جامعة يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

أهمية اختيار الهيكل المالي الأمثل في تقليل مخاطر عدم السداد في المؤسسة الإقتصادية

دراسة حالة مجمع صيدال

مذكرة تخرج تندرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

إعداد الطلبة:

حلـفـاوي رمضـان

صفار باتي غلام الله

تحت إشراف:

أ.د علوطي لمين

لجنة المناقشة

د. بن زرقة ليلى رئيسا

أ . د علوطي لمين مقررا

د. كشيدة حبيبة ممتحنا

تاريخ المناقشة: 2018/05/30

السنة الجامعية : 2018/2017



تشكرات

الحمد لله الذي فضلنا بالعقل وكملنا بالعلم وجملنا بالفضيلة وأسعدنا بالهداية والتوفيق والصلاة مع سلام لائق على النبي أفصح الخلائق محمد صلى الله عليه و سلم.

وما توفيقنا إلا بالله رب العالمين .

نتقدم بتشكراتنا إلى الأستاذ الدكتور المحترم المشرف علينا علوطي لمين، الذي لم يبخل علينا بتعليماته وتوجيهاته القيمة.

كما نشكر الدكتور مولود مليكا وي على كل ما قدمه لنا من عون وتحفيز وتشجيع على السير قدما نحو المزيد من الجد والمثابرة في طلب العلم.

كما نشكر كل الأساتذة الكرام الذين رافقونا في كل أطوار التعليم.

كما لا ننسى أن نتوجه بالشكر إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد على إتمام هذا العمل ولو بكلمة مشجعة أو لفتة طيبة أو ابتسامة مواسية فلهم منا أفضل وأسمى ما يعبر به المحسن إليه للمحسن والمتفضل عليه للمتفضل.

وأخيرا نتقدم بالشكر إلى كل من نسيهم قلمي ولم ينساهم قلبي الذين سيبقى ذكرهم في القلب أبقى، وأحلى.

رمضان- غلام

إهداء

كلمة لابد منها

الحمد لله علام الغيوب، والحمد لله الذي بذكره تطمئن القلوب، فهو أعز مطلوب وأشرف مرغوب، الحمد لله الذي كان لنا عونا معينا وحافظا نصيرا.

إلى التي لن أوفها حقها مهما فعلت ومهما قلت إلى من وعيت على الدنيا وهي أمـامي إلى من زرعت في قلبي بذور الحياة فكانت السند والنبراس لدربي ونور عيني أمي الغالية أطال الله في عمرها.

إلى من غرس في المبادئ والأخلاق وسهر على تربيتي والدي الكريم.

إلى نسيم الروح وبلسم الجروح زوجتي نور دربي.

إلى من يسري حبهم في عروقي إلى رياحين عمري إخوتي وأخواتي وأولادهم.

إلى كافة الأهل والأقارب.

إلى من كانت معرفتهم طيبة وعشرتهم أطيب"كافة الأصدقاء".

إلى كل من جمعتني بهم مقاعد الدراسة ومجالس العلم

خاصة طلبة إدارة مالية

إلى كل من نسيتهم أو سهوت عن ذكر أسمائهم .

إلى كل من رآني جاهلا فعلمني، ورآني تائها فأرشدني، ورآني مخطئا فصوبني، ورآني عاجزا فأخذ بيدي.

إلى كل من وسعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع.

رمضان حلفاوي



قال القاضي عبد الرحيم البيساني
في رسالة بعث بها إلى العماد الأصفهاني يعتذر
فيها عن كلام استدركه الأخير عليه:
إني رأيت أنه لا يكتب إنسان كتاباً في يومه إلا قال
في غده لو غُيِّر هذا لكان أحسن، ولو زيد هذا
لكان يستحسن، ولو قدم هذا لكان أفضل، ولو ترك
هذا لكان أجمل، وهذا لعمري من أعظم
العبر، وهو دليل على استيلاء النقص على جملة البشر.

إهداء

إلى حكمتي .....وعلمي

إلى أدبي .....وحلمي

إلى طريقي .... المستقيم

إلى طريق..... الهداية

إلى ينبوع الصبر والتفاؤل والأمل

إلى كل من في الوجود بعد الله ورسوله *أمي الغالية*

إلى عوني وتاج رأسي ونور عيوني الزوجة الفاضلة.

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله

بناتي أماني، ريمة، ولينة.

إلى من كانوا ملاذي وملجئي

إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات

إلى من سأفتقدهم ..... وأتمنى أن يفتقدوني

إلى من جعلهم الله أخوتي بالله ..... ومن أحببتهم بالله *طلاب قسم المالية*

إلى من يجمع بين سعادتي وحزني

إلى من لم أعرفهم ..... ولن يعرفوني

إلى من أتمنى أن أذكرهم .....إذا ذكروني

إلى من أتمنى أن تبقى صورهم .....في عيوني

غلام.

مستخلص

يهدف هذا البحث إلى إبراز أهمية اعتماد هيكل مالي مناسب في المؤسسة في تقليل مخاطر عدم السداد لديها وهذا من خلال دراسة الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015) ومقارنتها بحجم المخاطر المالية التي يواجهها مقاسة ببعض النسب والمؤشرات المالية وقد توصلنا من خلال هذا البحث إلى أن الهيكل المالي المعتمد من طرف المجمع لا يواجه مخاطر مالية بالرغم من ارتفاع نسبة الاستدانة في هذا الهيكل لأن المؤسسة لديها قدرة على تسديد ديونها، وبالتالي فإن المجمع بعيد عن الفشل المالي والمخاطر المالية.

Abstrait

Ce projet a pour but de faire apparaitre l'importance d'adoption d'un plan financier a d'équant dans l'entreprise afin de minimiser les risques de non paiement à son niveau , et cela d'après l'étude du plan financier de groupe Saidal entre (2012/2015) en la comparant avec l'ampleur de risque financiers en utilisant des taux et de indices financiers.

D'après l'étude, ont est arrivé à la conclusion, que le plan financiers adopté par le groupe Saidal ne peut faire face aux risque financiers malgré l'accroissement du taux d'endettement dans ce plans, tout en sachant que l'entreprise a le capacité de règler ses dettes.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
شكر وتقدير.....	
الإهداءات.....	
مستخلص.....	
قائمة المحتويات.....	I-II
قائمة الجداول.....	III
قائمة الأشكال.....	IV
قائمة الملاحق.....	V
مقدمة.....	أ-د
الفصل الأول: الأدبيات النظرية للبحث والدراسات السابقة.....	01
تمهيد.....	02
المبحث الأول: الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه وعلاقته بالمخاطر المالية.....	03
المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي الأمثل	03
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي الأمثل.....	12
المطلب الثالث: المخاطر المالية وعلاقتها بتركيبة الهيكل المالي.....	13
المبحث الثاني: أمثلية الهيكل المالي استدانة مقبولة-مخاطر معقولة-	17
المطلب الأول:الهيكل المالي في ظل فرضيات انعدام المخاطر المالية للاستدانة.....	17
المطلب الثاني: الهيكل المالي في ظل فرضيات وجود المخاطر المالية للاستدانة.....	24
المبحث الثالث: تقويم الهيكل المالي الأمثل للحد من المخاطر المالية.....	34
المطلب الأول:تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن.....	35
المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال النسب التي تقيس المخاطر المالية.....	38
المطلب الثالث: استراتيجية الإدارة المالية للحد من المخاطر المالية.....	40
المبحث الرابع: الدراسات السابقة.....	41
المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....	41
المطلب الثاني: موقع البحث من الدراسات السابقة.....	44
خلاصة الفصل الأول.....	45
الفصل الثاني:دراسة تطبيقية لمجمع صيدال.....	46
تمهيد.....	47
المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة.....	48

المطلب الأول:طريقة الدراسة.....	48
المطلب الثاني: أدوات الدراسة.....	52
المبحث الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة.....	53
المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي لمجمع صيدال.....	53
المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية لمجمع صيدال.....	58
المطلب الثالث: تقييم الهيكل المالي للمجمع مقارنة بالمخاطر المالية.....	70
خلاصة الفصل الثاني..... .	72
خاتمة.....	73
قائمة المراجع.....	79
الملاحق.....	82

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
الجدول رقم (01): تصنيف المؤسسات حسب نموذج sherror.		16
الجدول رقم (02):الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2012.		53
الجدول رقم (03):الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2013.		54
الجدول رقم (04):الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2014.		55
الجدول رقم (05):الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2015.		56
الجدول رقم (06): الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		57
الجدول رقم (07): نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		58
الجدول رقم (08):نسبة القدرة على الوفاء بالديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		59
الجدول رقم (09): نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		60
الجدول رقم (10): الأصول المتداولة –المخزونات لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		61
الجدول رقم (11): نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		62
الجدول رقم (12): نسبة السيولة الفورية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).		63
الجدول رقم (13): صافي رأس المال العامل.		64
الجدول رقم (14): صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول خلال الفترة 2012-2015.		65
الجدول رقم (15): الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية خلال الفترة 2012-2015.		65
الجدول رقم (16):الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب لمجمع صيدا خلال الفترة (2012-2015).		66
الجدول رقم (17):صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول خلال الفترة 2012-2015.		66
الجدول رقم (18):القيمة السوقية لرأس المال على القيمة الدفترية للديون المرجحة خلال الفترة 2012-2015.		67
الجدول رقم (19):صافي المبيعات إلى مجموع الأصول خلال الفترة 2012-2015.		67
الجدول رقم (20): نسبة الاستمرارية Z خلال الفترة 2012-2015.		68
الجدول رقم (21): العلاقة بين نسبة الاستدانة و قيمة الاستمرارية Z خلال الفترة (2012-2015).		69

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم (01):	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة الاقتراض.	18
الشكل رقم (02):	العلاقة بين التكلفة ونسبة الافتراض في ظل الاقتراح الثاني لـ :Modigliani et Miller.	21
الشكل رقم (03):	نظرية Modigliani et Millerفي ظل وجود الضرائب.	24
الشكل رقم (04):	سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات.	26
الشكل رقم (05):	أثر الاستدانة على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا للمدخل التقليدي.	28
الشكل رقم (06):	أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة	29
الشكل رقم (07):	أثر تكلفة الإفلاس و الوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة	30
الشكل رقم (08):	الهيكل التمويلي الأمثل حسب نظرية الوكالة.	31
الشكل رقم (09):	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.	50
الشكل رقم (10):	النموذج المقترح للدراسة.	51
الشكل رقم (11):	الهيكل المالي لمجمع صيداللسنة 2012.	54
الشكل رقم (12):	الهيكل المالي لمجمع صيداللسنة2013.	55
الشكل رقم (13):	الهيكل المالي لمجمع صيداللسنة 2014.	56
الشكل رقم (14):	الهيكل المالي لمجمع صيداللسنة 2015.	57
الشكل رقم (15):	نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).	59
الشكل رقم (16)	نسبة القدرة على الوفاء لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).	60
الشكل رقم (17):	نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015)	61
الشكل رقم (18):	نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015)	62
الشكل رقم (19):	نسبة السيولة الفورية المجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015)	63
الشكل رقم (20):	المخاطر المالية وفق نموذج Altman & Mc Cough خلال الفترة (2012-2015).	69
الشكل رقم (21):	علاقة نسبة الاستدانة في الهيكل التمويلي بالمخاطر المالية خلال الفترة (2012-2015).	70

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملاحق
الملحق رقم 1	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2012
الملحق رقم 2	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة2013
الملحق رقم 3	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة2014
الملحق رقم 4	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة2015

مقدمة

أولا: مشكلة البحث.

تحتاج المؤسسات الاقتصادية لموارد مالية لتغطية احتياجاتها للدورة الاستغلالية والاستثمارية، ويتطلب ذلك تحقيق التوافق بين التدفقات الناجمة عن هذه الدورات ومدة استحقاقية الموارد المستخدمة في تمويلها، فقصر دورة الاستغلال يتطلب موارد مالية قصيرة الأجل لتمويلها على اعتبار أن التدفقات النقدية الناجمة عن هذه الدورة تتحقق على المدى القصير، لذلك تستخدم موارد مالية قصيرة الأجل لتغطيتها كالتمويل المصرفي قصير الأجل والتمويل عن طريق الائتمان التجاري .

