذلك الإحصائيات المتعلقة بالنسب المثالية لكل قطاع اقتصادي .

كما كانت لفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية دور هام في تطور تقنيات التحليل المالي خاصة في فرنسا، حيث أظهر المصرفيون و المقرضون اهتمامهم بتحديد خطر استعمال أموالهم بصفة تتسم بأكثر دقة و حزم، و هذا ما أدى إلى محاولة تحسين تقنيات التسيير لمقابلة هذا الاهتمام في معرفة درجة خطورة استخدام أموال المصرفيين و المقرضين.

فمثلا تكونت في فرنسا سنة 1967 لجنة عمليات البورصات التي حُدد هدفها بتأمين الاختيار الجيد و تأمين المعلومات المالية التي تنشرها الشركات المحتاجة إلى مساهمة الادخار العمومي. وقد تزايد حجم المعلومات و تحسنت نوعيتها بشكل ساهم في خلق نظرة جديدة للتحليل المالي الذي تحول من "التحليل الساكن" "لفترة معينة" إلى " التحليل الديناميكي" "دراسة لعدة سنوات"، و بالتالي أدى إلى تعميم التحليل المالي في المؤسسات إلى تطور نشاطها و تحقيقها لقفزات مهمة في الإنتاج و الإنتاجية.

يعتبر التحليل المالي وسيلة لدراسة الوضعية المالية للمؤسسة بصورة تفصيلية، وهذا لعدم كفاية التقنيات المحاسبية للقيام بعملية التحليل و ذلك باعتبارها تقنيات تسجيلية تهدف لحساب الربح لفترة معينة والجرد الدائم لوضعية الذمة المالية للمؤسسة<sup>1</sup>.

## الفرع الثاني. أهمية و أهداف التحليل المالي

### 1- أهمية التحليل المالي

تتمثل أهميته عموما في النقاط التالية:

- 1-يساعد التحليل المالي إدارة المؤسسة في رسم أهدافها؛ و بالتالي إعداد الخطط السنوية اللازمة لمزاولة نشاطها الاقتصادي؛
- 2-تمكين الإدارة من تصحيح الانحرافات حال حدوثها، و ذلك باتخاذ القرارات اللازمة؛
- 3-يوفر التحليل المالي المؤشرات المختلفة التي تساعد في رسم الأهداف المالية و الاقتصادية و الاجتماعية على مستوى المؤسسة؛
- 4-يعتبر التحليل المالي أداة فعالة لزيادة فعالية عملية التدقيق؛
- 5-معرفة الوضع المالي، أي تشخيص الحالة المالية للمؤسسة؛
- 6-تحديد قدرة المؤسسة على الاقتراض و الوفاء بديونها.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص. 14.

## 2 - أهداف التحليل المالي

تختلف الأهداف المرجوة من التحليل المالي باختلاف الأطراف التي تستخدمه. فالطرف الخارجي و المتمثل في المؤسسات المصرفية، المستثمرون، مصلحة الضرائب، الخ، يتمثل هدفهم الرئيسي من التحليل المالي في مقارنة الوضعية العامة للمؤسسة مع مثيلاتها من القطاع نفسه. أما الطرف الداخلي و المتمثل في المسيرين، المساهمين و العمال، الخ، والذين يتمثل هدفهم من التحليل المالي بشكل عام في ما يلي:

أ- الإطلاع على مدى صلاحية السياسات المالية و الإنتاجية و التموينية و التوزيعية للفترة تحت التحليل؛

ب- التحقق من المركز المالي للمؤسسة، والتعرف على الأخطار المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة؛

ج- وضع المعلومات المتوصل إليها للاستفادة منها في المراقبة العامة لنشاط المؤسسة.

باعتبار التحليل المالي مرجع يعود إليه متخذ القرار، ويستفيد من خلاله في تشخيص الجانب المالي باعتباره الصورة الحقيقية للنشاط الكلي للمؤسسة، فنتائج التحليلات، تقدم نتائج وأرقام تُفسر مالياً، وهذه التفسيرات تُعد قاعدة لاتخاذ الإجراءات والقرارات من طرف المسؤولين المعنيين. و عليه، فإن الأهداف المرجوة من التحليل المالي كثيرة و متنوعة، و تقتصر في بحثنا على ذكر أهمها في النقاط الآتية:

✓ التعرف على الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة، و ذلك من خلال الانتقال إلى الميزانية المالية، و التي تعبر

عن الصورة الحالية الحقيقية للمؤسسة؛

✓ تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، و معرفة مدى استطاعتها على خدمة ديونها و قدرتها على الاقتراض في المستقبل<sup>1</sup>؛

✓ محاولة تقدير الأخطار المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة الاقتصادية نتيجة لجوئها للاستدانة، و ذلك من خلال التحقق من مركزها المالي؛

✓ تقييم السياسات المالية و التشغيلية المتبعة؛

✓ الحكم على كفاءة الإدارة؛

✓ تقييم جدوى الاستثمار في المؤسسة؛

✓ الاستفادة من المعلومات المتاحة لاتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة و التقويم.

إن الأهداف المرجوة من التحليل قد تختلف حسب اختلاف المحلل، و لكن في كل الحالات ينتظر من هذا

الأخير أن يجيب على السؤال الجوهرى الآتى<sup>2</sup>: هل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدروسة متوازن؟

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص.143.

<sup>2</sup> باديس بن عيشة، تحليل الاختلال المالي للمؤسسة من منظور ديناميكي نحو غو متوازن، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1996، ص.7.

## 1. ويتشعب عن هذا السؤال شقين أساسيين :

فالأول. مرتبط بمعرفة المؤسسة لالتزاماتها قربية الأجل، وهو ما يستدعي دراسة وضعية الخزينة، أي دراسة السيولة المتاحة لديها. و أما الثاني. فهو مرتبط بمشكل تمويل المؤسسة وهو ما يستدعي دراسة الخصوم لتحديد نسب كل من أموال الملكية و أموال الاستدانة.

### الفرع الثالث. تحويل الميزانية المحاسبية إلى ميزانية مالية

إن الميزانية المحاسبية حسب المخطط الوطني المحاسبي تستجيب لتلبية أهداف محاسبية كتحديد النتيجة، وقانونية تتمثل في تحديد الذمة المالية للمؤسسة، لكنها لا تستجيب إلى أهداف مالية، ولا لمتطلبات التحليل المالي. وعليه، لكي نستطيع استعمالها بفعالية كبيرة، يجب أن ندخل عليها بعض التعديلات على مستوى كل من الأصول والخصوم. هذا الانتقال يعتمد على مبدئين هما درجة سيولة الأصول ودرجة استحقاقية الخصوم. ويجب هنا الأخذ بعين الاعتبار المقاييس المستعملة من طرف المحللين الماليين والمدة الزمنية للفصل بين العناصر الثابتة والمتداولة والطويلة والقصيرة الأجل.

### 1- تحويل جانب الأصول من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية

يستعمل في عملية الفصل بين عناصر الأصول مبدئين أساسيين هما مبدأ السيولة و مبدأ السنوية كقياس أساسي لتحديد العناصر التي تبقى في المؤسسة لأكثر من سنة، و العناصر التي تتحرك خلال السنة أو دورة استغلالية، وهذا بهدف وضع مقارنة بينها وبين الخصوم لأكثر من سنة. وحسب هذا التقسيم فإن الأصول تحول إلى مجموعتين أساسيتين هما المجموعة الأولى و التي تشكل أعلى الميزانية، والتي تمثل مجموع الأصول التي تستعملها المؤسسة أو تبقى تحت تصرفها لمدة تفوق السنة الواحدة، والتي تسمى بالأصول الثابتة ومن بين أهم مكوناتها نجد ما يلي:

- الأصول المستثمرة الصافية (الاستثمارات الصافية)؛

**ملاحظة.** المصاريف الإعدادية لا تعبر عن موجودات مادية أو معنوية. وعليه، فإنها لا تعبر عن قيمة مالية حقيقية، لذلك لا تظهر في الميزانية المالية للمؤسسة.

- الأصول المتداولة التي تزيد عن السنة مثلا ؛ سندات مساهمة، مخزون العمل أو مخزون الأدق (الأمان) والذي يبقى باستمرار في المؤسسة على مدى سنوات؛

● مصاريف مدفوعة مسبقا، وتخص السنوات القادمة. وعليه، سوف تظهر في الميزانية لأكثر من سنة واحدة. أما المجموعة الثانية. والمتمثلة في أسفل الميزانية، وتضم باقي العناصر والتي تستخدمها المؤسسة خلال دورة الاستغلال أي في دورة مالية واحدة، والتي تسمى بالأصول المتداولة ومن بين أهم مكوناتها نجد ما يلي:

- قيم الاستغلال تضم جميع المخزونات التي تملكها المؤسسة، والتي تبقى في المؤسسة لأقل من سنة واحدة، وترتب تدريجيا حسب مبدأ السيولة؛



- قيم غير جاهزة أو قيم قابلة للتحقيق والتي نجدها تشمل مجموع حقوق المؤسسة مع الغير و المتمثلة في سندات المساهمة، تسبيقات للغير، الزبائن، الخ، والتي لا تتجاوز مدتها السنة بالترتيب التنازلي؛
- القيم المتاحة أو القيم الجاهزة والتي تتمثل في الحساب " نقديات 48 " حسب المخطط المحاسبي الوطني، وتتمثل في البنك، الصندوق؛ وهي القيم التي تكون تحت تصرف المؤسسة في أي وقت ولا تستدعي مدة لتحقيقها<sup>1</sup>.

## 2- تحويل جانب الخصوم من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية.

تتطلب عملية تحويل جانب الخصوم من الميزانية المحاسبية إلى الميزانية المالية بعض الترتيبات بالاعتماد على مبدأي الاستحقاقية و السنوية، وبذلك نحصل على مجموعتين أساسيتين هما:

المجموعة الأولى، والتي تتشكل من مجموع الأموال التي تبقى بحوزة المؤسسة لأكثر من سنة، والتي تسمى بالأموال الدائمة. فالمكون الأول للأموال الدائمة يتمثل في أموال الملكية بمختلف أشكالها، أما المكون الثاني لها يتمثل في مختلف الديون طويلة و متوسطة الأجل التي تفوق تواريخ استحقاقها مدة السنة الواحدة.

أما المجموعة الثانية المتمثلة في مجموع الديون القصيرة الأجل، التي تقدر مدة استحقاقها بأقل من السنة الواحدة، و من بين أهم مكوناتها في العادة نجد الموردين، الضرائب الواجبة الدفع وجزء من النتيجة الموزعة على العمال و الشركاء، حسابات الشركاء المستحقة في غضون سنة واحدة.

### الميزانية المالية.

بعد التعديلات التي قمنا بها على جانبي الأصول والخصوم للميزانية المحاسبية، نقوم بتجميعها على شكل كتل « masses » محددة للموارد و الاستخدامات، والتي تسمح لنا بتقديم الشكل التالي للميزانية المالية.

<sup>1</sup> ناصر دادى عدون، مرجع سبق ذكره، ص.31.

جدول رقم (3-1). الميزانية المالىة

المبلغ	الخصوم	المبلغ	الأصول
	<p><u>الأموال الدائمة</u>(الأكثر من سنة)</p> <p>- رأس المال الاجتماعى</p> <p>- الاحتياطات</p> <p>- مؤونات الأعباء و الخسارة</p> <p>- الديون المتوسطة و الطويلة الأجل</p> <p><u>الديون القصيرة الأجل ( الأقل من سنة)</u></p> <p>- ديون الاستغلال</p> <p>- الموردون</p> <p>- تسبيقات تتحصل عليها من الزبائن</p> <p>- سلفات مالية</p>		<p><u>الأصول الثابتة</u>(أكثر من سنة)</p> <p>- الاستثمارات المادية و المعنوية</p> <p>- أصول ثابتة أخرى (مخزون العمل، بعض</p> <p>سندات المساهمة، الزبائن الذين يدفعون</p> <p>خلال مدة تفوق السنة الواحدة...)</p> <p><u>الأصول المتداولة ( الأقل من سنة)</u></p> <p>- قيم الاستغلال (المخزونات )</p> <p>- قيم قابلة للتحقيق(الزبائن، أوراق</p> <p>القبض...)</p> <p>- القيم المتاحة (البنك، الصندوق...)</p>
***	مجموع الخصوم	***	مجموع الأصول

المصدر. من إعداد الباحث.

## المطلب الثاني. مؤشرات تحليل التوازن المالي

تعتمد مؤشرات تحليل التوازن المالي على ثلاثة عناصر أساسية هي: رأس المال العامل، احتياج رأس مال العامل والخزينة .

### الفرع الأول. رأس المال العامل *FR*

#### 1- مفهوم رأس المال العامل

يعبر رأس المال العامل عن ذلك الفائض الناتج بعد تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة، والذي يسمح للمؤسسة بمتابعة نشاطها بصورة طبيعية دون صعوبات أو ضغوطات مالية على مستوى الخزينة. فتحقيق رأس مال عامل موجب داخل المؤسسة، يؤكد امتلاكها لها مش أمان يساعدها على مواجهة الصعوبات وضمن استمرار توازن هيكلها المالي.<sup>1</sup>

و انطلاقا من المبدأ المحاسبي العام المحقق في الميزانية المالية والمتمثل في تساوي الأصول مع الخصوم، وتقسيم الميزانية إلى خمس كتل أساسية هي الأصول الثابتة، الأصول المتداولة، أموال الملكية، الديون طويلة ومتوسطة الأجل و الديون قصيرة الأجل. يمكن حساب رأس المال العامل (ر.م.ع) بطريقتين هما كالآتي:

- من أسفل الميزانية: يتم مقارنة الأصول المتداولة والخصوم الأقل من سنة.
- من أعلى الميزانية: يتم مقارنة الأصول الثابتة، مع الأموال الدائمة وهو ما يطلق عليه بالتوازن المالي الأدنى.

إلا أنه حسب طبيعة الديون قصيرة الأجل، فهي تستحق التسديد في مدة معينة أقصر من تاريخ تحول عناصر الأصول المتداولة إلى سيولة. وعليه، من الممكن أن تجد المؤسسة نفسها مطالبة بتسديد ديونها قبل التحصيل على حقوقها لدى الغير، وهو ما يضعها أمام حالة جد صعبة اتجاه دائيتها، لذا لا بد على المؤسسة أن توفر هامش أو فائض من الأموال الدائمة الذي يزيد عن تمويلها للأصول الثابتة، أو بالمقابل أن تفوق الأصول المتداولة مجموع الديون قصيرة الأجل. وهذا ما يسمى برأس المال العامل الدائم أو الصافي ويحسب بالشكل التالي:

$$\text{رأس مال العامل الصافي} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

وبتعويض الأموال الدائمة بـ: (الخصوم - الديون قصيرة الأجل)

والأصول الثابتة بـ: (الأصول - الأصول المتداولة)

نحصل على رأس المال العامل الصافي من أسفل الميزانية:

<sup>1</sup> - Patrice Vizzavona, **Gestion Financière**, 9<sup>ème</sup> édition, BERTI éditions, Alger, 2004, P.280.

رأس مال العامل الصافي = الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل

## 2- تحديد حجم رأس المال العامل

يختلف حجم رأس المال العامل من مؤسسة لأخرى كل حسب طبيعتها، والقطاع الذي تعمل فيه، فيكون غالبا أقل حجما في المؤسسات التجارية عن المؤسسات الصناعية، نظرا لسرعة دوران المخزون في الأولى وبطئها في الثانية. ويمكن توضيح حالات تغير رأس مال العامل كالاتي:

رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

أو

= الأصول المتداولة - الديون قصيرة الأجل

يمكن القول أن هناك ثلاثة مستويات لرأس المال العامل وهي كالاتي:

- الحالة الأولى. رأس مال العامل = 0  $\Leftarrow$  الأموال الدائمة = الأصول الثابتة.

أو الأصول المتداولة = الديون قصيرة الأجل.

في هذه الحالة تغطي الأموال الدائمة الأصول الثابتة فقط، أما الأصول المتداولة فتغطي بالكامل عن طريق القروض قصيرة الأجل، وهذه الوضعية لا تتيح أي ضمان تمويلي في المستقبل، وترجم هذه الحالة الوضعية الصعبة للمؤسسة.

- الحالة الثانية. رأس مال العامل < 0  $\Leftarrow$  الأموال الدائمة < الأصول الثابتة.

أو الأصول المتداولة < الديون قصيرة الأجل.

وفقا لهذه الحالة نجد أن الأصول الثابتة مولت بالكامل بالأموال الدائمة، وبقي جزء من الأموال الدائمة لتمويل نسبة معينة من الأصول المتداولة وهذا ما يشكل هامش أمان (يتمثل في رأس المال العامل) وتوازن في الهيكل التمويلي للمؤسسة. إلا أن قيمة رأس المال العامل لا يجب أن تكون كبيرة جدا، وهذا من اجل عدم تجميد الأموال الدائمة التي تتميز بتكلفة عالية في أصول متداولة لا تنتج عنها عوائد.

- الحالة الثالثة. رأس المال العامل > 0  $\Leftarrow$  الديون قصيرة الأجل < الأصول المتداولة

أو الأصول الثابتة < الأموال الدائمة.

أي أن الأصول الثابتة مولت بجزء من الأموال الدائمة، وجزء آخر من القروض قصيرة الأجل، وفي مثل هذه الوضعية لا تتمتع المؤسسة بأي هامش ضمان لمقابلة المصاعب المستقبلية، وهو ما يدل على عدم توازن صارخ في الهيكل التمويلي للمؤسسة، وبالتالي خطورة الوضعية المالية.

### 3- أشكال أخرى لرأس المال العامل

بالإضافة لمفهوم ر. م. ع الدائم، ظهرت مفاهيم أخرى لرأس المال العامل وتتمثل فيما يلي:

#### 3-1 رأس المال العامل الخاص

وهو مقدار الفرق بين أموال الملكية و الأصول الثابتة ويحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{ر.م.ع الخاص} = \text{أموال الملكية} - \text{الأصول ثابتة}$$

من خلال حساب رأس المال العامل الخاص نستطيع الحصول على صورة أكثر دقة من التي يمنحها لنا راس المال العامل الدائم، وهذا لأن رأس المال العامل الخاص يُعتبر أداة للحكم على مدى الاستقلالية المالية للمؤسسة، أي أن وجوده بقيم موجبة يدل على أن كامل الأصول الثابتة و جزء من الأصول المتداولة ممولة عن طريق أموال الملكية كما أنه يساعد على قياس مرونة المؤسسة فيما يخص المديونية.

#### 3-2 رأس مال العامل الخارجي أو الأجنبي

يمثل إجمالي أموال الاستدانة التي تُسخر لتمويل أصول المؤسسة الاقتصادية، ويحسب كما يلي:

$$\text{ر.م.ع الخارجي} = \text{ديون طويلة ومتوسطة الأجل} + \text{ديون قصيرة الأجل}$$

من أجل تقدير ملاءمة\* وسيولة المؤسسة على المدى القصير، فإن رأس المال العامل وحده غير كافي لاستصدار حكم حول تحقق التوازن المالي بين استخدامات وموارد المؤسسة. لذا يتوجب علينا حساب مؤشر آخر للتوازن المالي و المتمثل في احتياجات رأس مال العامل.

#### الفرع الثاني. احتياجات رأس مال العامل BFR

تعرف احتياجات رأس المال العامل بأنها رأس المال العامل الذي تحتاج إليه المؤسسة فعلا لمواجهة بصفة حقيقية احتياجات السيولة عند مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل، وتتضمن تسيير دورة الاستغلال بصورة عادية<sup>1</sup>. فدورة الاستغلال يترتب عنها احتياجات دورية متجددة يجب تغطيتها بمصادر تمويل دورية أيضا؛ فإذا كانت احتياجات التمويل للدورة أكبر من الموارد المتولدة من نفس الدورة، نقول في هذه الحالة أن المؤسسة بحاجة إلى رأس مال عامل؛ وتحسب احتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياجات رأس مال العامل} = \text{احتياجات التمويل الدورية} - \text{مصادر التمويل الدورية}$$

\* Solvabilité.

<sup>1</sup> - GEUDI NORBERT , Finance d'entreprise les règles du jeu, édition Organisation, Paris, 1997, p. 121.

حيث أن احتياجات التمويل الدورية ترتبط بسرعة دوران عناصر الأصول المتداولة، أما موارد التمويل فتتمثل في الديون قصيرة الأجل، أو ما يعرف بخصوم الخزينة التي لم يصل بعد تاريخ استحقاقها، ويمكن تحديد احتياجات رأس المال العامل بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياجات رأس مال العامل} = (\text{قيم الاستغلال} + \text{قيم غير جاهزة}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{سلفات مصرفية})$$

$$= (\text{الأصول المتداولة} - \text{القيم الجاهزة}) - (\text{الديون قصيرة الأجل} - \text{سلفات مصرفية})$$

## الفرع الثالث. الخزينة T

### 1- مفهوم الخزينة

تعبر الخزينة عن القيم المالية التي يمكن أن تتصرف فيها المؤسسة لدورة معينة، أي هي مجموع الأموال الجاهزة التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة استغلالية، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع المؤسسة التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة. ويتم حسابها بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل الدائم} - \text{احتياجات رأس المال العامل}$$

إن عملية مقابلة رأس المال العامل مع احتياجات رأس المال العامل يظهر الوضعيات الثلاثة المختلفة للخزينة<sup>2</sup>:

### 2- حالات تغير الخزينة

	احتياجات رأس مال العامل	رأس مال العامل	
خزينة صفرية			الحالة الأولى
خزينة موجبة			الحالة الثانية
خزينة سالبة			الحالة الثالثة

<sup>1</sup> Jacques Teulie, Analyse Financière de l'entreprise concepts et méthodes, chotard et associés éditeurs, Paris, 1989, P.119.

<sup>2</sup> Collection Facilement, Op.Cit, p.44.

## الحالة الأولى. الخزينة المصرفية

تمثل الخزينة المصرفية في المؤسسة الاقتصادية الحالة التي قد تحقق فيها هذه الأخيرة توازها المالي، وذلك بتطابق كل من رأس المال العامل واحتياجات رأس المال العامل، لكن لا بد من توشي الحذر في مثل هذه الحالة لمواجهة أي احتياجات مالية غير متوقعة.

## الحالة الثانية. الخزينة موجبة

في هذه الحالة تنتج المؤسسة هامش دائم من النقود (فائض)، أي أن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة، وبالتالي هناك فائض في رأس المال العامل مقارنة بالاحتياجات، ويجد هذا الفائض مكانه في شكل سيولة وهو ما يشكل خزينة إيجابية بإمكانها تمويل جزء من الأصول المتداولة التي قد تفوق الخصوم المتداولة، لكن لا يجب أن نحتفظ بقيمة كبيرة للخزينة، لأن هذا ينتج عنه تجميد لأموال مكلفة دون عوائد مرجوة.

## الحالة الثالثة. الخزينة سالبة

وهي الوضعية التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة من أجل استمرار النشاط، و تعتبر من أخطر الوضعيات التي يمكن أن تكون عليها الخزينة، وهذا لأنها من الممكن أن تكون سبب في إفلاس المؤسسة لقاء عدم قدرتها نهائياً على الدفع اتجاه دائئتها.

## المطلب الثالث. التحليل المالي بواسطة النسب

### الفرع الأول. مفهوم النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أقدم أدوات التحليل المالي وأهمها ويعود تاريخ استخدامها إلى منتصف القرن التاسع عشر، وتنصب النسب المالية على دراسة قيم العناصر الظاهرة في القوائم المالية والتقارير المحاسبية بهدف إضفاء دلالة ذات مغزى وأهمية على البيانات الواردة بهذه القوائم.

النسب المالية هي عبارة عن علاقات بين القيم المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية، مرتبطة ومنظمة، لتكون دالة على تقييم أداء نشاط معين عند نقطة زمنية معينة.

يتضح من تعريف النسب المالية، أن مفهوم النسبة هو الأساس في دراسة قيم التغيرات الواردة في القوائم المالية بهدف إضفاء المعنى والدلالة لها لتعكس أداء المؤسسة. وتجدر الإشارة إلى أنه من الممكن وضع العديد من النسب المالية لكن المهم هو وضع نسب مالية ذات دلالة والتي تقدم معلومات تساعد على تقييم وضع المؤسسة واتخاذ القرارات الإدارية المناسبة لعملية التقويم.

إن الأساس المعتمد في تركيبة القيم النسبية هو الخلط بين القيم المطلقة في الميزانية وجدول حسابات النتائج، إلا أن الوقوف عند هذه العلاقة لا يخدم المحلل المالي بشيء، إذ لا بد من اعتماد معايير مرجعية<sup>1</sup> يتم على أساسها

<sup>1</sup> - عدنان نابه النعيمي، راشد فواد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص.83.

تقييم نتائج النسب المالية للمؤسسة، حيث أن المعايير المرجعية يمكن أن تأخذ شكل المعايير التاريخية والمطلقة ومعايير متوسط الصناعة والمعيير المستهدف، فالحلل المالي لا بد عليه الاعتماد على الأقل على معيار مرجعي واحد لمقارنة النسب المالية المتحصل عليها.

### الفرع الثاني. النسب المالية المستخدمة في تقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

تتميز النسب المالية بكثرتها و تنوعها، و من خلال هذا الفرع نحاول الاقتصار على أهم النسب المالية ذات العلاقة بموضوع الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، والتي نلخصها فيما يلي:

1-نسب هيكله الخصوم؛

2-نسب هيكله الأصول.

### 1-نسبة هيكله الخصوم

#### 1-1- نسب التمويل

انطلاقا من مبدأ التوازن العام بين الموارد الدائمة و الاستخدامات الثابتة، فإنه من الضروري على مسيري المؤسسات الاقتصادية أن يسعوا على الأقل من اجل تحقيق التساوي بين هذين العنصرين، ومن خلال نسب التمويل تتمكن من دراسة و تحليل مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل أصول المؤسسة وعلى وجه التحديد الأصول الثابتة<sup>1</sup>.

أ. نسبة التمويل الدائم

$$\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

إن نسبة التمويل الدائم تمثل صورة أخرى لرأس المال العامل الدائم ؛ حيث تعبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة ؛ فإذا كانت هذه النسبة تساوي إلى الواحد الصحيح فإن هذا يعني أن الأصول الثابتة ممولة بالكامل عن طريق الأموال الدائمة وقيمة رأس المال العامل مساوية للصفر. وعليه، فإن المؤسسة في هذه الحالة قد حققت التوازن المالي الأدنى. إلا انه من المطلوب منها أن تحقق نسبة تمويل دائم اكبر بقليل من الواحد الصحيح من اجل الاحتفاظ لنفسها بهامش أمان، أما إذا قُلت هذه النسبة عن الواحد فهذا يُنبئنا بأن جزء من الأصول الثابتة ممول عن طريق ديون قصيرة الأجل ؛ وهذا ما يُخل بالتوازن المالي للمؤسسة .

ب. نسبة التمويل الخاص

<sup>1</sup> Alain Rivet, Gestion financière, Analyse et politique financières de l'entreprise, ellipses, Paris, 2003, PP.40-41.



## أموال الملكية الأصول الثابتة

يتوافق مفهوم نسبة التمويل الخاص مع مفهوم رأس المال العامل الخاص، حيث تُعنى هذه النسبة بقياس قدرة أموال الملكية على تمويل الأصول الثابتة، ووجودها بقيم موجبة يدل على أن كامل الأصول الثابتة و جزء من الأصول المتداولة ممولة عن طريق أموال الملكية كما أنه يساعد على قياس مرونة القدرة الاقتراضية للمؤسسة .

### 1-2- نسب الاستقلالية المالية

أ. النسبة العامة للاستقلالية المالية

## أموال الملكية مجموع الخصوم

تشير هذه النسبة إلى وزن أموال الملكية داخل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وبالتالي تعبر عن درجة استقلاليتها المالية ؛ حيث كلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت المؤسسة الاقتصادية أن تتعامل بمرونة أكبر مع دائئها ؛ أما إذا كانت هذه النسبة صغيرة فهذا يعني أن المؤسسة في وضعية مثقلة بالديون ولا تستطيع الحصول على مصادر تمويلية جديدة بسهولة وخاصة مصادر تمويل في شكل أموال استدانة إلا بتقديم ضمانات والتي تكون عادة مرهقة للمؤسسة .

وعليه، من الأحسن أن تكون النسبة العامة للاستقلالية المالية أكبر من النصف، ما يعني أن تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة تكون مناصفة بين أموال الملكية وأموال الاستدانة. كذلك يمكن التفصيل أكثر في نسبة الاستقلالية وذلك بدراسة نسبة الاستقلالية الخاصة .

ب. النسبة الخاصة للاستقلالية المالية

$$\text{رأس المال الاجتماعي} \\ \text{"ن"} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{رأس المال الاجتماعي}}$$

يتوافق مفهوم النسبتين العامة والخاصة للاستقلالية المالية بشكل كبير، إلا أن النسبة الخاصة للاستقلالية تتميز بكونها أكثر دقة من النسبة العامة ؛ ويعود هذا لكونها تقوم بمقارنة رأس المال الاجتماعي و الذي يمثل جزء فقط من أموال الملكية مع كامل أموال الاستدانة المستخدمة من طرف المؤسسة .وعليه؛ كلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما دل ذلك على تمتع المؤسسة باستقلالية مالية أكبر، في حين العكس، يُفسر بثقل الهيكل التمويلي للمؤسسة

بالديون، وهذا ما يفرض علينا توخي الحذر من الوقوع في فخ التوقف عن الدفع. وتمكن بعض الباحثين من وضع مجالات نسبة الاستقلالية المالية و ذلك كآلاتي<sup>1</sup>:

- إذا كانت  $N > 33\%$  المؤسسة لها استقلالية مالية ضعيفة (مؤسسة مشبعة بالديون)؛
- $33\% \leq N < 50\%$  المؤسسة لها استقلالية مالية مقبولة وعليها أن تتميز باليقظة في ما يخص مسألة التمويل؛

•  $N \leq 66\%$  وفقا لهذه الحالة فإن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية عالية، ما يجعلها تحتفظ لنفسها بهامش كبير من المديونية غير مستغل يمكنها اللجوء إليه وقت الاحتياج، وفي الوقت ذاته لا يجب أن ترتفع النسبة  $N$  أكثر من اللازم، لأن ذلك يفسر بنقص في الاستثمارات، وهذا ما تتميز به أغلب المؤسسات الأقل فعالية، والتي تجهل مدى أهمية دوران رأس مالها، ومدى خطورة تضييع فرصة عدم استغلاله، وبقاءه داخل المؤسسة بدون أي استثمار مولد للمداخيل، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الوكالة نتيجة التزاع القائم بين المساهمين و المسيرين.

### 1-3- نسب المديونية

من اجل التفصيل أكثر في تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، بهدف معرفة نسبة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية نقوم بحساب نسبة المديونية العامة  
أ. نسبة المديونية العامة

$$\frac{\text{مجموع الديون}}{\text{أموال الملكية}}$$

ومن اجل التدقيق أكثر في نسبة حضور كل من أموال الاستدانة مقارنة بحضور أموال الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، نقوم بتصنيف أموال الاستدانة إلى صنفين رئيسيين؛ ديون طويلة و متوسطة الأجل وديون قصيرة الأجل. وعليه، حساب كل من نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل، وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية .

ب. نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل إلى أموال الملكية

تستخدم هذه النسبة من اجل التفصيل في نسبة المديونية العامة حيث نتمكن من خلال حسابها من معرفة نسبة حضور جزء فقط من أموال الاستدانة، وهو الديون المتوسطة و طويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية، ومن الواجب أن تتراوح هذه النسبة بين 0,3 و 0,35 من أموال الملكية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Collection Facilement, Op.Cit, p 279.

<sup>2</sup> Cheng F. Lee , Op .Cit, P.13.

الديون الطويلة والمتوسطة الأجل

أموال الملكية

ج. نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية

تستخدم كذلك هذه النسبة من اجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، وذلك بهدف معرفة وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية في المؤسسة الاقتصادية، وقد حدد لها حد أقصى لا يجب تجاوزه و هو 0,65 أموال الملكية<sup>1</sup>.

ديون قصيرة الأجل

أموال الملكية

نلجأ إلى استخدام نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل إلى أموال الملكية ونسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية، من اجل معرفة مدى حضور كل نوع من أموال الاستدانة في الهيكل التمويلي و مقارنته بأموال الملكية وذلك بهدف تحديد وبأكثر دقة موقع الخلل.

د. نسبة قابلية التسديد

مجموع الديون

مجموع الأصول

تُعبّر هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من أموال استدانة في حال وقوعها في وضعية مالية خطيرة أو وصولها إلى الإفلاس. فنسبة قابلية التسديد تعتبر مقياس لضمان أموال المقرضين، وهذا عن طريق مقارنة مجموع ديون المؤسسة مع قيمة أصولها لنفس الفترة؛ فكل ما كانت هذه النسبة اصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة النصف 0,5؛ وهذا من اجل تحصيل القروض بشروط ميسرة.

#### 1-4- نسب السيولة

هي مجموعة من النسب المالية التي تهتم بتقييم الوضعية المالية للمؤسسة من خلال دراسة وتحليل قدرة هذه الأخيرة على الوفاء بتسديد الالتزامات المستحقة في تواريخ استحقاقها<sup>2</sup>. ولنسب السيولة ثلاثة أنواع رئيسية، هي كالآتي:

أ. نسبة السيولة العامة

<sup>1</sup> Idem.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي تقديم الأداء و التنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق، عمان، 2000، ص.65.

تقوم نسبة السيولة العامة على أساس مبدأ التوازن بين الموارد الدائمة والاستثمارات الثابتة، فالقاعدة تسلم بضرورة التساوي بينهما كحد أدنى، ويعبر عنها بالنسبتين التاليتين:<sup>1</sup>  
الأولى. من أعلى الميزانية

الأموال الدائمة
الأصول الثابتة

- تساوي هذه النسبة الواحد إذا تساوت الأموال الدائمة مع مجموع الأصول الثابتة، وهو ما يدل على انعدام رأس مال العامل الدائم.
- أما إذا كانت تفوق الواحد فهذا يشكل ارتياح لدى المؤسسة، لأنها تستطيع تكوين هامش أمان يمكن من خلاله تغطية جزء من أصولها المتداولة خاصة منها المخزونات التي قد يصل بقاؤها في المؤسسة إلى السنة أو يزيد.

الثانية. يمكن حساب نسبة السيولة العامة من الجهة السفلى للميزانية، وذلك وفقا للعلاقة التالية:

الأصول المتداولة
الديون قصيرة الأجل

وهي مثل سابقتها لا بد أن تفوق الواحد 1 من اجل تحقيق هامش أمان إيجابي، أما إذا كان العكس فإن على المؤسسة أن تراجع هيكلها التمويلي، إما بزيادة الديون طويلة الأجل أو أموال الملكية أو تخفيض الديون قصيرة الأجل.

وتعرف هذه النسبة بأنها مقياسا لدرجة يسر المؤسسة، إذ أنها تظهر درجة تغطية الديون قصيرة الأجل من طرف الأصول المتداولة التي يُنتظر تحويلها إلى سيولة في مدة معادلة تقريبا لأجل استحقاقية الديون<sup>2</sup>.

ب. نسبة السيولة السريعة

الأصول المتداولة – المخزونات
الديون قصيرة الأجل

وتعرف هذه النسبة بأنها مقياسا لدرجة تغطية الديون قصيرة الأجل في المؤسسة دون اللجوء إلى بيع مخزونها، باعتبار أن هذه الأخيرة هي أقل الأصول المتداولة سيولة، والأكثر عرضة للخسارة في حالة التصفية، وبالمقابل

<sup>1</sup> - Alain Rivet, Op.cit, P41.

<sup>2</sup> Capiez Alain, élément de gestion financières, 4<sup>ème</sup> édition, Masson, Paris, 1995, p. 122.

لا يجب أن تكون هذه النسبة كبيرة جدا، لأنها تعتبر تجميدا للسيولة التي كان من المفروض أن يتم استثمارها من اجل الحصول على عوائد، لذا قد حدد لها حد أدنى ب0,3 وحد أقصى ب0,5، وهذا في الظروف التي تتمتع فيها المؤسسة بمعدلات عادية لدوران المخزونات<sup>1</sup>.