أما بالنسبة للدورة الاستثمارية وبالنظر لطبيعتها وفترة التدفقات النقدية التي تتولد عنها والتي تحقق عادة في الأجل الطويل، فيتطلب الأمر استخدام موارد مالية طويلة الأجل لتغطيتها كالتمويل بالاستدانة طويلة الأجل سواء قروض بنكية أو قروض سندية، وكذا التمويل بالملكية سواء عن طريق الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة أو عن طريق الملكية الداخلية ممثلة في الأرباح المحتجزة، كل هذا ينطوي تحت مبدأ أساسي في التمويل وهو مبدأ المواءمة أو مبدأ التغطية.

وتواجه كل من المؤسسة والممول مخاطر تختلف بطبيعة الأدوات المالية المستخدمة في التمويل، فبالنسبة للمؤسسة يعتبر التمويل بالاستدانة من أهم مصادر التمويل المولدة للمخاطر المالية ، أما بالنسبة للممول أو المستثمر فيعتبر التمويل بالأسهم أكثر مخاطرة، فالمؤسسة التي تعتمد بشكل كبير على الاستدانة تواجه مخاطر إضافية زيادة على مخاطر الأعمال تتمثل في المخاطر المالية نتيجة عدم قدرة المؤسسة على تسديد أصل الدين والأعباء المالية المترتبة عليه في آجال استحقاقها، والأصل في المخاطر المالية ليست الاستدانة بحد ذاتها وإنما احتمالات انخفاض العائد الممكن تحقيقه على الأموال المستثمرة عن الفائدة المدفوعة للدائنين، وهذا في حد ذاته يشكل مخاطرة.

فالإدارة المالية للمؤسسة تسعى دوما إلى تشكيل الهيكل المالي المكون من مصادر داخلية ومصادر خارجية سواء استدانة أو ملكية، ولكنها تسعى ضمن ذلك إلى تكوين مصفوفة مثلى من مصادر التمويل التي تجعل تكفلة التمويل في أدنى مستوى لها وقيمة المؤسسة في أعظم قيمة لها مع الحفاظ على المخاطر المالية ضمن مستويات معقولة، وهذا يتطلب مراقبة مستوى الاستدانة في الهيكل المالي باعتبارها مصدر المخاطر المالية، وذلك من خلال مقارنة مستوى الاستدانة إلى القدرة على التمويل الذاتي وكذا مقارنة الأعباء المالية إلى رقم الأعمال، وذلك حتى تتمكن من تكوين الخليط المناسب من أموال الملكية والأموال الذاتية وأموال الاستدانة بالشكل الذي يقلل المخاطر المالية، فهذه الأخيرة لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة وثروة الملاك ومستقبل المؤسسة ككل. واعتمادا على ما تقدم جاء هذا البحث ضمن هذا السياق لتوضيح تأثير الهيكل المالي الأمثل المكون من طرف المؤسسة في زيادة أو تقليل المخاطر المالية وذلك من خلال دراسة حالة مجمع صيدال.

وانطلاقا مما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي: كيف يساهم الهيكل المالي الأمثل في التقليل من المخاطر المالية صعوبات عدم السداد في المؤسسة الاقتصادية ؟

ويندرج تحت هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي أهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية لتمويل احتياجاتها؟
- كيف يمكن أن تساهم عملية ترشيد القرارات التمويلية في التقليل من المخاطر المالية؟

ثانيا: فرضيات البحث.

للإجابة ولو بشكل مؤقت عن التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- يمكن للمؤسسة التقليل من مخاطرها المالية من خلال تنويع المصادر التمويلية والاعتماد بشكل أساسي على مواردها الذاتية؛
- لجوء المؤسسة إلى التمويل عن طريق الاستدانة يؤدي إلى تزايد احتمالات الوقوع في المخاطر المالية.

ثالثا: أهمية الدراسة.

تكمن أهمية هذا البحث في معرفة كيف يساهم تشكيل هيكل مالي أمثل في تقليل مخاطر عدم السداد في المؤسسة الاقتصادية من خلال إيجاد العلاقة الترابطية بينهما وذلك من خلال التعرف على أهم المخاطر التي تواجه المؤسسة الاقتصادية الجزائرية في اختيار هيكلها المالي وأهمها المخاطر المالية الناجمة عن اعتماد المؤسسة المفرط للاستدانة فكلما زادت المؤسسة من اعتمادها على الاستدانة زاد تعرضها للوقوع في مخاطر مرتفعة تؤدي بها للإفلاس لذلك تعمل الإدارة المالية للمؤسسة بعدم تجاوز عتبة الاستدانة المثلى التي تجعل المخاطر المالية عند مستويات معقولة وبالتالي تعمل على تدنيه التكاليف وزيادة القيمة السوقية للمؤسسة والحد من المخاطر المالية.

رابعا: أهداف البحث.

يهدف هذا البحث إلى محاولة تحليل وإبراز العناصر التالية:

- التطرق لأهم العوامل المؤثرة في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة ومن أهمها المخاطر المالية؛
- تبيان كيفية التقليل من المخاطر المالية من خلال اختيار المؤسسة لمصادر تمويلية مثلى ومناسبة وذلك كمحاولة لإبراز طبيعة المخاطر المالية التي تواجه المؤسسات الاقتصادية؛
- كشف مستوى المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة من خلال تحديد نسب ومؤشرات ونماذج قياسها؛
- إظهار طبيعة العلاقة بين مستوى المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة وحجم الاستدانة المعتمد في هيكلها المالي؛
- محاولة تحديد المستوى الأمثل من الاستدانة في المؤسسة محل الدراسة الذي يجعل المخاطر المالية في مستويات معقولة؛

خامسا: حدود البحث.

- الحدود المكانية ستتم الدراسة في مجمع صيدال؛
- الحدود الزمانية:ستجري خلال فترات متباينة وذلك بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة وكذا جداول حسابات النتائج للسنوات التي تحوي المعلومات المناسبة للبحث.

سادسا: منهج البحث.

من أجل معالجة الموضوع والإجابة على التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية واختبار الفرضيات المطروحة وفي ظل أهمية الموضوع وأهدافه سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي وهو المنهج الموافق للدراسة النظرية والتطبيقية الذي يستدعي جمع المعلومات وعرضها حيث سنتطرق لوصف مصادر التمويل، الهيكل المالي الأمثل والمخاطر المالية. ونتطرق لمختلف الدراسات السابقة حول الموضوع ونستخدم أيضا المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة للوقوف على مكونات الهيكل المالي للمؤسسة ومستوى الاستدانة في هذا الهيكل، وكذا قياس حجم المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة مقارنة بمستوى الاستدانة.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع.

ترجعأسباب اختيارنا لهذا الموضوع لعوامل ذاتية وأخرى موضوعية، نذكر منها:

- الرغبة الشخصية للبحث في هذا النوع من المواضيع؛
- موضوع البحث يتناسب ويخدم مجال التخصص "إدارة مالية"؛
- كون مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة وتقييم هيكلها الملي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في نجاح المؤسسة الاقتصادية؛
- تطبيق المؤشرات والنسب المالية التي تقيس المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية؛
- الأهمية التي يحظى بها موضوع الهيكل المالي والمخاطر المالية التي تواجه المؤسسة الاقتصادية.

سابعا: صعوبات البحث.

- تعدد واتساع جوانب موضوع التمويل في المؤسسة الاقتصادية مما يؤدي إلى صعوبة التوفيق بين المعلومات المتحصل عليها؛
- صعوبة الاختصار نظرا لمتطلبات الموضوع، ففي بعض الأحيان يستلزم عنصر ما الإلمام الجيد والدقيق له نظرا لأهميته؛
- عدم توافق الممارسات العملية لدى المجمع مع مضمون الفكر النظري وطبيعة التكوين الأكاديمي، وهو مايصعب من فهم بعض السلوكيات المالية للمجمع؛

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة وذلك، لسرية هذه المعلومات وعدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في البحوث العلمية.

ثامنا: هيكل البحث.

بغرض الإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات المقدمة سيتم معالجة هذا الموضوع ضمن فصلين مترابطين مسبوقين بمقدمة ومتبوعين بخاتمة كالتالي:

الفصل الأول: تم تخصيص هذا الفصل للتعريف بأهم مصادر التمويل التي تحتاجها المؤسسة الاقتصادية وأهم المخاطر المالية التي تواجهها وكذا التعرف على أهم النسب والمؤشرات المالية التي تقيس هذه المخاطر، من أجل ذلك سيتم تقسيمه إلى أربعة مباحث رئيسية بحيث نتناول في المبحث الأول ماهية الهيكل المالي وعلاقته بالمخاطر المالية، أما البحث الثاني فنتطرق فيه إلى أمثلية الهيكل المالي (استدانة مقبولة مخاطر معقولة)، أما المبحث الثالث فيتم التطرق فيه إلى تقويم الهيكل المالي الأمثل للحد من المخاطر المالية، أما المبحث الرابع و الأخير فخصص لبعض الدراسات السابقة وموقع البحث من هذه الدراسات .

الفصل الثاني: يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق لها في الجانب النظري من هذا البحث ميدانيا، وذلك من خلال دراسة حالة تطبيقية لجمع صيدال وهذا بالتعرض فيه لدراسة تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال فترات متباينة حيث سنخصص المبحث الأول من هذا الفصل إلى طريقة وأدوات الدراسة، أما المبحث الثاني فنخصصه لتحليل ومناقشة بيانات الدراسة.

وفي الأخير يتم إدراج خاتمة تلخص الجوانب النظرية والتطبيقية لهذا البحث واختيار الفرضيات المطروحة مع عرض أهم النتائج المتوصل إليها حول موضوع البحث، بالإضافة إلى تقديم مجموعة من التوصيات والاقتراحات خاصة ما يتعلق بالجانب التطبيقي.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية للبحث

والدراسات السابقة

تمهيد

إن المؤسسات تسعى للحصول على الأموال من أجل تسيير عملياتها وتوسيع أنشطتها، وبالتالي عليها أن تختار بديل من بين بدائل التمويل الأساسية إما اللجوء إلى اقتراض الأموال أو الاعتماد علىالتمويل الذاتي. ومن الجدير بالذكر أن الكيفية التي يمكن من خلالها للمؤسسة توفير رأس المال المطلوب تعتمد بشكل كبير على حجمها ويعتبر هذا أحد القرارات المالية المهمة وذات الصلة الوثيقة بهدف المؤسسة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها في سوق الأوراق المالية، ويتضمن القرار المذكور اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة (الهيكل المالي).

ومن باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة، ويكون اختيار الهيكل المالي المناسب بما يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، وتخفيض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة. وقد خاض الفكر المالي التقليدي والمعاصر في أمثلية الهيكل المالي في ظل فرضيات وجود وغياب المخاطر المالية وأثرها على قيمة المؤسسة. وقد تتعرض المؤسسة إلى مخاطر مالية بسبب اعتمادها المتزايد على الاستدانة، لذلك حاول المحللون الماليون إيجاد بعض الطرق والأساليب لتقويم تركيبة الهيكل المالي الأمثل.

حيث تناولنا في هذا الفصل أربع مباحث كالتالي:

-المبحث الأول: الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه وعلاقته بالمخاطر المالية.

- المبحث الثاني: أمثلية الهيكل المالي: استدانة مقبولة – مخاطر معقولة –

- المبحث الثالث: تقييم الهيكل المالي الأمثل للحد من المخاطر المالية.

- المبحث الرابع: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه وعلاقته بالمخاطر المالية.

يعتبر الهيكل المالي الأمثل المزيج الذي يتم اختياره من هيكل التمويل (الأموال الخاصة والديون) بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال (والذي يشمل د ط أ ،الأسهم الممتازة ،و الأسهم العادية) وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، كما أن زيادة اعتماد المؤسسة على القروض يؤدي بها للتعرض إلى المخاطر المالية.

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي الأمثل.

يعتبر الهيكل المالي الأمثل من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمان عدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سنتعرف على مفهوم الهيكل المالي الأمثل ومعايير تشكيله وأهم مكوناته.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي الأمثل.