ج. نسبة السيولة الفورية

$$\frac{\text{الأموال الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

يعتمد حساب هذه النسبة على المقارنة بين الأموال الجاهزة المتاحة أمام المؤسسة و التزاماتها المالية قصيرة الأجل، وتتراوح الحدود المثلى لهذه النسبة بين 0,2 و0,3. وإذا كانت النسبة تفوق الواحد 1 فهذا يعني إما:

- تراجع في نشاط المؤسسة؛
- نقص في تحديد الاستثمارات؛
- فائض في النقديات غير مستغل و عرضة للتدهور في القيمة.

## 2- نسب هيكلية الأصول

يسعى المحلل المالي من وراء دراسته لهيكل أصول المؤسسة الكشف عن الكيفية التي تم وفقها استخدام حصوم المؤسسة<sup>2</sup>، ومن بين أهم نسب هيكلية الأصول نذكر ما يلي:

### 2-1- نسبة الأصول الثابتة

$$\frac{\text{الأصول الثابتة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تعتبر نسبة الأصول الثابتة من بين النسب المالية الأكثر تعبيراً عن الهيكلية المالية للأصول، ويقاس من خلالها وزن العناصر الدائمة داخل المؤسسة لأكثر من سنة بالنسبة لمجموع ممتلكاتها، وهذه النسبة تختلف باختلاف طبيعة نشاط المؤسسة، حيث تكون جد هامة عند المؤسسات الصناعية أين تفوق 55% وأقل أهمية عند المؤسسات التجارية؛ حيث لا تتعدى الـ 20%<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص.56.

<sup>2</sup> Alain Rivet, *Op.cit*,P39.

<sup>3</sup> - [www.orderannualreports.com](http://www.orderannualreports.com)

، 2009/04/18

## 2-2- درجة اهتلاك وسائل الإنتاج

الإهتلاكات المتراكمة

الأصول الثابتة

تدرس هذه النسبة تطور الأصول الثابتة، ومبدئياً لا يجب أن تتعدى النصف 0,5، لان ارتفاعها لسنوات متعددة ومنتالية، يفسر بتقادم المعدات المستعملة للإنتاج، والتي لا بد من تجديدها وهو ما يتطلب تصليحات وصيانة وبالتالي تكاليف أكبر.

### 3-نسب دوران بعض عناصر دورة الاستغلال

تهتم المؤسسة عموماً والمحلل المالي خاصة بسرعة دوران بعض عناصر الأصول و الخصوم المتداولة، من اجل تحقيق أعلى ربح ممكن من ورائها، وكذا تعد عامل مهم في تحقيق توازن هيكلها التمويلي على المدى القصير، وذلك بالحد من احتياجات رأس المال العامل، من خلال التقليل من مدة دوران المخزونات و التوفيق بين مدة دوران الزبائن و مدة دوران الموردين ، ومن أهم نسب الدوران نجد<sup>1</sup>:

- متوسط دوران المخزونات؛
- متوسط فترة الدفع للموردين؛
- متوسط فترة التحصيل من العملاء.

ويتم حساب مدة دوران كل من المخزونات، الموردين والزبائن انطلاقاً من تقارب متغير من الميزانية ومتغير مماثل من جدول حسابات النتائج، والنتيجة المحصلة يعبر عنها بعدد الأيام.

### 3-1-متوسط مدة دوران المخزون<sup>2</sup>

أ. متوسط دوران المخزون الإجمالي

( متوسط مخزونات المؤسسة )

360 × يوم

رقم الأعمال السنوي H.T

إن نسبة دوران المخزون الكلية تمنح المحلل المالي نظرة إجمالية حول متوسط المدة التي يبقى فيها المخزون في المؤسسة قبل أن يتحول إلى رقم أعمال مُحقق، وكلما كانت هذه المدة أقصر، كلما كان أفضل بالنسبة

<sup>1</sup> Jacques Teulie .Op.Cit, p . 253.

<sup>2</sup> Alain Rivet, Op.cit, P.43.

للمؤسسة، و ذلك من اجل الإسهام في تعظيم رقم الأعمال عن طريق تفعيل دوران المخزونات، وكذلك التقليل من احتياجات رأس المال العامل. ومن الممكن أن نُفصل في تركيبة هذه النسبة عن طريق تجزئتها إلى متوسط دوران المواد واللوازم و مدة دوران المنتجات تامة الصنع. وذلك حسب المكونين الأساسيين للمخزونات.

ب. متوسط دوران المواد واللوازم

$$\text{متوسط المواد و اللوازم المخزنة} \\ \times 360 \text{ يوم} \\ \text{المشتريات السنوية من المواد واللوازم}$$

إن متوسط مدة دوران المواد و اللوازم تعبر عن المدة التي تتطلبها هذه الأخيرة ليتم استخدامها من قبل المؤسسة أي دخولها في الدورة الإنتاجية، وكلما كانت هذه المدة اقصر كلما كان هذا لصالح المؤسسة، لأن قصرها يعود بالفائدة على مردودية المؤسسة وهذا راجع للاستفادة القصوى من مصادر التمويل المستخدمة.

ج. مدة دوران المنتجات تامة الصنع

$$\text{متوسط المخزونات تامة الصنع} \\ \times 360 \text{ يوم} \\ \text{رقم الأعمال السنوي H.T}$$

تمثل مدة دوران المنتجات تامة الصنع، المدة التي تتطلبها المخزونات تامة الصنع لان تُباع. وعليه، تصبح في شكل رقم أعمال، وتسعى كل المؤسسات الاقتصادية إلى تقليل هذه المدة قدر الإمكان، وهذا من اجل عدم تجميد الموارد المالية في شكل مخزونات .

3-2- متوسط فترة التحصيل من العملاء

$$\text{(العملاء + أوراق القبض)} \\ \times 360 \text{ يوم} \\ \text{رقم الأعمال الصافي}$$

تعكس هذه النسبة متوسط الفترة التي تحصل فيها المؤسسة على حقوقها التجارية، وكلما كانت هذه الفترة قصيرة، كلما كان هذا لصالحها.

### 3-3- متوسط فترة الدفع للموردين

وهي تعبر عن استفادة المؤسسة من الديون المقدمة والممنوحة من طرف الموردين، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$360 \times \frac{(\text{الموردين} + \text{أوراق الدفع})}{\text{مجموع المشتريات}}$$

تعكس هذه النسبة متوسط الفترة التي تدفع فيها المؤسسة ديونها التجارية، بحيث أن أي زيادة في هذه النسبة تنعكس إيجاباً على الخزينة، وإن كانت قد تدل أحياناً على صعوبات في التسديد وكل نقص (قد يكون سببه عدم الثقة في المؤسسة أو صعوبات يعانيتها الموردون) يرفع من احتياجات رأس مال العامل. وعليه، يؤثر سلباً على الخزينة.

### المبحث الثالث. سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

#### المطلب الأول. أسباب احتفاظ المؤسسة الاقتصادية بهيكل تمويلي غير امثل

إن الهدف الأساسي من عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية هو معرفة وتحديد مواقع الخلل فيه إن وجدت، حيث أنه بعد التطرق إلى عملية تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة هي:

1. هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة أقل من النسبة المثلى؛

2. هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة مثلى؛

3. هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة أعلى من النسبة المثلى.

على ضوء نتيجة عملية التقييم، نتساءل عن الخطى الواجب القيام بها، خاصة إذا صدر الحكم بعدم أمثلية الهيكل التمويلي.

هل نقوم بعملية تقويم وتصحيح على تركيبة الهيكل المالي الحالية، أم ترك الوضع على ما هو عليه؟

تعتبر أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من بين أسمى أهداف الإدارة المالية لأي مؤسسة. لذا نجد معظم المؤسسات تسعى جاهدة من أجل تقويم تركيبة هيكلها المالي لتحقيق أو تقترب من تركيبته المثلى والتي تُعتبر مؤشراً قوياً على سلامتها المالية، إلا أنه في بعض الحالات نجد مؤسسات اقتصادية تمتلك معدلات استنادة غير مثلى وتفضل المحافظة عليها، دون سعيها نحو تحقيق الهيكل المالي الأمثل. وهذا نتيجة لعدة أسباب، نحاول من خلال هذا



المطلب توضيح أهمها، وذلك بالتطرق إلى أسباب الاحتفاظ بمعدلات استنادة أقل من المعدلات المثالية\*، وكذلك أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة أعلى من المعدلات المثالية♦.

### الفرع الأول. أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة أقل من المعدلات المثالية

توجد العديد من العوامل التي يمكن أن تكون من بين أسباب عدم اتخاذ المؤسسة الاقتصادية للإجراءات اللازمة للوصول إلى رفع مستوى استنادتها من أجل تحقيق الهيكل المالي الأمثل، ومن بين أهم هذه الأسباب نجد:

1- إن لجوء المؤسسة إلى الاقتراض يكون مرفقا دائما بشروط ومحددات يفرضها المقرض على المؤسسة المقرضة؛ ما يُنقص من مرونة القرارات المستقبلية للمؤسسة خاصة إذا كانت هذه الأخيرة تعتمد في نشاطها على التغيير المفاجئ والدائم لسياستها من أجل المحافظة على مكانتها في السوق، هذا ما يجعلها لا تستخدم كل طاقتها الاقتراضية؛ أي دائما تفضل استخدام معدل استنادة أقل من المعدل المثالي؛

2- توجد بعض المؤسسات الاقتصادية التي تفضل استخدام معدل استنادة أقل من المعدل المثالي حفاظا على طاقتها الاقتراضية لاستخدامها في المستقبل من أجل تغطية احتياجاتها المالية الطارئة، وهذا من أجل الحفاظ على مرونتها وتوازنها المالي على المدى البعيد؛

3- إن المؤسسات غير المسعرة في البورصة أو تلك التي يمتلكها عدد صغير من المساهمين عادة ما تنحى نحو استخدام معدل استنادة أقل من المعدل المثالي وهذا من أجل تخفيض احتمال الوقوع في الإفلاس، لأن في مثل هذه المؤسسات يكون أثر الإفلاس جد قوي على مساهميتها لكبر حجم حصصهم فيها، على عكس المؤسسات المسعرة في البورصة حيث تكون أسهمها موزعة بشكل أوسع بين المساهمين. وعليه، فإن أثر الإفلاس في المؤسسات المسعرة في البورصة يكون أقل على مساهميتها لصغر حصصهم فيها، لذا تفضل المؤسسات غير المسعرة في البورصة عادة الحفاظ على معدلات استنادة أقل من المعدلات المثالية؛

4- تسعى بعض المؤسسات للاحتفاظ بوضعية مالية مميزة وذلك من خلال الحصول على نقاط مرتفعة لأوراقها المالية، والتي تحددها بعض الوكالات المالية المختصة، وهذا يأتي من خلال الاحتفاظ بمعدلات استنادة جد منخفضة.

### الفرع الثاني. أسباب احتفاظ المؤسسة بمعدلات استنادة أعلى من المعدلات المثالية

توجد هناك العديد من المؤسسات الاقتصادية التي تعاني من معدلات استنادة تفوق المعدل المثالي الواجب استخدامه، وهذا ما يخلق العديد من المشاكل لهذه المؤسسات، و من بين أهم هذه المشاكل هي عدم تمكن المؤسسة من الوفاء بدفع مستحقات دائيتها، ما يجرها إلى الإفلاس الذي يعتبر أكبر خطر يمكن للمؤسسة الاقتصادية الوقوع فيه.

\* Sous endettés

♦ Sur endettée

رغم الخطر الكبير الذي يُسببه استخدام معدلات استنادة مرتفعة مقارنة بمعدل الاستنادة المثالي إلا أننا نجد بعض المؤسسات الاقتصادية التي تفضل الحفاظ على معدلات استنادة مرتفعة مقارنة بمعدل الاستنادة المثالي. وأهم سبب وراء ذلك، هو أن مثل هذه المؤسسات تتمتع بضمانات من طرف الدولة بحمايتها من الإفلاس في حالة عدم قدرتها على تسديد ما عليها اتجاه الدائنين، وهذا ما يفسر معدلات الاستنادة المرتفعة التي تميزت بها المؤسسات الكورية الجنوبية مثلاً في سنوات التسعينات، وعدم تصحيح هيكلها التمويلية إلى غاية تراجع الدولة عن الضمانات الممنوحة في خصوص إفلاس المؤسسات الاقتصادية، ما جعل المؤسسات الكورية الجنوبية تتراجع عن الاحتفاظ بمعدلات استنادة مرتفعة .

### المطلب الثاني. أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وكيفية استخدامها

تتمكن المؤسسة الاقتصادية من خلال عملية تقييم هيكلها المالي من استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا، وينبثق عن هذا الحكم العديد من القرارات، فإذا كان الحكم يقضي بأمثلية الهيكل المالي فإن المؤسسة تسعى إلى المحافظة عليه وذلك بالحرص والحفاظ على مختلف نسب مصادر التمويل المُشكلة له، أما إذا كانت عملية التقييم تقضي بعدم أمثلية الهيكل المالي، ولم تكن هناك أسباب حقيقية تعيق عملية الإصلاح، توجب على المؤسسة الاقتصادية تقويم هيكلها التمويلي من اجل السير به نحو الأمثلية.

### الفرع الأول. أساليب إصلاح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

إن عملية تقويم وتصحيح الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية تتنوع بين أربع طرق أساسية هي:

#### 1- الطريقة الأولى. تتمحور حول إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من

أجل تخفيض نسبة الاستنادة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستنادة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستنادة منخفضة؛

#### 2- الطريقة الثانية. تتعلق بالتنازل عن الاستثمارات واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية؛ إما

في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال الملكية وهذا إذا كان الهدف هو الرفع من نسبة الاستنادة؛

#### 3- الطريقة الثالثة. انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستنادة

المثلى؛

#### 4- الطريقة الرابعة. التغيير في نسب توزيعات الأرباح على المساهمين.

بعد ذكر أهم أساليب تقويم خلل الهيكل المالي، نحاول التعرض لكل أسلوب بشيء من التفصيل وذلك على النحو الآتي:

## الطريقة الأولى. إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي

تعتبر إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي من بين أسهل الطرق التقويمية لخلل الهيكل المالي، فالمؤسسة التي تمتلك معدل استنادة أقل من المعدل المثالي تقوم وفقا لهذه الطريقة بما يلي:

**1-** الاستنادة من أجل إعادة شراء أسهمها وهذه تعتبر طريقة لإضعاف حضور أموال الملكية في الهيكل المالي وبالمقابل زيادة حصة الديون. وقد تم اللجوء لمثل هذه الطريقة من طرف شركة Atlantic Richfield سنة 1985 حيث استنادة أكثر من أربعة ملايين دولار من أجل إعادة شراء أسهمها. وعليه، ارتفعت نسبة استنادتها من 12% إلى 34%<sup>1</sup>، وهذا بعدما كانت تمتلك معدل استنادة أقل من المعدل المثالي .

**2-** استخدام عملية التبادل "Swap" بين الديون وأموال الملكية، يتم وفق لهذه العملية تبديل أموال الملكية مقابل الديون على أساس تقييم في السوق المالي. وعليه، نتيجة لهذه العملية يتم رفع معدل الاستنادة.

بالمقابل فإن المؤسسات التي تعاني من ارتفاع معدلات الاستنادة، وتود الرجوع للمعدلات المثالية، بإمكانها تطبيق نفس الحلين السابقين، لكن لصالح أموال الملكية من أجل تخفيض نسب الاستنادة بحيث تقوم بـ:

**1-** إصدار أسهم جديدة وهذا من أجل تمكين المؤسسة من الاستغناء عن النسبة الزائدة من أموال الاستنادة. وعليه، تخفيض نسبة الاستنادة والرجوع إلى التركيبة المثلى للهيكل المالي.

**2-** استخدام عملية التبادل "Swap" بين أموال الملكية وأموال الاستنادة، يتم وفق هذه العملية تبديل أموال الاستنادة مقابل الأموال الخاصة على أساس تقييم في السوق المالي. وعليه، نتيجة لهذه العملية يتم خفض من نسبة الاستنادة.

رغم سهولة هذه العمليات من الناحية النظرية إلا أن عملية تجسيدها على أرض الواقع تعترضها التشريعات التجارية؛ مثل " التنظيم الداخلي للأسواق المالية" التي غالبا ما تضع قيود وضوابط لمثل هذه العمليات، وهذا من أجل استقرار الأسواق المالية، لذلك على المؤسسة التي ترغب في تغيير نسبة استنادتها من خلال هذه العمليات أن تراعي تنظيمات السوق المالية.

## الطريقة الثانية. التنازل عن الاستثمارات

من الممكن أن تقوم المؤسسة الاقتصادية بإحداث تغيير على مستوى هيكلها المالي وذلك عن طريق التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة، أو غير الأساسية في النشاط، ويتم استخدام السيولة المتحصل عليها من عملية التنازل في تعديل الهيكل المالي وذلك وفقا للحالتين:

**1-** المؤسسة التي تتميز بمعدل استنادة ضعيف تسعى إلى رفع معدل استنادتها وذلك من أجل بلوغ نسبة الاستنادة المثالية، ومن الممكن أن يتسنى لها هذا، من خلال اللجوء إلى التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة

<sup>1</sup> Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise** , Traduction de la 2<sup>eme</sup> édition américaine sous la direction de Gérard Hirigoyen , 2<sup>eme</sup> édition, Paris, 2005,p.848 .

واستخدام حصيلة هذا التنازل في إعادة شراء أسهمها المطروحة للبيع في السوق المالي أو توزيع حصيلة التنازل على المساهمين، من أجل تخفيض القدرة على التمويل الذاتي. وبهذا تكون قد أضعفت من وزن أموال الملكية في هيكلها المالي وبالمقابل ترتفع نسبة الاستدانة بالمقدار المرغوب فيه.

2- المؤسسة التي تتميز بمعدل استدانة مرتفع وتوسع إلى تقويم هيكلها التمويلي يمكن لها أن تنتهج طريقة التنازل عن الاستثمارات كحل لذلك؛ حيث تستخدم هذه المؤسسة حصيلة التنازل عن الاستثمارات في رد بعض الديون وعليه تخفيض نسبة الاستدانة.

تبدو طريقة التنازل عن الاستثمارات ودورها في تصحيح خلل الهيكل المالي بسيطة إلا أن صعوبتها تكمن في نقطتين أساسيتين هما:

- أ. إمكانية وجود مشترين راغبين في شراء الأصول المراد التنازل عنها من طرف المؤسسة بأسعار عادلة؛
- ب. تحديد سعر التنازل العادل الذي يتحدد عن طريق تحيين التدفقات النقدية المنتظرة من الأصل المراد التنازل عنه<sup>1</sup>.

### الطريقة الثالثة. تمويل الاستثمارات الجديدة

إن عملية تجديد استثمارات المؤسسة الاقتصادية من الممكن أن تكون حلاً لتصحيح وتقويم خلل الهيكل المالي، فإذا كانت المؤسسة تعاني من هيكل مالي مثقل بالديون فإنها تلجأ إلى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة منخفض، فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق اللجوء أكثر إلى الاستدانة، وهذا من أجل الوصول دائماً إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

### الطريقة الرابعة. تغيير نسب توزيعات الأرباح على المساهمين

تمتلك المؤسسة الاقتصادية طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، فالمؤسسة التي تتميز بنسبة استدانة ضعيفة يمكنها تصحيح هذا الخلل من خلال الموافقة على توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين، وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وتلجأ عند الحاجة إلى الاستدانة. أما المؤسسة التي تعاني من نسبة استدانة عالية، وتود تخفيضها فيمكنها أن تنتهج سياسة التقليل من توزيعات الأرباح على المساهمين، من أجل رفع قدرتها على التمويل الذاتي ما يُغنيها عن اللجوء إلى أموال الاستدانة عند الحاجة إلى التمويل، وهذا ما يعيد نسبة الاستدانة إلى مستوياتها المثلى. ومن بين أهم نقائص هذه الطريقة نذكر ما يلي:

- 1- صعوبة إقناع المساهمين بإدخال تغييرات على سياسة التوزيعات، خاصة في حالة التقليل من نسبتها بهدف الرفع من قدرة التمويل الذاتي، ما يخلق حالة استياء لدى المساهمين، عادة ما تتميز بلجوئهم إلى التنازل عن مساهمتهم في هذه المؤسسة وهذا ما يؤثر على قيمة المؤسسة وإصداراتها الجديدة سلباً؛

<sup>1</sup> Ibid, p.849.

2- إن فعالية طريقة تغيير التوزيعات في التأثير على الهيكل المالي تعتبر ضعيفة نوعا ما وهذا لتطلبها وقت طويل للوصول إلى التأثير المطلوب خاصة إذا كانت الأرباح المحقق ضعيفة.

من الممكن في بعض الأحيان أيضا، أن يرجع سبب اختلال الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية إلى اختلال على مستوى دورتها الاستغلالية، وذلك لارتفاع احتياجات رأس المال العامل، ما يضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى أموال الاستدانة قصيرة الأجل أو إلى الأموال الدائمة (أموال ملكية، ديون طويلة الأجل)، من أجل سد هذه الاحتياجات. وعليه، يتوجب على المؤسسة الاقتصادية اتخاذ إجراءات للحد من احتياجات المالية الدورية، وتبقى هذه الإجراءات صحيحة، سواء تميز معدل استدانة المؤسسة بقيمة تفوق أو تقل عن معدل الاستدانة المثلى، و من بين أهم الإجراءات الواجب القيام بها للحد من احتياجات رأس المال العامل نجد:

- **التخفيض من كمية المخزونات.** والحل الأمثل هو محاولة التسريع من دوراتها، من أجل تحويلها لسيولة في أقصر وقت ممكن، وبالتالي التحجيم من الاحتياجات المالية الدورية.
- **التخفيض من الحقوق.** تعاني العديد من المؤسسات من عدم الفعالية في تحصيل حقوقها، نتيجة التأخر الكبير في الدفع من قبل الزبائن، وبالتالي على المؤسسة إعادة النظر في سياسة تحصيل حقوقها في آجالها.
- **الرفع من مدة استحقاق ديون الموردين.** لا بد على المؤسسة السعي من أجل تحصيل موارد أكبر ولفترة أطول، فذلك سيوفر لها الوقت من أجل استرداد حقوقها وتحويل مخزونها إلى سيولة.

### الفرع الثاني. كيفية استخدام أساليب إصلاح خلل الهيكل المالي

تتعدد طرق التأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة من إعادة هيكلة تركيبته، التنازل عن الاستثمارات، تمويل الاستثمارات الجديدة تغيير سياسة توزيع العوائد على المساهمين وكذلك الحد من احتياجات رأس المال العامل، ولكن على أي أساس يمكن أن تتبنى المؤسسة الاقتصادية لطريقة دون الأخرى من أجل إصلاح خلل هيكلها المالي؟ من أجل إيجاد جواب لهذا السؤال يجب التطرق إلى أهم العوامل المحددة، لأساليب تقويم خلل الهيكل المالي، والتي نلخصها في النقاط الآتية:

**1- مدى ضرورة تصحيح الهيكل التمويلي في أقصر وقت لتفادي مشكلة مالية معينة مثل الإفلاس، فكلما كانت ضرورة عملية الإصلاح عالية، كلما كان على الإدارة المالية التعجيل باتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام عملية التصحيح، وكذلك انتقاء الأسلوب أو الأساليب الملائمة للحالة المراد إصلاحها، مثلا مؤسسة تعاني من عدم أمثلية هيكلها المالي ويقدر مديرها المالي ضرورة عملية الإصلاح بالاعالية جدا ؛ في مثل هذه الحالة لا يجدر بنا إتباع طريقة التنازل عن الاستثمارات، أو التغيير في توزيعات الأرباح على المساهمين، كأساليب للوصول بالهيكل المالي لهذه المؤسسة إلى الأمثلية، لأن عامل الزمن ضروري جدا، وهذين الطريقتين تتطلبان وقت طويل نوعا ما للوصول إلى نتيجة، فإن الطريقة الوحيدة الواجبة الإتباع في هذه الحالة هي إعادة هيكلة تركيبية الهيكل المالي؛**

**2-** العامل الثاني يتعلق بأسلوب الاستثمارات الجديدة في تصحيح خلل الهيكل المالي وعلاقته بالعوائد المنتظرة، حيث أننا نتفق على أن الاستثمار الجديد هو ذلك الاستثمار الذي يحقق قيمة حالية صافية موجبة أو يحقق عائد يساوي أو يفوق العائد المطلوب من قبل المساهمين. فالمؤسسات التي تمتلك مشاريع استثمارية ذات نوعية جيدة يمكنها أن تستفيد من استخدام أسلوب الاستثمارات الجديدة لإصلاح خلل الهيكل التمويلي بشكل كبير، بحيث تستطيع أن تمول استثماراتها الجديدة عن طريق الاستدانة إذا كان معدلها الحالي للاستدانة منخفض عن المعدل المثالي، أو تقوم بتمويلها عن طريق أموال الملكية في حالة كون معدلها الحالي للاستدانة مرتفع مقارنة بالمعدل المثالي.

أما في الحالة التي تكون فيها الاستثمارات الجديدة ذات عوائد متوقعة ضعيفة ودرجة التأكد من عدم تحققها عالية، تعد عملية استخدامها كطريقة لتصحيح الهيكل المالي غير مجدية؛ خاصة إذا كانت نسبة استدانة المؤسسة منخفضة ويراد رفعها من خلال الحيازة على استثمارات جديدة عن طريق اللجوء إلى الاستدانة، هذا ما قد يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس في حالة عدم تحقق العوائد المنتظرة من هذه الاستثمارات الجديدة؛

**3-** العامل الثالث يأخذ في الاعتبار عنصرين أساسيين يتعلقان بعملية التنازل عن الاستثمارات وهما على التوالي:

أ- القابلية البيعية للاستثمار المراد التنازل عنه في السوق، هل عملية التنازل عن الاستثمار تمكن المؤسسة من استرجاع قيمته الاستعمالية الحالية أم لا؟ فكلما كان سعر التنازل الذي يعطيه السوق أعلى كلما كانت رغبة المؤسسة في التنازل أكبر؛

ب- مدى مساهمة الاستثمار المراد التنازل عليه في تحقيق نتيجة المؤسسة فكلما كانت مساهمته ضعيفة كلما كان أولى بأن يُتنازل عنه.

إن استخدام أسلوب التنازل عن الاستثمارات لتقويم خلل الهيكل المالي مرتبط طردياً بالقيمة السوقية للاستثمار المراد التنازل عنه و عكسياً بمساهمته في خلق التدفقات النقدية الإيجابية.

**4-** تعتبر عملية الحد من الاحتياجات المالية الدورية، وسيلة فعالة جداً لمعالجة خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وهذا عندما تتميز قيمة هذه الاحتياجات بالضخامة، علماً أن عملية تقليص من احتياجات رأس المال العامل من الممكن أن تتماشى مع كافة سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي السابقة الذكر.

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا المطلب نحاول أن نقدم ملخصاً موضحاً حول أساليب تصحيح الهيكل التمويلي من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (2-3). ملخص لأهم الإجراءات التصحيحية لتركيب الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

الطريقة المثلى لتصحيح الهيكل المالي	نوعية الاستثمارات الجديدة	كمون القوة البيعية للاستثمارات المرغوب التنازل عنها	مدى ضرورة إعادة هيكلة الهيكل المالي
1- إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي؛ 2- تقليص الاحتياجات المالية الدورية.	ضعيفة	ضعيفة	ضرورة قصوى آنية
1- التنازل عن الاستثمارات وإعادة شراء الأسهم من أجل رفع معدل شراء الأسهم أو تعويض جزء من أموال الاستدانة إذا كان معدل الاستدانة مرتفع؛ 2- استخدام أسلوب الاستثمارات الجديدة وذلك لامتلاك المؤسسة لمشاريع استثمارية جيدة؛ 3- تقليص الاحتياجات المالية الدورية.	جيدة	جيدة	ضرورة قصوى آنية
1- التنازل عن الاستثمارات.	ضعيفة	جيدة	ضرورة قصوى آنية
1- استخدام طريقة التوزيعات من أجل زيادة أو إنقاص معدل الاستدانة؛ 2- تقليص الاحتياجات المالية الدورية.	حيادية أو ضعيفة	حيادية أو ضعيفة	غير آنية
1- التنازل عن الاستثمارات؛ 2- تغيير توزيعات الأرباح على المساهمين؛ 3- تقليص الاحتياجات المالية الدورية	ضعيفة	جيدة	غير آنية
1- استخدام طريقة تمويل الاستثمارات الجديدة؛ 2- استخدام طريقة توزيعات الأرباح على المساهمين؛ 3 - تقليص الاحتياجات المالية الدورية.	جيدة	حيادية	غير آنية

المصدر. من إعداد الباحث.

إن مجمل سبل إصلاح الهيكل المالي التي تم تناولها هذا البحث قد تم إثباتها تجريبيا من قبل العديد من الباحثين، وللتذكير بأن عملية إصلاح خلل الهيكل المالي من الممكن أن تتم بالتوليف بين أكثر من طريقة من أجل الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل.

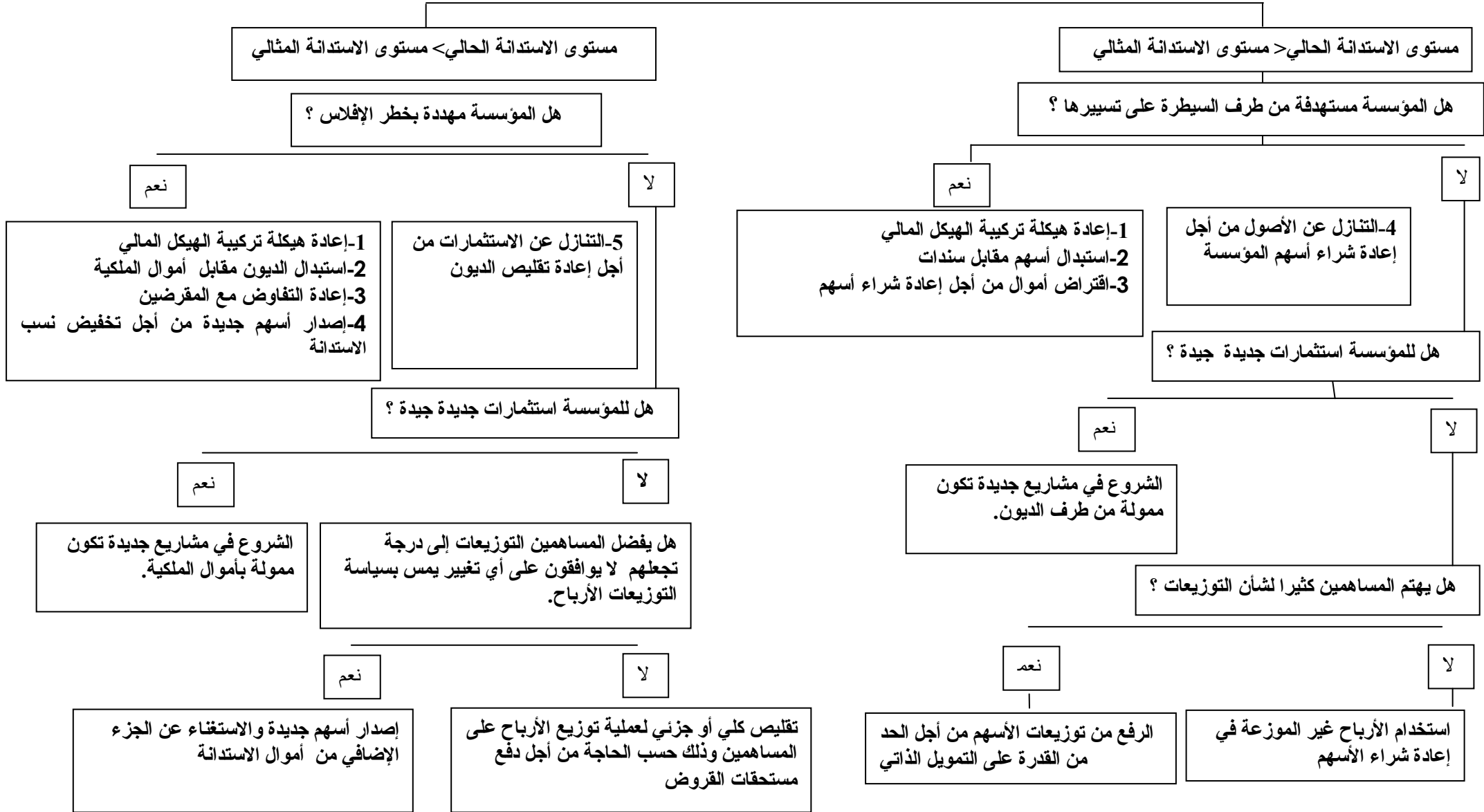
بالإضافة إلى ما تم تقديمه في الجدول رقم (3-2) نحاول تقديم مخطط توضيحي لكيفية تصحيح خلل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وفقا للحالتين الآتيتين:

الحالة الأولى. مستوى الاستدانة الحالي للمؤسسة اقل من مستوى الاستدانة المثالي؛

الحالة الثانية. مستوى الاستدانة الحالي للمؤسسة أعلى من مستوى الاستدانة المثالي.



هل مستوى الاستدانة الحالي أكبر أو أصغر من مستوى الاستدانة المثالي ؟



الشكل رقم ( 3-5 ) : مخطط توضيحي لتصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المصدر: من إعداد الباحث.

### خاتمة الفصل الثالث

انصبت الدراسة في هذا الفصل على تحليل و تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، ومحاولة تقويمها في حالة وجود خلل على مستوى تركيبته. نعتد في المرحلة الأولى للدراسة التقييمية للهيكل التمويلي على دراسة أهم العناصر المحددة لتركيبته بهدف تحديد مدى مرونة القرارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، لنتقل بعدها إلى تقييم تركيبة الهيكل التمويلي عن طريق تقنيات التحليل المالي، وذلك من خلال التطرق إلى مؤشرات التوازن المالي و التي نلخصها في ثلاثة عناصر أساسية؛ رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل و الخزينة، وكذلك بالاعتماد على النسب المالية مثل نسب التمويل و نسب النشاط ...، التي تساعدنا على تفصيل التركيبة المالية للمؤسسة و كذلك استخدامات هذه الأموال بهدف التحقق من توازن تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة. إن الهدف الجوهرى من العملية التقييمية هو استصدار حكم حول تركيبة الهيكل التمويلي يتميز بأكثر شمولية حول الوضعية العامة للمؤسسة و محيطها، حيث يُمكننا هذا الحكم من الإقدام أو الإحجام عن عملية إصلاح و تقويم لتركيبه الهيكل التمويلي. أما المبحث الثالث من هذا الفصل فقد خُصص لعرض أهم أساليب و تقنيات تقويم خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

# الفصل الرابع

دراسة الهيكل التمويلي

لمجمع صيدال

خلال الفترة (2004-2007)

## تمهيد الفصل الرابع

بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي، وكذا مجموعة الأسئلة الفرعية المطروحة في بداية هذا البحث وتدعيما لجانبه النظري، نتناول خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي لإحدى أهم المؤسسات الجزائرية التي تمارس نشاط صناعة وتسويق الأدوية، و المتمثلة في مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2007.

نتناول هذا الفصل بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية، حيث يخصص المبحث الأول إلى تقديم مجمع صيدال و ذلك بالتعريف به وعرض تاريخ نشأته و تطوره و كذلك التطرق إلى هيكله التنظيمي، و بعدها نقوم بعرض أهم القوائم المالية للمجمع خلال الفترة المدروسة (2004-2007) والمتمثلة في الميزانيات المحاسبية *Bilans comptables* و جداول حسابات النتائج *TCR*، أما المبحث الثاني من هذا الفصل فيخصص إلى دراسة أهم مصادر التمويل المستخدمة من طرف المجمع للفترة المدروسة و كذا تقدير تكلفتها. أما المبحث الأخير من هذا الفصل فنحاول من خلاله تقييم و تصحيح الهيكل التمويلي للمجمع، و ذلك عن طريق التعرض لأهم محدداته و دراسة مؤشرات التوازن المالي، بالإضافة إلى التطرق لدراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيبة الهيكل التمويلي. بعدها نحاول اقتراح بعض الإجراءات التي نراها ضرورية للسير بالهيكل المالي لمجمع صيدال نحو الأمثلية.

## المبحث الأول. تقديم عام لمجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال أحد المعالم الاقتصادية ورائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر بخبرته الطويلة في هذا المجال، و من خلال هذا المبحث نحاول تقديم المجمع وذلك من خلال التعرض للنقاط التالية:

- التعريف بمجمع صيدال؛
- أداء مجمع صيدال للفترة (2004-2007)؛
- عرض القوائم المالية لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).

### المطلب الأول. التعريف بمجمع صيدال

#### الفرع الأول. لمحة تاريخية عن المجمع الصناعي صيدال

يعتبر المجمع الصناعي صيدال شركة ذات أسهم، برأسمال اجتماعي قدره 2,5 مليار دينار جزائري ويعتبر من بين

أولى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر. يتمثل النشاط الأساسي لصيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية المخصصة للاستعمال البشري والحيواني. تعتبر نشأة مجمع صيدال ثمرة لعدة مراحل من إعادة الهيكلة، وذلك من خلال التحولات التنظيمية، الصناعية، القانونية والمالية التي مر بها، وتتمثل أهم المحطات الحاسمة التي مر بها صيدال عبر تاريخه فيما يلي<sup>1</sup>:

■ في سنة 1963 تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية PCA على أنقاض بعض الهياكل التي ورثتها الجزائر عن الحقبة الاستعمارية في مجال الخدمات الصحية، وتتمثل هذه الهياكل في مجموعة من المخازن العمومية القديمة لتخزين الأدوية؛

■ في سنة 1969 عهدت الدولة للصيدلية المركزية مهمة احتكار استيراد، تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب البشري، وهذا بناء على أمر رئاسي أوكلها هذه المهام، وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة للإنتاج بالحراش؛

■ في سنة 1982 تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني ENPP بناء على المرسوم 161 / 1982 والمؤرخ في افريل 1982، لتصبح بعد ذلك تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيماوية والبتروكيماوية تحت اسم مؤسسة صيدال؛

<sup>1</sup> - Notice d'information, Groupe SAIDAL, 1999.P14.

■ في سنة 1989 صارت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات استقلالية في التسيير، وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات، كما عهد لها احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية، وأصبحت ذات قانون أساسي جديد ( شركة ذات أسهم ) ولكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق مساهمات الدولة ؛

■ في سنة 1993 سمحت التغييرات التي أجريت على قانونها الأساسي، بمشاركة صيدال في العمليات الصناعية والتجارية التي من شأنها خدمة هدفها الاجتماعي سواء بإنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة لها، وقد تم أيضا في العام ذاته الإصلاح المالي لصيدال، حيث تحملت الدولة ديونها وحسائرها في إطار الإصلاح المالي للمؤسسات القطاع العام؛

■ في سنة 1997 تم تحويل كل رأسمال المؤسسة إلى ملكية الشركة القابضة للصيدلة والكيمياء، وقد اتجهت صيدال في هذه السنة إلى إنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، كما عرفت تطورا لفعاليتها في عدة مجالات حيث سجل الإنتاج زيادة بنسبة 16 % ، كما ارتفعت المبيعات بنسبة 23 % وذلك مقارنة بسنة 1996؛

■ في سنة 1998 بعد الإصلاح الهيكلي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، أصبحت مؤسسة صيدال عبارة عن شركة ذات أسهم لإنتاج المنتجات الصيدلانية، وبتاريخ 2 فيفري 1998 تم تسميتها بالمجمع الصناعي صيدال، سجل التوثيق رقم ( 085 /97 N° ) مسجلة بالسجل التجاري لولاية المدية تحت رقم 82B0002، وكذلك في سنة 1998 تم رفع رأس المال الاجتماعي للمجمع من 600 مليون دينار إلى 2500 مليون دينار ؛ وهذا وفقا لقرار من الجمعية العامة غير العادية في 22 جوان 1998 يقضي بضم 936 مليون دينار من الاحتياطات إلى رأس المال الاجتماعي، بالإضافة إلى قرار الجمعية العامة غير العادية المنعقدة في 26 جويلية 1998 والقاضي بضم 964 مليون من القروض طويلة الأجل المقدمة من طرف الشركة القابضة للصيدلة والكيمياء إلى رأس المال الاجتماعي للمجمع<sup>1</sup>، وفي السنة ذاتها تم ترشيح المجمع للدخول إلى بورصة الجزائر، وذلك بهدف الخوصصة الجزئية لرأسماله عن طريق إصدار أسهم للاكتتاب العام بنسبة 20% من رأسماله الإجمالي، وبعد أن قامت لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورسية COSOB\* بدراسة ملف مجمع صيدال، والذي وجدته مستوفي لكل الشروط المطلوبة، منحته بتاريخ 24 ديسمبر 1998 تأشيرة الدخول إلى البورصة تحت رقم 98/04، و قد كانت النتائج مشجعة في بداية فترة انضمام صيدال إلى بورصة الجزائر، حيث قدر عدد الأسهم المعروضة للاكتتاب بـ 2.000.000 سهم، وحددت القيمة الاسمية للسهم بـ 250 دينار جزائري، أما سعر العرض العلني للبيع OPV فقد حدد بـ 800 دينار جزائري وامتدت فترة العرض العمومي للبيع من 15 فيفري 1999 إلى 15 مارس 1999، وقد حضرت أسهم المجمع بطلب كبير من طرف المستثمرين ؛ حيث قدر عدد الأسهم المطلوبة بأكثر من 2.851.413 سهم، أي أن هناك زيادة في الطلب على العرض بنسبة 42.5 % وهو ما يتطابق مع توقعات المسيرين.

<sup>1</sup> -Ibid,p.06.

\* Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse .

## الفرع الثاني. أهداف مجمع صيدال

يطمح مجمع صيدال كباقي المؤسسات الاقتصادية إلى تعزيز وضعيته في السوق المحلية، والعمل على ترقيةها إلى المستوى الدولي، ذلك من خلال السعي نحو تحقيق العديد من الأهداف التي نذكر منها:

- تنويع قائمة المنتجات باتخاذ سياسة بحث وتطوير جديدة للأدوية الجنيسة\*؛
- تقديم منتجات ذات قدرة تنافسية عالية، من حيث الجودة والسعر؛
- التطلع للمنافسة على مستوى السوق الخارجية، خاص على المستوى الإفريقي؛
- تطوير الشراكة المباشرة عن طريق مشاريع مع مخابر ذات شهرة دولية، أو من خلال اتفاقيات التكييف (Le façonnage)؛

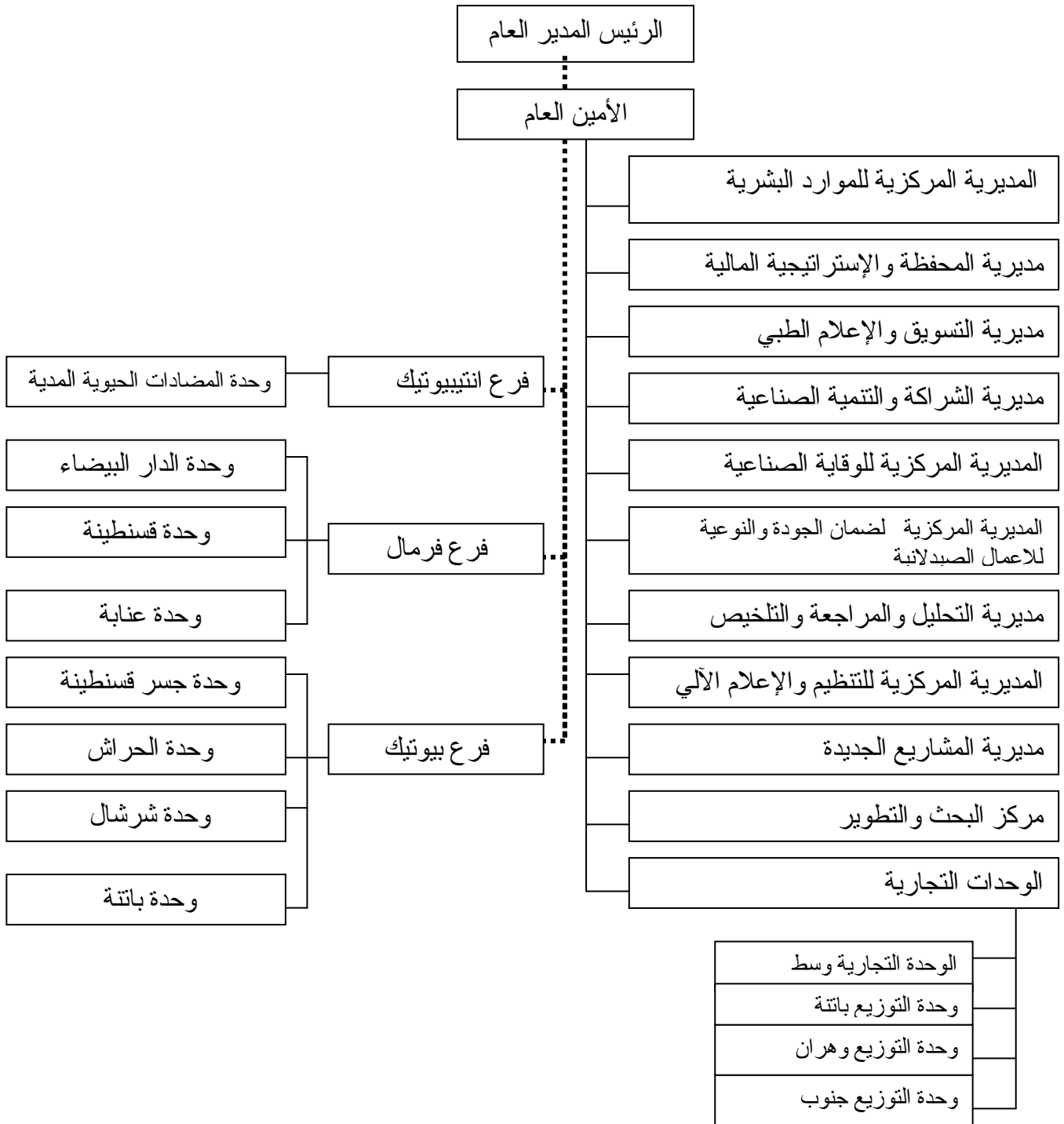
- التركيز على الاستفادة من البحث العلمي بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحث؛
- رفع الإنتاجية و العمل على تحسين النوعية؛
- تكثيف الجهود في ميدان التسويق و الإعلان الطبي في الميدان التجاري، بهدف دفع الإنتاجية؛
- العمل على تحقيق الأمن الدوائي محليا، من خلال الحد من حجم الواردات في مجال المنتجات الصيدلانية، و ذلك من خلال توسيع حجم الاستثمارات و ترقيةها؛
- إقامة نظام خاص باليقظة التكنولوجية؛
- خلق مناصب شغل جديدة من خلال إنشاء فروع جديدة.

## الفرع الثالث. الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يرتكز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعة من الوظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافه، والشكل التالي يوضح لنا الهيكل التنظيمي للمجمع:

\*الأدوية الجنيسة تعادل الأدوية الأصلية في الجانب العلاجي، تتحصل المخابر غير الأصلية على حق إنتاجها بعد انقضاء فترة الحماية المقدرة عادة بـ 20 سنة من المخابر الأصلية مع دفع حقوق ذلك.

الشكل (4-1). الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



[www.saidalgroup.dz/organigramme.asp](http://www.saidalgroup.dz/organigramme.asp)

المصدر: تاريخ الاطلاع 2009/04/11،  
علاقة وظيفية .....

علاقة هرمية ———



الهيكل التنظيمي الموضح في الشكل (4-1)، يوضح المستويات التنظيمية لمجمع صيدال والتي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

### 1- القمة الإستراتيجية

يوجد على رأسها الرئيس المدير العام وهي مركز قيادة وتسيير المجمع، تتكفل بوضع استراتيجيات المجمع، وتمثيله مع الأطراف الخارجية، كما تتكفل بإبرام العقود في مجال الشراكة مع المخابر والشركات الوطنية والأجنبية.

### (1)2- المصلحة الاستشارية

يوجد على رأسها الأمين العام، وهي تتولى مهام التنسيق والاستشارة، كما تقوم بعملية الدعم للمراكز العملية في مجال تنفيذ استراتيجيات وخطط الإنتاج دون أن تكون لها سلطة إلزامية عليها، خاصة في ظل التوجه نحو استقلالية الفروع.

### (2)3- المصالح الوظيفية

تتكون من مجموعة من المديريات ووحدتين إحداهما للبحث والتطوير وأخرى تجارية، وهي مرتبطة بالإدارة العامة من خلال خط هرمي يتمثل فيما يلي:

#### ✓ المديرية المركزية للموارد البشرية

تقوم بإعداد وتنفيذ سياسة المجمع فيما يخص الموارد البشرية بهدف تزويد المؤسسة بأيدي عاملة كُفئة، مع العلم أن الوحدات العملية تمتلك بدورها مصالح لتسيير الموارد البشرية.

#### ✓ مديرية تسيير الحفظة والإستراتيجيات المالية

تهتم هذه المديرية بوضع الإستراتيجيات المالية للمجمع، إضافة إلى بحث ومتابعة العمليات التمويلية التي ينفذها المجمع في الأجلين المتوسط والطويل.

#### ✓ مديرية التسويق والإعلام الطبي

تتولى مهمة إعداد وتنفيذ إستراتيجية التسويق والإعلام الطبي، وذلك من خلال إنشاء وتسيير شبكة من المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني مع تقديم مختلف دعائم التكوين والمعلومات الطبية، ويعتبر إنشاء هذه المديرية كرد فعل للمنافسة التجارية الشديدة مما ولد ضرورة الاهتمام بالتسويق.

#### ✓ مديرية التطوير الصناعي والشراكة

تقوم بتطوير أساليب الإنتاج من خلال اعتماد التكنولوجيا الحديثة والشراكة لدعم النشاط وترقية المنتجات والبحث عن الخبرات في شتى المجالات، ووضع المجمع في حالة تعلم متواصل من خلال إبرام عقود الشراكة.

### ✓ المديرية المركزية للوقاية الصناعية

تقوم بإعداد وتوجيه تطبيق كل سياسات الجمع المتعلقة بالأمن الداخلي الصناعي والبيئي، حيث تقوم بمراقبة دورية لإجراءات الأمن للتأكد من تطبيق قواعد السلامة والصحة، وكذلك المصادقة على أعمال الصيانة والأعمال الجديدة.

### ✓ مديرية ضمان الجودة والشؤون الصيدلانية

تسعى هذه المديرية للوصول إلى جودة المنتجات والنشاطات في صناعة الأدوية، كما أنها تبنت نظام الجودة الشاملة في كل الفروع التابعة للمجمع، مما مكنها في سنة 2005 من الحصول على شهادات مطابقة معايير النوعية الدولية ISO منحتة إياها المنظمة الفرنسية للمراجعة و الجودة (AFAQ)\*.

### ✓ مديرية الدراسات والتحليل والمراجعة

تقوم بالمراجعة الداخلية لحسابات الجمع والقيام بالتحليل وتصحيح الانحرافات في الوقت المناسب قبل أن تخضع الوثائق المحاسبية للمجمع لمراقبة محافظي الحسابات المعتمدين.

### ✓ المديرية المركزية للتنظيم والإعلام الآلي

تقوم بتحديد سياسة التنظيم والإعلام الآلي في الجمع من خلال تحديد حاجات التغيير في التنظيم، وضمان تصور للتنظيمات اللازمة والمبادرة بتنفيذها، وتطوير نظم التسيير بالجمع، كما تسهر على ضمان إعداد خطط الإعلام الآلي ودراسة حاجة الوحدات والفروع في هذا المجال.

### ✓ مديرية المشاريع الجديدة

تتكفل بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة، بالإضافة إلى وضع الخطط لتأهيل وحدات الإنتاج مع متابعة عمليات إنجاز المشاريع وتقييمها.

### ✓ مركز البحث والتطوير

يعمل على تطوير الأدوية خاصة الأدوية المطابقة، حيث يطور سنويا من خمسة إلى ستة منتجات مطابقة جديدة، والتي تدمج في تشكيلة منتجات المؤسسة بالإضافة إلى تقديم المساعدة التقنية للوحدات والتكفل بتكوين الباحثين التابعين للمجمع.

### ✓ الوحدات التجارية

تتكفل بتسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية المنتجة من طرف مجمع صيدال أو شركائه وهي تتكون من مجموعة من الوحدات التجارية الموزعة عبر التراب الوطني والتي تتمثل في:

■ الوحدة التجارية المركزية (الجزائر العاصمة). أنشئت سنة 1995 قصد توزيع الأدوية عبر منطقة الوسط.

\* Association française d'audit et qualité.

- الوحدة التجارية للشرق (باتنة). أنشئت هذه الوحدة سنة 1999 وتهدف إلى ضمان تغطية احتياجات أكثر من 19 ولاية من الشرق الجزائري.
  - الوحدة التجارية للغرب (وهران). تأسست سنة 2000 وتهدف إلى تزويد ولايات الغرب بالأدوية والمنتجات الصيدلانية.
  - الوحدة التجارية للجنوب. وهو مشروع جديد سيتم إنجازَه على المدى القصير بمدينة ورقلة.
- 4- المصالح العملية.**

تتمثل في فروع المجمع التي تقوم بتنفيذ برامج الإنتاج المسطرة، وقد تم تقسيم هذه الفروع بحسب المنتجات حيث تم تجميع كل الوحدات المتشابهة في طبيعة ونوعية الإنتاج في فرع واحد، وهي تتكون من ثلاثة فروع كالتالي :

#### أ- فرع المضادات الحيوية Antibiotic

انطلق في الإنتاج سنة 1988 بالمدينة، ويقوم بإنتاج المضادات الحيوية من كبسولات، مراهم، أقراص، مواد تحقن ومشروب، ويتميز بإمكانيات هامة تتمثل في طاقات إنتاج المنتجات التامة(البنسلين) والمواد الأولية دون تعبئة، كما يتوفر على مهارات عالية في إنتاج المواد المركبة .

#### ب- فرع فارمال Pharmal

يضم ثلاث وحدات للإنتاج في كل من الدار البيضاء (1958)، قسنطينة(1998) و عنابة (1998)، يقوم بإنتاج الأقراص، الكبسولات، المحاليل، معجون الأسنان والمراهم، يتميز بإمكانيات هامة تتمثل في طاقة كبيرة للإنتاج وكفاءات عالية في التحكم بالإنتاج، وكذا يتوفر على مخبر حديث للبحث في مجال تطوير الأدوية.

#### ج- فرع بيوتيك Biotic

يضم أربع وحدات للإنتاج بكل من الحراش(1970)، جسر قسنطينة(1984)، شرشال(1998) و باتنة وهي تقوم بإنتاج المحاليل المكثفة، العبوات والأنابيب الزجاجية، يتوفر هذا الفرع على خبرة طويلة تمتد إلى أربعين سنة في مجال نشاطه إضافة إلى مهارات عالية في الإنتاج الصيدلاني، كما أنه يعتبر المنتج المحلي الوحيد للمحاليل المكثفة والذي يتم وفق تكنولوجيا عالية وحديثة.

بعد عرضنا للهيكل التنظيمي لمجمع صيدال يتضح لنا أن هناك نوعين من العلاقات بين المصالح والوظائف، حيث نجد علاقات وظيفية تربط بين مختلف الفروع وفيما بينها وبين الأمين العام والرئيس المدير العام، ويقصد بها تقديم الاستشارات و التوجيهات، وهناك علاقات هرمية تربط بين مختلف المديرات والوحدات وفيما بينها وبين الأمين العام والرئيس المدير العام، ويقصد بها تدفق الأوامر والتعليمات من أعلى مستوى إلى أدنى مستوى في المجمع، وقد جاء هذا التقسيم استجابة إلى أهداف إعادة الهيكلة التي تمت سنة 1998 للمجمع بهدف

إعطاء استقلالية التسيير للفروع الإنتاجية، وذلك بالفصل بين المركز الإستراتيجي (القمة الإستراتيجية) ومركز العمليات (الوحدات والفروع) .

### المطلب الثاني. أداء مجمع صيدال للفترة (2004-2007)

من أجل التعرف على قطاع نشاط مجمع صيدال، وتحديد طبيعة سوق عمله، لابد من تحليل تطورات نشاطه، من حيث رقم الأعمال، الكميات المنتجة، موارده البشرية، بالإضافة إلى تحليل وضعيته في السوق الدولية.

#### الفرع الأول. رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

يعتبر رقم الأعمال الترجمة الحقيقية لمجموع عمليات النشاط في أي مؤسسة اقتصادية، وهو يُمثل الإيرادات الخام لكل عمليات البيع، وكذلك يعتبر من بين أهم المؤشرات لتحليل السياسة التجارية للمؤسسة، كما أنه يعبر عن حقيقة فعالية المؤسسة، فعملية البيع هي الوسيلة الوحيدة أمام المؤسسة من أجل تحقيق العوائد التي تعد من بين الأهداف السامية التي يسعى من أجلها كل من المساهمين و المسيرين، لهذا بادر مجمع صيدال في القيام بمجموعة من الإصلاحات بهدف الرفع من رقم أعماله، و الجدول رقم (4-1) يوضح لن تطور رقم أعمال مجمع صيدال للفترة الممتدة من (2004-2007).

جدول رقم (4-1). تطور رقم أعمال مجمع صيدال للفترة 2004-2007 الوحدة. 1000

دج

السنوات	رقم الأعمال	نسبة النمو (%)
2004	6.578.622	-
2005	6.720.843	5%
2006	7.222.361	7%
2007	8.022.397	11%

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

ما يمكن استخلاصه من خلال الجدول المبين أعلاه، أن رقم الأعمال الذي حققه المجمع خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2007 في تطور ايجابي، و بمعدلات متزايدة، فقد بلغ متوسط معدل نمو رقم الأعمال للفترة المدروسة حوالي 8 %، وهذا نتيجة للجهود المبذولة من قبل المجمع في ما يخص الرفع من نوعية المنتجات باستعمال تكنولوجيا حديثة في الإنتاج، و تمكنه من تنويع منتجاته بإضافة أصناف جديدة في الإنتاج، بفعل مساهمة مركز البحث والتطوير من جهة والشراكة من جهة أخرى؛ حيث تم في الفترة المدروسة إضافة 69

منتج جديد لقائمة المنتجات السابقة، وهذا وفقا لما نص عليه المخطط الاستراتيجي (2002-2011)<sup>1</sup>، وتُعد أغلبية المنتجات الجديدة المضافة ذات استهلاك واسع، و التي تحضى بطلب كبير في سوق الأدوية. وعليه، أصبح نشاط مجمع صيدال يتلاءم و بمرونة أكبر مع احتياجات السوق من حيث السعر و النوعية، بالاطافة إلى النشاط المكثف لمديرية التسويق و الإعلام الطبي للمجمع على المستوى الوطني و الدولي ؛ حيث شارك المجمع في العديد من المعارض الدولية مثل المعرض الدولي للمنتجات الصيدلانية الذي نظم في الجماهيرية الليبية سنة 2006، كذلك المشاركة في المعرض الدولي بالنيجر في شهر ديسمبر من سنة 2007، هذا من اجل فتح الأفق أمام المجمع في الولوج للأسواق العالمية ؛ وبفضل مثل هذه الجهود تمكن المجمع من تصدير جزء من منتجاته إلى بعض الدول العربية و الإفريقية ؛ مثل الجماهيرية الليبية، اليمن، النيجر، بوركينافاسو، الخ. وعليه، فإن نمو رقم أعمال المجمع خلال الفترة (2004-2007) هو صورة عاكسة للعديد من الجهود المبذولة من طرف إدارة مجمع صيدال.

### الفرع الثاني. إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

لمجمع صيدال نشاط إنتاجي يتميز بخصوصيات تكنولوجية دقيقة، فنوعية الإنتاج الصيدلاني تأخذ من الأبحاث العلمية المرجعية الأساسية، لذلك فإن خصائص أي منتج لا تبقى ثابتة لمدة طويلة بل تتطور وتتغير بفعل الأبحاث والتكنولوجيا الجديدة في المجال الصيدلاني والطبي، ومجمع صيدال قام في السنوات الأخيرة بتحسين وسائل إنتاجه بما يتماشى والتطور الحاصل في مجال صناعة الأدوية، ويمكن إظهار تطور إنتاجه للفترة الممتدة من (2004-2007)، من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4-2). تطور كمية وقيمة الإنتاج لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

السنة	الكمية المنتجة	نسبة النمو %	قيمة الإنتاج	نسبة النمو %
2004	126 517	-	6 152 464	-
2005	115 897	(%8,39)	5 596 274	(%9,04)
2006	122 344	%5,56	6 096 963	%8,95
2007	135 141	%10,46	6 887 550	%12,97

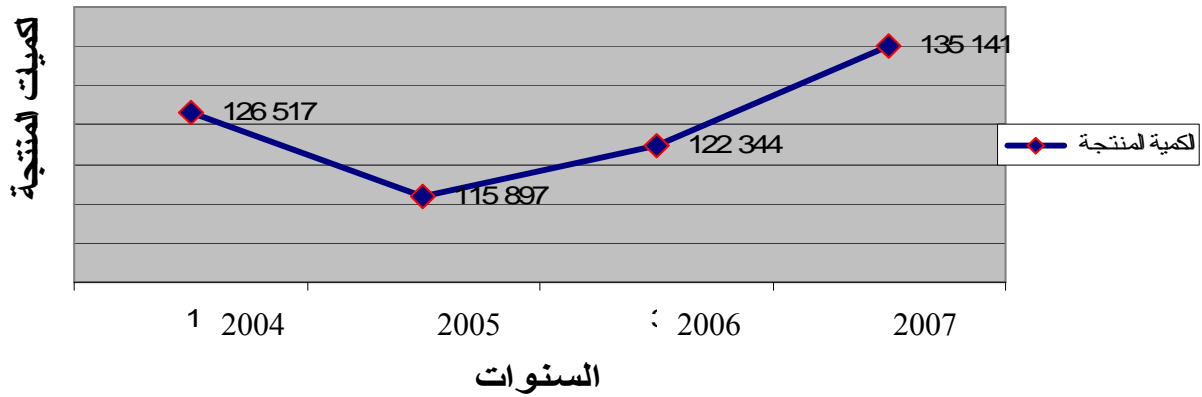
المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير تسيير المجمع.

نلاحظ من الجدول السابق نموا ملحوظا في الإنتاج بشكل عام، باستثناء سنة 2005 التي سجلت انخفاضا في كمية الإنتاج تقدر بحوالي 8% وفي قيمته بنسبة تقدر ب 9%\*، وهذا ما يوضحه لنا الشكل رقم (4-2)،

<sup>1</sup> Rapport de gestion, groupe Saidal, année 2007, p.16.

\* ملاحظة. الإنتاج المقدر بالقيم يعرف تغير أكبر من الإنتاج المقدر بالكميات ؛ نتيجة للأسعار العالية للمنتجات الجديدة التي يتميز بها مجمع صيدال كل سنة.

الشكل رقم(4-2). تطور كمية الإنتاج لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) (2)



المصدر. من إعداد الباحث بناء على معطيات الجدول رقم (4-2).

وحسب رأي مُسيرى المجمع فإن سبب انخفاض كميات الإنتاج في سنة 2005 هو إرادي، بهدف تجسيد سياسة تخفيض المخزونات تامة الصنع من 38 مليون وحدة مخزنة في سنة 2004 إلى 35 مليون وحدة مخزنة في سنة 2005، وهذا من اجل تصريف المخزون من المنتجات تامة الصنع بدل الوقوع في الخسارة، إذا ما انتهت فترة صلاحية هذه المنتجات<sup>1</sup>. إلا أن كميات الإنتاج عرفت انتعاش في سنتي 2006 و2007 حيث قفزت بنسبتي 5 و10 في المائة على التوالي، وهذا نتيجة للإصلاحات التي قام بها المجمع في مجال هياكل وتجهيزات وظروف الإنتاج بعد سنة 2005، من خلال تكثيف عمليات الشراكة مع المؤسسات والمخابر الأجنبية، والاعتماد على تخطيط محكم لكل من المبيعات و الإنتاج، وكذلك إدخاله للعديد من المنتجات الجديدة التي كانت تستورد من الخارج ؛ حيث تتوزع منتجات مجمع صيدال في سنة 2007 على أكثر من 150 صنفا دوائيا، تنتمي إلى الأقسام العلاجية التالية: المضادات الحيوية 48%، مضادات الفطريات 7%، المهدئات العصبية 2 %، أدوات الجهاز التنفسي 4 % المسكنات ومضادات الالتهاب 13 %، مضادات الهمستامين 6%، الفيتامينات 5%، المطهرات 5%، المحاليل المكثفة 9 %، مواد أخرى مختلفة 1%.

### الفرع الثالث. الموارد البشرية لمجمع صيدال خلال الفترة(2004-2007)

تعتبر الإمكانيات البشرية العنصر الأساسي لأي نشاط أو عمل، إذ لا معنى للتجهيزات المتطورة والتكنولوجيا الحديثة بدون وجود أفراد يستخدمونها بشكل فعال وكفاء، فالعامل سواء كان مديرا، مسيرا أو منفذا فهو أهم مورد في المؤسسة، لهذا أصبح الشغل الشاغل للمؤسسات للاقتصادية هو استقطاب أفضل العناصر البشرية، ثم العمل على تنميتها والحفاظة عليها مع تحفيزها على العمل بكفاءة وفعالية لتحقيق الأداء

<sup>1</sup> Rapport de gestion, groupe Sidal, année 2005, p16.

المرتفع. وعليه، نجد أن مجمع صيدال لم يبق بعيدا عن هذا الاتجاه، حيث أخذ يولي عناية فائقة للعنصر البشري من خلال العمل على زيادة الكفاءات في المؤسسة وتنميتها وتطويرها.

يشغل المجمع طاقة بشرية يزيد عددها باستمرار تماشيا مع تطوير حجم النشاط، ومن خلال الجدول رقم (3-4) نحاول إلقاء نظرة حول تطور الموارد البشرية على مستوى مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004 - 2007.

جدول رقم (3-4). تطور الموارد البشرية بمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007) الوحدة : عامل

واحد

السنة	2004	2005	2006	2007
إطارات	1484	1627	1737	1801
أعوان تحكم	1733	1808	1821	1896
أعوان تنفيذ	700	669	685	666
المجموع	3917	4104	4243	4363
نسبة النمو%	-	5%	3%	3%

المصدر. Rapport de gestion, groupe Sidal, 2007,p.20. & Rapport de gestion, groupe Sidal, 2005,p.22. شهد المجمع تطورا كبيرا في السنوات الأخيرة وكان ذلك نتيجة سياسة عامة تشمل تطوير القدرات الإنتاجية؛ من حيث الكمية والنوعية وهو ما أدى إلى انتهاج سياسة جديدة في مجال التوظيف، إذ أصبح المجمع يعتمد على الكفاءات العلمية المؤهلة وهو ما نلاحظه من الجدول رقم (3-4)، حيث يتزايد عدد الإطارات من سنة لأخرى في المقابل نلاحظ تراجع في عدد أعوان التنفيذ، ويمكن تفسير ذلك بطبيعة ونوعية نشاط المجمع في مجال الصناعة الصيدلانية التي تعتمد على الإطارات بشكل أساسي، إلا أن نسبة نمو اليد العاملة بصورة إجمالية هي ايجابية حيث بلغت في سنة 2007 حوالي 3 في المائة مقارنة بسنة 2006.

### الفرع الرابع. أشكال الشراكة لدى مجمع صيدال

إن تطور سوق المنتجات الصيدلانية الجزائري، إلى جانب التسهيلات والالتزامات التي يمنحها قانون الاستثمار بالجزائر عاملان أساسيان في استقطاب اهتمام الأجانب لإقامة عقود شراكة في الجزائر، وبما أن مجمع صيدال رائد الصناعة الصيدلانية الجزائرية و قطبا صناعيا هاما قادرا على الاستجابة السريعة لمتطلبات شركائه وذلك اعتمادا على قدرته الصناعية العالية وامتلاكه لموارد بشرية مؤهلة وكذلك انتهاجه لأسلوب تسييري واضح جعلت منه مركز اهتمام مختلف المهتمين بالسوق الصيدلانية الجزائرية و هذا ما يفسر تمكن مجمع صيدال من

إبرام العديد من عقود الشراكة مع أكبر المخابر العالمية ؛ ويمكن تصنيف عقود الشراكة التي اعتمد عليها المجمع في ثلاثة أشكال أساسية هي كالاتي :

### 1-المشاريع المشتركة أو ما يسمى بالشركات المختلطة Joint -Venture

تتمثل في عقود إنشاء وحدات لإنتاج الأدوية بالجزائر بين صيدال ومخابر ومؤسسات صيدلانية أخرى، و من بين أهم عقود الشراكة التي قام المجمع بإبرامها نجد؛ مشروع فايزر- صيدال ( pfizer - saidal PSM ) يقضي بإنشاء شركة مختلطة لإنتاج مضادات الالتهاب والمضادات الحيوية، مشروع ( Rhone Poulenc - saidal )، قدرت تكلفة هذا المشروع بحوالي 28 مليون دولار أمريكي ؛ حيث تقدر فيه مساهمة صيدال بنسبة ب 30 % و مساهمة الشريك الفرنسي ب 70% تمت الانطلاقة الفعلية لهذا المشروع سنة 2001، مشروع صيدال - التجمع الصيدلاني الأوروبي، نتج عن هذه الشراكة مؤسسة صوميدبال التي باشرت نشاطها في سنة 2001، كذلك نجد مشروع صيدال - نوفونورديسك - بيارفابري (NOVO Nordisk-Pierre Fapre-Saidal) بين مخابر نوفونورديسك الدنمركية ومخابر بيارفابري الفرنسية وصيدال و مشروع " صيدار " الذي تم بين دار الدواء الأردنية - صيدال. أما الفترة (2004-2007) تميزت بإبرام مجمع صيدال للعديد من عقود الشراكة، في شكل مشاريع مشتركة مع أكبر المخابر والمؤسسات الصيدلانية ذات السمعة العالمية العالية وحتى مع المؤسسات الجزائرية الخاصة، و من بين هذه العقود نجد :

#### 1-1 مشروع صيدال - المجمع الصيدلاني الروسي (ABOLMED)

قام المجمع في 28 مارس 2004 بإبرام عقد شراكة مع المجمع الروسي (ABOLMED)، بهدف إنشاء مشروع مشترك بالجزائر لإنتاج وتسويق المضاد الحيوي Céphalosporine، حيث تعتبر عملية إنتاج هذا النوع من المضادات الحيوية الأولى من نوعها في الجزائر، وقد عُيّن مقر هذا المشروع على مستوى مركب المدينة لإنتاج المضادات الحيوية، وتقضي هذه الشراكة بالتزام الشريك الروسي بالتكوين و التوجيه التقني على امتداد مختلف مراحل حياة المشروع.

#### 1-2 مشروع صيدال - مؤسسة (SOLUPHARM PHARMACETIQUE)

قام المجمع في 09 مارس 2004 بإبرام عقد شراكة مع المؤسسة الجزائرية الخاصة (SOLUPHARM PHARMACETIQUE)، يقضي بإنشاء شركة مختلطة، تختص في إنتاج بعض الأدوية لأمراض الربو، أمراض العظام و السرطان، و قد تم تعيين مقر المشروع في ولاية الطارف.

### 2-عقود التصنيع الإمتيازية (عقود التكييف) Les accords de façonnage

التكييف يعني القيام بإنتاج منتجات الشركاء لحسابهم في ورشات صيدال، وبالمقابل تستفيد صيدال من تكنولوجيا هذه المؤسسات والمخابر بتكلفة منخفضة، خاصة إذا علمنا أن تلك المنتجات المعنية بعقود التصنيع



تتميز بقدر عال من التكنولوجيا ومن المخابر الأجنبية التي تتعامل معها صيدال في هذا الإطار، نجد مخابر ذات شهرة عالمية، منه فايزر (الولايات المتحدة الأمريكية)، نوفونورديسك، دار الدواء (الأردن)، رام فارما(الأردن)، كما عرفت الفترة (2004-2007) إمضاء العديد من عقود التكييف بين المجمع و بعض المؤسسات والمخابر المتخصصة حيث تم في سنة 2004 إبرام عقدين للتصنيع الأمتيازي مع كل من مؤسستي SOLUPAHARM و INAPHAL لإنتاج بعض منتجاتهما في مركبات صيدال بالمدينة، أما سنة 2006 تميزت بإبرام العديد من العقود الإمتيازية؛ نتيجة للطلب الكبير من طرف مختلف الشركاء، حيث تم التعاقد مع كل من *BK - LAB* ، *DAR - EL - DAWA* ، *SOLUPHARM* ، *AVENTIS - PHARMA* ، *AGD* ، *GENERIC - LAB* .