قبل أن نتطرق لمفهوم الهيكل المالي الأمثل وجب علينا التعرف على الهيكل المالي:

أولا: تعريف الهيكل المالي.

هناك عدة تعاريف للهيكل المالي نذكر منها:

التعريف الأول: "يقصد بالهيكل المالي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها "[1]

التعريف الثاني: ويعرف أيضا بأنه: "يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وأيضا سواء مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل"[2]

التعريف الثالث: ويمكن تعريفه كذلك بأنه: " المزيج المالي الذي يتضمن كافة مصادر تمويل الأصول الطويلة والقصيرة الأجل، الذاتية والخارجية ".[3]

[1] عاطف وليم أندرواس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006 ص 401.

[2] عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 128.

[3] محمد عثمان، إسماعيل حميد، **أسواقرأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال**، ط1، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، القاهرة،مصر 1993، ص7.

من خلال هذه التعاريف لا بد من أن نفرق بين المصطلحين التاليين، الأول الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل ملكية واقتراض ومن دائم ومؤقت ومن طويل الأجل وقصير الأجل، والمصطلح الثاني هيكل رأس المال الذي ينطوي على التمويل الدائم للمؤسسة فهو يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية.[1]

ثانيا : تعريف الهيكل المالي الأمثل.

بعد التطرق لمفهوم الهيكل المالي نأتي إلى تعريف الهيكل المالي الأمثل:

التعريف الأول: "يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة."[2]

التعريف الثاني: ويعرف أيضا بأنه:"ذلك المزيج من التمويل الممتلك (E) والمقترض (D) الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين."[3]

من خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن صياغة التعريف التالي:

يعرف الهيكل المالي الأمثل على أنه: ذلك الخليط المتجانس من مصادر التمويل (أموال ممتلكة وقروض) والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة".

الفرع الثاني: معايير تشكيل الهيكل المالي الأمثل.

تعتمد المؤسسة في تشكيل هيكلها المالي على المعايير التالية:

أولا: معيار تكلفة الأموال.

يعتبر موضوع تكلفة الأموال من الموضوعات الهامة والرئيسية في مجال الإدارة المالية[4]، فالاهتمام بتكلفة الأموال يساعد الإدارة على زيادة كفاءة وترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية فيما يتعلق بـ:

* اختيار مصدر التمويل المناسب لتدبير الأموال المطلوبة للاستثمارات المتاحة.

---

[1] جمال أحمد توفيق، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، دار النهضة العربية للنشر والتوزيع، دون سنة وبلد النشر، ص 302.

[2] دادان عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 107.

[3] محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2010، ص 161.

[4] عبدالعزيز نجار، **أساسيات الإدارة المالية**،ط1، المكتب العربي الحديث للنشر والتوزيع، الإسكندرية ، مصر، 2008، ص 423.

* تقييم القرارات الاستثمارية، حيث تعتبر تكلفة الأموال معيارا يمكن الاعتماد عليه في تقدير مدى تأثير القرارات الاستثمارية على ربحية المؤسسة وعلى قيمتها ككل، وفي ضوء ذلك يتم اختيار تلك البدائل الاستثمارية التي تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة ورفض تلك التي تؤدي إلى إنقاصها.

وتتمثل تكلفة الأموال في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة.[1]

ثانيا: معيار المردودية الاقتصادية وأثر الرافعة التشغيلية:

1.المردودية الاقتصادية: تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد الأنشطة الثانوية وذات الطابع الاستثنائي،حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية، وتقاس وفق العلاقة التالية[2]:

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

تقيس المردودية الاقتصادية مساهمة إجمالي الأصول في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة في تكوين نتيجة الاستغلال.

2.أثر الرفع التشغيلي: يعرف الرفع التشغيلي بأنه تضخيم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة[3]، بحيث ترتبط درجة الرفع التشغيلي بهيكل تكاليف المؤسسة، فكلما ارتفعت نسبة التكاليف الثابتة في هذا الهيكل يزداد الرفع التشغيلي والعكس بالعكس.

كما تقيس درجة الرفع التشغيلي مدى حساسية أو استجابة التغير في ربح التشغيل أي الربح قبل الفوائد والضريبة للتغير الحادث في المبيعات، ويمكن التعبير عن هذه العلاقة بالمعادلة التالية:[4]

$$Dol=\frac{\Delta EBIT}{\Delta S}$$

حيث : DOL :درجة الرفع التشغيلي

حيث: ΔEBIT **:**تمثل مقدار الزيادة أو النقص الحادث في قيمة ربح التشغيل.

ΔS: معدل الزيادة أو النقص في قيمة المبيعات.

---

[1] جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**،ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية،مص،2006 ، ص 262.

[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي،**التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006 ، ص 268.

[3] عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي**، ط2،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2011،ص 245.

[4] محمد مطر، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2003 ، ص ص219، 220.

بناءا على رفع تشغيلي معين يمكن اتخاذ قرار تشكيل الهيكل المالي المناسب، فإذا كانت المؤسسة تتميز بارتفاع مستوى الرفع التشغيلي في هذه الحالة تعتمد على أموال الملكية، باعتبار هذه الأخيرة لا تترتب عليها أعباء ثابتة، أما إذا كان مستوى الرفع التشغيلي منخفض فيعني هذا انخفاض المخاطر التشغيلية، وعليه تعتمد المؤسسة على الاستدانة في تمويل نشاطها لإمكانية قدرتها على تغطية الأعباء الثابتة المالية.

ثالثا: معيار المردودية المالية وأثر الرافعة المالية.

1.المردودية المالية: تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية، ويمكن حسابها بالعلاقة التالية:[1]

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع مستوى الأموال الخاصة، ويمكن بدراسة معمقة تعريف مردودية الأموال الخاصة على أنها معدل المردودية الاقتصادية بعد الضريبة عند مستوى استدانة معدوم.

2.أثر الرفع المالي: المقصود بالرفع المالي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة يجب على المؤسسة الالتزام بها، أي أن الرفع المالي مرتبط بالهيكل المالي للمؤسسة، فكلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية للتمويل ذات الدخل الثابت تزداد درجة الرفع المالي.[2]

ويمكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في الربح الصافي (القابل للتوزيع على حملة الأسهم العادية) الناتج عن التغير النسبي في الربح التشغيلي.[3]

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2006 ، ص 268.

[2] عبد الحليم كراجة وآخرون، **الإدارة والتحليل المالي**، ط2،دار صفاء للنشر والتوزيع،عمان،الأردن،2011،ص 251.

[3] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"**، ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011،ص 446.

تحسب درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية[1]:

$$DFL=\frac{Q(P-V)-F}{Q(P-V)-F-I}$$

بحيث أن:

DFL: درجة الرافعة المالية.

$$DFL=\frac{\Delta EPS\%}{\Delta EBIT\%}=\frac{EBIT}{EBIT-I}$$

EPS: ربح السهم.

EBIT: الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب.

بناءا على مستوى الرفع المالي يمكن اتخاذ قرار تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة، فإذا كانت تتميز بدرجة رفع مالي عالية وكانت التوقعات بشأن صافي الربح تشير إلى استقراره أو ارتفاعه في المستقبل، ففي هذه الحالة يتم التمويل بالاستدانة، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى عدم استقرار صافي الربح أو انخفاضه مستقبلا ففي هذه الحالة يتم التمويل بالملكية.

الفرع الثالث: مكونات الهيكل المالي.

يمكن للمؤسسة توفير الأموال اللازمة عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها، نذكرها فيما يلي:

أولا: مصادر التمويل القصيرة الأجل.

يقصد بالتمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداده خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة وتنقسم مصادر التمويل قصير الأجل إلى ثلاثة أنواع أساسية هي الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والأوراق التجارية.

1.الإئتمان التجاري: هو تمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها المؤسسة أو تستخدمها في العملية الصناعية، يطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط، بمعنى أنه يتاح بالقدر الملائم في الوقت المناسب، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية[2].

2.الائتمان المصرفي: يقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصومات النقدية، كما يعتبر مصدرا مقبولالتمويل الأصول الدائمة في المؤسسات التي تعاني من صعوبات في تمويل الأصول من مصادر طويلة الأجل،

[1] بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص ص123،124.

[2] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2009، ص ص 296، 297.

يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى وذلك أنه لا يتغير تلقائيا مع تغيير حجم النشاط[1].

3.الأوراق التجارية: تعتبر الأوراق التجارية أداة للتمويل قصير الأجل وتعرف على أنها إسناد لأمر قصيرة الأجل تصدر في السوق المفتوحة من قبل المؤسسات ذات الملاءة المالية العالية، دون وجود ضمانات معينة، كالتزام على الجهة المصدرة ذاتها ومن أهم الفروق بين الأوراق التجارية والكمبيالات والإسناد لأمر هو أن الأوراق التجارية لا تنطلق في وجودها من عملية تجاريـة بل هي عملية مالية مستقلة بذاتها، ولكون أن مثل هذه الأوراق لا تكون مضمونة وتحمل اسم المصدر فقط، لذا كانـت أوراق الشركات الكبيرة ذات الملاءة الائتمانية العالية هي الغالبة على السوق المفتوحة[2] .

ثانيا : مصادر التمويل طويلة الأجل.

هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتوجه للاستثمارات طويلة الأجل أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة، ويمكن تقسيم هذه المصادر إلى مصادر داخلية وخارجية.

1.المصادر الداخلية.

هي مصادر يمكن اكتسابها من داخل المؤسسة ويمكن تقسيمها إلى مايلي:

1.1.الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره وتعتبر من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة. وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات)[3].

2.1.الإهتلاكات: هي التناقص في قيمة أصل من الأصول الرأسمالية نتيجة تكرار استخدامها في الإنتاج، أو بسبب اقتصادي كاختراع آلة جديدة تفوقها في الكفاءة، وفي علم المحاسبة يعني القضاء على جزء من عمر رأس المال، ويعني العمر

[1] منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، ط1، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر،1998 ، ص ص8، 9.

[2] مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، ط1، مكتب المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2001 ، ص93.

[3] محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**،ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 350.

هنا صلاحية الأصل الرأسمالي للبقاء مستخدما استخداما اقتصاديا في عمليات الإنتاج.[1] ومن الناحية المالية يمثل الاهتلاك مورد مالي يمكن المؤسسة من تجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي أو الاقتصادي.

3.1.المؤونات: تعرف على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة، أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله هذه المؤونات، أو زوال الخطر المحتمل.[2]

2.المصادر الخارجية: هي المصادر التي يمكن الحصول عليهامن خارج المؤسسة، وتتمثل فيما يلي:

1.2.الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل، بحيث يمثل السهم العادي مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفتريةوقيمة سوقية، حيث تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية، وللسهم العادي كذلك قيمة تصفوية تتحدد بقسمة باقي التصفية للأسهم العادية على عدد الأسهم العادية المصدرة.[3]

2.2.الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة تصفوية، والسهم الممتاز أداة مالية مهجنة، يجمع بين صفات الأسهم العادية والسندات، يكون مقدار الربح موزع بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز في حال إذا ما قررت إدارة المؤسسة توزيع الأرباح وطبعا إذا ما حققت المؤسسة أرباح،ولحامل هذه الورقة الأولوية في تحصيل قيمة أرباحه عن حملة الأسهم العادية،كما له الأولويةأيضا في الحصول على نصيبه عند التصفية،قد يتضمن عقد الاكتتاب لشروط استدعاء السهم الممتاز في حال ما إذا رأت المؤسسة ذلك ضروريا مقابل تعويض مناسب.[4]

3.2.السندات: السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية ويجب على المؤسسة دفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بأن يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات أيضا، ويمكن بيع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ استحقاقه ولكن بسعر أقل من قيمته عند الاستحقاق.

---

[1] عبيد علي أحمد الحجازي، **مصادرالتمويل**، دار النهضة العربية، دون بلد،2001 ، ص48.

[2] أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، ط1، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008 ، ص ص 28،29.

[3] منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، ط1، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 13.

[4] منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية "مدخل تحليلي معاصر"**، ط 4، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000، ص546.