### 3- تراخيص الإنتاج Licence de production

تتمثل في عقود تجارية تتحصل صيدال بموجبها على إذن لصناعة منتجات صيدلانية تعود ملكيتها الصناعية لمخابر أجنبية، ويمكننا تلخيص أهم تلك الاتفاقيات في الجدول التالي:  
جدول رقم (4-4). أهم اتفاقيات اقتناء رخص الإنتاج في مجمع صيدال

الشركاء	تاريخ إمضاء العقد	عدد المنتجات	موقع الإنتاج
سولفاي فارم Solvey Pharm (France)	1994	02	الدار البيضاء
ميدي كوبا Medi cuba(Cuba)	1998	04	مركب المدينة
<b>B. حياة فارم Hayat Pharm(Jordanie)</b>	1998	02	الدار البيضاء
ميهيكو Meheco (Chine)	1998	03	مركب المدينة
إيلي ليلي Ellililly (USA)	1999	02	مركب المدينة
بيوتيكنيكا تونس Biotechnica (Tunisie)	2004	04	الدار البيضاء
ميغا سويسرا Mepha (Suisse)	2004	02	-

المصدر . من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير تسيير مجمع صيدال.

من خلال كل ما تم استعراضه حول أداء مجمع صيدال في الفترة (2004-2007) إلى حد الآن، نستنتج أن المجمع يشهد تسارعا في وتيرة نموه وهذا في كافة مراحل الدورة الإنتاجية، فمن البحث والتطوير إلى الاستثمار والإنتاج وصولا إلى مراحل التسويق، لكن يبقى أن نتساءل عن الوضع المالي لمجمع صيدال للفترة المدروسة.

### المطلب الثالث. عرض القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية و من خلالها يتمكن كل من المساهمين والمقرضين وباقي الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة الاقتصادية من تقييم أدائها. ومجمع صيدال الذي يعتبر من المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة يعمل جاهدا على تقديم قوائم مالية أكثر شفافية ووضوح من اجل الوفاء بكل ما يطمح إلى معرفته كل من المساهمين و المقرضين حول أدائه ؛ ومن خلال هذا المطلب نحاول عرض أهم القوائم المالية لمجمع صيدال، والمتمثلة في الميزانية المحاسبية و جدول حسابات النتائج.

### الفرع الأول. عرض الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

تتكون الميزانية المحاسبية من جانبين أساسيين هما؛ الأصول والخصوم، فالأصول تمثل استخدامات الموارد المالية التي تحصل عليها المؤسسة، أما الخصوم فتتمثل بمحمل الموارد المالية التي هي تحت تصرف المؤسسة. وعليه، نقوم من خلال هذا الفرع بعرض و دراسة الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)، بالتطرق لكل من جاي الأصول و الخصوم على حدى.

#### 1- عرض جانب الأصول للميزانية المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

نحاول التطرق لتركيبية أصول مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)، وذلك من خلال الجدول الآتي :

جدول رقم (4-5). الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال جانب الأصول للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007

الوحدة: 1000 دج

رقم الحساب	البيانات	2004	2005	2006	2007
2	<b>الاستثمارات</b>				
20	مصاريف إعدادية	12 908	22 144	152 019	202 687
21	قيم معنوية	6 138	3 620	3 614	2 808
22	أراضي	359 830	360 832	360 832	377 112
24	تجهيزات الإنتاج	3 398 877	3 342 297	4 161 047	3 981 947
25	تجهيزات اجتماعية	11 778	11 715	10 955	10 976
28	استثمارات قيد الانجاز	541 680	1 234 755	78 056	20 392
	مجموع الاستثمارات	4 331 211	4 975 363	4 766 523	4 595 922
3	<b>المخزونات</b>				
30	بضائع	36 396	0	0	0
31	مواد ولوازم	1 757 055	1 598 687	1 630 892	1 601 607
33	منتجات نصف مصنعة	57 004	51 095	68 774	103 711
34	منتجات قيد الانجاز	0	0	0	0
35	منتجات تامة الصنع	1 971 501	1 849 814	2 328 816	2 661 953
36	فضلات ومهملات	0	0	0	0
37	مخزونات خارج المؤسسة	140 752	258 654	278 721	169 452
	مجموع المخزونات	3 962 708	3 758 250	4 307 203	4 536 723
40	<b>الحقوق</b>				
40	حسابات الخصوم المدينة	6 759	19 036	47 138	24 182
42	حقوق الاستثمارات	1 171 876	1 182 943	1 147 884	1 211 455

12 004	63 365	48 492	41 133	حقوق المخزونات	43
				حقوق الشركاء و الشركات	
81 688	84 688	102 654	80 712	الحليفة	44
263 813	326 400	354 420	348 222	تسبيقات على الحساب	45
98 571	83 880	155 231	132 301	تسبيقات الاستغلال	46
3 392 149	2 773 784	2 688 433	2 393 913	حقوق على الزبائن	47
798 087	742 134	1 020 629	534 947	أموال جاهزة	48
<b>5 881 949</b>	<b>5 269 273</b>	<b>5 571 838</b>	<b>4 709 863</b>	<b>مجموع الحقوق</b>	
<b>15 014 594</b>	<b>14 342 999</b>	<b>14 305 451</b>	<b>13 003 782</b>	<b>مجموع الأصول</b>	

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع، (الملحق رقم 01 و الملحق رقم 04).

يلاحظ من الجدول المبين أعلاه أن أصول المجمع، تعرف تغير ايجابي على كامل الفترة المدروسة حيث يقدر متوسط نمو مجموع أصول المجمع خلال الفترة (2004-2007) بجوالي 4%، وعند محاولتنا للتفصيل في تركيبة أصول المجمع حسب السنوات نجد أن في سنة 2005 هناك زيادة هامة في مجموع الأصول مقارنة بسنة 2004 تقدر بجوالي 10%، ويرجع سبب هذا الارتفاع إلى الزيادة المعتبرة في مجموع الحقوق لسنة 2005 حيث يقدر معدل هذه الزيادة ب 18% مقارنة بسنة 2004، بالإضافة إلى ارتفاع في مجموع استثمارات المجمع بنسبة 14% مقارنة بسنة 2004. أما مجموع أصول المجمع في سنة 2006 تميزت بالثبات النسبي مقارنة بسنة 2005. وفي سنة 2007 عرفت مجموع أصول المجمع ارتفاعا ملحوظ يقدر ب 5% مقارنة بسنة 2006 و السبب في ذلك يرجع أساسا إلى ارتفاع مجموع الحقوق بنسبة 11,6% بالإضافة إلى ارتفاع المخزونات بنسبة 5% مقارنة بسنة 2006.

## 2- عرض جانب الخصوم للميزانية المحاسبية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

يمثل جانب الخصوم من الميزانية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية التركيبية العامة هيكلها التمويلي، حيث ينقسم إلى قسمين أساسيين هما أموال الملكية و أموال الاستدانة، والجدول رقم (4-6) يبين لنا جانب خصوم مجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).

جدول رقم (4-6). الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007

الوحدة.

1000دج

رقم الحساب	البيانات	2004	2005	2006	2007
1	<b>الأموال المملوكة</b>				
10	رأس المال الجماعي	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000
13	الاحتياطات	2 092 267	2 399 105	2 639 811	2 965 513
14	إعانات مستلمة	60 801	44 792	33 620	27 699
15	فرق إعادة التقدير	874 877	783 201	701 697	620 193
18	نتائج قيد التخصيص	0	0	3 020	5 887
19	مؤونات الأعباء و الخسائر	137 117	44 893	28 591	24 042
	<b>مجموع الأموال المملوكة</b>	<b>5 665 062</b>	<b>5 771 991</b>	<b>5 906 739</b>	<b>6 143 334</b>
5	<b>الديون</b>				
50	حسابات الخصوم	19 753	38 955	35 806	6 443
52	ديون الاستثمار	2 595 149	3 086 964	2 712 313	2 612 086

871 763	951 634	1 036 746	674 039	ديون المخزونات	53
69 781	50 663	68 207	60 287	محجوزات للغير	54
1 456 404	1 265 638	1 138 563	1 093 545	ديون الشركاء و الشركات الحليفة	55
932 244	861 194	866 452	822 413	ديون الاستغلال	56
211 345	155 517	81 094	66 499	تسبيقات تجارية	57
1 839 046	1 856 012	1 785 924	1 550 801	ديون مالية	58
<b>7 999 112</b>	<b>7 888 777</b>	<b>8 102 905</b>	<b>6 882 486</b>	مجموع الديون	
<b>872 148</b>	<b>547 483</b>	<b>430 555</b>	<b>456 234</b>	النتيجة الصافية	88
<b>15 014 594</b>	<b>14 342 999</b>	<b>14 305 451</b>	<b>13 003 782</b>	مجموع الخصوم	

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع، (الملحق رقم 02 والملحق رقم 05).

من خلال ملاحظتنا للجدول المبين أعلاه، نستخلص أن مجموع خصوم مجمع صيدال، تعرف تغير ايجابي على طول الفترة المدروسة ؛ حيث بلغ متوسط نموها ما يفوق ال4% خلال هذه الفترة وهذا تماشيا و النمو الذي عرفته أصول المجمع خلال ذات الفترة، وبهدف التفصيل أكثر في تركيبة خصوم المجمع قد خصص المبحث الثاني من هذا الفصل لدراسة مصادر تمويل المجمع و تكلفتها.

### الفرع الثاني.دراسات جدول حسابات النتائج

يعتبر جدول حسابات النتائج الوسيلة التي يتم بموجبها تحديد إيرادات وتكاليف الدورة المالية، فمن خلاله يمكن معرفة سير نشاط أي مؤسسة في دورة مالية ما. ومن خلال الجدول رقم(4-7) يمكن تقديم أهم عناصر جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).

جدول رقم (4-7). جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007 الوحدة:1000دج

رقم الحساب	البيانات	2004	2005	2006	2007
70	مبيعات البضائع	55 246	58 024	530 007	590 795
60	بضائع مستهلكة	44 377	44 988	506 792	548 883
80	الهامش الإجمالي	<b>10 869</b>	<b>13 036</b>	<b>23 215</b>	<b>41 912</b>
71	إنتاج مباع	6 410 943	6 538 250	6 412 743	7 144 652
72	إنتاج مخزون	600 438	125 443	488 750	412 475
73	إنتاج المؤسسة لنفسها	0	8 845	798	114
74	تقديم خدمات للغير	112 433	124 568	279 611	286 948
75	تحويل تكاليف الإنتاج	41 519	73 182	104 122	111 422
61	مواد و لوازم مستهلكة	2 829 796	2 526 998	2 563 992	2 598 681
62	خدمات	367 373	397 803	465 811	527 226
81	القيمة المضافة	<b>3 979 033</b>	<b>3 707 637</b>	<b>4 279 436</b>	<b>4 871 616</b>
77	منتجات مالية مختلفة	14 770	53 581	18 227	31 218
78	تحويل تكاليف الاستغلال	109 800	50 171	48 687	57 173
63	مصارييف المستخدمين	1 801 487	1 995 048	2 122 146	2 453 606
64	ضرائب و رسوم	194 302	199 616	175 465	218 061
65	مصارييف مالية	379 887	255 012	223 701	205 808
66	مصارييف مختلفة	30 558	56 742	68 183	86 054
68	مخصصات الإهتلاكات و المؤونات	385 913	440 019	537 190	584 486

83	نتيجة الاستغلال	1 311 456	864 952	1 219 665	1 411 992
79	نواتج خارج الاستغلال		518 417	406 081	564 705
69	مصاريف خارج الاستغلال		655 770	786 069	734 096
84	نتيجة خارج الاستغلال	-528 989	-137 353	-379 988	-169 391
83	نتيجة الاستغلال	1 311 456	864 952	1 219 665	1 411 992
84	نتيجة خارج الاستغلال	-528 989	-137 353	-379 988	-169 391
880	النتيجة الإجمالية للسنة المالية	782 467	727 599	839 677	1 242 601
	هامش على مخزون المنتجات التامة	51 749	66 152	64 510	78 843
889	الضريبة على الأرباح	274 484	230 893	227 684	291 610
88	النتيجة الصافية للسنة المالية	456 234	430 554	547 483	872 148

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع، (الملحق رقم 03 و الملحق رقم 06).

نلاحظ من خلال جدول حسابات نتائج مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2007، المبين أعلاه، أن النتائج الصافية التي حققها المجمع خلال كامل الفترة المدروسة هي موجبة، إلا أنها تختلف نسب نموها من سنة إلى أخرى ؛ حيث تميزت النتيجة الصافية لسنة 2005 بانخفاض يقدر ب 6% مقارنة بالنتيجة المحققة في سنة 2004، وهذا مرده بصفة أساسية إلى انخفاض القيمة المضافة لسنة 2005 بجوالي 7% مقارنة بما كانت عليه في سنة 2004 وهذا راجع أساسا إلى التخفيض من الإنتاج المخزون و ذلك تجسيدا لسياسة المجمع لسنة 2005 التي تقضي بتخفيض المحزونات تامة الصنع من 38 مليون وحدة مخزنة في سنة 2004 إلى 35 مليون وحدة مخزنة في سنة 2005 ؛ من اجل تصريف المخزون من المنتجات تامة الصنع بدل الوقوع في الخسارة ؛ إذا ما انتهت فترة صلاحية هذه المنتجات<sup>1</sup>.

أما النتيجتين الصافيتين لسنتي 2006 و 2007 فقد عرفتا نمو متزايدا حيث بلغتا 27% و 59% على التوالي وهي نسب نمو جد معتبرة، والتي تُفسر بالقفزة النوعية التي شهدتها القيمة المضافة للمجمع خلال 2006 و 2007 وهي بدورها نتيجة لجهود المجمع الحادة بخصوص الشراكة و البحث و التطوير التي ترجمت في شكل نتائج ايجابية .

### المبحث الثاني. مصادر تمويل مجمع صيدال وتكلفتها للفترة (2004-2007)

تصنف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية إلى صنفين أساسيين، وهما التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق أموال الاستدانة، وفيما يأتي سنتناول أهمية وحجم كل مصدر من هذه المصادر ضمن الهيكل التمويلي للمجمع خلال الفترة المدروسة.

<sup>1</sup> Rapport de gestion, groupe saidal, année 2005, p16.

## المطلب الأول. أموال الملكية

يحتل التمويل عن طريق أموال الملكية حيزا كبيرا ضمن الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، كما أنه يشهد تطورا ملحوظا من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة (2004-2007). وستعرض من خلال الجدول رقم (4-8) للتركيبة الكلية لأموال الملكية و تطورها خلال الفترة المدروسة.

الوحدة. 1000 دج

جدول رقم (4-8). أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

2007	2006	2005	2004	البيانات
				<b>الأموال المملوكة</b>
2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000	رأس المال الاجتماعي
2 965 513	2 639 811	2 399 105	2 092 267	الاحتياطيات
27 699	33 620	44 792	60 801	إعانات مستلمة
620 193	701 697	783 201	874 877	فرق إعادة التقدير
5 887	3 020	0	0	نتائج قيد التخصيص
24 042	28 591	44 893	137 117	مؤونات الأعباء و الخسائر
<b>6 143 334</b>	<b>5 906 739</b>	<b>5 771 991</b>	<b>5 665 062</b>	<b>مجموع الأموال المملوكة</b>
<b>%4,01</b>	<b>%2,33</b>	<b>%1,89</b>	-	نسبة النمو

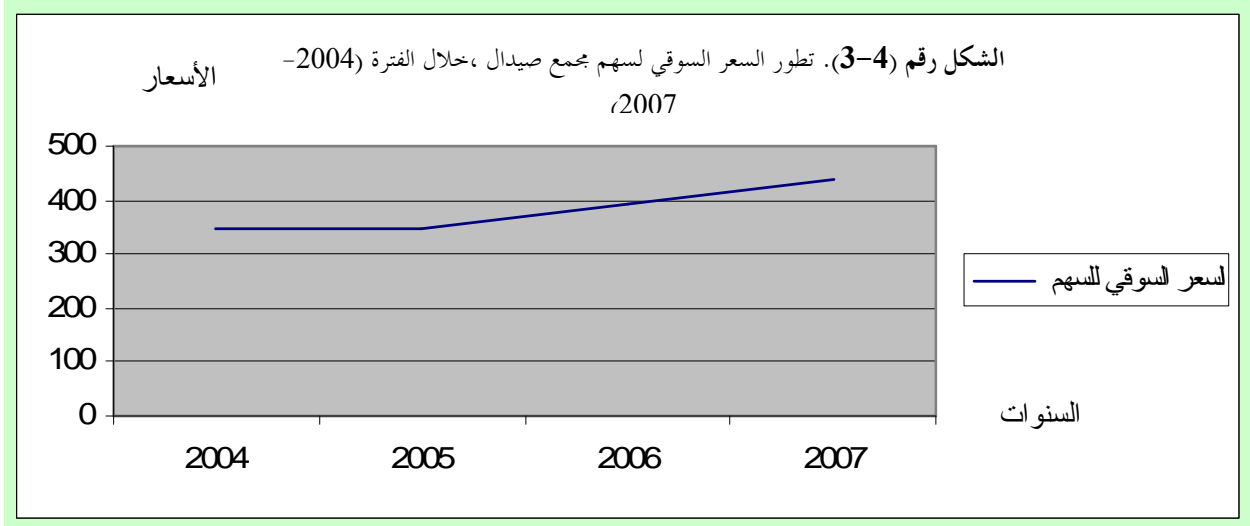
المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال النظرة الأولى إلى الجدول رقم (4-8) نستخلص أن أموال الملكية لمجمع صيدال للفترة المدروسة تتميز بنمو متزايد على طول الفترة المدروسة حيث تراوح هذا النمو بين 1,89 % سنة 2004 و 4% سنة 2007، ومن اجل التفصيل في تركيبة أموال الملكية نقوم بالتعرض إلى أهم مكوناتها الأساسية.

## الفرع الأول. رأس المال الاجتماعي

يتكون رأس المال الاجتماعي لمجمع صيدال من عشرة ملايين سهم عادي، القيمة الاسمية للسهم تساوي إلى 250 دينار جزائري. علما أن 80% من رأس المال الاجتماعي للمجمع تعود ملكيتها إلى المؤسسة العمومية القابضة للكيمياة و الصيدلة. أما الـ 20% الباقية تعود ملكيتها إلى مجموعة من المساهمين، ومن خلال الجدول رقم (4-8) يتضح أن رأس المال الاجتماعي للمجمع خلال الفترة (2004-2007) تميز بالثبات التام. أما السعر السوقي لسهم مجمع صيدال للفترة المدروسة تراوح بين 346 دينار جزائري سنة 2004 و 440 دينار جزائري سنة 2007. وعليه، فإن السعر السوقي لسهم المجمع قد انخفض بحوالي النصف من قيمة تداوله لأول مرة بتاريخ 20 سبتمبر 1999، و هي 825 دج ؛ و يعود سبب هذا الانخفاض حسب المكلف بالعلاقات

البورصية إلى حداثة بورصة الجزائر؛ ومنه نقص الثقافة البورصية والمالية لدى المساهمين، حيث لا ينصب اهتمامهم إلا على قيمة التوزيعات التي يحصلون عليها في آخر السنة، دون اهتمامهم بفرص نمو المؤسسة، ومستقبلها الواعد. وبما أن مجمع صيدال يعمل على تعزيز مكانته في السوق من خلال سعيه للرفع من حصته السوقية؛ وهذا لا يتأتى إلا بمضاعفة قدراته الإنتاجية عن طريق اكتساب تكنولوجيا راقية و الحيازة على آلات و تجهيزات حديثة، و كذلك توسيع وتحديث مصانعه و إنشاء أخرى جديدة، كل هذا يحتاج إلى مصادر تمويلية ضخمة. وعليه، التجأت إدارة مجمع صيدال إلى تبني سياسة توزيع للأرباح على المساهمين تعتمد فيها غالبا على توزيع نصف أو اقل من النتيجة الصافية المحققة بهدف الرفع من تمويلها الذاتي والحد من اللجوء إلى أموال الاستدانة، وهذا هو السبب الرئيس في امتعاض المساهمين ولجوئهم إلى التخلي عن أسهم المجمع عن طريق عرضها للبيع في بورصة القيم، الشيء الذي تسبب في انخفاض كبير للقيمة السوقية لأسهم المجمع<sup>1</sup>، وهذا الانخفاض يؤثر سلبا على الإصدارات الجديدة لأسهم المجمع في حال ما رغب أو اضطر لذلك، مع العلم أن الفترة المدروسة (2004-2007) تميزت بارتفاع طفيف للسعر السوقي لسهم المجمع، و الشكل رقم (4-8) يوضح لنا تطور السعر السوقي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة.



المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

## الفرع الثاني. الاحتياطات

تمثل الاحتياطات الأرباح الموضوعة تحت تصرف المؤسسة الاقتصادية، وغير مدججة ضمن رأسمالها الاجتماعي، وتولي إدارة مجمع صيدال اهتمام كبير بالاحتياطات، ويتضح ذلك من خلال قيمها العالية جدا في الهيكل التمويلي للمجمع، حيث نجدها تشكل ما يربوا عن 84% مقارنة برأس المال الاجتماعي سنة 2004 و ما يفوق 119% من رأس المال الاجتماعي سنة 2007، وهذا ما يدل على أهميتها، و في الوقت ذاته على نموها

<sup>1</sup>بغدادى سفيان، رئيس مصلحة العلاقات البورصية بمجمع صيدال، موضوع المقابلة يدور حول السعر السوقي لمجمع صيدال، المقر الاجتماعي لمجمع صيدال-حسين داي-، تاريخ المقابلة 2009/04/01،مقابلة شخصية.

المعتبر عبر السنوات المدروسة، حيث عرفت الاحتياطات المشككة من طرف المجمع ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة المدروسة ؛ فتميزت بمتوسط معدل نمو يفوق 12% للسنة، وهذا يعود بدوره إلى ارتفاع النتائج الصافية المحققة من قبل المجمع، ولهذا تعد الاحتياطات المسبب الرئيسي في نمو أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007).

ويهدف التفصيل أكثر في تركيبة أموال الملكية لمجمع صيدال نتطرق لدراسة نمو قدرة المجمع على التمويل الذاتي خلال الفترة (2004-2007).

### الفرع الثالث. القدرة على التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من بين أهم مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية، وهذا نظرا للامتيازات العديدة التي يتمتع بها، ومجمع صيدال قد أولى أهمية كبيرة بتعزيز قدرته على التمويل الذاتي خلال الفترة (2004-2007)، وهذا ما يمكن ملاحظته من الجدول رقم (4-9) الذي يوضح لنا تطور قدرة التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة المدروسة و كذا تركيبته.

جدول رقم(4-9). تطور قدرة التمويل الذاتي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) الوحدة. 1000دج

البيان	2004	2005	2006	2007
النتيجة الصافية	456 234	430 554	547 483	872 148
مخصصات الإهلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي	385 913	440 019	537 190	584 486
قدرة التمويل الذاتي	842 147	870 573	1 084 673	1 456 634
نسبة النمو	—	%3,38	%24,59	%34,29

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

يظهر من خلال الجدول رقم (4-9)، أن قيم قدرة المجمع على التمويل الذاتي كلها موجبة خلال الفترة (2004-2007)، حيث نلاحظ أن قدرة التمويل الذاتي سجلت نمو بنسبة 3,38 % سنة 2005 وهذا رغم الانخفاض الطفيف الذي عرفته النتيجة الصافية لهذه السنة. وعليه، فإن ارتفاع القدرة على التمويل الذاتي في سنة 2005 مرده إلى ارتفاع مخصصات الإهلاكات، أما سنتي 2006 و 2007 فقد تميزتا بنسب نمو مرتفعة لقدرة التمويل الذاتي حيث بلغت الـ 24,59% و 34,29% على التوالي و هذا مرده بالدرجة الأولى إلى الارتفاع الهائل الذي عرفته النتائج الصافية المحققة لهاتين السنتين. وبالمقابل فقد عرفت مخصصات الإهلاكات ارتفاعا خلال كامل السنوات المدروسة، بالرغم من أنه من المفروض أن يكون حجم الإهلاكات ثابت من



سنة لأخرى، تبعا لتطبيق المجمع لطريقة الإهلاك الثابت أو الخطي، إلا أننا نلاحظ تزايد مستمرا لحجم هذه الأقساط من سنة لأخرى، حيث بلغ متوسط ارتفاع حجم الإهلاكات في المجمع خلال الفترة المدروسة أكثر من 15%، وهذا راجع بالأساس إلى سياسة إدارة المجمع التوسعية التي تعمل على البحث والتطوير من جهة وكذا التوسع في الإنتاج والتوزيع من جهة أخرى، حيث شهد المجمع إنشاء وحدات إنتاج واقتناء تجهيزات إنتاجية جديدة، إضافة إلى تحديث مراكز أخرى .

بعدها تطرقنا إلى دراسة قدرة التمويل الذاتي لمجمع صيدال، نحاول الآن التدقيق أكثر في شأن التمويل بأموال الملكية، و ذلك بدراسة التمويل الذاتي ؛ و الذي نعني به ذلك الجزء من القدرة على التمويل الذاتي المتاحة للمؤسسة ؛ حيث نجد التمويل الذاتي يساوي إلى القدرة على التمويل الذاتي منقوصا منها الأرباح الموزعة خارج المؤسسة، و من خلال الجدول رقم (4-10) يمكننا الحصول على التمويل الذاتي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).

جدول رقم(4-10). تركيبة التمويل الذاتي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)  
الوحدة:1000دج

البيان	2004	2005	2006	2007
النتيجة الصافية المحتجزة	255 491	232 499	317 540	758 769
مخصصات الإهلاكات و المؤونات ذات الطابع الاحتياطي	385 913	440 019	537 190	584 486
التمويل الذاتي	641 404	672 518	854 730	1 343 255
نسبة النمو	-	%4,85	%27,09	%57,16

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع .

من خلال الجدول رقم (4-10) نلاحظ أن التمويل الذاتي لمجمع صيدال يعرف نمو متزايد على امتداد الفترة المدروسة (2004-2007). حيث سجل نمو يفوق ال 4 % في سنة 2005 و 27 % في سنة 2006، وبلغت نسبة نموه ال 57% سنة 2007، وهذا راجع إلى الارتفاع الملحوظ الذي عرفته النتائج الصافية المحققة من طرف المجمع خلال كامل السنوات المدروسة تقريبا و كذلك ارتفاع مخصصات الإهلاكات، كما سبق الإشارة إليها في الفقرة السابقة. أما العامل الأساسي في نمو التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة المدروسة هو انتهاج سياسة لتخفيض توزيعات الأرباح على المساهمين ؛ ما يؤدي إلى رفع الأرباح المحتجزة التي تسهم بدورها في الرفع من التمويل الذاتي ؛ حيث نجد متوسط نسبة الأرباح المحتجزة على طول الفترة المدروسة تفوق ال 64% من إجمالي الأرباح الصافية، و التي بلغت في سنة 2007 ال 87%، ومن خلال كل ما تم ذكره بشأن التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)، نخلص إلى نتيجة مفادها أن المجمع يولي أهمية كبيرة لهذا المصدر التمويلي المهم.

## المطلب الثاني.أموال الاستدانة

نظرا لعدم قدرة أموال الملكية وحدها على تلبية مختلف الاحتياجات المالية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007) ما دفع بإدارة المجمع إلى اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الاستدانة علما أن هذه الأخيرة تأخذ العديد من الأشكال و من بين أهمها نجد السندات، القروض المصرفية بالإضافة إلى التمويل عن طريق القرض التجاري، وفيما يتعلق بالمجمع فإنه يقتصر في التمويل عن طريق أموال الاستدانة بالقروض المصرفية متوسطة وطويلة الأجل، وكذلك القروض المصرفية قصيرة الأجل.

### الفرع الأول. القروض طويلة و متوسطة الأجل

تقتصر الديون طويلة و متوسطة الأجل لمجمع صيدال في الفترة المدروسة على ديون الاستثمارات (ح/52)، والتي تختلف قيمها من سنة لأخرى، والجدول رقم (4-11) يوضح لنا تطور الديون طويلة الأجل لمجمع صيدال للفترة (2004-2007).

جدول رقم(4-11). تطور الديون طويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

الوحدة.1000دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
2 612 086	2 712 313	3 086 964	2 595 149	ديون الاستثمار
2 612 086	2 712 313	3 086 964	2 595 149	مجموع الديون طويلة الأجل
(%4)	(%12)	%19	-	نسبة النمو%

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

لم تتمكن من الحصول على معلومات أكثر تفصيلا بشأن تركيبة الديون طويلة الأجل. وعليه، سنكتفي بدراسة تطور هذا النوع من الديون خلال فترة الدراسة، وبما أن المجمع يُعنى بتكثيف استثماراته على المدى الطويل من خلال عمليات التوسع في الاستثمارات بهدف الرفع من طاقته الإنتاجية، فإن ذلك ما يبرز مكانة الديون طويلة الأجل في تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع ؛ حيث نجدها تشكل ما يربوا عن 20% من مجمل الخصوم على طول الفترة المدروسة. أما فيما يخص تطور الديون طويلة الأجل عبر سنوات الفترة المدروسة ؛ومن خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن الديون طويلة الأجل عرفت ارتفاعا قدره 19% سنة 2005 مقارنة بسنة 2004، أما سنتي 2006 و 2007 فقد تميزتا بانخفاض في حجم الديون طويلة الأجل ب 12% و 4% على التوالي، وهذا بسبب تسديد المجمع لنسبة من الديون طويلة الأجل.

## الفرع الثاني. الديون قصيرة الأجل

بعد ما تم التطرق إلى الديون طويلة الأجل، نقوم الآن بالتطرق إلى دراسة الجزء الثاني من أموال الاستدانة، وهو الديون قصيرة الأجل، و الجدول رقم (4-12) يوضح لنا تطور الديون قصيرة الأجل لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).

جدول رقم(4-12). تطور الديون قصيرة الأجل لمجمع صيدال ،خلال الفترة (2004-2007)

الوحدة:1000دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
871 763	951 634	1 036 746	674 039	ديون المخزونات
69 781	50 663	68 207	60 287	محجوزات للغير
1 456 404	1 265 638	1 138 563	1 093 545	ديون الشركاء و الشركات الحليفة
932 244	861 194	866 452	822 413	ديون الاستغلال
211 345	155 517	81 094	66 499	تسبيقات تجارية
1 839 046	1 856 012	1 785 924	1 550 801	ديون مالية
<b>5 380 583</b>	<b>5 140 658</b>	<b>4 976 986</b>	<b>4 267 584</b>	مجموع الديون
4,67%	3,29%	16,62%		نسبة النمو%

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

تمثل الديون قصيرة الأجل حصة جد معتبرة في الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، حيث يزيد متوسط ما تمثله من مجموع الخصوم خلال الفترة المدروسة عن ال 35%. ومن الجدول أعلاه، نلاحظ ارتفاع مجموع الديون قصيرة الأجل في سنة 2005 ب 17% مقارنة بسنة 2004؛ وهذا يعود بالأساس إلى ارتفاع في ديون الموردين و الديون المالية. أما في سنتي 2006 و 2007 فقد عرفت الديون قصيرة الأجل ارتفاع متواضع يتراوح بين 3%- و 4% و ذلك نتيجة لتراجع ديون الموردين و محجوزات للغير.

## المطلب الثالث. تكلفة أموال مجمع صيدال الفترة (2004-2007)

تُعرف تكلفة رأس المال على أنها المتوسط المرجح لمختلف تكاليف مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة الاقتصادية، ومن خلال هذا المطلب نحاول تقدير التكلفة الكلية للأموال بالنسبة لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)، وهذا انطلاقاً من تقدير تكلفة كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة على حدى.

## الفرع الأول. تقدير تكلفة أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

تتمثل تكلفة أموال الملكية، كما رأينا خلال الفصل الأول من هذا البحث في معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين، ويتم حسابها باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة ؛ وذلك برسمة التوزيعات النقدية للسهم .

يعتمد مجمع صيدال في العادة على توزيع ما بين (45% إلى 50%) من النتيجة الصافية على المساهمين ويتم تخصيص حوالي 15% من النتيجة كاحتياطات، إلا انه في بعض الأحيان تتغير كليا نسبة التوزيعات وهذا تبعا لقرارات الجمعية العامة وكذلك لنتيجة النشاط المحققة والكثير من العوامل المؤثرة. هذا ما يجعل من الصعب تحديد نسبة نمو ثابتة للتوزيعات بالنسبة للمجمع. و بعد الحديث مع المكلف بالعلاقات البورصية لمجمع صيدال بخصوص إيجاد معدل نمو الأرباح  $g$ ، الذي يحسب وفقا للعلاقة  $g = r_{réinvestis}$  فقد أرشدنا إلى أن نعتمد على متوسط توزيعات للأرباح على المساهمين يساوي إلى 50% و هو الحالة الغالبة في مجمع صيدال، أما بشأن المدودية المالية للسهم الواحد المتوقعة من قبل المساهمين هي حوالي 7%<sup>1</sup>، وعند الأخذ بهذه المعطيات في حساب معدل النمو لمجمع صيدال نحصل على معدل نمو  $g$  يساوي إلى 3,5%. و بعد الحصول على معدل نمو الأرباح  $g$  يمكننا حساب تكلفة أموال الملكية من خلال الجدول الآتي :

جدول رقم (4-13). تقدير تكلفة أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) الوحدة. واحد دينار

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
11	23	20	20		توزيعات الأرباح على السهم الواحد
440	395	349	346		السعر السوقي للسهم
%3,50	%3,50	%3,50	%3,50		معدل نمو الأرباح
%6,00	%9,32	%9,23	%9,28	$k_e = \frac{D_1}{P_0(1-F_0)} + g$	تكلفة أموال الملكية $k_e$

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال الجدول رقم (4-13) نلاحظ أن تطور تكلفة أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) يمكن تقسيمها إلى مرحلتين أساسيتين، المرحلة الأولى و التي تضم السنوات 2004، 2005 و 2006 تتميز بالثبات النسبي لتكلفة أموال الملكية، و ذلك راجع إلى الثبات الذي تميزت به توزيعات الأرباح بالإضافة

<sup>1</sup>بغدادى سفيان، رئيس مصلحة العلاقات البورصية بمجمع صيدال ، موضوع المقابلة يدور حول علاقة مجمع صيدال ببورصة القيم بالجزائر، المقر الاجتماعي لمجمع صيدال-حسين داي-، تاريخ المقابلة: 08/04/2009، مقابلة شخصية.

إلى التغيير الطفيف الذي شهدته أسعار الأسهم العادية للمجمع خلال هذه السنوات. أما سنة 2007 فقد تميزت بانخفاض تكلفة أموال الملكية وهذا مرده إلى الانخفاض الملحوظ لتوزيعات الأسهم نتيجة لقرار الجمعية العامة للمجمع القاضي بتخفيض نسبة الأرباح الموزعة إلى 12% من إجمالي النتيجة الصافية المحققة في سنة 2007، كذلك ما أسهم في تخفيض تكلفة أموال الملكية في هذه السنة هو ارتفاع السعر السوقي لسهم صيدال بنسبة 11% مقارنة بسنة 2006.

#### الفرع الثاني. تكلفة أموال الاستدانة

بسبب عدم توفر معلومات كافية بخصوص تسيير قروض مجمع صيدال، وهذا لسرية هذه المعلومات، كان لزاما علينا الاعتماد فقط على سعر الفائدة لحساب تكلفة أموال استدانته خلال الفترة المدروسة (2004-2007). وعليه، فإن تكلفة استدانة مجمع صيدال تتمثل في معدل الفائدة الذي يدفعه المجمع للمقرضين (البنوك) بعد استبعاد مجموع الوفرات الضريبية المحققة.

وعليه، فإن سعر الفائدة الفعلي يحسب وفقا للعلاقة الآتية:

$$k'_d = k_d (1 - t) \quad (1-4)$$

إن متوسط سعر الفائدة المطبق من قبل البنوك العاملة في الجزائر، خلال الفترة (2004-2007) هو 7%. أما معدل الضريبة على الأرباح عرف تغيرا خلال الفترة المدروسة حيث كان 30% خلال سنتي 2004 و 2005 وبعدها تم تخفيضه إلى 25% ابتداء من سنة 2006<sup>1</sup>.

ومن خلال الجدول رقم (4-14) نقوم بحساب تكلفة أموال الاستدانة لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

جدول رقم (4-14). تقدير تكلفة الأموال المقترضة للفترة الممتدة من 2004-2007

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
					تكلفة أموال الاستدانة قبل استبعاد الوفرات الضريبية $k_d$
7,00%	7,00%	7,00%	7,00%		تكلفة أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفرات الضريبية $k'_d$
5,25%	5,25%	4,90%	4,90%	$k'_d = k_d (1 - t)$	

المصدر. من إعداد الباحث.

من الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن تكلفة أموال الاستدانة قبل استبعاد الوفرات الضريبية  $k_d$  تميزت بالثبات على طول كامل الفترة المدروسة (2004-2007). أما التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة  $k'_d$ ؛ أي بعد استبعاد الوفرات الضريبية تميزت هي الأخرى بمعدل ثابت يقدر بـ 4,90% لمدة سنتين فقط (2004، 2005)،

<sup>1</sup>La République Algérienne Démocratique Populaire, ordonnance N° 06-04, Journal Officiel, N° 47, 19 juillet 2006, p.03.

أما سنة 2006 فقد عرفت ارتفاعا حيث أصبحت تكلفة أموال الاستدانة تقدر ب 5,25%، وهذا راجع لانخفاض معدلات الضريبة على الأرباح، الشيء الذي أدى بانخفاض الوفرات الضريبة المحققة جراء اللجوء إلى استخدام أموال الاستدانة. وعليه، عرفت التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة ارتفاعا.

### الفرع الثالث. التكلفة الكلية لرأس مال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

يتم تحديد متوسط تكلفة التمويل المرجحة وفقا لمدخل الأوزان الفعلية إما على أساس القيمة الدفترية أو على أساس القيمة السوقية لمصادر التمويل. والمعادلة رقم(4-2) تمثل الصياغة الرياضية لحساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

$$K_{wacc} = K_{cp} \frac{CP}{(CP + D)} + K_d \frac{D}{(CP + D)} \quad (2-4)$$

حيث أن:

$K_{wacc}$ : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

$CP$ : أموال الملكية؛

$K_{cp}$ : تكلفة أموال الملكية؛

$D$ : الديون؛

$K_d$ : تكلفة التمويل بالاستدانة.

وفي حالة مجمع صيدال سوف نقوم بحساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال على أساس القيمة الدفترية (المحاسبية) لمصادر التمويل، والجدول رقم (4-15) يبين كيفية حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس مال مجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).

جدول رقم(4-15). تقدير التكلفة الكلية المرجحة لرأس مال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

الوحدة:1000دج

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
6 699 416	6 072 260	5 982 347	5 907 645		أموال الملكية
%6,00	%9,32	%9,23	%9,28		تكلفة أموال الملكية $k_e$
2 612 086	2 712 313	3 086 964	2 595 149		أموال الاستدانة
%7,00	%7,00	%7,00	%7,00		تكلفة أموال الاستدانة قبل استبعاد الوفرات الضريبية $k_d$
%5,25	%5,25	%4,90	%4,90	$k'_d = k_d (1 - t)$	تكلفة أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفرات الضريبية $k'_d$
9 311 502	8 784 573	9 069 311	8 502 794		هيكل رأس المال
0,72	0,69	0,66	0,69		وزن أموال الملكية $w_e$
0,28	0,31	0,34	0,31		وزن أموال الاستدانة $w_d$
%6,28	%8,61	%8,47	%8,58	$k_{wacc} = k_e \cdot w_e + k_d \cdot w_d$	التكلفة الكلية المرجحة لرأس المال قبل استبعاد الوفرات الضريبية الناتجة عن اللجوء إلى أموال الاستدانة
%5,79	%8,07	%7,76	%7,94	$k_{wacc} = k_e \cdot w_e + k'_d \cdot w_d$	تكلفة الكلية المرجحة لرأس المال بعد استبعاد الوفرات الضريبية

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال.

من خلال الجدول المبين أعلاه، نلاحظ أن تكلفة رأس مال مجمع صيدال عرفت تغيرات عديدة عبر الفترة المدروسة (2004-2007)، حيث بلغت سنة 2004 حوالي 7,94% لتتخفص سنة 2005 قليلا لتسجل 7,76%؛ وهذا راجع لانخفاض تكلفة أموال الملكية في هذه السنة، وفي سنة 2006 عرفت التكلفة الكلية لرأس المال تغيرا طفيفا نحو الصعود حيث قدرت بجوالي 8,07% وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة نتيجة انخفاض معدل الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر من 30% إلى 25%؛ الشيء الذي أدى إلى انخفاض الوفرات الضريبية المحققة من اللجوء إلى أموال الاستدانة ما ترتب عنه ارتفاع في تكلفة أموال الاستدانة، بالإضافة إلى الارتفاع الطفيف في تكلفة أموال الملكية في هذه السنة. أما سنة 2007 فقد تميزت بأقل تكلفة كلية للأموال بين كل السنوات المدروسة، وهذا رغم ثبات تكلفة أموال الاستدانة لهذه السنة، إلا أن سبب انخفاض التكلفة الكلية للأموال يعود إلى انخفاض تكلفة أموال الملكية من

9,32% إلى 6%، وذلك نتيجة لانتهاج مجمع صيدال في هذه السنة لسياسة استثنائية بشأن توزيعات الأرباح تقضي بتخفيضها من 50% في السنوات السابقة إلى 12% في سنة 2007 بهدف الرفع من التمويل الذاتي.

### المبحث الثالث. نحو تقييم وتقويم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

يهتم هذا المبحث بدراسة و تقييم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة، وذلك عن طريق تقسيمه إلى ثلاثة مطالب ؛ حيث يسخر المطلب الأول إلى دراسة العوامل المحددة لتركيبه الهيكل التمويلي للمجمع وهذا بهدف معرفة وقياس مدى مرونة حصول هذا الأخير على احتياجاته المالية من مختلف المصادر المالية، والتي تتلخص في أموال الملكية أو أموال الاستدانة. أما المطلب الثاني من هذا المبحث فتم تخصيصه إلى تقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال عن طريق التحليل المالي، والمطلب الأخير يعتبر محاولة لتلخيص عملية التقييم والتقويم لتركيبه الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة.

#### المطلب الأول. العوامل المؤثرة في تصميم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

إن اختيار مجمع صيدال لمصادر التمويل بنسب معينة في هيكله التمويلي، تمليه مجموعة من العوامل، منها ما هو داخلي يتعلق بالمؤسسة نفسها، ومنها ما هو خارجي تحكمه متغيرات المحيط الاقتصادي بشكل عام، ومن خلال دراستنا لهذه المحددات نحاول قياس مدى مرونة وقدرة المجمع في الاستفادة من مختلف مصادر التمويل المتاحة، ومن بين أهم العوامل العامة المؤثرة في اختيار تشكيلة الأموال المناسبة لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)، نذكر ما يلي:

#### 1- هيكل الأصول المادية للمجمع

تمثل الأصول المادية نسبة كبيرة من أصول مجمع صيدال، خلال الفترة المدروسة، والجدول رقم (4-16) يمثل تطور الأصول المادية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007).

الوحدة. 1000 دج

جدول (4-16). الأصول المادية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007

البيان	2004	2005	2006	2007
الأصول المادية	4 312 165	4 949 599	4 610 890	4 390 427
نسبة الأصول المادية من مجموع الأصول	%33	%35	%32	%29

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

حيث يفوق متوسط ما تمثله الأصول المادية خلال الفترة المدروسة الـ 32% من مجموع الأصول، وهي نسبة معتبرة تنم على مدى أهمية الأصول المادية في تركيبة أصول المجمع، وهذا يعود إلى طبيعة النشاط الإنتاجي للمجمع الذي يتطلب تجهيزات إنتاج ذات تكنولوجيا عالية، والتي تتميز بارتفاع أسعارها في السوق، بالإضافة



إلى ضخامة حجم الاستثمارات التي قام بها الجمع من أجل الرفع من طاقته الإنتاجية و ترقية نوعية منتجاته، خاصة أن مجمع صيدال اقبل في السنوات الأخيرة وبالأخص في سنتي 2004 و2005 على إبرام العديد من اتفاقيات الشراكة مع مخابر صيدلانية ذات شهرة عالمية مثل **Novo Nordisk** و **Rhône Poulenc** ، الشيء الذي أسهم في زيادة احتياج الجمع لوسائل وتجهيزات إنتاج أكثر تطوراً، والتي تزيد من وزن الأصول المادية في مجمع صيدال. وعليه، فإن الأصول المادية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) تُسهم بشكل أساسي في زيادة الطاقة الاقتراضية للمجمع ؛ وهذا راجع لما تقدمه الأصول الثابتة من ضمانات للهيئات المقرضة.

## 2- تنوع مصادر التمويل المتاحة أمام مجمع صيدال

بفعل الإصلاحات التي باشرتها السلطات الجزائرية منذ بداية التسعينات من أجل إصلاح النظام التمويلي في الجزائر، أصبح لمجمع صيدال مجالاً واسعاً للاختيار بين مصادر تمويل مختلفة عبر قنوات تصريف متعددة وقد ساعده في ذلك شكله القانوني كونه يعد من شركات الأموال، بالإضافة إلى العديد من العوامل الأخرى التي يعود لها الفضل في تنوع مصادر التمويل المتاحة أمام مجمع صيدال، والتي نذكر أهمها فيما يلي :

- إلغاء مبدأ التوطين المصرفي وإعطاء الحرية للمؤسسات الاقتصادية في اختيار البنوك التي تتعامل معها ؛
- إنشاء أول سوق مالي جزائري للأوراق المالية "بورصة الجزائر"، والتي باشرت عملها ابتداء من 13 سبتمبر 1999، ما سهل أمام مجمع صيدال عملية التمويل عن طريق الأسهم؛
- إصدار تشريعات تتضمن أنواعاً كثيرة من القيم المنقولة التي تستعمل كأدوات تمويل سواء في شكل أسهم أو سندات استحقاق أو كانت قيم منقولة هجينة؛
- إعطاء الحرية للبنوك في منح القروض مهما كانت مدتها وفسح المجال للمنافسة بين مختلف المؤسسات المصرفية سواء كانت؛ عامة أو خاصة، وطنية أو أجنبية؛
- إصدار الأمر الخاص بعمليات الائتمان التجاري ومحاولة تفعيل مثل هذا النوع من التمويل الحديث للمؤسسات؛
- فسح المجال للمؤسسات الاقتصادية العمومية لمباشرة عمليات الاقتراض من الخارج دون تدخل الدولة.

## 3- حجم المؤسسة وسمعتها

إن حجم المؤسسة وسمعتها يؤثران تأثيراً بالغاً على تركيبة هيكلها التمويلي، وبهدف التعرض لتأثير هذا العامل على تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال نقوم بدراسة حجم و سمعة المجمع خلال الفترة المدروسة (2004-2007)، وهذا اعتماداً على مجموعة من المؤشرات أهمها ما يُظهره الجدول (4-17) الموالي:

البيان	2004	2005	2006	2007
رأس المال الاجتماعي	2 500 000	2 500 000	2 500 000	2 500 000
رقم الأعمال	6 578 622	6 720 842	7 222 361	8 022 395
حجم مبيعات	6 466 189	6 596 274	6 942 750	7 735 447
حجم المجمع $Ln(Ventes)$	15,68	15,70	15,75	15,86
نمو رقم الأعمال	-	%2,16	%7,46	%11,08
عدد العمال	3 917	4 104	4 243	4 363
نمو عدد العمال	-	%4,77	%3,39	%2,83
النتيجة الصافية	456 234	430 554	547 483	872 148
نمو النتيجة الصافية	-	(%5,63)	%27,16	%59,30

المصدر . من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير النشاط السنوية للمجمع.

إن المؤشرات المبينة في الجدول أعلاه هي دلالة إيجابية حول سمعة و مكانة مجمع صيدال في السوق، وبالإضافة إلى كل ما أوضحتها المؤشرات المبينة في الجدول رقم (4-17)، نجد أن مجمع صيدال يُعد من بين أولى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي أدرجت جزء من رأس مالها في بورصة الجزائر؛ بعد أن استجابت لجميع شروط القبول، كما أن صيدال مُنظمة في شكل مجمع يضم ثلاثة فروع إنتاجية تابعة وأربع وحدات تجارية، منتشرة عبر سبع ولايات تشرف عليها المؤسسة الأم.

كل هذه المؤشرات جعلت من مجمع صيدال مؤسسة اقتصادية ذات حجم كبير و متزايد، الشيء الذي يعتبر عامل ثقة بالنسبة للمستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم في أسهم صيدال، وهذا ما يزيد من حظوظ المجمع في الحصول على أموال ملكية في حال ما رغب في ذلك، وفي الوقت ذاته عامل طمأنة بالنسبة لدائني المجمع على أموالهم، ولهذا من الممكن أن نقول أن مجمع صيدال بفضل حجمه وسمعته يتمتع بمرونة معتبرة في تركيبة هيكله التمويلي.

#### 4- موقف الإدارة والمساهمين

يطرح الشكل القانوني لمجمع صيدال كونها شركة عمومية إشكالية اتخاذ القرار فيها، فالمتفحص لقرار دخول المجمع لبورصة الجزائر عن طريق تحويل 20% من رأس ماله إلى أسهم متداولة في البورصة، يتبين أن الدوائر الحقيقية لصنع القرارات الهامة في مجمع صيدال تخرج عن نطاق المجمع في حد ذاته، وعن المؤسسة العمومية القابضة للكيمياء و الصيدلة؛ وإنما تتعدى إلى المجلس الوطني لمساهمات الدولة.

وحتى بعد خصومة جزء من رأس مال المجمع ما سمح بدخول مساهمين جدد في مجمع صيدال بامتلاك 20% من رأس ماله، فإن 80% الباقية في يد الشركة العمومية القابضة، الأمر الذي يخول لهذه الأخيرة الانفراد باتخاذ القرار الذي يعكس التوجهات الأساسية للسلطات العمومية في المؤسسة. وعليه، فإن اثر المساهمين على قرارات مجمع صيدال غير مهمة.

## 5- الضريبة

من اجل قياس مدى تأثير الضرائب على تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)، نقوم بالاعتماد على المقياسين اللذان تعرضنا لدراستهما في الفصل الثالث؛ مقياس Kim & Sorensen (1986) والذي يهتم بقياس نسبة ضرائب الأرباح على نتيجة الاستغلال؛ ويتم تمثيل هذا المقياس بقسمة ضريبة الأرباح المدفوعة على الربح قبل الفائدة والضريبة  $\frac{T_{payée}}{EBIT}$ ، والمقياس الثاني ل Titman & Wessels (1988) والذي يهتم بتقييم أثر الميزات الجبائية التي ليس لها علاقة بالاستدانة، ويتم تمثيله بنسبة أعباء الإهلاك إلى إجمالي الأصول  $\frac{Amort}{\sum Actif}$ ، ومن خلال الجدول رقم (4-18) نحاول حساب كل من المقياسين اللذان سبق ذكرهما بهدف إيضاح مدى أهمية تأثير الضرائب على قرارات التمويل في مجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007).  
جدول رقم (4-18). أهمية الضرائب في القرارات التمويلية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
%18	%16	%21	%16	$\frac{T_{payée}}{EBIT}$	نسبة الضريبة على الأرباح من نتيجة الاستغلال
%4	%4	%3	%3	$\frac{Amort}{\sum Actif}$	أهمية الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالاستدانة

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول المبين أعلاه، نلاحظ أن المقياس الأول والذي يهتم بنسبة الضرائب على نتيجة الاستغلال، يشير إلى مدى أهمية الضرائب على الأرباح مقارنة بنتيجة استغلال المجمع على طول فترة الدراسة (2004-2007)؛ هذا ما يزيد من أهمية الضرائب في تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع. وعليه، فإن حضور أموال الاستدانة يُمكن المجمع من تحقيق وفورات ضريبية مهمة. وعليه، هذا يعتبر حافزا بالنسبة لمجمع صيدال على الاستدانة. بالمقابل فإن المقياس الثاني لأهمية الضرائب في تحديد تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع، والذي يتمحور حول قياس أهمية الميزات الضريبية التي ليس لها علاقة بالاستدانة، والتي تتميز بقيمتها المنخفضة جدا؛ ما يعني أن الميزات الضريبية الناتجة عن غير الاستدانة قليلة و هذا ما يدعم ما جاء به المقياس الأول. وعليه، يمكننا القول أن الضريبة تعد محدد أساسي لتركيب الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة المدروسة.

إن معدل الضرائب على أرباح الشركات (IBS) في الجزائر قد عرف تغيرا خلال الفترة (2004-2007)، والجدول رقم (4-19) يلخص لنا تطور معدلات الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر خلال الفترة المدروسة.

الجدول رقم(4-19). معدلات الضريبة على أرباح الشركات في الجزائر خلال الفترة (2004-2007)

السنوات	2004	2005	2006	2007
معدلات الضريبة				
المعدل العادي	30%	30%	25%	25%
المعدل المخفض	15%	15%	12,5%	12,5%

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على قانون المالية التكميلي لسنة 2006، (الملحق رقم 07).

إن انخفاض معدلات الضريبة على أرباح الشركات في سنة 2006 سيقبل من المزايا التي يتمتع بها مجمع صيدال من اللجوء إلى التمويل عن طريق أموال الاستدانة بسبب تراجع حجم الوفرات الضريبية المحققة من خصم مصاريف الاقتراض، بالإضافة إلى ذلك عرف معدل الضريبة المخفض انخفاضا محسوسا، حيث انتقل من 15% إلى 12,5% على الأرباح المعاد استثمارها، الشيء الذي سيشجع مجمع صيدال على احتجاز الأرباح المحققة بهدف إعادة استثمارها. وعليه، فإن انخفاض معدل الضريبة (IBS) في سنة 2006، يعتبر عامل مهم بالنسبة لمجمع صيدال على تقليص حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي وفي الوقت ذاته العمل على الرفع من أموال الملكية، عن طريق التمويل الذاتي، وهذا ما يمكن اعتباره تفسيرا للانخفاض الذي حدث على مستوى أموال الاستدانة وبالمقابل ارتفاع نسبة حضور أموال الملكية في مجمع صيدال سنة 2006.

#### 6- المردودية واثار الرافعة المالية

تعتبر المردودية من بين أهم محددات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، فحساب كل من المردودية الاقتصادية والمالية و إيجاد اثر الرافعة المالية يساعد الإدارة المالية للمؤسسة الاقتصادية على ترشيد اتخاذ القرارات التمويلية، وفي إطار دراسة العوامل المحددة للهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)، قمنا بمحاولة حساب كل من المردودية الاقتصادية والمالية وكذلك اثر الرفع المالي، وذلك من خلال الجدول الآتي:

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
%8,08	%7,55	%5,48	%9,10	$\frac{\text{نتيجة الاستغلال} + \text{المصاريف المالية}}{\text{مجموع الأصول}} * (t-1)$	المردودية الاقتصادية
%121	%134	%139	%120	$\frac{D}{CP}$	نسبة الاستدانة
11,51%	10,62%	6,29%	%14,15	$R_f = \left[ R_e + \frac{D}{CP} * (R_e - i') \right]$	المردودية المالية
%2,83	%2,30	%0,58	%4,20	$(R_e - i')$	اثر الرافعة المالية

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال.

$R_e$ : المردودية الاقتصادية بعد استبعاد الضرائب على أرباح الشركات؛

$CP$ : أموال الملكية؛

$D$ : أموال الاستدانة؛

$i'$ : تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الوفرات الضريبية .

تميزت المردودية الاقتصادية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة ؛ ويعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، وكذلك إلى زيادة ونمو مجموع الأصول نتيجة للسياسة التوسعية المنتهجة من قبل المجمع ؛ حيث بلغ متوسط نمو مجموع أصوله خلال الفترة المدروسة ما يقارب 4%، ومن خلال الجدول رقم (4-20)، نلاحظ أن المردودية الاقتصادية للمجمع سنة 2004 بلغت 9,1% لتتخفف بعدها إلى 5,48% سنة 2005 بسبب الارتفاع الملحوظ في مجموع الأصول و الذي فاق الـ 10%، بالإضافة إلى انخفاض نتيجة الاستغلال لهذه السنة ب حوالي 6%، مقارنة مع سنة 2004، إلا أن المردودية الاقتصادية للمجمع عاودت الارتفاع في سنتي 2006 و2007؛ حيث سجلت 7,55% و 8,08% على التوالي. وبالنظر إلى المردودية المالية لمجمع صيدال خلال ذات الفترة، نجد أنها تفوق المردودية الاقتصادية المحققة خلال كامل السنوات المدروسة، إلا أن هناك تذبذبات في قيم المردودية المالية للمجمع، والتي تعتبر استجابة للتغيرات التي عرفتتها المردودية الاقتصادية، ومن أجل الفهم الجيد لتطور المردودية المالية، نقوم بمحاولة دراسة اثر الرافعة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة، والتي نجدها تتميز بإيجابية قيمها، وهذا ما يُنبئنا بتفوق المردودية الاقتصادية على التكلفة الفعلية لأموال الاستدانة (بعد استبعاد الوفرات الضريبية )، إلا أن اثر الرفع المالي عرف تغيراً عبر الفترة المدروسة حيث بلغ سنة 2004 نسبة 4,2% لينخفض سنة 2005 إلى 0,58% نتيجة الانخفاض المحسوس لنتيجة الاستغلال الذي تميزت به هذه السنة. أما سنتي 2006 و2007 فقد تميزتا بارتفاع في اثر الرافعة المالية رغم انخفاض معدلات الضريبة على أرباح الشركات من 30% إلى 25%، الشيء

الذي يُسهم في التخفيض من الوفرات الضريبية المحققة جراء اللجوء إلى الاستدانة ما يرفع من المعدل الفعلي للفائدة على أموال الاستدانة<sup>٦</sup>.

رغم كل ما سبق يبقى مجمع صيدال يحضى بأثر رفع مالي ايجابي نتيجة اللجوء إلى أموال الاستدانة، وهذا ما يشجع المساهمين على حث إدارة المجمع للجوء إلى استخدام أموال الاستدانة من اجل تعظيم عوائدهم الصافية و التي تقاس بالمرودية المالية.

## 7- المخاطرة

تعد المخاطر المحيطة بالمؤسسة الاقتصادية من بين ابرز محددات هيكلها التمويلي، وهذا ما يدعونا للبحث عن مدى تعرض مجمع صيدال للمخاطر بنوعيتها الرئيسيين ؛ مخاطر الأعمال و المخاطر المالية، ومن خلال الجدول رقم (4-21) نحاول قياس مخاطر النشاط للمجمع عن طريق إيجاد الانحراف المعياري لنتائج استغلاله للفترة المدروسة (2004-2007) ؛ أي بالاعتماد على معطيات تاريخية، وهذا لتعذر الحصول على تقديرات نتائج الاستغلال لذات الفترة من طرف إدارة المجمع، وذلك راجع لسريتها، حسب المكلف بمصلحة الميزانية.

جدول رقم (4-21). تقدير الانحراف المعياري لنتائج استغلال مجمع صيدال خلال الفترة(2004-2007)

الوحدة، واحد

مليون دج

2007	2006	2005	2004	المعاملات	النسب المالية
1 618	1 443	1 120	1 691		نتيجة الاستغلال
1 468	1 468	1 468	1 468	$\bar{r} = \frac{\sum_{i=1}^n r_i}{n}$	المتوسط الحسابي لنتائج الاستغلال
150	(25)	(348)	223	$(r_i - \bar{r})$	فروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
22 405	613	121 211	49 829	$(r_i - \bar{r})^2$	مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
194 058	194 058	194 058	194 058	$\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2$	مجموع مربعات الفروق بين قيم نتيجة الاستغلال ووسطها الحسابي
64 686	64 686	64 686	64 686	$\frac{\sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2}{n - 1}$	$V(x)$ تباين نتيجة الاستغلال
254				$\sqrt{V(x)}$	الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال SD
%16	%18	%23	%15	$\frac{SD}{r_i}$	نسبة الانحراف المعياري من نتيجة الاستغلال لكل سنة على حدى

المصدر . من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال المعلومات المستقاة من الجدول المبين أعلاه و التي تشير إلى أن الانحراف المعياري لنتيجة الاستغلال لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 الى سنة 2007 تساوي إلى 254 مليون دينار جزائري ؛ والتي تعبر عن متوسط الفروق الموجودة بين مختلف نتائج الاستغلال، و التي تعكس لنا درجة خطر النشاط الذي يتعرض له المجمع خلال الفترة المدروسة. وبمقارنة قيمة الانحراف المعياري بنتائج الاستغلال لكل سنة على حدى نجد أنها تمثل ما بين 15% و 23%، وهي نسبة معتبرة، إلا أنها في الوقت ذاته لا تعبر عن مخاطرة تشغيلية كبيرة بالنسبة لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة، خاصة و أن نتائج الاستغلال المحققة كانت ايجابية. لكن على إدارة المجمع العمل على تخفيض قيمة الانحراف المعياري في السنوات القادمة من اجل كسب ثقة المقرضين، و ضمان الحصول على أموال الاستدانة بشروط ميسرة.

بعدما تطرقنا لقياس مخاطر النشاط لمجمع صيدال، خلال الفترة(2004-2007) ننتقل الآن لدراسة قياس مخاطر إفلاسه ؛ وفقا لنموذج Altman Mc Cough & Kida ، والجدولين الآتيين يوضحان مخاطر إفلاس مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة وفقا للنموذجين المذكورين أعلاه.

جدول رقم (4-22). تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفقا لنموذج Altman & Mc Cough لسنة 1974

النتيجة بالنسبة لسنة 2007	النتيجة بالنسبة لسنة 2006	النتيجة بالنسبة لسنة 2005	النتيجة بالنسبة لسنة 2004	المعاملات	النسب المالية
X النسب المالية المعاملات	X النسب المالية المعاملات	X النسب المالية المعاملات	X النسب المالية المعاملات		
0,003098118	0,002557308	0,002579522	0,002888208	0,012	رأس المال العامل الدائم مجموع الأصول
0,000296083	0,00022694	0,000250036	0,00025962	0,014	الأرباح المحتجزة في الميزانية مجموع الأصول
0,051821111	0,060207612	0,070242239	0,080331508	0,033	الأرباح قبل الفوائد والضرائب مجموع الخصوم
0,001758289	0,001652374	0,001463778	0,001596459	0,006	القيمة السوقية لحقوق المساهمين مجموع الخصوم
0,005343065	0,005035461	0,004698099	0,005059007	0,01	المبيعات مجموع الأصول
0,062316666	0,069679694	0,079233672	0,090134801		دليل الاستمرارية Z

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال.

من خلال الجدول المبين أعلاه، والذي يهتم بقياس خطر إفلاس مجمع صيدال للفترة (2004-2007) وفقا لنموذج Altman & MC Cough، نجد أن دليل استمرارية المجمع حسب هذا النموذج يشير إلى قيم تتراوح بين 0,062 و0,090 خلال كامل الفترة المدروسة، وهي قيم أقل بكثير من القيمة المعيارية للدليل الاستمرارية Z والتي تساوي على الأقل إلى 2,99. وعليه، فإن مجمع صيدال وفقا لتقييم نموذج Altman & MC Cough يتميز باحتمال إفلاس مرتفع، وبهدف التحقق نقوم بدراسة نموذج آخر لقياس خطر الإفلاس وهو نموذج Kida. والجدول رقم (4-23) يبين لنا قياس خطر إفلاس مجمع صيدال للفترة المدروسة حسب نموذج Kida.



جدول رقم (4-23). تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفقا لنموذج Kida

النتيجة بالنسبة لسنة 2007	النتيجة بالنسبة لسنة 2006	النتيجة بالنسبة لسنة 2005	النتيجة بالنسبة لسنة 2004	المعاملات	النسب المالية
X	X	X	X		
النسب المالية المعاملات	النسب المالية المعاملات	النسب المالية المعاملات	النسب المالية المعاملات		
0,060526326	0,039773919	0,031361281	0,036558274	1,042	صافي الربح بعد الضريبة مجموع الأصول
0,189965723	0,179716218	0,175910636	0,190996458	0,42	حقوق المساهمين مجموع الخصوم
-0,172081314	-0,179175165	-0,173434844	-0,182813007	-0,461	الأصول النقدية الخصوم المتداولة
-0,247383904	-0,233141838	-0,217521967	-0,234232009	-0,463	المبيعات مجموع الأصول الأصول النقدية
0,037565207	0,040127538	0,037217455	0,037127668	0,271	مجموع الأصول
-0,131407962	-0,152699327	-0,14646744	-0,152362616		دليل الاستمرارية Z

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية لمجمع صيدال.

إن الجدول المبين أعلاه يهتم بقياس دليل استمرارية مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة وفقا لنموذج Kida، وقد أشار نموذج استمرارية مجمع صيدال وفقا لهذا النموذج إلى قيم سالبة، وهذا ما يدل على أن احتمال إفلاس مجمع صيدال مرتفع. وعليه، فإن نتائج نموذج Kida تؤكد لنا نتائج النموذج الأول.

### المطلب الثاني. التحليل المالي للهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)

تقاس الصحة المالية لأي مؤسسة بمدى قدرتها على مواجهة التزاماتها بتواريخ استحقاقها من جهة، ومدى إمكانيةها على خلق عوائد مالية تساعد في تطوير نشاطها وتوسيعه من جهة أخرى، بما يضمن لها البقاء في عالم الأعمال. ولاختبار وتقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال وكذلك قياس مدى استعداد المجمع في مواجهة التزاماته عند حلول آجال استحقاقها، وقدرته على تحقيق مردودية مناسبة تساعد على القيام بنشاطه وتوسيعه، نقوم بتحليل وضعيته المالية وذلك بالاعتماد على أهم المؤشرات والنسب المالية، إضافة إلى استخدام المعلومات المحاسبية والمالية المتاحة خلال الفترة (2004-2007).

### الفرع الأول. الميزانية المالية لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)

بهدف الحصول على الميزانية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007) ننطلق من ميزانيته المحاسبية الواردة في المطلب الثالث، المبحث الأول من هذا الفصل، وتبعاً لمبدأ ترتيب عناصر الأصول حسب درجة السيولة، وكذا ترتيب عناصر الخصوم حسب درجة الاستحقاق، بالإضافة إلى الاعتماد على المعلومات المستمدة من الإدارة المالية للمجمع، والتي نذكر منها على سبيل الذكر لا الحصر؛ أن مخزون الأمان

لدى مجمع صيدال معدوما، وهذا لتفادي إتلاف المواد الأولية المستعملة في صناعة الأدوية والتي تتميز بقصر مدة صلاحيتها. بناء على كل ذلك، فإننا نستطيع إعداد الميزانية المالية المختصرة للمجمع خلال الفترة المدروسة لتظهر على النحو التالي:

جدول رقم (4-24). الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال جانب الأصول للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007

الوحدة

1000دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
				<b>الأصول الثابتة</b>
4 393 235	4 614 504	4 953 219	4 318 303	القيم الثابتة
1 041 851	1 113 447	1 040 990	1 054 688	القيم الثابتة الأخرى
5 435 086	5 727 951	5 994 209	5 372 991	مجموع الأصول الثابتة
				<b>الأصول المتداولة</b>
4 536 723	4 307 203	3 758 250	3 962 708	قيم الاستغلال
2 786 916	2 054 537	2 569 268	1 875 393	قيم قابلة للتحقيق
2 053 182	2 101 288	1 961 581	1 779 782	قيم جاهزة
9 376 821	8 463 029	8 289 098	7 617 883	مجموع الأصول المتداولة
<b>14 811 907</b>	<b>14 190 980</b>	<b>14 283 307</b>	<b>12 990 874</b>	مجموع الأصول

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

جدول رقم (4-25). الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال جانب الخصوم للفترة الممتدة من 2004 إلى 2007

لوحدة 1

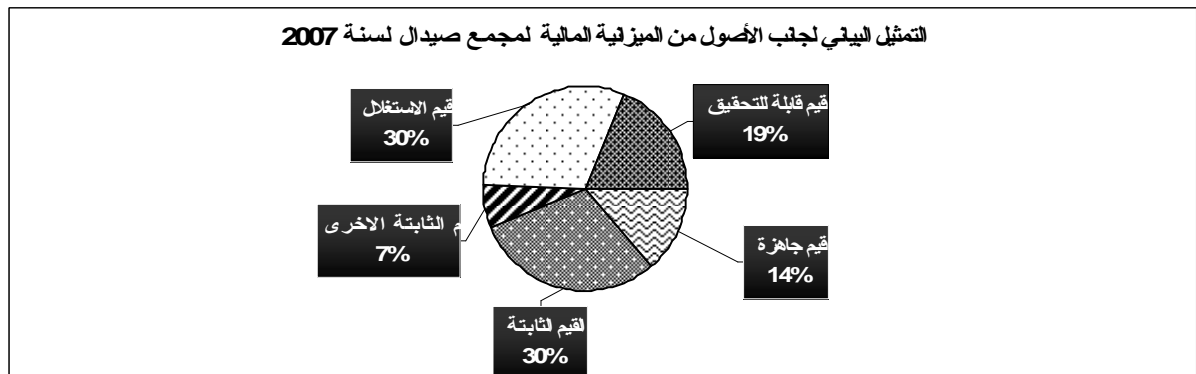
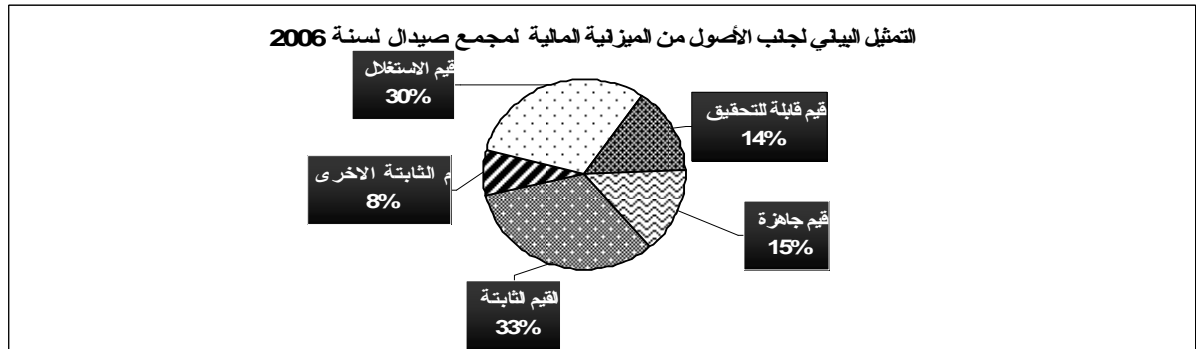
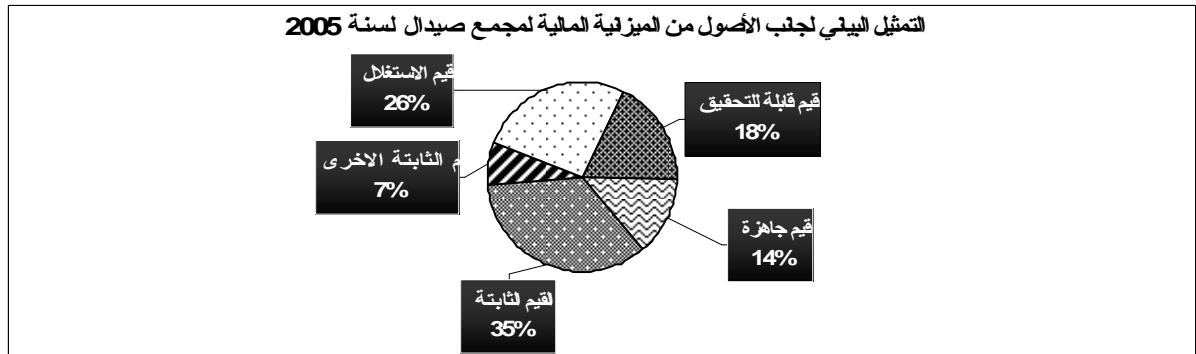
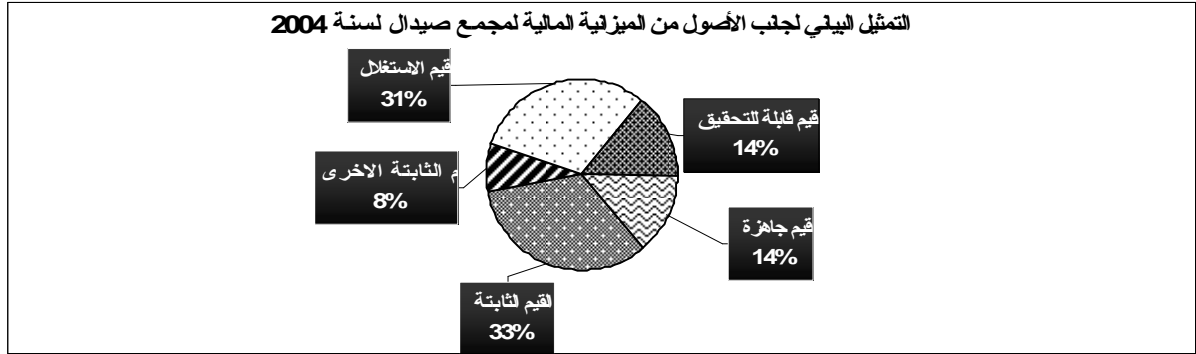
1000دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
				<b>الأموال الدائمة</b>
6 699 416	6 072 260	5 982 347	5 907 645	الأموال المملوكة
2 612 086	2 712 313	3 086 964	2 595 149	ديون طويلة و متوسطة الأجل
9 311 502	8 784 573	9 069 311	8 502 794	مجموع الأموال الدائمة
5 500 405	5 406 407	5 213 996	4 488 080	<b>الديون قصيرة الأجل</b>
<b>14 811 907</b>	<b>14 190 980</b>	<b>14 283 307</b>	<b>12 990 874</b>	مجموع الخصوم