تتأثر أسعار السندات بالظروف في الأسواق المالية وبأسعار الفائدة السائدة في السوق، فعندما ترتفع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند تنخفض القيمة السوقية للسندات، وذلك لأن المستثمرين لايرغبون في السند في هذه الحالة والعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة*، لا يعتبر حامل السند من المالكين للمؤسسة بل هو دائن للمؤسسة.[1]

4.2.القروض طويلة الأجل (القروض المصرفية): تعد القروض إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف وشركات التأمين أو من مؤسسات خارجية وتكون مدتها أكثر من سنة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة تمويل عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما[1]،وللقروض المصرفية طويلة الأجل عدة أنواع نذكر منها ما يلي[2]:

أ.القروض المقدمة من الهيئات المالية.

تمنح هذه القروض في العادة من طرف الهيئات المالية المتخصصة والتي تنشئها الدولة لتمويل قطاعات معنية أو احتياجات معينة، حيث تمول نسبة 70%من قيمة الاستثمار (المبلغ خارج الرسوم).

ب.القروض المقدمة من البنوك.

بالإضافة إلى الهيئات المالية تقوم بعض البنوك أيضا بتقديم قروض على المدى الطويل منها:

* **قروض المساهمة:** وهي قروض تقدم لتدعيم رأس مال المؤسسات وتتميز ب:

– فوائد هذه القروض مشكلة من جزء ثابت وجزء متغير يتوقف على نتيجة المؤسسة.

–هي القروض من الدرجة الأخيرة من حيث ترتيب أولوية التسديد في حالة التصفية، فهي تقع ما بين القروض الأخرى والأموال الخاصة وإن كانت من الناحية المالية تصنف على أنها أموال خاصة.

–قروض المساهمة هي كتعويض للأموال الخاصة بالنسبة للمؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية والتي ترغب في دفع أدنى قدر ممكن من الفوائد كما ترفع من طاقتها على الاستدانة.

*في هذه الحالة تقدم المؤسسة على استدعاء سنداتها(استعجال استحقاق سنداتها) واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار أقل من الأسعار القديمة، وفي مقابل حق الاستدعاء تتعهد المؤسسة المقترضة بسداد علاوة إضافية عند الاستدعاء تضاف إلى القيمة الاسمية للسند.

[1]عبدالوهاب يوسف أحمد، **التمويل وإدارة المؤسسات المالية**، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان الأردن،2008، ص ص85 ،86.

[2]بوريبعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص 35.

* **القروض البنكية للمؤسسات الصناعية:** وهي المعروفة في فرنسا باسم الحسابات للتنمية الصناعية والتي تتميز بالخصائص التالية:

- تمول 70% من الاستثمار.

- أن المؤسسات المستفيدة منها هي المؤسسات الصناعية أو التابعة لها.[1]

5.2.التمويل بالاستئجار: تتيح عملية الاستئجار للمؤسسة المستأجرة أن تبقي الأصل تحت تصرفها، وأن تحصل على التمويل المطلوب، وهو بذلك يمثل أحد أشكال التمويل الخارجي المتاح أمام المؤسسة، تستطيع المؤسسات أن تحصل على احتياجاتها من الأصول الثابتة إما عن طريق شرائها أو عن طريق استئجارها، حيث تمتلك المؤسسات في الأحوال الاعتيادية الموجودات الثابتة التي تظهر في الميزانية العمومية، غير أن المهم هو استعمال تلك الموجودات في العمليات وليس مجرد امتلاكها،ومن بين الطرق الممكنة للحصول على تلك الموجودات هو الشراء، غير أن هناك طريقة أخرى بديلة عنها هي الاستئجار،[2] وينقسم عقد الإيجار إلى الأنواع التالية:

أ.**الاستئجار التشغيلي:** يتمثل عقد الاستئجار التشغيلي في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الصيانة إلى المستأجر،لذلك فإنه يدعى أحيانا بعقد استئجار الخدمات، وتستدعي مثل هذه العقود أن يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات، وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية، أو أنه يتم التعاقد عليها بشكل منفصل، من أهم خصائصه أن مجموع دفعات الإيجار خلال فترة العقد تكون أقل من تكلفة الأصل، والميزة الثانية هي انه قد يحتوي على بند إمكانية إلغائه من قبل المستأجر.[3]

ب.الاستئجار التمويلي: إن التأجير التمويلي البحت هو الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها (أي أن الأقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة).[4]

ج.الاستئجار المقرون برافعة التمويل: يختص التأجير المقترن بالرافعة المالية(أي استخدام القروض)بالأصول التي تتميز بارتفاع قيمتها، وعلى عكس الأنواع الأخرى في التأجير فإن للتأجير المرفوع ثلاثة أطراف وليس طرفان، وهم كل من

[1] زغود تبر، **محددات سياسية التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح–ورقلة،الجزائر، 2008-2009، ص ص28،29.

[2] محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان،الأردن،2010، ص 715،716.

[3] أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**،ط1،دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008 ،ص ص102،103.

[4] رابح خوني ورقية حساني، **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها**، ط 1، إيتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2008، ص 128.

المستأجر، المؤجر (مالك الأصل)، المقرض. ولا يختلف دور المستأجر في هذه العقود عما كان عليه في عقود الاستئجار المبحوثة سابقا لكن هناك اختلاف في دور المؤجر الذي يقوم بشراء الأصل المطلوب من المستأجر ويموله جزئيا من أمواله الخاصة ويمول الجزء المتبقي بقرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية تعمل لصالحها، أما الجهة المقرضة، فتكون المؤسسة التمويلية مصرفا تجاريا أو شركة تأمين.[1]

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تكوين الهيكل المالي الأمثل.

تحدد المؤسسة تركيبة مستهدفة لرأس المال التي هي عبارة عن نسب مزيج التمويل المرغوب فيه من قبل الإدارة التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق المالي، وهذه التركيبة تتأثر بعوامل المتمثلة فيما يلي:

الفرع الأول: المبيعات والمنافسة.

أولا: نمو المبيعات: إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد وتنمو بمعدلات عالية (10%فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

ثانيا: استقرار المبيعات: توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرار كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة أقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، أن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر .

ثالثا: درجة المنافسة: إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة .

الفرع الثاني: بنية الموجودات والخطر.

أولا: بنية الموجودات:توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون أقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلإجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلإجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية وأن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات .

ثانيا: موقف ادراة المؤسسة اتجاه الخطر:هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت ادراة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، أماإذا كانت ادارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعيا وراء تعظيم الأرباح .

[1] محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن،2010، ص ص 686،687.

ثالثا: موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر: لا شك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاظم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالبا ما تنصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا لخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

المطلب الثالث: المخاطر المالية وعلاقتها بتركيبة الهيكل المالي.

تنتج المخاطر المالية عند استخدام المؤسسة المتزايد للدين في هيكلها المالي،فزيادة اعتماد المؤسسة على الديون عند حد معين يؤثر بشكل سلبي على قيمتها السوقية، وبسبب هذا التأثير لجأ المحللون الماليون إلى تبيان كيفية قياس هذه المخاطر للتنبؤ بالتعثر المالي وذلك بالاعتماد على مجموعة من النماذج سنتطرق إليها في هذا المطلب.

الفرع الأول: مفهوم المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية.

هناك عدة تعاريف للمخاطر المالية نذكر منها مايلي:

التعريف الأول: "هي مخاطر تتأثر بجانب الخصوم في الميزانية ونوع المصادر المالية، وتتوقف هذه المخاطر على نوع المصادر المالية التي تحصل عليها المؤسسة وما يترتب عليه في حالة عدم الوفاء بالتزاماتها، وهناك مخاطر مالية داخلية وهي خاصة بعدم مقدرة موارد المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية، ومخاطر مالية خارجية وهي متعلقة بتأثير أسعار الفائدة ومعدلات توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم أو السندات على استثمار المستثمرين في مد المؤسسة باحتياجاتها المالية المستمرة".[1]

التعريف الثاني: هو الانحراف عن الربحية المالية نتيجة استخدام الدين فهو يعتبر الخطر المرتبط بالدين، (انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها من قبل حملة الأسهم).[2]

1جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**،ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006،ص ص124،325.

Meyer Gilles, AnalyseFinancière, hachette paris,1991, p281

الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية في المؤسسة الاقتصادية.

هناك عدة نماذج للتنبؤ بالمخاطر المالية نذكر منها مايلي:

أولا: نموذج Altman and Mc Cough (1974):

يعتمد هذا النموذج على خمسة مؤشرات لكل واحد منها وزنا ترجيحيا يختلف عن الآخر للتنبؤ بحدوث الإفلاس في المؤسسة الاقتصادية، ناتج هذا المؤشر هو رقم معين يعبر عن التفرقة بين المؤسسات التي ستتعرض لمخاطر الإفلاس، أطلق عليه الحرف (Z) ويأخذ هذا النموذج معادلة الارتباط التي يكون فيه (Z) متغير تابع والمؤشرات الخمس متغيرات مستقلة لتحديد القيمة الفاصلة للتعثر المالي،ويعتبر هذا النموذج تعديلا لنموذج Altman الذي تم وضعه عام 1968 ويصاغ بالمعادلة التالية:[1]

$$Z= 1.2\ X_1 + 1.4\ X_2 + 3.3X_3 + 0.6\ X_4 + 1X_5$$

حيثأن:[2]

X_1:نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموعة الأصول.

X_2: نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول.

X_3: نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول.

X_4: نسبة القيمة السوقية لرأس المال إلى القيمة الدفترية للديون.

X_5:نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الأصول.

وكلما ارتفعت قيمة (Z)، فإنها تشير إلى سلامة المركز المالي للمؤسسة، بينما تدل القيمة المتدنية إلى ضعف المركز المالي وبالتالي احتمالات التعثر المالي وزيادة المخاطر المالية.

وبموجب هذا النموذج يمكن تصنيف المؤسسات محل الدراسة إلى ثلاثة فئات وفقا لقدرتها على الاستمرار، وهذه الفئات هي:[3]

* فئة المؤسسات القادرة على الاستمرار، إذا كانت قيمة (Z) فيها 2,99 فأكبر.

* فئة المؤسسات المهددة بخطر التعثر المالي، والتي يحتمل إفلاسها، إذا كانت قيمة (Z) فيها 1,81 فأقل.

1 وليد ناجي الحيالي، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي**، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن ، 2009 ، ص 191.

2حمزة محمود الزبيدي، **التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل**، ط2، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 340.

[3]فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل المالي**، ط1، دون دار النشر، رام الله، فلسطين، 2008، ص ص82،83.

* فئة المؤسسات التي يصعب إعطاء قرار حاسم بشأنها والتي تحتاج إلى دراسة تفصيلية، عندما تكون قيمة (Z) أكبر من 1,81، وأقل من 2,99 ويطلق عليها المنطقة الرمادية.

ثانيا: نموذج Kida 1981:

من النماذج الكمية المهمة للتنبؤ بالتعثر المالي والذي توصل إليه **Kida**عام **1980**، ومن خلاله اعتمد على خمس نسب مالية تشمل كل جوانب الأداء التشغيلي في المؤسسات وهي:

X_1 :نسبة صافي الربح بعد الفائدة والضريبة إلى مجموع الموجودات.

X_2: نسبة مجموع حقوق الملكية إلى مجموع المطلوبات.

X_3: نسبة الموجودات السائلة إلى المطلوبات المتداولة.

X_4: نسبة المبيعات إلى الموجودات.

X_5: نسبة الموجودات السائلة إلى مجموع الموجودات.

ووفق هذه النسب تمكن **Kids** من صياغة نموذجه للتنبؤ بالتعثر المالي هو:

$$Z=1.042\ X_1 + 0.42\ X_2 - 0.461\ X_3 - 0.463\ X_4 + 0.271\ X_5$$

حسب هذا النموذج إذا كانت النتيجة (Z) موجبة تكون المؤسسة في حالة أمان من التعثر المالي وبالتالي انخفاض المخاطر المالية، أما إذا كانت النتيجة(Z)سالبة فتكون احتمالات وقوع المؤسسة في التعثر المالي مرتفعة وبالتالي ارتفاع المخاطر المالية.[1]

ثالثا: نموذج sherror1987:

يعتبر أحد أهم النماذج الحديثة للتنبؤ بالتعثر المالي، ويعتمد النموذج على ستة نسب مالية مستقلة، بالإضافة إلى الأوزان النسبية لمعاملات دالة التميز التي أعطيت لهذه المتغيرات، ويتم تمثيلها وفقا للمعادلة التالية:[2]

$$Z=17\ X_1 + 9\ X_2 + 3.5\ X_3 + 20\ X_4 + 1.2\ X_5 + 0.1\ X_6$$

[1] وحيد محمود رمو،سيف عبد الرزاق محمد الوتار، **استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بفشل الشركات المساهمة الصناعية**، مجلة الباحث،العدد100، جامعة الموصل، الرافدين، 2010، ص 21.

[2] فهمي مصطفى الشيخ، **التحليل المالي**، ط1، دون دار النشر، رام الله، فلسطين، 2008، ص ص 101، 102.

حيث أن:

X_1: صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول.

X_2: الأصول النقدية إلى مجموع الأصول.

X_3: حقوق المساهمين إلى مجموع الأصول.

X_4: صافي الربح قبل الضريبة إلى مجموع الأصول.

X_5: مجموع الأصول إلى مجموع الخصوم.

X_6: حقوق المساهمين إلى الأصول الثابتة.

وبناءا على عدد نقاط (Z)، يجري تصنيف المؤسسات إلى خمس فئات حسب قدرتها على الاستمرار، وهذه الفئات مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): تصنيف المؤسسات حسب نموذج sherror.

الفئة	درجة المخاطرة	(Z)
الأولى	المؤسسة غير معرضة لمخاطر الإفلاس	Z>=25
الثانية	احتمال قليل للتعرض لمخاطر الإفلاس	25> Z>=20
الثالثة	يصعب التنبؤ بمخاطر الإفلاس	20> Z>=5
الرابعة	المؤسسة معرضة لمخاطر الإفلاس	5> Z >=5-
الخامسة	المؤسسات معرضة بشكل كبير لمخاطر الإفلاس	Z <-5

المصدر: فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص102.

الفرع الثالث: علاقة مستوى الاستدانة في الهيكل المالي بالمخاطر المالية.

بالإضافة إلى مخاطر الأعمال تتعرض المؤسسات إلى مخاطر إضافية بسبب اعتماد إدارة المؤسسة على مصادر التمويل المقترضة في صياغة الهيكل المالي للمؤسسات، فكلما زاد اعتماد الإدارة على القروض كلما تعرضت الإدارة إلى مخاطر مالية إضافية ممثلة باحتمال عدم القدرة في تسديد فائدة القرض أو أصل القرض أو الاثنين معا،وهذه المخاطر الإضافية تسمى بالمخاطر المالية.

والأصل في هذه المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته وإنما احتمالات انخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة التي تلتزم الإدارة بتسديدها، هذه الفائدة التي تمثل تكلفة ثابتة، وعلى وفق هذا التحديد فإن المنطق من تحمل المخاطر المالية لتظل المؤسسة عرضة لمخاطر الأعمال فقط[1].

كخلاصة لما سبق يمكن القول بان المؤسسة تعتمد في تمويل نشاطها على مصادر مختلفة حيث تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت عناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، ملكية أو عن طريق الاقتراض،وحتى تتمكن المؤسسة من تعظيم قيمتها السوقية لابد لها من اختيار مزيج تمويلي ملائم لمصادر التمويل (ممتلكة وقروض)،إلا أن زيادة اعتماد المؤسسة على القروض قد يعرضها لمخاطر مالية، التي يمكن التنبؤ بها بعدة نسب ونماذج مالية.

المبحث الثاني: أمثلية الهيكل المالي: استدانة مقبولة – مخاطر معقولة–

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات،حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

المطلب الأول: الهيكل الماليفي ظل فرضيات انعدام المخاطر المالية للاستدانة.

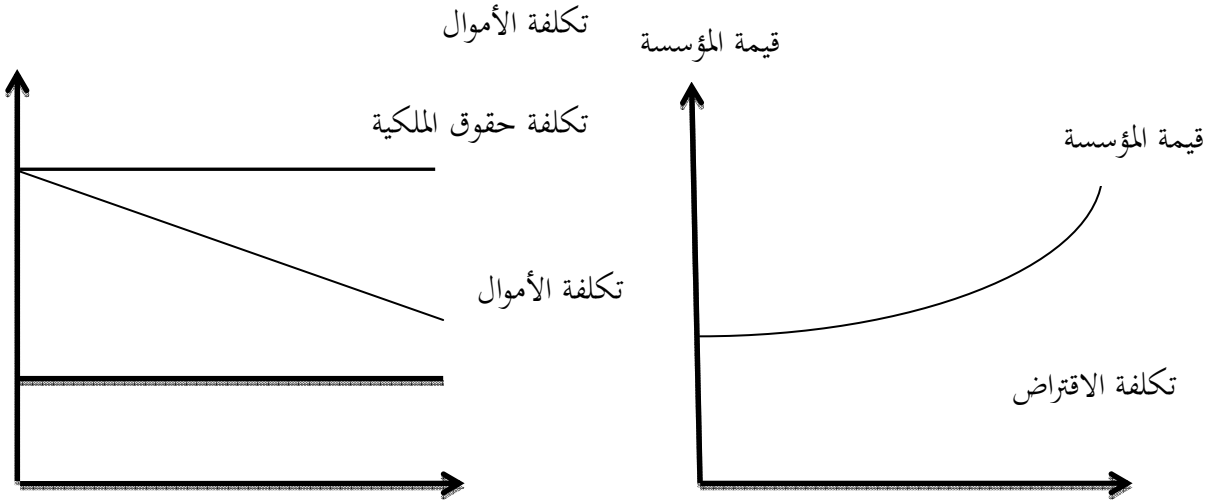
تعتبر العلاقة التي تسعى معظم مداخل الهيكل المالي إلى توضيحها هي الرابطة بين درجة الرفع المالي (الاستدانة)، القيمة السوقية للمؤسسة وتكفله الأموال، للتفصيل في هذه العلاقة نحاول من خلال هذا المطلب التركيز على بعض النظريات التي عالجت الهيكل المالي في ظل إهمال المخاطر المالية.

الفرع الأول: مدخل صافي الربح.

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضا الاقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليها ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الملكية، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

[1] حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2006 ص ص 330، 331.

الشكل رقم (01): تكلفة الاموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة الاقتراض.



نسبة القروض إلى حقوق الملكية 100 % **نسبة القروض إلى حقوق الملكية 100 %**

المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط3، مطبعة الدالتا للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 99.

يتضح من هذا الشكل أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الملكية، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، بحيث أن انخفاض تكلفة التمويل يعني ارتفاع قيمة المؤسسة،فإن الهيكل المثالي لرأسمال المؤسسة طبقا لهذا المدخل إذا اعتمدت في تمويلها على الاقتراض بنسبة 100% تقريبا[1].

ويعاب على مدخل صافي الربح أنه يفترض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم من المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى.

ويضاف إلى ذلك افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة رغم الارتفاع في نسب الرفع المالي، حيث يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة، فينتقلجزء من المخاطر التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي، خاصة تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة للعسر المالي.[2]

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 427.

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية " مدخل القيمة واتخاذ القرارات"**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 322.

الفرع الثاني: نظريةModigliani et Millerفي ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس.

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى ظهور المقالة الشهيرة لـM&M في جوان من سنة 1958 أين تعرض التقليديون إلى هجوم وانتقاد شديدين، حيث يستبعد فكرة الهيكل المالي المثالي، وبالتالي لا أثر لأسلوب التمويل على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة، وقد بنيت النظرية على ما يسمى بالمراجحة*أو التحكيم ويقوم تحليلها على نفس الافتراضات السابقة.

بالإضافة إلى جملة من الفروض الغير واقعية هي:[1]

* تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع)؛

* عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة؛

*التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛

*عدم وجود خطرالإفلاس، أيأن الدين عديم المخاطرة؛

*يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر؛

* توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنبالتفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

يقسمModigliani et Millerنظريتهم إلى اقتراحين كما يلي:[2]

الاقتراح الأول: استقلالية قيمة المؤسسة عن هيكلها المالي.

يفترضان في اقتراحهما الأول أنه وفي ظل سوق رأس مال تام، طريقة التمويل لا تؤثر في تكلفة الأموال أو في القيمة السوقية للمؤسسة، بحيث يقوم تحليل(M&M) في اقتراحهما الأول على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، سواء كانت تعتمد على الاستدانة أم لا، أي أن قيمة المؤسسة تتحدد من خلال الأرباح التي تحصل عليها عن طريق أصولها المختلفة (أي تتحدد قيمتها من خلال الاستثمارات التي تملكها).

*يقصد بها إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية فإحدى المؤسستين تعتمد كليا على مصدر التمويل الممتلك أما الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتلك في صياغة الهيكل التمويلي.

[1] دادان عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 109.

[2] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارت المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر ، 2011–2012 ، ص ص 51–53.

وبالتالي حسب الاقتراح الأول من نموذج(M&M) فإن القيمة السوقية لأي مؤسسة هي مستقلة عن هيكلها المالي، وتتحدد هذه القيمة عن طريق رسملة العائد المتوقع من الأموال الخاصة لمؤسسة من نفس الفئة (فئة المخاطرة).

أي أن قيمة المؤسسة(V) هي مجموع القيمة السوقية للأسهم (A) والقيمة السوقية للديون (D):

$$V=A+D$$

بحيث إذا كانت(VU) هي قيمة مؤسسة غير مستدينة، فإنه وحسب الاقتراح الأول:

$$V=A+D=VU$$

أي أنه وحسب الباحثان(M&M) فإن تكلفة التمويل ثابتة لكل المؤسسات في الفئة الواحدة، وأنها مستقلة تماما عن هيكلها المالي، كما أن هذا الأخير مستقل عن قيمة المؤسسة، إذ أنه وفي حال وجود مؤسستين متماثلتين في كل شيء ماعدافي تركيبة الهيكل المالي (الأولى ممولة بالأموال الخاصة، والثانية مزيج بين الأموال الخاصة والاستدانة)، فإن القيمة السوقية لكليهما متساوية، وإن لم تتساوى فإن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بينهما.

الاقتراح الثاني: المردودية والهيكل المالي.

يقتضي هذا الاقتراح والذي اشتق من الاقتراح الأول، بأن المعدل المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة يتكون رأسمالها من ديون وكذا أموال خاصة، يتمثل في معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون في مؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة فقط، مضافا إلى ذلك علاوة خطر (مكافأة لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن وجود الاستدانة). وتقاس نسبة العلاوة بضرب نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة) في الفرق بين المردودية المالية من طرف المساهمين (المؤسسة غير المستدينة)، ومعدل الفائدة على القروض (المؤسسة المستدينة)، وبالتالي فإن الاقتراح الثاني لـ(M&M) يبين تأثير الاستدانة على المردودية المتوقعة من الأسهم، وكذلك على التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMPC).

فإذا كان:

Rsu: المردودية المنتظرة من الأسهم في مؤسسة غير مستدينة.

Kcp: المردودية المنتظرة من الأسهم في مؤسسة مستدينة.

I: تكلفة الديون.