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

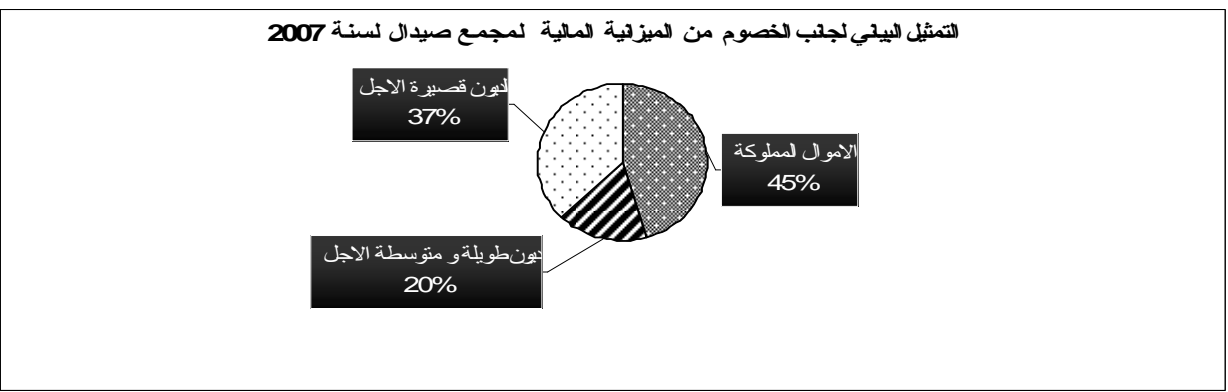
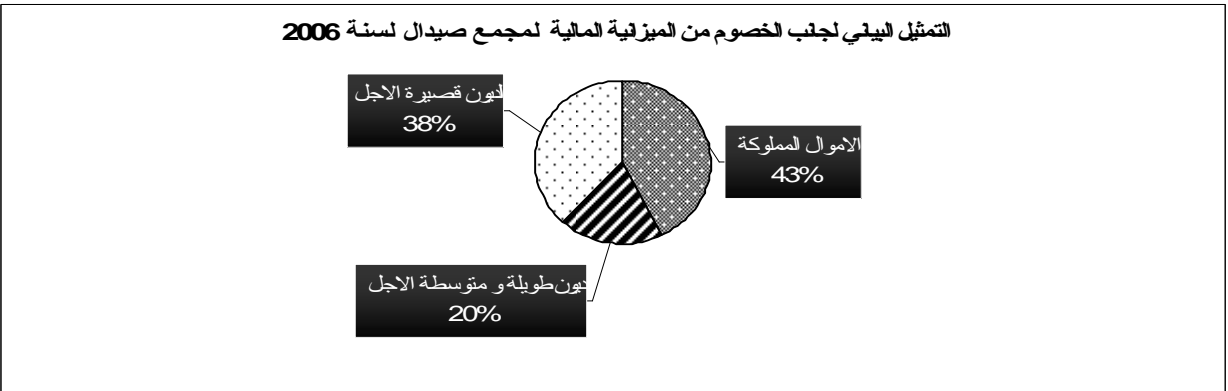
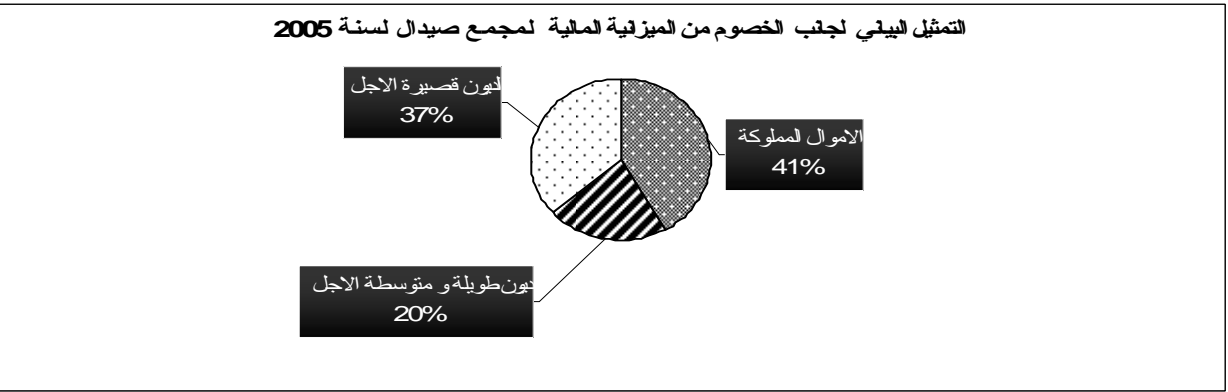
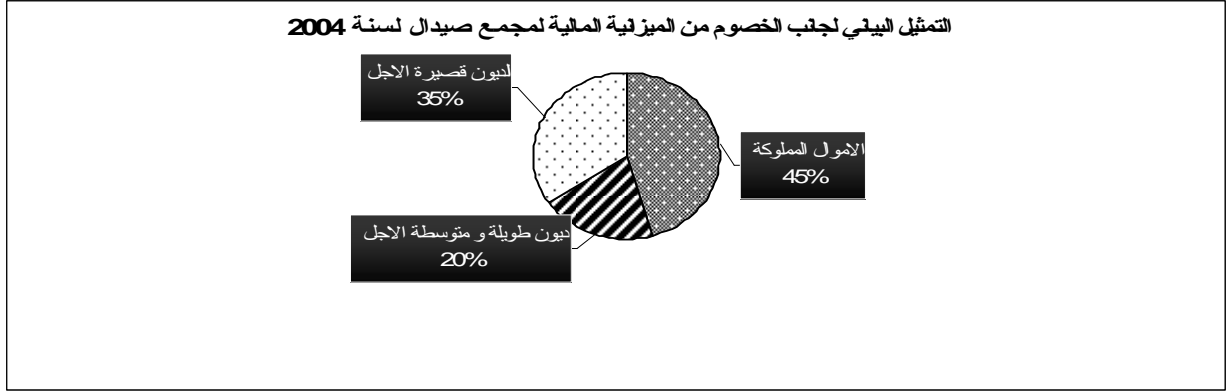
ومن اجل جعل قراءة معطيات الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال أكثر وضوح وسهولة، نقوم بتمثيلها بيانيا بالاعتماد على طريقة الدوائر النسبية وذلك على النحو الآتي:

الشكل رقم (4-4-أ). التمثيل البياني للميزانية المالية لمجمع صيدال، جانب الأصول خلال الفترة (2004-2007)



المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على الميزانية المالية للمجمع، جانب الأصول خلال الفترة (2004-2007).

الشكل رقم (4-4-ب). التمثيل البياني للميزانية المالية لمجمع صيدال، جانب الخصوم خلال الفترة (2004-2007)



المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على الميزانية المالية للمجمع، جانب الخصوم خلال الفترة (2004-2007).

من خلال الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007) والتمثيل البياني لكل من تركيبة أصولها وخصومها، نلاحظ وبشكل عام أن المجمع يعرف استقرار نسبي على مستوى تركيبة أصوله وخصومه خلال الفترة المدروسة، وهذا ما توضحه بشكل أدق الرسوم البيانية لكل من أصول وخصوم المجمع خلال الفترة المدروسة حيث نلاحظ تغيرات بسيطة جدا في حضور كل عنصر من عناصر الميزانية عبر سنوات الدراسة. وبفضل الميزانية المالية المبينة أعلاه سوف تتمكن من تحليل الوضعية المالية لمجمع صيدال بأكثر دقة .

### الفرع الثاني. مؤشرات التوازن المالي

نعتمد في تحليلنا للتوازن المالي لمجمع صيدال على أهم مؤشرات التوازن المالي وهي رأس المال العامل احتياجات رأس المال العامل و رصيد الخزينة.

#### أولاً. مؤشر رأس المال العامل

من خلال هذه الفقرة نحاول التطرق لشكلين أساسيين من رأس المال العامل، وهما رأس المال العامل الدائم و رأس المال العامل الخاص.

أ- رأس المال العامل الدائم لمجمع صيدال الفترة (2004-2007)

جدول رقم (4-26). رأس المال العامل الدائم لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007  
الوحدة 1000دج.

2007	2006	2005	2004	البيانات
9 311 502	8 784 573	9 069 311	8 502 794	الأموال الدائمة (1)
5 435 086	5 727 951	5 994 209	5 372 991	الأصول الثابتة (2)
3 876 415	3 056 622	3 075 102	3 129 803	رأس المال العامل الدائم = (1)-(2)
%26,82	(%0,60)	(%1,75)		نسبة النمو %

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

ملاحظة: (1) = أموال الملكية + الديون متوسطة وطويلة الأجل.

نستنتج من خلال الجدول أعلاه، أن رأس المال العامل الدائم لمجمع صيدال كان موجبا خلال كامل الفترة المدروسة بالرغم من انخفاضه الطفيف في سنتي 2005 و 2006 بنسبة 1,75% و 0,60% على التوالي، إلا أنه عاد إلى الارتفاع من جديد سنة 2007 ليحقق نسبة نمو معتبرة بحوالي 27%.

ب- رأس المال العامل الخاص لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)

الوحدة

جدول رقم (4-27). رأس المال العامل الخاص لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007

1000.دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
6 699 416	6 072 260	5 982 347	5 907 645	أموال الملكية (1)
5 435 086	5 727 951	5 994 209	5 372 991	الأصول الثابتة (2)
1 264 329	344 309	(11 862)	534 654	رأس المال العامل الخاص = (1)-(2)

لصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

من خلال حساب رأس المال العامل الخاص، نلاحظ انه في سنة 2004 كان يتميز بقيمة موجبة معتبرة ؛ وهذا يعني أن الأصول الثابتة لمجمع صيدال في هذه السنة كان من الممكن أن تُمول بالكامل بأموال الملكية ويبقى جزء من هذه الأموال بقيمة 534.654 ألف دينار، موجه لتغطية الأصول المتداولة. أما سنة 2005 تميزت برأس مال عامل خاص قريب من الصفر بقيمة سالبة وهذا ليس راجع إلى انخفاض أموال الملكية ؛ وإنما راجع إلى ارتفاع قيمة الأصول الثابتة لهذه السنة بحوالي 15% مقارنة بسنة 2004، وهذا نتيجة لتجسيد البرنامج الاستثماري المكثف لسنة 2005؛ في إطار تجديد آلات و تجهيزات الإنتاج، والتي كلفت المجمع حوالي 495 مليون دينار، إلا أن سنتي 2006 و 2007 عرفتا نمو ملحوظ في قيمة رأس المال العامل الخاص، وهذا راجع بالدرجة الأولى إلى ارتفاع قيمة أموال الملكية في سنتي 2006 و 2007، حيث يقدر نمو قيمتها سنة 2007 مقارنة بسنة 2005 بحوالي 12%، وهذا راجع إلى ارتفاع النتائج الصافية المحققة في سنتي 2006 و 2007 بمعدل متزايد، و كذلك موافقة الجمعية العامة على التخفيض من توزيعات الأرباح على المساهمين ؛ حيث قدرت نسبة توزيعات الأرباح في كل من سنتي 2006 و 2007 ب 42% و 12% على التوالي، ومن ناحية أخرى انخفاض طفيف في قيمة الأصول الثابتة نتيجة للثبات النسبي في حيازة الاستثمارات وكذلك ارتفاع قيم اهتلاك الاستثمارات المملوكة من طرف المجمع.

ثانيا. مؤشر احتياجات رأس المال العامل

يمكن حساب احتياجات رأس المال العامل انطلاقا من العلاقة التالية:

احتياجات رأس المال العامل = ( قيم الاستغلال + القيم القابلة للتحقيق) - ( الديون قصيرة الأجل - التسبيقات البنكية)

حيث أن:

● قيم الاستغلال + القيم القابلة للتحقيق = الاحتياجات الدورية الاستغلال

• الديون قصيرة الأجل - التسبيقات البنكية = الموارد الدورية.

وبالتالي فإن:

احتياجات رأس المال العامل = الاحتياجات الدورية - الموارد الدورية

وبالاعتماد على المعطيات المستخلصة من الميزانية المالية لمجمع صيدال، نستطيع تحديد احتياجاته من رأس المال العامل، وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4-28). احتياجات رأس المال العامل لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004-2007  
الوحدة  
1000دج

البيانات	2004	2005	2006	2007
الاحتياجات الدورية (1)	5 838 101	6 327 518	6 361 740	7 323 639
الموارد الدورية (2)	2 937 279	3 428 072	3 550 395	3 661 359
احتياج رأس المال العامل = (1)-(2)	2 900 822	2 899 445	2 811 346	3 662 279
نسبة النمو %		(%0,05)	(%3,04)	%30,27

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

ما يلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن احتياجات رأس المال العامل سجلت بقيم موجبة خلال كامل الفترة المدروسة، إلا أن هناك اختلاف بين نسب تغيرها من سنة إلى أخرى، ومنه يمكن أن نشير إلى الانخفاض، الذي عرفته احتياجات رأس المال العامل، خلال سنتي 2005 و2006 بنسبتي (0,05%) و(3,04%) على التوالي مقارنة بسنة 2004، وهذا ما يمكن إرجاع سببه لتزايد الموارد الدورية للمجمع. بينما عرف هذا المؤشر تزايداً معتبراً خلال سنة 2007 بنسبة 30,27%، بسبب زيادة الاحتياجات الدورية بشكل كبير رغم الارتفاع الطفيف للموارد الدورية لهذه السنة.

إن احتفاظ احتياجات رأس المال العامل بقيم موجبة على طول الفترة المدروسة (2004-2007) هو نتيجة لتفوق احتياجات دورة استغلال المجمع على موارده الدورية، وهذا ما يدل على أن الديون قصيرة الأجل غير كافية لتغطية احتياجات دورة الاستغلال؛ وبالتالي يجب على مسيري المجمع، أن يعيدوا النظر في السياسة المتبعة مع الزبائن والموردين؛ وذلك بتقليص ما أمكن من المدة الممنوحة للزبائن من أجل دفع ما عليهم اتجاه المجمع، وبالموازاة العمل على زيادة ما أمكن، في المدة الممنوحة للمجمع من قبل الموردين وهذا بهدف خلق توازن ما بين الاحتياجات الدورية والموارد الدورية للاستغلال.

ثالثاً. مؤشر الخزينة

يحسب هذا المؤشر باستخدام إحدى العلاقتين التاليتين:

الخزينة = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل

= القيم الجاهزة - التسبيقات البنكية

تظهر وضعية خزينة المجمع خلال السنوات الأربعة للفترة المدروسة، من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (4-29). رصيد الخزينة العامة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2004-2007 الوحدة. 1000-دج

2007	2006	2005	2004	البيانات
3 876 415	3 056 622	3 075 102	3 129 803	رأس المال العامل (1)
3 662 279	2 811 346	2 899 445	2 900 822	احتياجات رأس المال العامل (2)
214 136	245 276	175 657	228 981	الخبزينة = (1) - (2)
2 053 182	2 101 288	1 961 581	1 779 782	القيم الجاهزة (1)
1 839 046	1 856 012	1 785 924	1 550 801	التسبيقات البنكية (2)
214 136	245 276	175 657	228 981	الخبزينة = (1) - (2)
-12,70%	39,63%	-23,29%		نسبة النمو %

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على تقارير المجمع.

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن الوضعية الصافية لخبزينة المجمع تظهر بقيم موجبة، خلال الأربع سنوات المدروسة (2004-2007)، مما يعكس وجود توازن مالي على المدى القصير بين رأس المال العامل من جهة وبين احتياجات رأس المال العامل من جهة ثانية، إلا أنه وبالرغم من إيجابية قيم الخزينة، نلاحظ وجود تذبذب في نسب نموها من سنة لأخرى، حيث سجلت قيمتها تناقصا في سنة 2005 بنسبة 23,29% مقارنة بسنة 2004، و بالمقابل عرفت ارتفاعا محسوس سنة 2006 بنسبة 39,69% نتيجة لانخفاض احتياجات رأس المال العامل بأكثر من 3% مقارنة بانخفاض رأس المال العامل ب 0,06%؛ هذا ما جعل الخزينة الصافية للمجمع تعرف نمو معتبر في سنة 2006، إلا أن هذا النمو لم يدم طويلا حيث سجلت انخفاض خلال سنة 2007 بنسبة 12,7% مقارنة بالسنة السابقة، ما يمكن استنتاجه بخصوص الوضعية المالية للمجمع من خلال مؤشرات التوازن المالي أن مجمع صيدال يشهد وضعية مالية متوازنة نسبيا خلال السنوات الأربعة (2004-2007)، وهذا بالرغم من تميزه باحتياجات مالية دورية ضخمة إلا أن الرصيد الصافي للخبزينة بقي دائما موجبا بسبب التطور الموازي في رأس المال العامل للمجمع.

### الفرع الثالث. التحليل باستخدام النسب المالية

نحاول من خلال هذا الفرع أن نتناول أهم النسب المالية التي تمنحنا صورة واضحة عن الوضعية المالية لمجمع صيدال بهدف استصدار حكم حول تركيبة هيكله التمويلي .



## أولاً. نسب هيكلية الخصوم

ستعرض من خلال الجدول التالي، لأهم نسب الهيكلية المالية لمجمع صيدال في الفترة (2004-2007)،

والتي تأتي على النحو التالي:

- نسب التمويل؛
- نسب الاستقلالية المالية؛
- نسب المديونية؛
- نسبة قابلية التسديد؛
- نسبة السيولة.

جدول رقم (4-30). بعض نسب الهيكلية المالية لمجمع صيدال الفترة (2004-2007)

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
1,71	1,53	1,51	1,58	الأموال الدائمة الأصول الثابتة	نسبة التمويل الدائم
1,23	1,06	1,00	1,10	<u>أموال الملكية</u> الأصول الثابتة	نسبة التمويل الخاص
0,45	0,43	0,42	0,45	<u>أموال الملكية</u> مجموع الخصوم	النسبة العامة للاستقلالية المالية
0,31	0,31	0,30	0,35	<u>رأس المال الاجتماعي</u> مجموع الديون	النسبة الخاصة للاستقلالية المالية
0,55	0,57	0,58	0,55	<u>مجموع الديون</u> مجموع الأصول	نسبة قابلية التسديد
1,21	1,34	1,39	1,20	<u>مجموع الديون</u> أموال الملكية	نسبة المديونية العامة
0,39	0,45	0,52	0,44	<u>ديون طويلة ومتوسطة الأجل</u> أموال الملكية	نسبة المديونية طويلة و متوسطة الأجل إلى أموال الملكية
0,82	0,89	0,87	0,76	<u>ديون قصيرة الأجل</u> أموال الملكية	نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه، أن نسب التمويل الدائم أكبر من الواحد الصحيح، وهذا خلال السنوات الأربعة للفترة (2004-2007)، مما يدل على وجود هامش أمان يسمح للمجمع بتغطية كامل أصوله الثابتة

وجزاء معتبر من أصوله المتداولة عن طريق الأموال الدائمة، وقد عرفت هذه الأخيرة تغيرات طفيفة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2006، إلا أن في سنة 2007 عرفت هذه النسبة ارتفاع معتبر يقدر بحوالي 12% مقارنة بسنة 2006.

أما بالنسبة للتمويل الخاص، فإن مجمع صيدال في الفترة المدروسة (2004-2007) احتفظ بنسب تمويل خاص تساوي أو تفوق الواحد على كامل الفترة المدروسة، وهذا ما يُعنيه نظريا عن اللجوء إلى أموال الاستدانة من اجل تمويل أصوله الثابتة، ويمكنه أن يستخدم الفائض في تمويل جزء من الأصول المتداولة. من خلال نسبي التمويل الدائم و الخاص يتضح أنه كان بالإمكان أن تمويل جُل الأصول الثابتة في مجمع صيدال عن طريق أموال ملكية؛ ما يعني أن مجموع الديون طويلة ومتوسطة الأجل التي هي بحوزة المجمع في الفترة (2004-2007) تستخدم في تمويل الأصول المتداولة؛ إلا أن الواقع في مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة عكس ذلك، حيث يستخدم جزء مهم من أموال الملكية لتمويل الأصول المتداولة، ما يضطر المجمع اللجوء إلى الديون متوسطة وطويلة الأجل من اجل سد العجز في الاحتياجات المالية للدورة الاستثمارية، وهذا ما ينتج عنه خسارة تكمن في استخدام مصادر تمويل ذات تكاليف مرتفعة في تمويل أصول لا يتولد عنها عوائد. في خصوص النسبة العامة للاستقلالية المالية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004 إلى 2007 نجد أنها تتراوح بين 42% إلى 45%، وهي اقل من النسبة الدنيا الواجب تحقيقها 50%، ومن اجل التدقيق أكثر في ما يخص الاستقلالية المالية للمجمع نقوم بحساب النسبة الخاصة للاستقلالية المالية، التي نجد أنها موضحة في الجدول رقم (4-30)، حيث تتراوح قيمتها بين 31% و 35% على مدى الفترة المدروسة (2004-2007)، وحسب النسبة المعيارية للاستقلالية المالية الخاصة يتم تصنيف الاستقلالية المالية الخاصة للمجمع بالقربية من المتوسط؛ وهذا ما يؤكد النتائج المتحصل عليها من حساب النسبة العامة للاستقلالية المالية. وعليه، فإن الاستقلالية المالية بشكل عام تعتبر ضعيفة.

تعتبر نسبة قابلية التسديد عن نسبة الضمان التي يمنحها المجمع لدائنيه، بما يزيد من ثقتهم فيه، وكل ما كانت هذه النسبة اصغر كلما كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق النسبة 50%، إلا أن هذه النسبة لدى مجمع صيدال في الفترة (2004-2007) فاقت بقليل الـ 50%؛ كما هو موضح في الجدول رقم (4-30)، خلال كامل الفترة المدروسة؛ وكذلك تميزت هذه النسبة خلال ذات الفترة بثبات نسبي. وعليه، يمكن القول بأن مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) يعاني من نسبة قابلية تسديد ضعيفة عموما، وهذا ما يُعقد عملية حصول المجمع على أموال استدانة إضافية بشروط ميسرة، والدليل على ذلك هو عدم موافقة بنك القرض الشعبي الجزائري CPA على منح المجمع قرضا طويل الأجل سنة 2007 إلا بعد مفاوضات عسيرة وشروط عديدة.

من اجل الخوض أكثر في تقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)، علينا دراسة نسب مديونيته، ونبدأ بدراسة نسبة المديونية العامة؛ والتي تمنحنا صورة عامة حول تركيبة الهيكل

التمويلي للمجمع من ناحية ملكية مصادر التمويل المستخدمة من قبله ؛ وبالتحديد تُمكننا نسبة المديونية من تحديد درجة حضور أموال الاستدانة مقارنة بأموال الملكية، ومن خلال الجدول رقم (4-30) قمنا بحساب نسبة المديونية العامة لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)؛ حيث تتراوح هذه النسبة بين 1,2 و1,39، ما يعني أن أموال الاستدانة تفوق أموال الملكية بنسبة تتراوح بين 20% وحوالي 40% خلال الفترة المدروسة، وقد بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2005، نتيجة لعملية تجديد الاستثمارات التي ميزت هذه السنة، ما اجبر المجمع على اللجوء إلى أموال الاستدانة وبالتحديد القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل من أجل تلبية احتياجاته المالية، وبعد هذه السنة بدأت نسبت المديونية تنخفض إلى أن استقرت في 1,2 سنة 2007؛ وهذا نتيجة للثبات النسبي الذي عرفته الاستثمارات في المجمع، و كذلك ارتفاع النتيجة الصافية المحققة في سنة 2007 و في الوقت ذاته التحجيم من نسب التوزيعات على المساهمين هذا ما أدى إلى رفع أموال الملكية في هذه السنة. وعليه، حدث انخفاض طفيف لنسبة المديونية. و بالرجوع إلى النسبة المعيارية للمديونية، والتي تقضي بأن يكون الحد الأقصى لنسبة المديونية مقارنة بأموال الملكية في الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية هو 100%؛ (مجموع الديون /أموال الملكية > أو = 1)، نخلص إلى أن نسبة مديونية المجمع للفترة (2004-2007) تعتبر جد عالية ؛ ما يجعل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة المدروسة يتميز بنسبة استدانة أعلى من النسبة المثلى. ومن أجل التدقيق أكثر في شأن استدانة المجمع ؛ محاولين تحديد موقع الخلل بدقة بين أموال الاستدانة ؛وذلك بدراسة كل من نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل إلى أموال الملكية وكذلك نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية .

#### ● نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل إلى أموال الملكية

نتمكن من خلال حساب هذه النسبة من معرفة مدى حضور جزء فقط من أموال الاستدانة، و هو ديون متوسطة وطويلة الأجل مقارنة بأموال الملكية، وبالنسبة لحالة مجمع صيدال للفترة (2004-2007)، نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-30)، أن هذه النسبة تتراوح بين 0,39 و0,52 ؛ حيث نجدها بلغت أقصى قيمة لها سنة 2005 وهذا راجع لحجم الاستثمارات الكبير الذي تميزت به هذه السنة (كما تم شرحه في نسبة المديونية العامة )، وبعد سنة 2005 بدأت هذه النسبة تتناقص إلى أن بلغت 0,39 سنة 2007 وهذا راجع من جهة، إلى ثبات حجم الاستثمارات، و من جهة أخرى إلى ارتفاع أموال الملكية نتيجة لارتفاع في الأرباح المحتجزة (تم شرح هذه النقطة في أسباب انخفاض نسبة المديونية العامة )، إلا أن نسبة الديون متوسطة و طويلة الأجل التي تميز بها مجمع صيدال في الفترة المدروسة مرتفعة نوعا ما ؛حيث كان من المفروض أن لا تتجاوز الـ 0,35 من قيمة أموال الملكية .

#### ● نسبة المديونية قصيرة الأجل إلى أموال الملكية

تستخدم هذه النسبة من أجل التفصيل في نسبة المديونية العامة، وذلك بهدف معرفة وزن الديون قصيرة الأجل مقارنة بأموال الملكية للمؤسسة الاقتصادية، وفي حالة مجمع صيدال للفترة (2004-2007)، نلاحظ ومن

خلال الجدول رقم (4-30)، أن نسبة المديونية قصيرة الأجل تتراوح بين 0,76 و 0,89 و اقل ما يمكن أن توصف به هذه النسبة هو أنها عالية مقارنة بالمستوى المعياري والذي يُحدد ب 0,65 من أموال الملكية كحد أقصى، ومنه تعتبر الديون قصيرة الأجل هي المسبب الرئيسي في ارتفاع معدل استنادة مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة، ومن اجل تصحيح خلل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال يجدر بنا البحث أولاً عن مسببات ارتفاع الديون قصيرة الأجل، وذلك من خلال التعرض لدراسة جانب الأصول المتداولة لمجمع صيدال من اجل معرفة سبب الخلل.

### ➤ نسب السيولة

من اجل توضيح صورة الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) نقوم بدراسة نسب سيولة أصوله المتداولة خلال الفترة المدروسة، والجدول رقم (4-31) يوضح ثلاثة أنواع من نسب السيولة ؛ نسبة السيولة العامة، نسبة السيولة المختصرة ونسبة السيولة الفورية. جدول رقم (4-31). نسب السيولة لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)

البيان	العلاقة	2004	2005	2006	2007
نسبة السيولة العامة	الأصول المتداولة الديون قصيرة الأجل	1,69	1,58	1,56	1,70
نسبة السيولة المختصرة	الأصول المتداولة - المخزونات الديون قصيرة الأجل	0,81	0,86	0,76	0,88
نسبة السيولة الفورية	القيم الجاهزة الديون قصيرة الأجل	0,39	0,37	0,38	0,37

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

يهتم الجدول رقم (4-31) بتزويدنا بأهم نسب السيولة المالية لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)، حيث نلاحظ أن المجمع في هذه الفترة، تميز بمعدلات سيولة جد مرتفعة ؛ حيث تراوحت نسب السيولة العامة بين 1,58 و 1,70، ويقدر المعدل المتوسط للسيولة العامة للفترة المدروسة ب 1,63 وهذا ما يعني أن الأصول المتداولة تفوق الديون قصيرة الأجل بمتوسط 63% خلال كامل الفترة المدروسة ؛ ما يؤكد لنا ما استخلصناه من تحليلنا لنسبة التمويل الدائم، حيث أن جزء كبير من الأصول المتداولة ممول عن طريق الأموال الدائمة، و من اجل التدقيق أكثر في أي من مكونات الأصول المتداولة التي تستحوذ على الجزء الأكبر من التمويل، نقوم في خطوة أولى بعزل قيم الاستغلال من الأصول المتداولة عند حساب نسبة السيولة، لنحصل على نسبة السيولة المختصرة، و التي تأخذ في الاعتبار فقط القيم غير الجاهزة و القيم الجاهزة بالنسبة للديون قصيرة الأجل، و في حالة مجمع صيدال تحصلنا على نسبة متوسطة للسيولة المختصرة تفوق ال 0,83، و ما نلاحظه

هو ارتفاعها مقارنة بالنسب المعيارية للسيولة المختصرة التي تتراوح بين 0,3 الى 0,5. وبهدف التعرف على جاهزية السيولة نقوم بحساب نسبة السيولة الفورية؛ و التي تتراوح بين 0,37 و 0,39 على طول فترة الدراسة (2004-2007)؛ فرغم ارتفاعها الطفيف عن النسبة المعيارية الواجبة التحقيق، بين 0,2 و 0,3، إلا أنها تعتبر مقبولة على العموم وهذا حسب رئيس مصلحة الخزينة على مستوى إدارة المجمع ؛ و ذلك من اجل توفير اكبر حجم من السيولة بهدف الحفاظ على مصداقية المجمع في الوفاء بالتزاماته في آجالها المحددة، ما يعزز مكانته في السوق<sup>1</sup>.

يمكننا كذلك من خلال نسب السيولة، اخذ صور حول تركيبة الأصول المتداولة، حيث أن الفرق بين متوسط السيولة العامة و متوسط السيولة المختصرة على طول الفترة المدروسة لمجمع صيدال يفوق النصف ؛ هذا ما يفسر مدى أهمية وزن قيم الاستغلال (المخزونات) في تركيبة الأصول المتداولة لمجمع صيدال، وتليها بعد ذلك القيم غير الجاهزة (الزبائن ) وذلك يمكن ملاحظته من خلال الفرق بين متوسط السيولة المختصرة و متوسط السيولة الفورية للمجمع على امتداد الفترة المدروسة.

#### ثانيا. نسب هيكلية الأصول

نحاول من خلال دراسة نسب هيكلية أصول مجمع صيدال للفترة المدروسة(2004-2007) الكشف عن الكيفية التي تم وفقها استخدام خصوم المجمع، ومن بين أهم نسب هيكلية الأصول التي تمت دراستها نذكر ما يلي:

جدول رقم (4- 32). نسب هيكلية أصول مجمع صيدال للفترة (2004-2007)

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
%36,69	%40,36	%41,97	%41,36	الأصول الثابتة	نسبة الأصول الثابتة
				مجموع الأصول	
%63,31	%59,64	%58,03	%58,64	الأصول المتداولة	نسبة الأصول المتداولة
				مجموع الأصول	

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

تشير هيكلية أصول مجمع صيدال للفترة الممتدة من (2004-2007)، كما هو مبين في الجدول رقم (4-32) إلى أن نسبة الأصول الثابتة تشكل بين 36% إلى 41% من مجمل أصول المجمع، وبالمقابل يفوق متوسط وزن الأصول المتداولة لنفس الفترة المدروسة الـ60% من مجمل الأصول ؛ حيث تعتبر أوزان كل من الأصول الثابتة و المتداولة لمجمع صيدال غير مثالية مقارنة مع النسب المعيارية للمؤسسات الصناعية، التي تنص على أن يكون وزن الأصول الثابتة يمثل على الأقل النصف من مجمل الأصول. أما في حالة مجمع صيدال للفترة

<sup>1</sup>سالمي مهدي، رئيس مصلحة الخزينة مجمع صيدال، الاستفسار عن بعض النسب المالية لمجمع صيدال للفترة المدروسة، المقر الاجتماعي لمجمع صيدال -حسين داي-، تاريخ المقابلة: 2009/04/25، (مقابلة شخصية).

(2004-2007) نلاحظ أن وزن الأصول الثابتة اقل من الوزن المثالي و هذا يعود إلى ارتفاع وزن الأصول المتداولة في هيكل الأصول، ما يؤثر سلبا على التوازن المالي للمجمع ومنه على أمثلية هيكله التمويلي؛ نتيجة ارتفاع احتياجاته المالية الدورية، التي تدفع بإدارة المجمع إلى البحث عن مصادر تمويل إضافية لتأمين هذه الاحتياجات المالية الدورية؛ و ذلك إما بالاعتماد على الأموال الدائمة أو/و ديون قصيرة الأجل. وعليه، لا بد على مجمع صيدال أن يعيد النظر في تركيبة أصوله المتداولة و العمل على تخفيضها، و من اجل تحقيق هذا، لا بد علينا من دراسة تفصيلية لأهم عناصر الأصول المتداولة؛ و هي قيم الاستغلال (المخزونات) و القيم غير الجاهزة (الزبائن) و هذا بهدف تحديد و بدقة موقع الخلل و العمل على تصحيحه.

### ثالثا. نسب دوران بعض عناصر دورة الاستغلال

تعد نسب دوران عناصر دورة الاستغلال مثل المخزونات، الزبائن والموردين عامل مهم في تحقيق توازن الهيكل التمويلي على المدى القصير لأي مؤسسة اقتصادية، وذلك من خلال التقليل من مدة دوران المخزونات و التوفيق بين مدة دوران الزبائن و مدة دوران الموردين، من اجل الحد من احتياجات رأس المال العامل؛ لهذا ارتأينا أن نقوم بدراسة أهم عناصر دورة الاستغلال لمجمع صيدال للفترة (2004-2007) وذلك على النحو الآتي:

#### أ. نسب دوران المخزون

إن نسبة دوران المخزون الكلية لمجمع صيدال للفترة (2004-2007)، تعطينا نظرة إجمالية متوسطة حول المدة التي يبقى فيها المخزون في المجمع قبل أن يتحول إلى رقم أعمال مُحقق، وكلما كانت هذه المدة قصيرة، كلما كان أفضل بالنسبة للمؤسسة؛ و ذلك من اجل الإسهام في تعظيم رقم الأعمال، عن طريق تفعيل دوران المخزونات، وكذلك التقليل من احتياجات رأس المال العامل، والجدول رقم (4-33) يوضح لنا نسب دوران مخزونات مجمع صيدال للفترة (2004-2007).

جدول رقم (4- 33) . متوسط مدة دوران مخزونات مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007

وحدة رقم الأعمال. 1000 دج، وحدة متوسط دوران المخزونات. 01 يوم

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
8 022 395	7 222 361	6 720 842	6 578 622		رقم الأعمال خارج الرسم
198	201	207	193	متوسط مخزونات المؤسسة* 360 رقم الأعمال السنوي H,T	متوسط دوران المخزون
226	224	255	112	متوسط المواد و اللوازم المخزنة* 360 المشتريات السنوية من المواد واللوازم	متوسط دوران المواد واللوازم
112	104	102	90	متوسط المخزونات تامة الصنع* 360 رقم الأعمال السنوي H,T	متوسط المنتجات تامة الصنع

المصدر . من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال الجدول المبين أعلاه نلاحظ أن مجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004 إلى غاية 2007 يتميز بارتفاع مدة دوران المخزونات بشكل عام حيث تفوق ال 190 يوم في المتوسط، وهذه مدة طويلة جدا، تتسبب في تضيق الكثير من الفرص أمام المجمع، و كذا تُسهم في تضخيم احتياجاته المالية قصيرة الأجل، و هذا ما أدى بالمجمع إلى الاعتماد على نسب معتبرة من الديون قصيرة الأجل بالإضافة إلى جزء معتبر من الأموال الدائمة لسد احتياجاته المالية، ومثل هذه المشكلة يمكن حلها عن طريق التدقيق أكثر في عملية موازنة المخزونات وهذا من اجل التمويل قدر الحاجة و عدم التكديس من اجل الحد من تجميد الأموال، مع مراعاة التأكد من عدم الوقوع في حالة نفاد المخزون. ومن اجل التدقيق أكثر في متوسط دوران المخزون الكلية لابد علينا من دراسة أهم عناصر المخزونات كل على حدى .

إن محاولتنا للتدقيق أكثر في متوسط مدة دوران المخزون الكلية تقودنا لدراسة متوسط دوران المواد واللوازم. ومن خلال الجدول رقم (4-33) نلاحظ أن متوسط دوران المواد واللوازم لدى مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى سنة 2007 تتميز بطول مدتها، حيث نلاحظ أنها تتراوح بين 112 يوم و 255 يوم وهي فترة طويلة جدا، وهذا ما اثر على ارتفاع احتياجات التمويل قصيرة الأجل، لان طول فترة تحويل و استغلال المواد واللوازم في المؤسسة يُترجم على انه احتياج مالي يجب على المؤسسة أن تقابله بتوفير مصادر تمويلية، و هذا ما نلاحظه في مجمع صيدال للفترة المدروسة، و على إدارة المجمع أن تسعى جاهدة لتقليص فترة دوران المواد و اللوازم قدر الإمكان من اجل تقليص احتياجاتها الدورية من التمويل. و عليه، تمكين المجمع من الاستغناء عن جزء من أموال الاستدانة الموجهة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لتغطية المخزونات.

بعد التطرق لدراسة متوسط دوران المواد واللوازم محاولين التفصيل أكثر في متوسط مدة دوران المخزون الكلية، نتطرق الآن لدراسة جزء آخر من المخزونات الكلية، والذي يتمثل في مدة دوران المنتجات تامة الصنع، والتي نلاحظ أنها تتميز هي الأخرى بفتترات طويلة جدا لأن تتحول إلى مبيعات، ما بين 90 يوم في سنة 2004 إلى غاية 112 يوم في سنة 2007 وهي الأعلى بين كل السنوات، حسب الجدول رقم (4-33)، و هذه تعتبر نقطة ضعف بالنسبة للمجمع، يتوجب كذلك على إدارة المجمع النظر فيها من اجل إيجاد حل يقضي بتقليص هذه المدة قدر الإمكان، فكل ما كانت هذه المدة اقصر كلما ساهم ذلك في رفع مردودية المجمع، و كذا تحقيق توازن مالي جيد يُفضي إلى تحقيق هيكل تمويلي امثل من خلال تقليص الفائض من أموال الاستدانة؛ و ذلك بالاستغناء عن الاستخدام الزائد للديون قصيرة الأجل، التي تستخدم لتمويل المخزونات النائمة في مستودعات المجمع.

### ب. نسب دوران الزبائن و الموردين

جدول رقم (4-34). متوسط مدة دوران زبائن مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007

وحدة المبيعات. 1000 دج، وحدة مدة دوران الزبائن.

2007	2006	2005	2004	العلاقة	البيان
9 386 202	8 450 162	7 863 385	7 696 988		المبيعات السنوية TTC
3 392 149	2 773 784	2 688 433	2 393 913		الزبائن
130	118	123	112	$\frac{360}{\text{مبيعات السنة}}$ (العملاء +أورق القبض)*	مدة دوران الزبائن (الوحدة: واحد يوم )

المصدر. من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية المجمع.

01 يوم



جدول رقم (4-35). متوسط مدة دوران موردي مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 2004-2007 وحدة المشتريات. 1000 دج، وحدة مدة دوران الزبائن. 01 يوم

البيان	العلاقة	2004	2005	2006	2007
مشتريات السنة-TTC		4 048 993	3 384 725	4 198 974	4 137 396
الموردين		1 496 452	1 903 198	1 812 828	1 804 007
مدة دوران الموردين	(الموردون+أوراق الدفع)*360 مشتريات السنة	133	202	155	157

المصدر . من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية للمجمع.

من خلال حساب مدة دوران الزبائن و الموردين لمجمع صيدال للفترة الممتدة من 2004 الى 2007، أول ما نلاحظه هو أن مدة دوران الزبائن اقل من مدة دوران الموردين ؛ حيث يمكننا ملاحظة ذلك من خلال الجدولين رقم (4-34) و (4-35) على التوالي، و هذا ما يعكس كفاءة تسيير المجمع لمورديه و زبائنه وذلك عن طريق المفاوضات الدائمة بين إدارة المجمع و مختلف الموردين و الزبائن من اجل تعظيم مدة الدفع للموردين و تقليص قدر الإمكان مدة التحصيل بالنسبة للزبائن، و بهذا يتمكن مجمع صيدال من الاستفادة من تمويل خارجي إضافي و بدون فوائد.

**المطلب الثالث. نتائج تقييم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) ومقترحات تقويمه**

#### الفرع الأول. تقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)

من خلال دراسة أهم محددات الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)، و تحليل وضعيته المالية، نستخلص أن اغلب محددات هيكله التمويلي المدروسة تشير إلى أن مجمع صيدال يتمتع بمرونة كبيرة في مجال اختيار تركيبة هيكله التمويلي بين أموال الاستدانة و أموال الملكية، إلا أن بعض المحددات تشير إلى عكس ذلك، و منها عامل المخاطر الذي يشير إلى أن احتمال إفلاس المجمع مرتفع، هذا ما يعني أن مجمع صيدال عليه تقليص حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي، وبالمقابل الاعتماد أكثر على أموال الملكية في عملية التمويل؛ بهدف تخفيض خطر الوقوع في الإفلاس، كذلك انخفاض معدلات الضريبة على الأرباح في الجزائر من 30% إلى 25% سنة 2006 ينقص من مزايا الاقتراض، بالإضافة إلى حداثة ظهور البورصة في الجزائر وعدم انتشار ثقافة بورصية كافية بين الجمهور تمكنهم من معرفة اختيار وتقييم الأوراق المالية المعروضة

بصورة عادلة هذا ما يشكل بدوره حاجزا منيعا أمام المجمع في الحصول على أموال الملكية عن طريق إصدارات جديدة للأسهم العادية. وبهدف التدقيق أكثر في عملية تقييم تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، نقوم باستخدام ما استخلصناه من نتائج عملية التحليل المالي للوضع المالي للمجمع. و كانت البداية بدراسة مؤشرات التوازن المالي العام؛ والمتمثلة في رأس المال العامل الدائم الذي تميز بقيم موجبة و بشكل كبير ما يسمح للمجمع بتغطية كامل احتياجات دورته الاستثمارية و جزء مهم من احتياجات دورة الاستغلال عن طريق الأموال الدائمة، كذلك مؤشر احتياجات رأس المال العامل الذي تميز بقيم اقل من قيم رأس المال العامل خلال كامل الفترة المدروسة ما جعل المجمع يحصل على خزينة بقيم موجبة، وحتى رأس المال العامل الخاص تميز بقيم موجبة خلال كامل الفترة المدروسة، ما يعني أن المجمع يمتلك القدرة على تغطية جميع أصوله الثابتة عن طريق أموال الملكية، ويبقى منها جزء ليستخدم في تغطية احتياجات دورة الاستغلال. وعليه، من الممكن أن نستصدر حكم يقضي بتمتع مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007) بتوازن مالي عام، لنواصل بعدها تحليلنا لتركيب الهيكل التمويلي للمجمع من خلال التطرق إلى دراسة بعض النسب المالية ذات العلاقة بتركيب الهيكل التمويلي لمجمع صيدال؛ حيث كانت الانطلاقة من دراسة نسب التمويل الدائم والخاص، وكانت نتائجهما تؤكد ما حصلنا عليه من حساب مؤشرات التوازن المالي. وبعدها تعرضنا لدراسة النسبة العامة للاستقلالية المالية، والتي كانت تشير إلى نسب اقل من النسب المثالية؛ حيث بلغت هذه النسبة متوسط 0,44 خلال كامل الفترة المدروسة، والتي كانت من المفروض أن تتجاوز الـ 0,5، من اجل ضمان الحد الأدنى من الاستقلالية المالية، وهذا ما أكدته النسبة الخاصة بالاستقلالية المالية التي تقيس مدى حضور رأس المال الاجتماعي مقارنة بمجموع الديون، حيث أشارت هذه النسبة إلى 0,32 كمتوسط لكامل الفترة المدروسة، وهي نسبة تعبر عن استقلالية مالية ضعيفة للمجمع، و من خلال نسبي الاستقلالية (العامة والخاصة) نخلص إلى أن المجمع يمتلك استقلالية مالية ضعيفة خلال الفترة المدروسة (2004-2007)، وهذا نتيجة لارتفاع نسبة حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي. ومن اجل التدقيق أكثر في تحليل تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع، قمنا بدراسة نسبة المديونية العامة والتي كانت تشير إلى 1,28 خلال كامل الفترة المدروسة، وهذا يعني أن أموال الاستدانة تفوق أموال الملكية في الهيكل التمويلي للمجمع بنسبة 28%؛ ما يعادل 1.738 مليون دينار، وبعد حساب النسبة العامة للمديونية، يمكننا أن نُحزم بأن مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007) يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة مرتفع عن النسبة القصوى الواجب عدم تجاوزها؛ والتي تحدد بتساوي حضور كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة في الهيكل التمويلي. و بهدف تحديد وبدقة مصدر الفائض من أموال الاستدانة، قمنا بدراسة نسبة المديونية بحسب تركيبة أموال الاستدانة لمجمع صيدال؛ وذلك بدراسة نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل و نسبة المديونية قصيرة الأجل.

أشار متوسط نسبة المديونية طويلة ومتوسطة الأجل مقارنة بأموال الملكية على طول الفترة المدروسة إلى 0,44 وهي نسبة مرتفعة عن النسبة المثالية والتي تقدر بـ 0,35؛ ما يعني أن حضور أموال الاستدانة طويلة

و متوسطة الأجل في الهيكل التمويلي للمجمع تتميز بقيم زائدة تقدر بحوالي 593 مليون دينار. أما نسبة المديونية قصيرة الأجل خلال الفترة المدروسة تشير إلى 0,84 من أموال الملكية، وهي نسبة مرتفعة مقارنة بالنسبة المعيارية والمحددة ب0,65؛ حيث تقدر قيمة الديون قصيرة الأجل الزائدة في الهيكل التمويلي لمجمع صيدال ب1.144 مليون دينار.

## الفرع الثاني. تصحيح خلل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة (2004-2007)

بعد تحديد موقع خلل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال؛ والذي يكمن في ارتفاع مستوى الاستدانة، يتبادر إلى أذهاننا سؤال يتمحور حول كيفية تقويم هذا الخلل، ومن اجل الإجابة على هذا السؤال يجدر بنا البحث في أسباب حدوث هذا الخلل. وبهدف معرفة ذلك قمنا بدراسة هيكل أصول المجمع خلال الفترة المدروسة، و من خلاله وجدنا أن مجموع الأصول الثابتة لمجمع صيدال كان من الممكن أن تُموّل تقريباً بالكامل عن طريق أموال الملكية خلال كامل الفترة المدروسة، إلا أن الحجم الكبير للأصول المتداولة خلال هذه الفترة، والذي يمثل حوالي 60% من مجموع الأصول امتص جزء كبير من أموال الملكية، فضلاً عن الديون قصيرة الأجل. و عليه، اضطر المجمع للجوء إلى الاستدانة طويلة و متوسطة الأجل من اجل سد احتياجات دورته الاستثمارية؛ هذا ما ينتج عنه ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة للمجمع.

من خلال ما سبق يتضح أن خلل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة يتمحور في تركيبة و حجم أصوله المتداولة، وبهدف تحديد سبب ارتفاع الاحتياجات المالية لدورة استغلال مجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007)، نستخدم بعض المعلومات المستقاة من تحليل دوران بعض عناصر الأصول المتداولة و الخصوم؛ وكانت البداية بدراسة متوسط دوران مخزونات المجمع؛ حيث وجدنا أن المخزونات تشكل لوحدها ما يربو عن 30% من أصول المجمع، و ما يفوق عن الـ 67% من أموال الملكية، علماً أن نسبة المخزونات من مجموع الأصول في المؤسسات الاقتصادية التي تتميز بإنتاج منتجات حساسة ذات مدة حياة قصيرة نوعاً ما، مثل المنتجات الصيدلانية تتراوح بين 15% و 20%<sup>1</sup>. يعود سبب ضخامة مخزونات مجمع صيدال إلى بطئ مدة دوراتها، حيث تفوق متوسط مدة دوراتها أُل 200 يوم؛ وتفوق مدة دوران المواد واللوازم أُل 229 يوم وفي الوقت ذاته تبلغ متوسط مدة دوران المنتجات تامة الصنع الـ 102 يوم، هذا ما يرفع من الاحتياجات المالية للمجمع نتيجة لتجميد المخزونات لمبالغ مالية معتبرة. و عليه، فإن السبب الرئيسي لارتفاع معدل أموال الاستدانة في مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2004-2007)، يعود إلى ارتفاع حجم المخزونات في الفترة محل الدراسة.

<sup>1</sup> تاريخ الاطلاع 2009/05/03 Healthcare & Pharmaceutical industry، [www.orderannualreports.com/](http://www.orderannualreports.com/)

بعد التعرض إلى دراسة مدة دوران المخزونات في مجمع صيدال، قمنا بدراسة مدة دوران الزبائن و الموردین ؛ حيث كانت متوسط مدة تسديد الزبائن اقل من متوسط مدة الدفع للموردین بحوالي 41 يوم خلال كامل الفترة المدروسة ؛ و هذا ما يمثل نقطة ايجابية بالنسبة للتوازن المالي لمجمع صيدال على مستوى دورة الاستغلال. إن السبب الرئيسي لاختلال الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة هو ضخامة الأصول المتداولة وبالتحديد ضخامة المخزونات. وعليه، فإن عملية تقويم خلل الهيكل التمويلي الذي يعاني منه مجمع صيدال يكمن في تخفيض حوالي 42% من مخزونات المجمع ما يعادل 1.739 مليون دينار، وهذا لا يتأتى إلا بتبني نظام تسيير فعال لإدارة مخزونات المجمع، و التي تحرص على إحداث توازن حقيقي، بين عدم الإفراط في عملية التخزين من جهة، ومن جهة ثانية الحرص على تجنب المجمع الوقوع في حالة نفاد للمخزون. و عليه، فإن الحل يكمن في تخفيض قيمة المخزونات في المؤسسة من اجل الحد والتخفيف من الاحتياجات المالية الدورية للمجمع، ومنه التمكن من تخفيض نسبة أموال الاستدانة الزائدة والحصول على هيكل تمويلي متوازن.

## خاتمة الفصل الرابع

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تركيبية الهيكل التمويلي لمؤسسة اقتصادية جزائرية مسعرة في بورصة الجزائر، والمتمثلة في مجمع صيدال، الذي يعتر رائد الصناعات الصيدلانية على المستوى الوطني.

تبين من خلال دراسة الوضعية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2004-2007) أن المجمع تميز بتحقيقه لنتائج صافية ايجابية على طول فترة الدراسة، و بمتوسط معدل نمو يفوق الـ 26% خلال الفترة المدروسة، كذلك تبين أن الهيكل التمويلي لمجمع صيدال يتكون من تشكيلة متنوعة من أموال الملكية و أموال الاستدانة، وبهدف دراسة مرونة القرار التمويلي للمجمع تم التعرض لدراسة أهم محددات هيكله التمويلي، حيث أشار معظمها إلى المرونة الكبيرة التي يتميز بها المجمع في اختيار تركيبية هيكله المالي بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، إلا أن عدد قليل من هذه العوامل أشار إلى بعض التحفظات، مثل عامل المخاطرة، الضرائب و حداثة تجربة السوق المالي في الجزائر. ومن اجل تقييم تركيبية الهيكل التمويلي لمجمع صيدال تم استخدام أسلوب التحليل المالي، الذي أفادنا بأن المجمع يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم بحوالي 28%، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع احتياجات دورته الاستغلالية، نتيجة لارتفاع قيم الاستغلال (المخزونات) عن نسبتها المعيارية. وبهدف السير بالهيكل التمويلي لمجمع صيدال نحو الأمثلية لابد من تخفيض حجم المخزونات الزائدة، ومنه تخفيض نسبة الاستدانة في هيكله التمويلي.

الخاتمة العامة

## الخاتمة العامة.

في نهاية هذا البحث، وضمن هذه الخاتمة نحاول التطرق إلى:

- أولاً. أهم النتائج التي توصلنا إليها، كخلاصة لدراسة إشكالية تقييم وتقويم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، و التأكد من مدى صحة الفرضيات المقترحة في المقدمة؛
- ثانياً. محاولة تقديم بعض التوصيات التي يمكن العمل بها و الاستفادة منها، سواء على مستوى الدراسات العلمية أو محاولة تجسيدها على مستوى المؤسسة الاقتصادية.
- ثالثاً. اقتراح بعض الأفاق المحتملة لمواصلة البحث ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية، وبالتحديد تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

## أولاً.النتائج

بعد معالجتنا لهذا البحث على ضوء الفرضيات الموضوعية سالفاً، تم التوصل إلى بعض النتائج التي يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:

- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية-والتي تشكل هيكلها التمويلي- إلى صنفين أساسيين، هما أموال الملكية و أموال الاستدانة، وهذا اعتماداً على معيار ملكية الأموال في عملية التصنيف، بالإضافة إلى أن هذا البحث أفادنا بالعديد من الخصائص التي تُميز كل مصدر تمويلي عن الآخر، و التي تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى و أهدافها و تطلعاتها.
- تمثل تكلفة التمويل الكلية متوسط معدل المردودية الأدنى الذي تلتزم به المؤسسة الاقتصادية عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعها الاستثمارية، ويتم حساب تكلفة التمويل الكلية انطلاقاً من التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي على حدى، وتتحدد تكلفة كل مصدر تمويلي بمقدار العوائد و المخاطر التي تعود على أصحاب هذه الأموال. وبعد تقدير التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي داخل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، نقوم بعملية ترجيح التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي بوزنه في هيكل رأس مال المؤسسة، بهدف الحصول على متوسط تكلفة التمويل المرجحة. ويمكن الإشارة إلى أن هناك مداخل شتى في استخدام أوزان الترجيح، من بينها الترجيح على أساس أوزان تاريخية؛ وذلك بالاعتماد إما على أوزان مصادر التمويل حسب ما هي مقيدة عليه محاسبياً في الميزانية أو حسب قيمتها السوقية، أو الترجيح على أساس الأوزان المستهدفة كون أن بعض المؤسسات تضع هيكل تمويلي مستهدف تسعى

لتحقيقه، أو الترجيح على أساس الأوزان الحدية، بمعنى مختلف مصادر التمويل الإضافية التي يتم بها تمويل المشاريع الاستثمارية.

● بهدف إبراز أهمية تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، حاولنا عرض أهم النظريات و المداخل التي تناولت بالدراسة موضوع الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، و التي تميزت بكثرتها و تنوعها، وعمد هذا البحث على تصنيفها إلى ثلاثة أصناف رئيسية، وذلك بالاعتماد على وجهة نظر كل مُنظرٍ إلى الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

فالصنف الأول من هذه النظريات، يهتم بدراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل كمال الأسواق، ومن بين هذه النظريات نجد النظرية التقليدية التي تؤكد على وجود هيكل تمويلي امثل تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقه، والذي يتضمن نسبة اقتراض مثلى تجعل تكلفة التمويل تنخفض إلى أدنى نقطة، و بالمقابل ترتفع عندها قيمة المؤسسة أقصى ما يمكن. وعليه، فإن النظرية التقليدية أخذت موقف وسطيا بين مدخلين متناقضين؛ مدخل صافي الدخل؛ الذي يُقر بوجود تأثير لتركيبه الهيكل التمويلي على تكلفة الأموال و منه على قيمة المؤسسة الاقتصادية و حسب هذا المدخل؛ فإن الهيكل التمويلي الأمثل يتحقق عند بلوغ نسبة الاستدانة اكبر قدر ممكن (100 في المائة)، ومدخل الدخل الصافي التشغيلي الذي ينفي تماما فكرة وجود هيكل تمويلي امثل، وذلك اعتمادا على أن تكلفة الأموال ثابتة لا تتأثر بتغير نسبة حضور كل من أموال الملكية و أموال الاستدانة، و منه عدم ارتباط قيمة المؤسسة بقرارات تمويلها، وهذا ما دعمه اقتراح كل من Miller&Modigliani (1958)، إلا أنهما قاما بتقديم اقتراح ثاني في سنة 1963، و الذي يعتبر تصحيحا للاقتراح الأول، و ينطلقان في تحليلهما لسنة 1963 من إسقاط فرضية عدم خضوع أرباح المؤسسة الاقتصادية إلى الضرائب، هذا ما يعني أن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى استخدام أموال الاستدانة يمكنها من الحصول على وفورات ضريبية. وعليه، فإن قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال، و منه على قيمة المؤسسة.

أما الصنف الثاني من نظريات الهيكل التمويلي، فهي تلك النظريات التي تنظر إلى تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر تسييرية (نظريات المنظمات)، و كانت البداية بعلاقة نظرية الوكالة بتركيبه الهيكل التمويلي، والتي تخلص إلى نتيجة مفادها أن التركيبة المثلى للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية هي تلك التي تُقلل من تكاليف الوكالة بين الدائنين، المساهمين و المسيرين، نتيجة للتحكيم الرشيد بين إيجابيات و سلبيات الاستدانة. وبعدها تم التطرق إلى نظرية المراجعة، و التي تعتمد في اختيارها لتركيبه الهيكل التمويلي المناسبة على عملية الموازنة بين الوفورات الضريبية الناتجة عن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى أموال الاستدانة، و بين مساوئ الاستدانة، و المتمثلة حسب هذه النظرية في تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة. و تهم النظرية الثالثة من نظريات الهيكل المالي بتوضيح تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية و علاقتها بالأطراف الأخرى، و انصب اهتمام هذه النظرية بالتحديد على دراسة اثر الرافعة المالية على زبائن و موردي المؤسسة الاقتصادية بالإضافة إلى دراسة تأثيرها على علاقة المؤسسة بمنافسيها.



أما الصنف الثالث لنظريات الهيكل التمويلي تركز على فكرة عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين، الذين تهمهم حياة المؤسسة، ومن خلال نظرية الإشارة وعلاقتها بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والتي تعتبر أن القيمة الحقيقية للمؤسسة بمثابة معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين فقط، لهذا تُعتبر هذه النظرية أن الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية عبارة عن مرآة عاكسة لوضعيتها الحقيقية اتجاه المستثمرين ؛ حيث أن المؤسسة التي تُقدم على الاقتراض رغم الخطر المالي الناتج عنه، دليل واضح على أن هذه الأخيرة تنتظر عوائد مستقبلية عالية من مشاريعها الاستثمارية وبدرجات ثقة مرتفعة لذلك لم تلجأ إلى إصدار الأسهم وذلك لرفض مساهميها القداماء تقاسم الأرباح المستقبلية- التي تتمتع بدرجة ثقة عالية- مع مساهمين جدد. وعليه، فإن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى إصدارات أسهم جديدة يفسر من قبل المستثمرين الخارجيين على انه إشارة سلبية على القيمة الحقيقية لهذه المؤسسة، أما اتجاه المؤسسة إلى الاقتراض يمثل إشارة إيجابية على القيمة الحقيقية للمؤسسة الاقتصادية. و على أساس فكرة عدم تناظر المعلومات ظهرت نظرية التسلسل الهرمي للتمويل، حيث تخلص هذه النظرية إلى ضرورة التزام المؤسسة الاقتصادية الراغبة في التمويل بترتيب هرمي لمصادر التمويل المتاحة أمامها، حيث على المؤسسة اللجوء أولاً للتمويل الذاتي بعدها إلى أموال الاستدانة و أخيراً إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة في السوق المالي.

لنتطرق بعد ذلك إلى دراسة علاقة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بنظرية الخيارات؛ حيث يتم ترجمة علاقة المساهمين بالمقرضين إلى مفهوم الخيارات، فيمكن مثلاً اعتبار أسهم المؤسسة الاقتصادية المستدانة خيارات شراء لها، ويتوقف تنفيذها على المعلومات المتوفرة لدى المساهمين، فيتم تنفيذها إذا كانت قيمة أموال الاستدانة اقل من القيمة السوقية للمؤسسة، ويُعد المساهمون على تنفيذها في حال تفوق قيمة أموال الاستدانة (أموال الاقتراض) على القيمة السوقية للمؤسسة.

● تتداخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد واختيار الميزج التمويلي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة، وهو خارج عن تحكم المؤسسة، ومثالنا في ذلك معدل الضريبة على الأرباح، المؤسسات المنافسة، قطاع النشاط، الخ، ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها، ومثالنا في ذلك تكلفة التمويل، المردودية الاقتصادية، المخاطر المالية و التشغيلية، حجم المؤسسة، الخ. إن الهدف من دراسة العوامل المؤثرة في القرارات التمويلية للمؤسسة الاقتصادية ؛ هو التمكن من قياس مدى مرونة هذه القرارات، هذا ما يساعد على جعل القرارات المالية المتخذة أكثر رشادة وعقلانية، ومن اجل استكمال الدراسة بهدف استصدار حكم حول تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، نقوم بدراسة وضعيتها المالية عن طريق التحليل المالي، وذلك بدراسة كل من مؤشرات توازنها المالي والمتمثلة في رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل و الخزينة، ودراسة بعض النسب المالية التي تساعدنا على التفصيل الجيد للتركيب المالية للمؤسسة تحت الدراسة، وتحديد مواقع الخلل فيها إن وجدت. وبعد التطرق إلى عملية تقييم

تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته، ويتلخص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة، وهي كالتالي:

✓ هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة أقل من النسبة المثلى؛

✓ هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة مثلى؛

✓ هيكل مالي يتميز بنسبة استنادة أعلى من النسبة المثلى.

في حال قضي تقييم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية بعدم امثليته، نقوم باتخاذ بعض الإجراءات التصحيحية من اجل السير به نحو الأمثلية، و تتمحور هذه الإجراءات التصحيحية في أربعة أساليب ممكنة، وهي كالتالي:

- إعادة هيكلية تركيبة الهيكل المالي. تتمحور حول إعادة هيكلية تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية جديدة من أجل تخفيض نسبة الاستنادة، وهذا في حالة ارتفاعها أو اللجوء إلى أموال الاستنادة من أجل تخفيض نسبة أموال الملكية في حالة كون نسبة أموال الاستنادة منخفضة؛

- التنازل عن الاستثمارات. يعتمد هذا الأسلوب على التنازل عن الاستثمارات غير المستخدمة أو غير الضرورية، واستخدام الأموال المتحصل عليها من هذه العملية؛ إما في إرجاع الأموال المقترضة إذا كان الهدف هو تخفيض نسبة الأموال المقترضة، أو استخدامها في تخفيض أموال الملكية وهذا إذا كان الهدف هو الرفع من نسبة الاستنادة؛

- تمويل الاستثمارات الجديدة. انتقاء مصادر التمويل بالنسبة للاستثمارات الجديدة وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستنادة المثلى؛

- تغيير نسب توزيعات الأرباح على المساهمين. تمتلك المؤسسة الاقتصادية طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق المس بتوزيعات الأرباح على المساهمين، وذلك بمراعاة تحقيق نسبة الاستنادة المثلى. بالإضافة إلى أساليب تصحيح خلل الهيكل التمويلي المذكورة أعلاه، على المؤسسة الاقتصادية الرغبة في السير نحو تحقيق هيكل تمويلي امثل أن تحرص على التحجيم من الاحتياجات المالية لدورها الاستغلالية.

هذا فيما يخص أهم النتائج المستخلصة من الجزء النظري لهذا البحث. أما الجزء التطبيقي و الذي يعتبر محاولة منا لإسقاط أهم المفاهيم المتحصل عليها من الجزء النظري على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، والمتمثلة في الجمع الصناعي صيدال. وعليه، يمكن إيجاز أهم نتائج الدراسة التطبيقية المتحصل عليها فيما يلي:

● يعتبر جمع صيدال أحد المعالم الاقتصادية ورائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر بخبرته الطويلة في هذا المجال، نتيجة لسعيه الدائم إلى تحسين نوعية وجودة منتجاته وتوسيع حصته السوقية من أجل ضمان استمراره

وتطوره، ومن خلال الاطلاع على الميزانيات المحاسبية للمجمع للفترة المدروسة (2004-2007) يتبين أن مجمع صيدال قد حقق نتائج ايجابية خلال كامل الفترة المدروسة، وقدر متوسط معدل نموها خلال هذه الفترة بـ 26 في المائة.

• يتكون الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة المدروسة من أموال الملكية و أموال الاستدانة، حيث تتشكل أموال ملكية المجمع من أسهم عادية والتي تشكل رأسماله الاجتماعي، احتياطات، إعانات مستلمة، فرق إعادة التقييم وأرباح محتجزة، وتقتصر أموال الاستدانة في مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة على قروض بنكية طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل.

ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل التمويلي لمجمع صيدال، هو غياب أساليب التمويل الحديثة، مثل الأسهم الممتازة، سندات المساهمة، القرض التجاري...، وهذا راجع إلى افتقاد الإدارة المالية لمجمع صيدال إلى دراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها، والاكتفاء فقط بما هو مألوف منها، وهذا ما يمكن أن يضيع فرص على المجمع، التي كان يمكن الاستفادة منها عن طريق اللجوء لمصادر تمويل حديثة.

• تميز السعر السوقي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة بقيم اقل بكثير -حوالي النصف- من قيمة تداوله لأول مرة سنة 1999، و يعود السبب الرئيسي لهذا الانخفاض المحسوس إلى حداثة تجربة السوق المالي الجزائري وضعف كفاءته، بالإضافة إلى نقص الثقافة البورصية والمالية لدى المساهمين و المستثمرين على حد سواء، و هذا ما لم يكن في مستوى طموحات المجمع، الذي استثمر أموالا ضخمة لإنجاح عملية إصدار الأسهم التي باشرها المجمع في نهاية سنة 1998.

• أظهرت الدراسة تعدد العوامل المحددة والمؤثرة في تصميم الهيكل التمويلي لمجمع صيدال، خلال الفترة المدروسة، وأشارت معظمها إلى المرونة الكبيرة التي يتميز بها المجمع في اختيار تركيبة هيكله المالي، بين أموال الملكية و أموال الاستدانة، إلا أن عدد قليل من هذه العوامل أشارت إلى بعض التحفظات، والتي نذكر منها عامل المخاطر المالية الذي يشير إلى أن احتمال إفلاس المجمع مرتفع، هذا ما يعني أن مجمع صيدال عليه تقليص حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي، وبالمقابل الاعتماد أكثر على أموال الملكية في عملية التمويل؛ بهدف تخفيض خطر الوقوع في الإفلاس، كذلك انخفاض معدلات الضريبة على الأرباح في الجزائر من 30 في المائة إلى 25 في المائة سنة 2006، ينقص من مزايا الاقتراض، بالإضافة إلى حداثة ظهور البورصة في الجزائر وعدم انتشار ثقافة بورصية كافية بين الجمهور تمكنهم من معرفة اختيار وتقييم الأوراق المالية المعروضة بصورة عادلة، هذا ما يشكل بدوره حاجزا منيعا أمام المجمع في الحصول على أموال الملكية عن طريق إصدارات جديدة للأسهم العادية.

- من خلال دراسة تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال عن طريق التحليل المالي و بالاعتماد على العوامل المحددة لتركيبته، نخلص إلى أن المجمع يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استنادة أعلى من اللازم بجوالي 22 في المائة، وبعد إجراء عملية بحث عن السبب الرئيسي لذلك؛ نتيجة لارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، و بفضل نسب دوران دورة الاستغلال هي المسبب الرئيسي لذلك؛ نتيجة لارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، و بفضل نسب دوران بعض عناصر الأصول و الخصوم توصلنا إلى حصر المشكل في عنصر قيم الاستغلال (المخزونات)، التي تميزت بقيم مرتفعة جدا مقارنة بالقيم المعيارية، و هذا راجع لبطأ دوراتها. وعليه، فإن ارتفاع الاحتياجات المالية الدورية أدى بالمجمع إلى البحث عن مصادر تمويلية لسد هذه الاحتياجات و التي تمثلت في أموال الاستنادة. وهدف السير بالهيكل التمويلي لمجمع صيدال نحو الأمثلية، على إدارة المجمع العمل من اجل تخفيض قيمة مخزوناتهما، ومنه الحد والتقليص من الاحتياجات المالية الدورية. وعليه، التمكن من تخفيض نسبة أموال الاستنادة الزائدة والحصول على هيكل تمويلي متوازن.

### ثانيا. الاقتراحات.

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات، التي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز بعض العقبات في إشكالية تمويل المؤسسة الاقتصادية بشكل عام، وجمع صيدال بشكل خاص، والتي نذكر منها:

- على مسيري مجمع صيدال الإمام بجميع مصادر التمويل المتاحة من خلال حصر خصائصها وتحديد تكاليفها الفعلية و التنبؤ بتأثيراتها المحتملة على المجمع. وفي هذا الإطار لا يجب أن يقتصر التحليل على مصادر التمويل التي اعتادت المؤسسة اللجوء إليها فقط، بل لا بد أن يتعداه إلى بدائل التمويل الأخرى التي تم تفعيلها في الاقتصاد الجزائري كالقيم المنقولة بمختلف أنواعها والائتمان التجاري؛
- ينبغي على مجمع صيدال الاهتمام أكثر بقراراته التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في رفع قيمة المؤسسة؛ وفي هذا السياق لا بد أن يحضى قرار التمويل بعناية خاصة للتأكد من جدواه و انسجامه مع أهداف المؤسسة و طموحاتها، ويتم ذلك عن طريق دراسة وتحليل تأثيراته المحتملة خاصة في الجانب المتعلق بالعائد و المخاطرة؛
- إن الابتعاد عن فكرة مجانية التمويل بالأرباح المحتجزة أصبحت ضرورة تقتضيها المرحلة الجديدة، التي يمكن أن يمر بها المجمع، و المتمثلة في دخول مساهمين جدد للمجمع، الأمر الذي يستدعي وضع سياسة رشيدة لتوزيع الأرباح تأخذ بعين الاعتبار مصالح المؤسسة و المساهمين على حد سواء؛
- على مجمع صيدال العمل على إصلاح هيكله التمويلي الحالي، بتخفيض نسبة الاستنادة فيه؛

- ينبغي على مجمع صيدال أن يولي اهتمام كبير بدورته الاستغلالية، لما لهذه الأخيرة من اثر بالغ على تركيبة هيكله التمويلي و امثليته، وبالتحديد عليه أن يولي اهتماما خاصا بإدارة مخزوناته التي يمكن اعتبارها، خلال الفترة المدروسة (2004-2007) بالغائبة تقريبا؛
- الاهتمام بتحليل الوضعية المالية للمجمع بشكل دوري، مع الاهتمام بالبحث والإفصاح عن تفسيرات حقيقية لما تُسفر عنه نتائج التحليل؛
- على المجمع أن يساهم مع الأطراف المسؤولة على بورصة الجزائر من اجل تفعيل هذه الأخيرة و جعلها أكثر كفاءة لإنجاح عمليات التمويل بإصدار القيم المنقولة.
- و أحسن إجراء في نظري، ينبغي المبادرة به، هو خلق قنوات اتصال كفيلة بتمرير المعلومات الضرورية التي تمكن المساهم من اتخاذ القرار السليم في ضوء نتائج المؤسسة و معطيات سوق الاستثمار في الجزائر؛
- على الدولة، ممثلة في مجلس مساهمات الدولة، أن تراعي مصالح المؤسسة، و أن تهتم بمنطق الرشاد و العقلانية على مستوى هذه الأخيرة، و هذا في إطار تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية الهادفة إلى خصوصية المؤسسات العمومية و إنجاح تجربة بورصة الجزائر.