يمكن صياغة معادلة التكلفة الوسطية المرجحة في العلاقة التالية:

$$CMPC = KCP\ (CP/V) + I\ (D/V)\ VU$$

CMPC:التكلفة الوسيطة المرجحة

VU:قيمة مؤسسة غير مستدينة

وحسب الاقتراح الثاني فإن المردودية المنتظرة من الأسهم هي دالة خطية ترتفع حسب معامل الاستدانة:

$$KCP = RSU + (RSU - I)\ D/CP$$

KCP:المردودية المنتظرة من الاسهم

Cp:الأموال الخاصة

وبما أنه وحسب الاقتراح الأول فإن تكلفة رأس المال k_o تساوي معدل المردودية المنتظرة من الأسهم لمؤسسة غير مستدينة فإن:

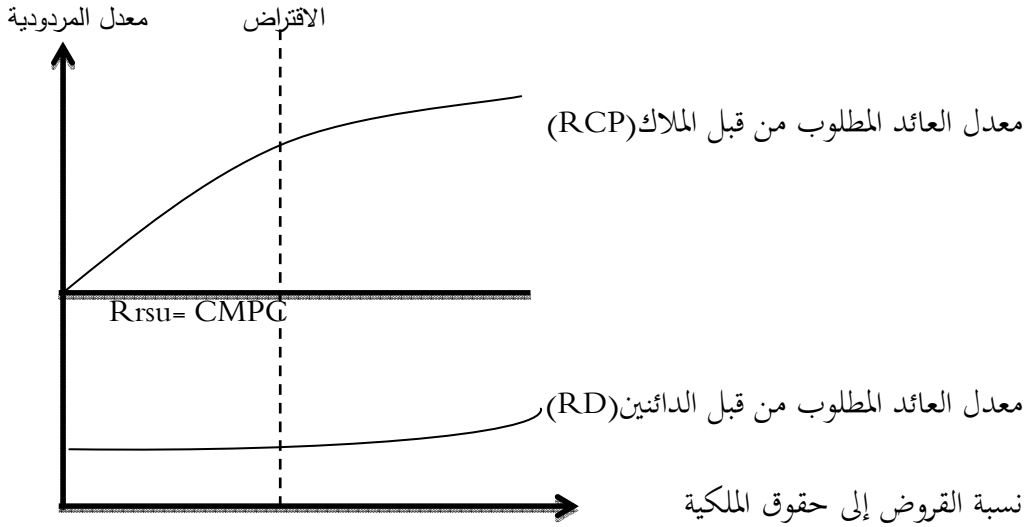
$$KCP = k_o + (k_o - I)\ D/CP$$

k_o:تكلفة رأس المال

Cp: الأموال الخاصة

وبالتالي فإن (M&M) يفترضان ثبات تكلفة الأموال، ويبرران ذلك على أن زيادة اعتماد المؤسسة على الاستدانة سيؤدي بالمساهمين إلى زيادة العائد المطلوب، وبما أن تكلفة الاستدانة منخفضة فإن هذا سيعوض الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة، هذا ما يبقي على تكلفة الأموال ثابتة. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (02): العلاقة بين التكلفة ونسبة الافتراض في ظل الاقتراح الثاني لـ : Modigliani et Miller



المصدر: بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 72

من خلال الشكل يظهر أن متوسط تكلفة الأموال (الكلية) تبقى ثابتة ولا تتأثر إطلاقا بتركيبة الهيكل المالي،وتساوي في نفس الوقت تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينةتنتمي لنفس فئة المخاطر.

أما في المؤسسة المستدينة فإن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع خطيا مع ارتفاع نسبة الاستدانة في المؤسسة، من أجل تعويض المخاطر المالية التي قد تنجم عن زيادة الاستدانة في المؤسسة.

كما يظهر من خلال الشكل أنه عند بلوغ الاستدانة مستوى معين تبدأ تكلفتها في الارتفاع لتجنب مخاطر عدم الدفع، أما تكلفة الأموال الخاصة فتبدأ في الارتفاع بمعدل أقل من ذي قبل، وتفسير هذا أنه ومع زيادة الاستدانة في المؤسسة ينتقل جزء من المخاطر من المساهمين إلى الدائنين، بحيث تكون الزيادة بالقدر الذي يضمن بقاء تكلفة الأموال الكلية ثابتة.

وخلاصة نموذج **Modigliani et Miller** أنه وفي غياب الضريبة، تكلفة الأموال مستقلة تماما عن الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا الأخير ليس لديه أي أثر على قيمة المؤسسة، وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة.[1]

انتقادات النموذج :

وجهت عدة انتقادات لوجهت نظرModigliani et Miller وتحديدا قضية "واقعية النموذج"،فقد تم انتقاد فرضية مجانية الأسواق، وهذا في الوقت الذي تؤدي هذه الفرضية دورا أساسيا في تحليل الكاتبين. ذلك أن قبول وجهة نظرهما مشترط بتدخل آلية التحكيم،التي تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية ذات الخصائص المتماثلة من حيث عنصري المردودية والمخاطرة هذا من جهة ومن جهة أخرى انتقد هذا النموذج من حيث افتراض عدم وجود ضرائب، وهذا ما لا يمكن قبوله في وجود فوائد قابلة للتخفيض في حساب الضرائب، في حين أن المساهمون يجنون أرباحا بعد الضرائب المفروضة على الأرباح[2].

الفرع الثالث: نظرية Modigliani et Miller والضريبة على دخل المؤسسات.

افترض Modigliani et Millerفي نموذجهما الأول (الذي نشراه عام1958) عدم وجود الضرائب على المؤسسات أو على الأفراد. لكن عام 1963 قاما بنشر مقالة ثانية أدخلا فيها الضرائب على المؤسسات إلى النموذج، وبوجود الضرائب على المؤسسات توصلModigliani et Miller إلى أن استخدام الدين يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، يحصل ذلك لأن الفائدة تعد من الأعباء القابلة للتنزيل (الاقتطاع) من الربح الخاضع للضريبة، مما يعني أن قسما أكبر من الربح التشغيلي يذهب إلى المستثمرين.

[1] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارت المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر، 2011-2012 ، ص 55.

[2] دادان عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 111.

يرى Modigliani et Miller في النموذج الجديد:

أولا: أن قيمة مؤسسة تستخدم الدين تساوي قيمة مؤسسة مماثلة لا تستخدم الدين إضافة إلى المزايا الناتجة عن استخدام الدين، وهذه الأخيرة ماهية إلا قيمة الوفرات الضريبية التي تحققها المؤسسة نتيجة استخدام الدين والتي تحسب بضرب قيمة دين المؤسسة بمعدل الضريبة على أرباحها. ويمكن التعبير عن ذلك باستخدام المعادلة التالية:

حيث:

$$V_L = V_U \times t\ d$$

V_L : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة

V_U : القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة.

Td: القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض.

والمهم في هذا كله هو أن إدخال الضرائب على المؤسسات يجعل قيمة المؤسسة التي تستخدم الدين أكبر من قيمة المؤسسة المشابهة التي لا تستخدم الدين بمقدارTd، وطالما أن القيمة الإضافية تزداد مع ازدياد حجم الدين فهذا يعني أن قيمة المؤسسة تصبح عند أعظم مستوى لها عندما يكون رأس مالها مكونا كليا (بنسبة 100%) من الدين.[1]

ثانيا:[2] أن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة مضافا إليها علاوة خطر تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاقتراض، ومعدل الضريبة على أرباح المؤسسات، وكذلك نسبة الرفع المالي في المؤسسة.

ويمكن التعبير عن ذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$KCP = RSU + (RSU - I)(D/CP)(1-t)$$

KCP:المردودية المنتظرة من الأسهم

RSU:المردودية المنتظرة من الأسهم في مؤسسة غير مستدينة

وبالتالي فإن تكلفة الأموال ترتفع مع زيادة اعتماد المؤسسة على الاستدانة ولكن بصورة أقل مما كانت عليه في حال غياب الضرائب. أي أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما اعتمدت المؤسسة أكثر على الاستدانة، لأن هذا سيؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، والتي تعطى بالعلاقة التالية:

$$k_o = KCP\ (CP/CP+D) + Kd\ (1-t)\ (D/CP+D)$$

Kd: تكلفة الديون

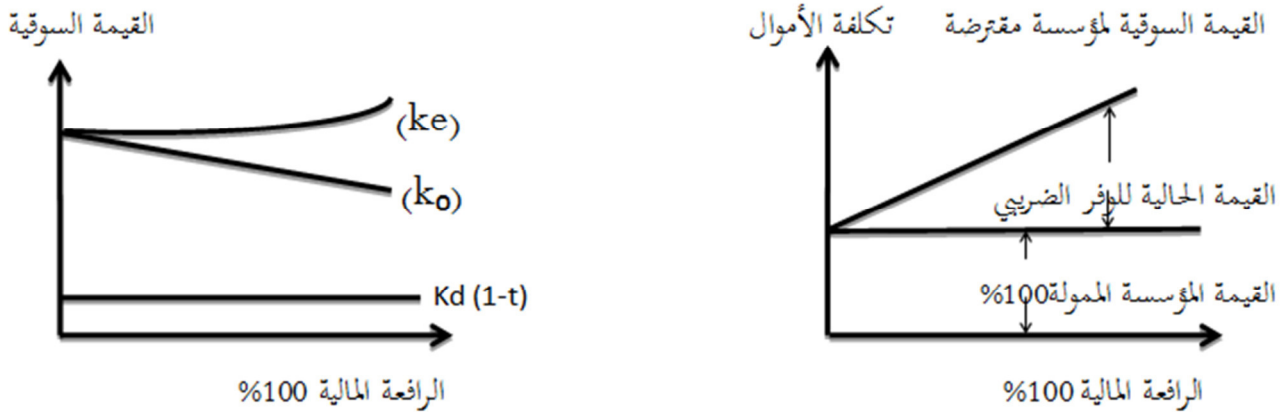
k_o: تكلفة رأس المال

[1] أجين برغام، ترجمة محمود فتوح، عمر عبد الكريم، **الإدارة المالية2"أسس تقييم المشاريع"**، ط1،شعاع للنشر والعلوم، حلب، سورية، 2010 ص ص 578،579.

[2] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارت المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر، 2011-2012 ، ص 57.

إذ يمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة بالشكل التالي

الشكل رقم (03): Modigliani et Millerفي ظل وجود الضرائب.



المصدر: محمود صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل ط 1، دون دار النشر والبلد، 2000، ص188

المطلب الثاني: الهيكل الماليفي ظل فرضيات وجود المخاطر المالية للاستدانة.

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات وكذلك إهمال تكلفة الإفلاس، أما في هذا المطلب وفي ظل وجود المخاطر المالية سوف نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار.

الفرع الأول: مدخل صافي ربح العمليات.

يؤكد مؤيدو نظرية صافي الربح التشغيلي (NOI) في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ولا في القيمة السوقية للمؤسسة.[1]

ولإثبات وجهة النظر أعلاه حول النظرية لا بد لنا من تحديد مجموعة من الفروض التي تقوم علي عليها هذه النظرية وهي:[2]

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العملياتبمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (WACC) لذلك ليس منالأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية.

- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا مابقيت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لايتغير أيضا.

[1] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة والمالية المتقدمة**، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،عمان، الأردن، 2008 ، ص 539.

2 محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية،مصر، 2002، ص 333.

• إن زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على القروض بطرح سندات وحيث يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.

•إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.
•لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.[1]

وبما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة، وعليه فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراضإلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.[2]

رغم التغير في نسبة الرفع المالي (نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية) إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة كما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة أيضا مما يعني عدم وجود هيكل مالي أمثل رغم أن تكلفة التمويل الممتلك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي.[3]

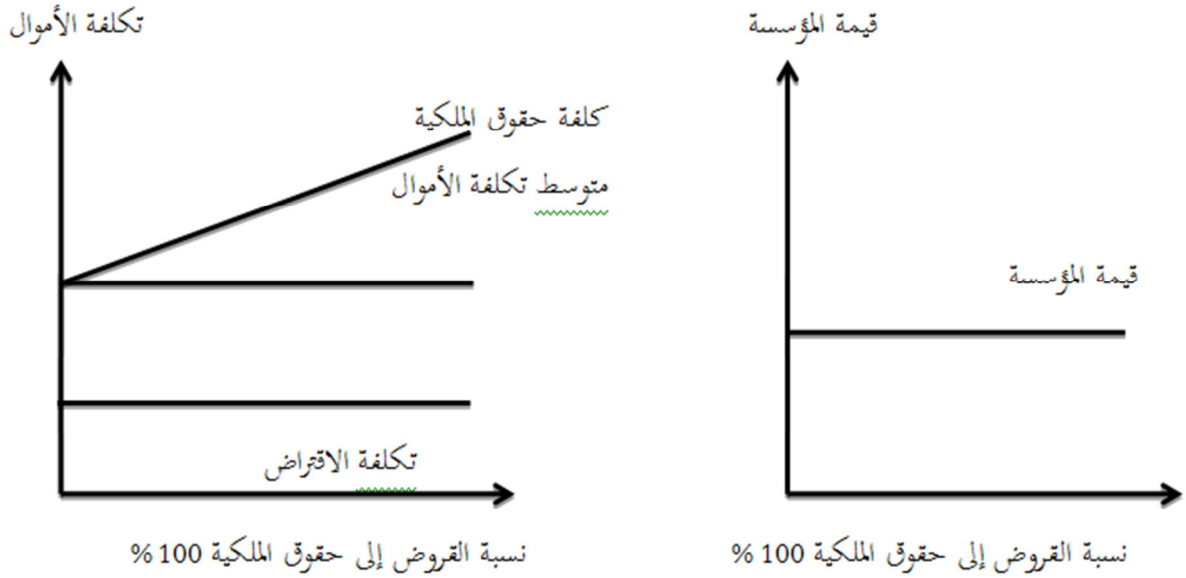
إذ تحدد هذه النتائج مضمون نظرية صافي ربح العمليات التي نستطيع أن نعرض مضمونها في الشكل الهندسي الآتي:

1سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات **الاستثمار والتمويل المالي**، الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1997، ص 189.