### ثالثا. آفاق البحث.

- إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعاً، إذ يمثل كل مصدر تمويلي باباً يمكن التعمق فيه، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى و إشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:
- فعالية قرارات التمويل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؛
  - مدى تطابق النظريات و النماذج النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية؛
  - نموذج موحد وشامل لأهم نظريات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع

### 1- الكتب

#### 1-1 الكتب باللغة العربية

- أندوراس وليم عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- براهيم عبد النور، الحاسبة المعمقة، الصفحات الزرقاء، الجزائر، 2002.
- بوتين محمد ، الحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1998.
- بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، الدار العلوم، الجزائر، 2008.
- بوزيدة حميد ، التقنيات الجبائية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، حلب، 2001.
- الحناوي الصالح ، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- حنفي عبد الغفار ، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- الحياي وليد ناجي ، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار التوثيق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- دادي عدون ناصر ، التحليل المالي، الجزء الأول ، دار الحمدي، الجزائر، 1999.
- الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة الثانية، دار الشروق للتوزيع والنشر، عمان، 2007.
- رحال علي، سعر التكلفة والحاسبة التحليلية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، سنة 1999.
- الزبيدي حمزة محمود ، التحليل المالي تقديم الأداء و التنبؤ بالفشل ، مؤسسة الوراق، عمان ، 2000.
- السامرائي عدنان هاشم رحيم ، الإدارة المالية منهج تحليلي شامل، الطبعة الثانية، الجامعة المفتوحة ، طرابلس ، 1997.
- شاعر نبيل عبد السلام، التحليل المالي و كتابة التقرير المالية، الطبعة الأولى، جامعة عين شمس، القاهرة، 1998.
- شاعر منير ، إسماعيل إسماعيل و عبد الناصر نور ، التحليل المالي مدخل صياغة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

- شبايكي سعدان، تقنيات المحاسبة العامة حسب المخطط للمحاسبي الوطني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.
- الشميخي حمزة و الجزراوي إبراهيم، الإدارة المالية الحديثة، منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- شيحة مصطفى رشدي ، اقتصاديات النقود والمصارف ، الطبعة السادسة، دار المعرفة الجامعية، مصر، 1996.
- الصباح عبد الستار، العامري سعود ، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، عمان، 2007.
- ضياء مجيد ، البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الاسم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003 .
- عبد العزيز سمير محمد، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997.
- عبد العزيز سمير محمد ، التمويل وإصلاح الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- العمار رضوان وليد ، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 1997.
- غنيم حسين عطا، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- فريشي يوسف ، بن ساسي إلياس ، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- كراجة عبد الحليم، علي ربابعة، ياسر السكران، موسى مطر وتوفيق عبد الرحيم يوسف، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- لسلوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- لطرش طاهر ، تقنيات البنوك، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- محمد شفيق حسين طنيب، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- النعيمي عدنان نايف و التميمي راشد فؤاد، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.



- هواري سيد ، الاستثمار و التمويل، مكتبة عين شمس، 1980.

## 2-1 الكتب باللغة الأجنبية

- ASWATH Damodaran, **Finance d'entreprise** , Traduction de la 2<sup>eme</sup> édition américaine sous la direction de Gérard Hirigoyen , 2eme édition, Paris, 2005.
- BARANGER Pierre et autres, **Gestion, fonctions de l'entreprise** ,2<sup>eme</sup> édition, Vuibert, Paris, 1998.
- BARDO L Y . Fatima, **Structure financière de l'entreprise**, Economica, Paris, 2002.
- BARREAU . J & Delehay. J ,**Gestion financière** ,10<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2002.
- BEATRICE Meunier- Rocher, **Le diagnostic financière**, 3eme édition, édition d'organisation, Paris, 2004.
- BENHLIMA .A, **Pratique et techniques Bancaires**, édition Dahleb, Alger, 1997.
- BOUDINOT A & Frabot . J.C '**Techniques et pratique Bancaires**, 4<sup>eme</sup> édition , éditions Sirey, Paris, 1978.
- BREALEY Richard ,Stewart Mayers & Franklin Allen, **Principes de gestion financière**, édition française dirigée par Christophe Thibierge ,8<sup>eme</sup> édition, Pearson éducation, Paris, 2007.
- CAPIEZ Alain, **élément de gestion financières**, 4<sup>eme</sup> édition, Masson, Paris, 1995.
- CHIHA Khemici, **Finance d'entreprise- approche stratégique**, Houma édition, Alger, 2009.
- COLLECTION - Facilement , **comment faire l'analyse financière d'une entreprise** , édition Gestion / Finance, Paris, 1999.
- CONSO Pierre, **la gestion financière de l'entreprise** ,5<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 1979.
- CONSO Pierre, **la gestion financière de l'entreprise**, 07<sup>em</sup> édition, Dunod, Paris, année (?).
- CONSO Pierre, Hemicci Farouk , **Gestion financière de l'entreprise**, 10<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2002.
- DARROLLES , yues, et autres, **Précis d'analyse financière**, collection Finance d'entreprise, Paris, 1990.
- DE LA BRUSLERIE Hubert, **Analyse financière et risque du crédit**, Dunod, Paris, 1999.
- DE LA BRUSLERIE Hubert, **Analyse financière information financière et diagnostic**, 3<sup>eme</sup> édition, Dunod, Paris, 2006.

- GEUDI NORBERT , Finance d'entreprise les règles du jeu, édition Organisation, Paris, 1997.
- KHAFRABI ,M<sup>ed</sup> zine , Comptabilité des sociétés, 3<sup>eme</sup> édition, Berti édition, Alger, 2002.
- LAHILLE Jean Pierre, Analyse financière, 1<sup>er</sup> édition, Campus Dalloz, Paris, 2001.
- MOURGUES Nathalie, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, Paris, 1993.
- PHILIPPOSIAN Pascal, Le crédit bail et le leasing, les classiques , collection finance, SEFI éditions, Québec, 1998.
- PILVERDIER Josette, latreyet, Finance d'entreprise, 6<sup>eme</sup> édition, édition Economica, Paris, 1993.
- QUIRY Pascal & le fur yann Finance d'entreprise, Dalloz, Paris, 2008.
- RIVET Alain, Gestion financière, Analyse et politique financières de l'entreprise, ellipses, Paris, 2003.
- TEULIE Jacques, Analyse Financière de l'entreprise concepts et méthodes, chotard et associés éditeurs, Paris, 1989.
- TEULIE Jacques & Patrik. Topsacalian, Finance, Carlo Descamps, France, 1994.
- VERNIMMENE Pierre, Finance d'entreprise, 6<sup>eme</sup> édition, Edition Dalloz, Paris, année (?).
- VERNIMMEN Pierre, Finance d'entreprise, 7<sup>eme</sup> édition, Dalloz, Paris, 2007.
- VIZZAVONA Patrice, Gestion Financière, 9<sup>eme</sup> édition, BERTI éditions, Alger, 2004.

## 2-المجلات و المقالات العلمية

### 2-1 المجلات و المقالات العلمية باللغة العربية

- ريحان الشريف و لعيوني زبير، النماذج الكمية للتنبؤ بإفلاس المؤسسة و مدى مساهمتها في التنمية

الاقتصادية، مجلة التواصل، جامعة باجي مختار عنابة، عدد 20، شهر ديسمبر 2007.

### 2-2 المجلات، و المقالات العلمية باللغة الأجنبية

- ACHY Lahcen, « Déterminants de la structure financière des entreprises manufacture au Maroc », Institut National de statistique et l'économie Appliquée, Rabat, (2004).
- BRANDER J. A. & T. R. Lewis, « Oligopoly and Financial Structure: The limited Liability », American Economic Review, Vol. 76, (1986).
- BRENNAN M. & A. Krauss, « Efficient Financing Under Asymmetric Information », Journal of Finance, Vol. 42, (1987).

- CONSTANTINIDES G. M. et B. D. Grundy,. «Optimal Investment with Stock Repurchase and Financing as Signals», The Review of Financial Studies, Vol. 2, (1989).
- GESKE. R & Johnson. H, «The Valuation of corporate abilities as compound options: A correction», Journal of financial and quantitative Analysis, n°7 ( mars., 1979).
- HARRIS M. & A. Raviv, «The Theory of Capital Structure», Journal of Finance, Vol. 46, N°1, (March.,1991).
- HEINKEL R, «Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information», Journal of Finance, Vol. 37, (1982).
- ISRAEL .R, «Capital Structure and the Market for Corporate Control: The Defensive Role of Debt Financing», Journal of Finance, Vol 46, N° 04, (1991).
- KRASKER W, «Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information», Journal of Finance, Vol. 41, (1986).
- LELAND H. E. & D. H. Pyle, «Informational, Asymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation », Journal of Finance, Vol. 32, (1977).
- MODIGLIANI Franco & Miller Merton .H, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment », The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, (Jun., 1958).
- MULKAYET Benoit & Sassenau Mohamed, «La hiérarchie de financement des investissements », Revue Economique, Vol 46.N°02, (Mars.,1995).
- NARAYANAN M. P, «Debt Versus Equity Under Asymmetric Information», Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 23, N°1, (Mar., 1988).
- PARRINO Robert et al, «Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure», Working paper, Arizona State University, May 9, 2004.
- POITEVIN M , «Moral Hasard and the Financing of Entrepreneurial Firms»,Cahier de Recherche no. 8914, Département des Sciences Économiques, Université de Montréal, (1989).
- ROSS S. A, «The determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach», Journal of Economies, Vol. 8, (1977).
- SARIG O. H, «Bargaining with a Corporation and the Capital Structure of the Bargaining Firm», Working paper, Tel Aviv University, (1988).
- STULZ . R, «Managerial control of voting rights : Financing policies and the market for corporate control», Journal of Financial Economies, Vol. 20, (1990).
- STULZ. R, «Managerial discretion and optimal financing policies». Journal of Financial Economies, Vol. 26. (1991).
- TITMAN Shericlan, Wessels Robert, «The Determinants of Capital Structure Choice», The journal of finance , Vol .43, N° .1. ( Mars, 1988).
- TITMAN S, «The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision», Journal of Financial Economies, Vol. 13, (1984).

## -الملتقيات و المحاضرات

### 3-1 الملتقيات و المحاضرات باللغة العربية

زغيب مليكة و غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.

كتوش عاشور و حريري عبد الغني ، التمويل بالائتمان الاجباري، الاكتاب في عقود و تقييمه مع دراسة حالة الجزائر، سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.

### 3-2 الملتقيات و المحاضرات باللغة الأجنبية

Cheng F. Lee , Determinants of Capital Structure Choice A Structural Equation Modeling Approach, The 15th Annual Conference on PBFEM at Ho Chi Minh City, Vietnam,(2007).

## 4-الرسائل والمذكرات

بن عيشة باديس ، تحليل الاختلال المالي للمؤسسة من منظور ديناميكي نحو نمو متوازن، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1996.  
قراش محمد، دراسة التمويل الذاتي من المنظور الجبائي(دراسة حالة مؤسسة صيدال وحدة الحراش)، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة،الجزائر،2004.

## -القوانين و التشريعات

- المادة 720 من القانون التجاري الجزائري.

- المادة 721 من القانون التجاري الجزائري.

- المادة 141 فقرة 5، من قانون الضرائب المباشرة والرسوم المماثلة الجزائر.

- La République Algérienne Démocratique Populaire, ordonnance N° 06-04, Journal Officiel , N° 47, 19 juillet 2006,p.03.

## -التقارير

- Notice d'information, Groupe SAIDAL, 1999
- Rapport de gestion ,groupe Saidal, 2004.
- Rapport de gestion ,groupe Saidal, 2005.
- Rapport de gestion ,groupe Saidal, 2006.
- Rapport de gestion ,groupe Saidal, 2007.

## 7- المقابلات الشخصية

- بغدادي سفيان ، رئيس مصلحة العلاقات البورصية .مجمع صيدال ، موضوع المقابلة يدور حول السعر  
السوقي لمجمع صيدال ، المقر الاجتماعي لمجمع صيدال-حسين داي- ،تاريخ المقابلة  
2009/04/01،مقابلة شخصية.

- سالي مهدي ،رئيس مصلحة الخزينة بمجمع صيدال ،الاستفسار عن بعض النسب المالية لمجمع صيدال  
للفترة المدروسة ،المقر الاجتماعي لمجمع صيدال -حسين داي-، تاريخ المقابلة :2009/04/25،(مقابلة  
شخصية).

## 8- مواقع الانترنت

- [WWW.six-swiss-exchange.com](http://WWW.six-swiss-exchange.com) 2008/12/23 تاريخ الاطلاع L'obligation convertible
- [WWW.edubourse.com](http://WWW.edubourse.com) 2008/12/23 تاريخ الاطلاع La valeur d'une obligation convertible
- [WWW.islamonline.net](http://WWW.islamonline.net) 2008/12/25 تاريخ الاطلاع حسام الدين السندات و الأسهم
- [WWW.Cambridge.org](http://WWW.Cambridge.org) ، تاريخ الاطلاع 2009/01/12 ، The Economics of Financial Markets, R.E Bailey 2005
- [WWW.l'express.fr](http://WWW.l'express.fr) ، تاريخ الاطلاع 2009/01/18 ، Comprendre les titres Participatif , Descamps Christophe
- [WWW.guide-finance.ch](http://WWW.guide-finance.ch) 2009/01/31 تاريخ الاطلاع ،
- [WWW.ZoneCours.hec.ca.com](http://WWW.ZoneCours.hec.ca.com) ,2009 /03/11 تاريخ الاطلاع Comprendre le levier d'exploitation, HEC Montréal
- [WWW.saidalgroup.dz](http://WWW.saidalgroup.dz) ،تاريخ الاطلاع 2009/04/11، الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
- [WWW.orderannualreports.com](http://WWW.orderannualreports.com) , تاريخ الاطلاع 2009/04/18 ، Healthcare & Pharmaceutical industry

# الملاحق

## 2 - Bilan Exercice 2006 Consolidé Groupe

### 2-4: Evolution de l'actif Consolidé Groupe

Désignation	AU 31/12/2004	AU 31/12/2005	AU 31/12/2006
Frais Préliminaires	12 907 982	22 143 894	152 019 538
Valeurs corporelles	6 138 381	3 620 272	3 612 843
Terrains	359 829 780	360 832 211	360 832 211
Equipements de production	3 398 877 012	3 342 297 092	4 161 047 018
Equipements sociaux	11 777 923	11 714 769	10 955 400
Investissements en cours	541 679 693	1 234 755 419	78 055 936
<b>TOTAL</b>	<b>4 331 210 771</b>	<b>4 975 363 658</b>	<b>4 766 522 945</b>
<b>STOCKS</b>			
Marchandises	36 396 349		
Matières et fournitures	1 757 055 524	1 598 687 828	
Produits semi-finis	57 003 967	51 095 131	1 630 891 624
Produits et travaux en cours			68 774 277
Produits finis	1 971 500 972	1 849 813 932	2 328 816 544
Stocks à l'Extérieur	140 751 685	258 653 980	278 720 941
<b>TOTAL</b>	<b>3 962 708 497</b>	<b>3 758 250 871</b>	<b>4 307 203 386</b>
<b>CREANCES</b>			
Créances d'investissement	1 171 876 174	1 182 943 014	1 147 884 449
Créances de stocks	41 133 025	48 491 648	63 365 270
Créances sur société apparenté	80 711 623	102 653 622	84 687 984
Avances pour compte	348 221 623	354 419 782	326 400 060
Avances d'exploitation	132 300 832	155 231 264	83 880 419
Créances sur clients	2 393 912 888	2 688 433 435	2 773 783 801
Disponibilité	534 946 692	1 020 628 884	742 134 273
Comptes débiteurs du passif	6 758 949	19 035 613	47 138 486
<b>TOTAL</b>	<b>4 709 861 806</b>	<b>5 571 837 262</b>	<b>5 269 274 740</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>13 003 781 074</b>	<b>14 305 451 791</b>	<b>14 343 001 071</b>





## 2 - Bilan Exercice 2006 Consolidé Groupe

### 2-5: Evolution du Passif Consolidé Groupe

Désignation	AU 31/12/2004	AU 31/12/2005	AU 01/01/2006
<b>FONDS PROPRE</b>			
CAPITAL SOCIAL	2 500 000 000	2 500 000 000	2 500 000 000
Réserves	2 092 267 229	2 399 105 275	2 639 810 634
Subventions reçues	60 801 232	44 792 164	33 620 085
Ecart de réévaluation	874 877 162	783 200 651	701 696 904
Résultat en inst d'affectation			3 019 848
Provisions pertes et charges	137 117 075	44 893 326	28 591 383
<b>TOTAL</b>	<b>5 665 062 698</b>	<b>5 771 991 417</b>	<b>5 906 738 853</b>
<b>DETTES</b>			
Dettes d'investissements	2 595 149 395	3 086 963 140	2 712 313 428
Dettes de stocks	674 038 941	1 036 746 496	951 633 609
Détention pour compte	60 286 935	68 207 067	50 662 563
Dettes envers Stes app	1 093 545 050	1 138 563 537	1 265 637 780
Dettes d'exploitation	822 413 051	866 451 597	861 194 256
Avances commerciales	66 499 202	81 093 904	155 517 078
Dettes financières	1 550 801 291	1 785 923 772	1 856 013 559
Comptes créditeurs de l'actif	19 753 054	38 955 661	35 806 112
<b>TOTAL</b>	<b>6 882 486 919</b>	<b>8 102 905 173</b>	<b>7 888 778 386</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>456 231 457</b>	<b>430 555 201</b>	<b>547 483 833</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>13 003 781 074</b>	<b>14 305 451 791</b>	<b>14 343 001 071</b>



## 2 - Bilan Exercice 2006 Consolidé Groupe

### 2-6: Evolution des Tableaux de Comptes de Résultats:

Désignation	AU 31/12/2004	AU 31/12/2005	AU 31/12/2006
Ventes de Marchandises	55 245 947	58 023 956	530 006 984
Marchandises consommées	44 377 460	44 988 466	506 791 884
<b>Marge Brute</b>	<b>10 868 487</b>	<b>13 035 490</b>	<b>23 215 100</b>
Production vendue	6 410 942 819	6 538 250 356	6 412 742 620
Production stockée	600 438 166	125 443 358	488 750 165
Prod de l'entreprise pour elle même		8 845 079	798 081
Prestation fournies	112 432 793	124 568 368	279 611 539
Transfert de charges de Prod	41 519 041	73 182 351	104 122 239
Mati et four consommées	2 829 795 670	2 526 997 966	2 563 991 619
Services	367 373 238	397 802 852	465 811 312
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>3 979 032 398</b>	<b>3 707 637 468</b>	<b>4 279 436 814</b>
Produits divers	14 769 856	53 581 124	18 226 989
Transfert de charges d'exploit	109 800 470	50 170 780	48 687 103
Frais de personnel	1 801 487 321	1 995 047 610	2 122 146 019
Impôts et taxes	194 302 572	199 615 681	175 465 035
Frais financiers	379 887 812	255 011 836	223 700 807
Frais divers	30 557 607	56 741 914	68 183 351
Dota aux amortissements et de prov.	385 913 421	440 018 602	537 190 191
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>1 311 453 991</b>	<b>864 953 729</b>	<b>1 219 665 503</b>
<b>Résultat hors exploitation</b>	<b>-528 989 085</b>	<b>-137 353 267</b>	<b>-379 988 108</b>
<b>Résultat brut de l'exercice</b>	<b>782 464 903</b>	<b>727 600 462</b>	<b>839 677 395</b>
Marge sur stock produits finis	51 749 438	66 151 872	64 509 692
Impôts sur le bénéfice	274 484 008	230 893 391	227 683 870
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>456 231 457</b>	<b>430 555 199</b>	<b>547 483 833</b>
Cash flow	842 144 878	870 573 801	1 084 674 024





Rapport de Gestion 2007

**2 Bilan Exercice 2007**  
**Consolidé Groupe**

2-4: Evolution de l'actif:

U : DA

Désignation	AU 31/12/2005	AU 31/12/2006	AU 31/12/2007
<b>INVESTISSEMENTS</b>			
Frais Préliminaires	22 143 894	152 019 538	202 688 728
Valeurs incorporelles	3 620 272	3 612 843	2 808 451
Terrains	360 832 211	360 832 211	377 111 615
Equipements de production	3 342 297 092	4 161 047 018	3 981 947 144
Equipements sociaux	11 714 769	10 955 400	10 976 038
Investissements en cours	1 234 755 419	78 055 936	20 392 055
<b>TOTAL</b>	<b>4 975 363 658</b>	<b>4 766 522 945</b>	<b>4 595 924 031</b>
<b>STOCKS</b>			
Marchandises			
Matières et fournitures	1 598 687 828	1 630 891 624	1 601 607 486
Produits semi-finis	51 095 131	68 774 277	103 710 804
Produits et travaux en cours			
Produits finis	1 849 813 932	2 328 816 544	2 661 952 958
Stocks à l'Extérieur	258 653 980	278 720 941	169 451 906
<b>TOTAL</b>	<b>3 758 250 871</b>	<b>4 307 203 386</b>	<b>4 536 723 153</b>
<b>CREANCES</b>			
Créances d'investissement	1 182 943 014	1 147 884 449	1 211 454 927
Créances de stocks	48 491 648	63 365 270	12 003 728
Créances sur société apparenté	102 653 623	84 687 984	81 687 984
Avances pour compte	354 419 782	326 400 060	263 813 319
Avances d'exploitation	155 231 264	83 880 419	98 571 474
Créances sur clients	2 688 433 435	2 773 783 801	3 392 149 005
Disponibilité	1 020 628 884	742 134 273	798 086 762
Comptes débiteurs du passif	19 035 613	47 138 486	24 182 420
<b>TOTAL</b>	<b>5 571 837 262</b>	<b>5 269 274 740</b>	<b>5 881 949 620</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>14 305 451 791</b>	<b>14 343 001 071</b>	<b>15 014 596 804</b>





Rapport de Gestion 2007

**2 Bilan Exercice 2007**  
**Consolidé Groupe**

2-5: Evolution du passif:

U : DA

Désignation	AU 31/12/2005	AU 31/12/2006	AU 31/12/2007
<b>FONDS PROPRES</b>			
CAPITAL SOCIAL	2 500 000 000	2 500 000 000	2 500 000 000
Réserves	2 399 105 275	2 639 810 634	2 965 513 404
Subventions reçues	44 792 164	33 620 085	27 699 329
Ecart de réévaluation	783 200 651	701 696 904	620 193 156
Résultat en inst d'affectation		3 019 848	5 887 289
Provisions pertes et charges	44 893 326	28 591 383	24 041 846
<b>TOTAL</b>	<b>5 771 991 417</b>	<b>5 906 738 853</b>	<b>6 143 335 024</b>
<b>DETTES</b>			
Dettes d'investissements	3 086 963 140	2 712 313 428	2 612 086 364
Dettes de stocks	1 036 746 496	951 633 609	871 763 341
Détention pour compte	68 207 067	50 662 563	69 780 545
Dettes envers Stes app	1 138 563 537	1 265 637 780	1 456 404 135
Dettes d'exploitation	866 451 597	861 194 256	932 243 711
Avances commerciales	81 093 904	155 517 078	211 345 164
Dettes financières	1 785 923 773	1 856 013 559	1 839 046 474
Comptes créditeurs de l'actif	38 955 661	35 806 112	6 442 276
<b>TOTAL</b>	<b>8 102 905 173</b>	<b>7 888 778 386</b>	<b>7 999 112 009</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>430 555 201</b>	<b>547 483 833</b>	<b>872 149 771</b>
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>14 305 451 791</b>	<b>14 343 001 071</b>	<b>15 014 596 804</b>





## Rapport de Gestion 2007

### 2 Bilan Exercice 2007

### Consolidé Groupe

#### 2-6: Evolution des Tableaux de Comptes de Résultats:

U : DA

Désignation	AU 31/12/2005	AU 31/12/2006	AU 31/12/2007
Ventes de Marchandises	58 023 956	530 006 984	590 795 024
Marchandises consommées	44 988 466	506 791 884	548 882 926
<b>Marge Brute</b>	<b>13 035 490</b>	<b>23 215 100</b>	<b>41 912 099</b>
Production vendue	× 6 538 250 356	6 412 742 620	7 144 652 603
Production stockée	× 125 443 358	488 750 165	412 475 446
Prod de l'entreprise pour elle même	× 8 845 079	798 081	113 620
Prestation fournies	× 124 568 368	279 611 539	286 948 659
Transfert de charges de Prod	- 73 182 351	104 122 239	111 421 551
Mati et four consommées	- 2 526 997 966	2 563 991 619	2 598 681 377
Services	- 397 802 852	465 811 312	527 226 239
<b>Valeur ajoutée</b>	<b>3 707 637 468</b>	<b>4 279 436 814</b>	<b>4 871 616 363</b>
Produits divers	53 581 124	18 226 989	31 218 443
Transfert de charges d'exploit	50 170 780	48 687 103	57 173 213
Frais de personnel	1 995 047 610	2 122 146 019	2 453 605 931
Impôts et taxes	199 615 681	175 465 035	218 060 563
Frais financiers	255 011 836	223 700 807	205 807 857
Frais divers	56 741 914	68 183 351	86 053 843
Dota aux amortissements et de prov.	440 018 602	537 190 191	584 486 230
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>864 953 729</b>	<b>1 219 665 503</b>	<b>1 411 993 594</b>
Produits hors exploitation	518 416 621	406 081 107	564 705 157
Charges hors exploitation	655 769 888	786 069 216	734 096 371
<b>Résultat hors exploitation</b>	<b>-137 353 267</b>	<b>-379 988 108</b>	<b>-169 391 214</b>
<b>Résultat brut de l'exercice</b>	<b>727 600 462</b>	<b>839 677 395</b>	<b>1 242 602 380</b>
<b>Marge sur stock produits finis</b>	<b>66 151 872</b>	<b>64 509 692</b>	<b>78 843 035</b>
<b>impôts sur le bénéfice</b>	<b>230 893 391</b>	<b>227 683 870</b>	<b>291 609 574</b>
<b>Résultat de l'exercice</b>	<b>430 555 199</b>	<b>547 483 833</b>	<b>872 149 771</b>
<b>Cash flow</b>	<b>870 573 801</b>	<b>1 084 674 024</b>	<b>1 456 636 001</b>

## ORDONNANCES

**Ordonnance n° 06-04 du 19 Jomada Ethania 1427  
correspondant au 15 juillet 2006 portant loi de  
finances complémentaire pour 2006.**

Le Président de la République,

Vu la Constitution, notamment ses articles 122 et 124 ;

Vu la loi n° 84-17 du 7 juillet 1984, modifiée et  
complétée, relative aux lois de finances ;

Vu la loi n° 05-16 du 29 Dhou El Kaada 1426  
correspondant au 31 décembre 2005 portant loi de  
finances pour 2006 ;

Le conseil des ministres entendu ;

**Promulgue l'ordonnance dont la teneur suit :**

### DISPOSITIONS PRELIMINAIRES

Article 1er. — La loi n° 05-16 du 29 Dhou El Kaada  
1426 correspondant au 31 décembre 2005 portant loi de  
finances pour 2006 est modifiée et complétée par les  
dispositions ci-après qui constituent la loi de finances  
complémentaire pour 2006.

#### PREMIERE PARTIE

#### VOIES ET MOYENS DE L'EQUILIBRE FINANCIER

##### CHAPITRE PREMIER

#### DISPOSITIONS RELATIVES A L'EXECUTION DU BUDGET ET AUX OPERATIONS FINANCIERES DU TRESOR

(Pour mémoire)

##### CHAPITRE 2

#### DISPOSITIONS FISCALES

##### Section 1

#### Impôts directs et taxes assimilées

Art. 2. — Les dispositions de l'article 150 du code des  
impôts directs et taxes assimilées sont modifiées et  
rédigées comme suit :

"Art. 150 - 1. — Le taux de l'impôt sur les bénéfices  
des sociétés est fixé à 25%.

Les bénéfices réinvestis sont soumis au taux réduit de  
12,5% suivant...(sans changement jusqu'à) ...

2 - Les taux des retenues ...(le reste sans  
changement)..."

Art. 3. — Les dispositions de l'article 143 du code des  
impôts directs et taxes assimilées sont modifiées et  
complétées par un paragraphe 3 rédigé comme suit :

"Art. 143 - 1. — ..... (sans  
changement)....."

2 - ..... (sans changement) ....."

3 - Les plus-values de cession d'actions réalisées par  
les sociétés de capital investissement non résidentes  
bénéficient d'un abattement de 50% sur leurs montants  
imposables".

Art. 4. — Les dispositions de l'article 18 de la loi de  
finances pour 2006 sont modifiées et rédigées comme  
suit :

"Art. 18. — Les personnes souscrivant volontairement  
un contrat d'assurance de personnes (individuel ou  
collectif), d'une durée minimale de huit (8) ans,  
bénéficient au titre de l'impôt sur le revenu global, d'un  
abattement égal à 25% du montant de la prime nette  
versée annuellement, dans la limite de 20.000 DA.

Les modalités d'application du présent article seront  
définies en tant que de besoin par arrêté du ministre  
chargé des finances".

##### Section 2

#### Enregistrement

(Pour mémoire)

##### Section 3

#### Timbre

Art. 5. — Les dispositions de l'article 147-11 du code  
du timbre sont modifiées et complétées comme suit :

"Art. 147-11. — Le tarif du droit de timbre gradué est  
calculé selon le barème dégressif ci-après :

— 300 DA pour les primes d'assurance d'un montant  
inférieur ou égal à 2.500 DA ;

— 5 % pour les primes d'assurance d'un montant  
supérieur à 2.500 DA et inférieur ou égal à 10.000 DA ;

— 3 % pour les primes d'assurance d'un montant  
supérieur à 10.000 DA et inférieur ou égal à 50.000 DA ;

— 2 % pour les primes d'assurance d'un montant  
supérieur à 50.000 DA ;

..... (le reste sans changement)....."

##### Section 4

#### Taxes sur le chiffre d'affaires

Art. 6. — Les dispositions de l'article 14 du code des  
taxes sur le chiffre d'affaires sont modifiées, complétées et  
rédigées comme suit :

"Art. 14. — Le fait générateur de la taxe sur la valeur  
ajoutée est constitué :

# الملخص

## الملخص.

### نحو اختيار هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية

إن اختلاف و تباين مصادر التمويل وعدم تجانسها، يمنح المؤسسة الاقتصادية فرصة التنوع والمفاضلة بينها، بهدف بلوغ و تحقيق المزيح التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد و المخاطر الناتجة عنه، و يعمل على التوفيق بين مختلف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة.

إن تكلفة الأموال و الرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبه أموال المؤسسة الاقتصادية، وكلاهما يُبرز خصوصية التمويل بأموال الاستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى، كونه يرفع من مردودية المؤسسة نظرا لانخفاض تكلفته و ثباتها، وبالمقابل يزيد من مخاطرها المالية بسبب إلزامها على تسديد الفوائد و أصل المبالغ المقترضة في تواريخ استحقاقها دون مراعاة وضعيتها المالية.

إن الجدوى من اختيار هيكل تمويلي مناسب، تكمن في التأثير المحتمل لتركيبته على القيمة السوقية للمؤسسة، و هذا بالرغم من الجدل الفكري القائم حول مدى تأثير قرارات التمويل على قيمة المؤسسة بين مختلف المفكرين الاقتصاديين.

إن المؤسسة الاقتصادية مطالبة بإدراج قرارات التمويل ضمن الأدوات الفعالة الكفيلة بترشيد استخدام الموارد المستعملة فيها، و التي ترفع من كفاءتها. ولن يتأتى لها ذلك، إلا بعد تحليل علمي دقيق لبدائل التمويل المتاحة و دراسة تأثيراتها المحتملة على المؤسسة، بالإضافة إلى دراسة أهم محددات القرار التمويلي. ولا يقتصر التحليل على اختيار طبيعة التمويل وتحديد نسبته في الهيكل التمويلي، بل يتعداه ليشمل سلوك المانحين وكفاءة سوق الأموال بصفة عامة، كونها تمارس تأثيرا مباشرا على فعالية التمويل المفترض.

وبصفة عامة، فإن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، وفي مجمع صيدال الصناعي بشكل خاص، يتمثل أساسا في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة ؛ وتحديد دورها التحليلي، ومنح صلاحيات أكبر للإدارة المالية لاتخاذ قرارات التمويل بناء على ما تسفر عليه نتائج الدراسة و التحليل العلميين لمختلف طرق التمويل المتاحة.

*الكلمات المفتاحية: الهيكل التمويلي، أموال الملكية، أموال الاستدانة، القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، محددات الهيكل التمويلي.*



## Résumé .

### Vers un choix d'une structure financière optimale pour l'entreprise économique

La différence des sources de financement donne à l'entreprise économique l'occasion à la diversification et la comparaison entre les sources de financement, permet d'atteindre la combinaison optimale de financement qui tient en compte le rapport *revenus - risques* qui en découlent, et assure finalement la cohérence entre les différentes parties ayant intérêts dans l'entreprise.

Le coût de financement ainsi que le levier financier sont des facteurs importants qui forment la structure financière de l'entreprise économique, ils se distinguent de l'endettement qui caractérise les autres sources de financement, ces facteurs permettent une plus grande rentabilité en considérant leur coûts à la fois minimales et stables, en revanche, le mode de financement par endettement est plus risqué, car l'entreprise est contrainte à rembourser les intérêts ainsi que le capital aux échéances imparties, abstraction faite de sa solidité financière.

Le choix du mode de financement est crucial, parce qu'il façonne la structure de la valeur vénale de l'entreprise, malgré le conflit dialectique entre les économistes sur l'impact des décisions de financement sur la valeur de l'entreprise.

L'entreprise devra inclure les décisions de financement parmi les outils efficaces pour rationaliser les emplois, cause d'une bonne performance, et ce, après l'analyse poussée des modes de financement alternatives et disponibles.

L'analyse ne se limite pas sur le choix de la nature de financement et sa structure financière, mais s'étend également jusqu'aux comportements des investisseurs, et l'étude du marché financier en général, en effet, ces deux paramètres ont un impact direct sur le choix du financement recherché.

Afin d'aider à rationaliser les décisions de financement des entreprises économiques en général, et dans le groupe Saidal en particulier, il convient d'activer pleinement le rôle de la fonction financière dans l'entreprise, et notamment son rôle analytique, en donnant davantage de prérogatives à l'administration de finance pour prendre des décisions en se référant aux résultats des analyses scientifiques des différents modes de financement disponibles.

*Mots clés : La Structure financière, Fonds propres, Endettement, Valeur marchande de l'entreprise, Les Déterminants de la structure financière.*



## **Abstract.**

### **Towards the Choice of the Company's Optimal Financial Structure**

The variety of the funding sources gives the company an opportunity to compare the offered sources in order to reach the optimal funding combination, which entails amongst; the revenue-risks approach, and maintain the necessary coherence among all the company's stakeholders.

Both funding cost and the financial leverage are instrumental factors that make up the financial structure of the company, they are different from the loan capital option, for they enable more profitability thanks to their low and steady costs, on the other hand, financing through debt, is more costly and riskier; whereby, the company is required to reimburse the loan along with interests, according to the schedule agreed upon, regardless of its solvency.

The choice of the mode of financing is crucial, because it is the determining factor of how the financial structure will look like, it also sets the company's sale value, in spite of the dialectical conflict between the economists about; to which extent the mode of financing can impact the company quotation.

The management of the company should include the funding decisions as part of efficient tools, which aim at rationalizing the use of these resources; the decision of the mode of financing should actually be made based on a thorough analysis of all available alternatives of sources.

The analysis should not be confined to the choice of the financing mode but should be stretched to the investors' behavior as well, to surveying the stock market; these two parameters have a direct impact on the financing mode sought.

In order to make sound decisions with respect to financing mode of the company in general and in the Saidal Corporation, the financial Unit role should be rehabilitated, chiefly its analytical role, by giving more prerogatives to this Unit to make decisions, in reference to scientific outcomes of different offered alternatives.

***Key words : Financial structure, Equity, Debt, Firm's Value, The Determinants of Financial Structure.***