[2]حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة والمالية المتقدمة**، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع،عمان، الأردن، 2008 ، ص 542.

3بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص 60.

الشكل رقم (04): سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات.



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره ص 104.

وعليه خلصت هذه النظرية إلى نتيجتين أساسيتين هما:[1]

- أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي.
- أن تكلفة رأس المال مستقلة أيضا عن الهيكل المالي للمؤسسة.

وبالتالي حسب هذه النظرية، فسواء اقترضت المؤسسة أو لم تفترض، وسواء زادت نسبة الاستدانة أو نقصتفإنتكلفة رأس المال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة،وهي نفس النتيجة التي تم التوصيل إليها من طرف(M&M).

[1]Cohen Elie, **Gestion Financière De L'entreprise Et Développent Financier**, Edition UREF, Paris 1991, P237

الفرع الثاني: النظرية التقليدية.

يؤمن المدخل التقليدي إيمانا راسخا أن المزيج الأمثل من مصادر التمويل (أموال الملكية والقروض) يؤثر في التكلفة الكلية للأموال، حيث أن هناك حد معين من القروض لا يجب تجاوز استخدامه في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا الحد يتعين عند بلوغ التكلفة الكلية للأموال إلى أدنى قيمة أو تكون فيه القيمة السوقية للمؤسسة أعلى ما يمكن. ووفقا للمدخل التقليدي فإن تأثير التكلفة الكلية K_o في الهيكل المالي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل على النحو الآتي:[1]

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. وعليه يتم تحقيق تكلفة كلية للأموال منخفضة مع زيادة درجة الرفع المالي.

المرحلة الثانية: بعد بلوغ درجة الرفع المالي إلى حد معين، يظهر ما يسمى بالخطر المالي للقروض (التمويل الخارجي)، وهذا ما يدفع المستثمرين إلى إعادة النظر في الرفع المالي وذلك عن طريق الموازنة بين مزايا التمويل بالاقتراض وخطورتها المتمثلة في الوقوع في العسر المالي، وفي هذه المرحلة فإن قيمة المؤسسة تبلغ أقصاها، وتكلفة الأموال الكلية تكون أقل ما يمكن، وعليه نكون في وضعية هيكل مالي أمثل.

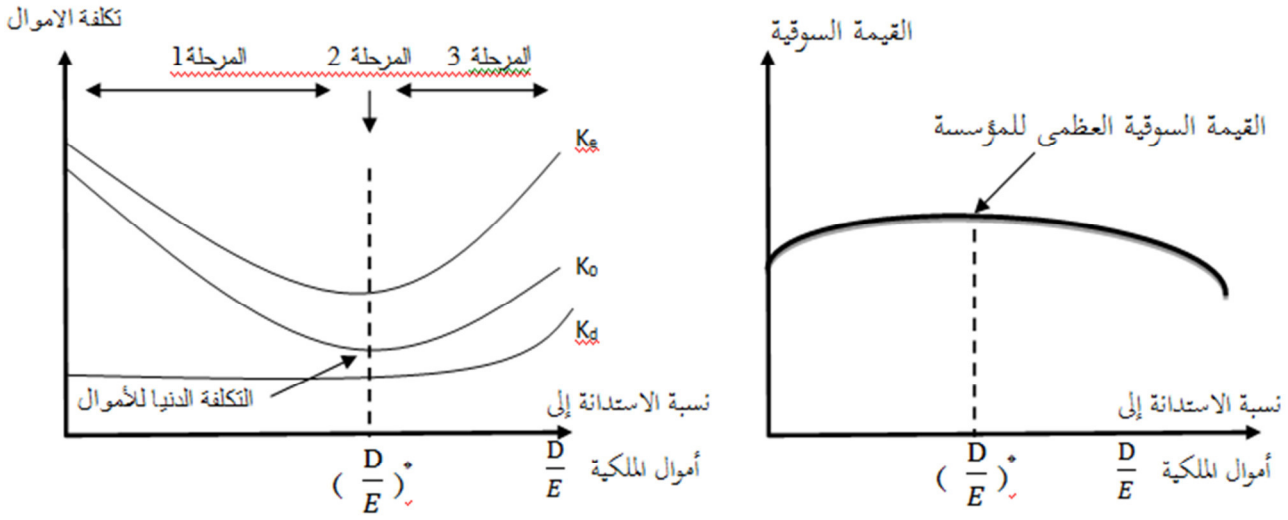
المرحلة الثالثة: بعد بلوغ الحد المثالي من الرفع المالي، فإن استمرارية استخدام المؤسسة للقروض يؤدي إلى تخفيض قيمتها السوقية (**V**) كما يؤدي إلى رفع التكلفة الكلية للأموال K_o هذا نتيجة لشعور المساهمين بدرجة من المخاطرة نتيجة اللجوء إلى مصادر تمويل إضافية في شكل قروض بعد نسبة الاستدانة المثالية.

إن الحوصلة النهائية لهذه المراحل الثلاثية هي أن تكلفة الأموال K_o دالة للرفع المالي، بحيث تتناقص مع زيادة الرفع المالي ويستمر الحال على هذا المنوال إلى غاية الوصول إلى نقطة معينة أو مجال معين، وهو المستوى الأمثل للاستدانة الذي يمثل نقطة انعطاف بالنسبة لتكلفة الأموال ومنه للقيمة السوقية للمؤسسة.

[1] شعبان محمد، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماجستير(غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامع محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010، ص ص55، 56

ويمكن توضيح ما جاء به المدخلالتقليدي من خلال الشكلين التاليتين:

الشكل رقم (05): أثر الاستدانة على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا للمدخل التقليدي.



المصدر: شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص57.

الفرع الثالث: الهيكل الماليفي ظل وجود تكلفة الإفلاس.

إن تزايد نسبة القروض بالهيكل المالي قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس نتيجة تزايد المخاطر المالية المتمثلة في عدم القدرة على سداد فوائد وأقساط القروض عند استحقاقها مما يؤثر عكسيا على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، إذ يترتب على زيادة مخاطر الإفلاس زيادة معدل العائد الذي يطلبه كل من حملة الأسهم وحملة السندات[1]، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين زيادة الاقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك، وهذا بحد ذاته ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة wacc مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وهكذا كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس* وعليه يحصل ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

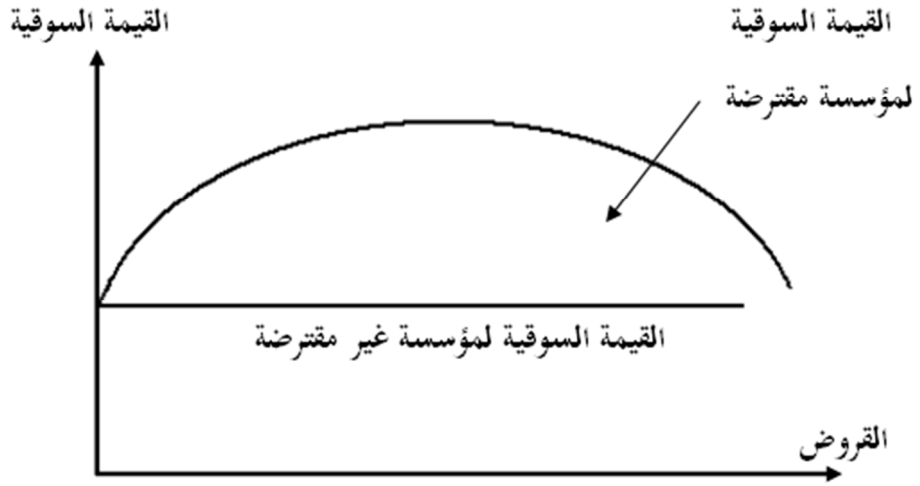
[1] عبد المجيد تيماوي، **المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة**، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، العدد13، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 2011، ص70.

*تشمل تكاليف الإفلاس مجموعة من التكاليف بعضها مباشر وهو ما يشمل انخفاض قيمة الأصول نتيجة لتدهور قيمتها السوقية مقارنة بالقيمة الدفترية لها، وتتمثل في المصاريف الإدارية والقانونية المتعلقة بالتصفية، وبعضها غير مباشر وتشمل الانخفاض المتوقع للمبيعات والذي يرجع إلى شكوك العملاء ومدى الوثوق بالمؤسسة كمورد دائم، انخفاض الأرباح نتيجة انخفاض الكفاءة والأداء قبل حدوث الإفلاس إضافة إلى صعوبة الحصول على ائتمان تجاري من طرف الموردين.

وبما أن العلاقة عكسية بين تكلفة الأموال المرجحة والقيمة السوقية للمؤسسة، أكد Modigliani et Miller على أن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس وعليه فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.[1]

ويعرض الشكل الهندسي التالي أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة:

الشكل رقم (06): أثر تكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: حمزة حمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره،ص573.

الفرع الرابع: الهيكل المالي الأمثل ونظرية التوازن:

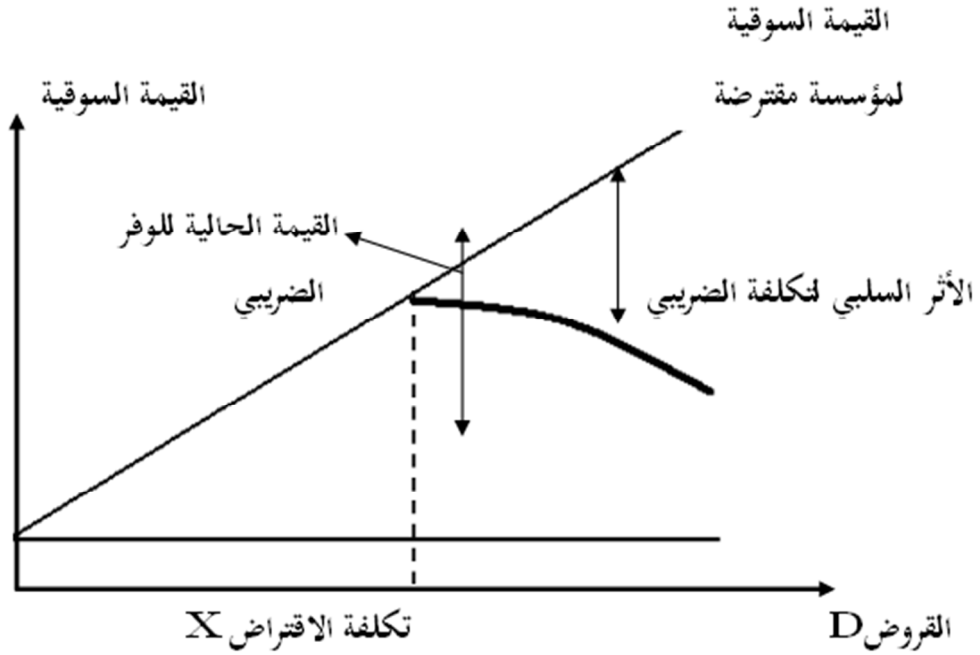
تقتضى نظرية التوازن للهيكل المالي التأكيد على أن القرار الأمثل للاقتراض يجعل مؤسسة الأعمال تستمر بالاقتراضإلى النقطة التي تساوي فيها التأثيرات الإيجابية للوفر الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس والذي ينشأ عن زيادة الاقتراض.

إن هذا التوازن هو انعكاس للتكامل بين الأثر الإيجابي للوفر الضريبي الذي اقترحه Modigliani et Miller في نظريتهم وما يسببه ذلك من زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة كلما زاد الاقتراض،والأثر السلبي لتكلفة الإفلاس الذي اقترحه المهتمين بالفكر المالي والذي ينشأ عنه الزيادة في الاقتراض وما يسببه من انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة، هذين الأثرين أو العاملين سوف يحققان مقدار الاقتراض الأمثل.

[1] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة والمالية المتقدمة**، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 572.

ويعرض الشكل الهندسي التالي صورة نظرية التوازن في صياغة الهيكل المالي:

الشكل رقم (07): أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: حمزة حمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره،ص574.

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن القيمة السوقية للمؤسسة تتجه نحو الارتفاع بمعدلات متناقصة حتى تصل إلى أعلى مستوى لها عندما تصل المؤسسة باقتراضها إلى المستوى (X) حيث أن هذه النقطة تمثل نقطة الاقتراض المثلي التي تتساوى فيها القيمة الحالية للوفر الضريبي مع القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس فهي تعد النقطة المثلى في الاقتراض التي تكون فيها القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد لها أما قبل هذه النقطة فان القيمة الحالية للوفر الضريبي تجعل المؤسسة راغبة في زيادة الاقتراض طالما يؤدى ذلك إلى ارتفاع في القيمة السوقية وإذا ما استمرت المؤسسة في الاقتراض وتجاوزات النقطة (X) فان القيمة السوقية للمؤسسة سوف تنخفض لأن تكلفة الإفلاس تصبح اكبر من القيمة الحالية للوفر الضريبي.[1]

الفرع الخامس: نظرية الوكالة.

أول الأبحاث في هذا المجال قام بها كل من Meckling et Jensen سنة 1976، وتعرف الوكالة بأنها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل،من أجل القيام بمهمة معينة له وباسمه فيما يخص المؤسسة، بحيث يوجد هذا العقد بين المساهمين أو المقرضين، والمسيرين، من خلال قيامهم بجزء من سلطاتهم، وكل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منفعته الخاصة قبل المنفعة العامة، ما يؤدى إلى ظهور تعارض وتناقض. إذن تهدف هذه النظرية إلى

[1] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة والمالية المتقدمة**، ط 1، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 ، ص ص 573، 574.

تقديم خصائص العقود المثلى والتي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل، وقد أشار الباحثان Meckling et Jensen إلى نوعين من تكاليف الوكالة:

تكاليف وكالة الديون: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

تكاليف وكالة الأموال الخاصة: تنتج من تعارض المصالح بين المساهمون والمسيرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين، والحد من انحرفات التسيير (مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك).

وسواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين،فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة،ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة أي أن هذه الأخيرةتنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

فإذا كانت Va (A) هي القيمة الحالية لتكلفة الوكالة، فيمكن صياغة القيمة السوقية للمؤسسةفي المعادلة التالية:

$$Vt = Vu + Vd - Va(F) - Va(A)$$

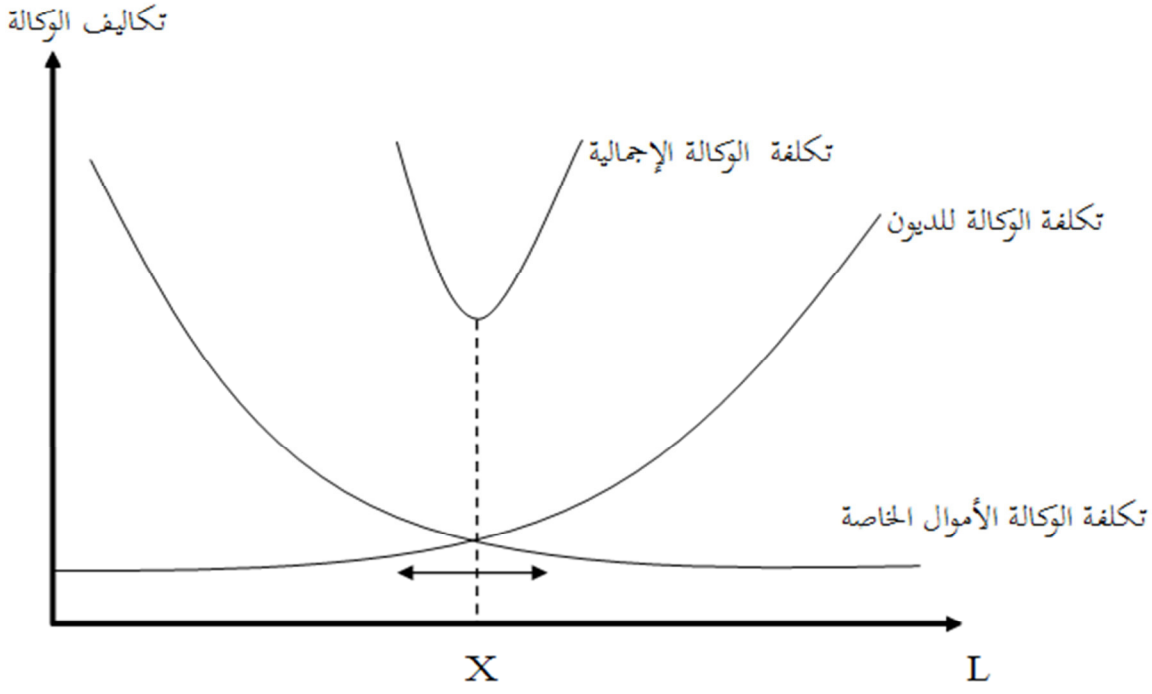
Vt: تكلفة الوكالة

Va:القيمة الحالية لتكلفة الوكالة

Vd: تكلفة وكالة الديون

ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة في الشكل الموالي :

الشكل رقم (08): الهيكل التمويلي الأمثل حسب نظرية الوكالة.



المرجع: لزغم سمية، مرجع سبق ذكره، ص 65.

ويتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة، انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة، وبالمقابل ارتفاع في تكلفة الوكالة بالنسبة للديون، وبالتالي فان الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X والتي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو للأموال الخاصة، في أدنى حد لها.[1]

الفرع السادس: نظرية الإشارة.

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف Ross سنة 1977، وتستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية، فتذهب هذه النظرية إلى التأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن باقي المؤسسات الأقل أداء وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة.[2]

تستند نظرية الإشارة على فكرتين هما:[3]

نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات: حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين، وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

تقترح هذه النظرية نموذجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات الموجودة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A وB، فالمؤسسات من نوع A أحسنأداءا من مؤسسات النوع B.

ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج للاستدانة*D.

فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد(صنفA) لها قدرة على الاستدانةيصل إلى *D والعكس بالنسبة لمؤسسات الصنف B.

كما يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث الإفلاس ومشاركة مستثمرين جدد في أي خسارة متوقعة، ومنه فإن المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبل جيد تفضل التمويل عن طريق القروض، في حين أن المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبل سيئ تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

---

[1] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارت المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر، 2011-2012 ، ص ص61-62.

[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص ص، 429، 430.

[3] دادان عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي**، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006 ص 112.

تثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المتوسطة المرجحة تقفز وتزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل.

الفرع السابع: نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، إذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها.

أولا: نموذج Myers et Majluf:

ظهرت أول تطورات نظرية التسلسل الهرمي على يد Myers et Majluf سنة 1984، بحيث وحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولا بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.

وحسب نظرية التسلسل الهرمي فإن المؤسسة لا تهدف للوصول لنسبة استدانة معينة، بحيث تأكد بأن المؤسسة تلجأ إلى التمويل الخارجي فقط لعدم كفاية التمويل الداخلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية غير مرغوب فيها بسبب عدم تماثل المعلومة بين المسيرين والمستثمرين ومع ذلك تستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل، محاولة منها مراعاة ترتيب مصادر التمويل، وفي هذه الحالة تفضل في المقام الأول الاعتماد على الديون، ثم السندات القابلة للتحويل وفي الأخير الأسهم. وقد وجد الباحثان أن المؤسسات تسعى لاستقرار التوازن المالي، من أجل تجنب احتياجات التمويل الخارجي.[1]

ثانيا: نموذج Williamson 1988: يفترض هذا الأخير أن أطراف التعاقد (مساهمون، مسيرون ومقترضون) لهم رشادة محدودة وهم في واقع الأمر انتهازيون، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها وحسب Williamson فإن درجة خصوصية أصل يراد تمويله تؤدي دورا كبيرا في اختيار طبيعة مصدر التمويل، فالاستثمار بتمويل في أصل خاص ذو خصوصيات معينة (كأصل له استعمال محدود من قبل عدد قليل من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور)، يكون عموما محل عقد غير تام بين المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكيفات لاحقا، وعليه فإن التمويل بالأموال الخاصة في هذه الحالة سيكون أكثر فعالية مقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة، وبالمقابل لا تسمح الاستدانة بتحقيق التعديلات القبلية وخاصة عند وجوب تسديد الفوائد والأقساط حسب جدول الاستحقاق بشكل منتظم، وعليه فإن خصوصية الاستثمار تؤدي إلى ارتفاع درجة الشك لدى الجهات المقرضة وبالتالي ظهور خطر الإفلاس المحتمل، الأمر الذي يؤدي إلى المطالبة بتكاليف تمويل أعلى، ومن المنطقي أن

[1] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارت المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر، 2011-2012 ، ص ص58-59.

يكون التمويل بالاستدانة مفضلا في حالة عدم خصوصية الأصل المراد تمويله نظرا لكون أن هذا الخير من المحتمل أن يشكل عوائد بشكل منتظم.[1]

ثالثا نموذج Myres 1990: حاولMyres من خلال هذا النموذج معالجة مختلف القرارات التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد وذلك تحت فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، وبما أن هدف المؤسسة هو تعظيم قيمة الثروة، فإن ذلك يتحقق من خلال زيادة قيمة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، في هذه الحالة الزيادة فيرأس المال تكون أفضل من الاستدانة، وعليه من أجل تمول الاستثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافئات رأس المال إضافية وبالتالي يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال.

وبالتالي ترتب أولوية مصادر التمويل وفقا لنموذج Myres حسب التسلسل التالي:أولا التمويل الذاتي ثم الرفع في رأس المال، وأخيرا الاستدانة.[2]

وكخلاصة لما سبق نلاحظ أن هناك جدل حول تأثير الهيكلالمالي على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة، حيث يعتقد المفكرون التقليديون بوجود هيكلمالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال وتصل فيه قيمة المؤسسة إلى أقصى حد لها بينما رفضModigliani et Miller هذا الإدعاء باعتقادهم أن هيكل رأس المال في ظل عدم وجود الضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، أما في ما يخص وجود الضريبة على دخل المؤسسات، فيعترفان بأن قيمة المؤسسة المستدينة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة بمقدار قيمة الوفرات الضريبية، بعد ذلك أسقط العلماء افتراض أن الديون خالية الخطر، بالتالي احتمال ظهور تكلفة الإفلاس كأثر سلبي على الاستدانة، وبذلك تمت صياغة نظرية التوازن التي تفرض وجود معدل تمويلي أمثل عن طريق التوازن بين الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس، وبعد ذلك ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تفرض وجود هيكل مالي أمثل، حيث أن المؤسسة هي التي تتبع ترتيب لمصادر تمويل محددة وفقا لما تمليه الضرورة والتمويل الخارجي.

المبحث الثالث: تقويم الهيكل المالي الأمثل للحد من المخاطر المالية.

إن الاختلاف في مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة، وبالتالي فإن اختيار الهيكل المالي وحده غير كاف وإنما يجب تقييمه من أجل الحكم عليه، ويتم ذلك من خلال التحليل بمؤشرات التوازن وحساب النسب والمؤشرات المالية التي تقوم بقياس المخاطر والماليةكذا تبيان كيفية وضع إستراتيجية من طرف الإدارة المالية للحد من هذه المخاطر.

---

[1] دادان عبد الوهاب، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي** ، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص327.

[2] زغود تبر، **محددات سياسية التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح–ورقلة–الجزائر، 2008-2009 ، ص ص 106، 107.

المطلب الأول: تقييم الهيكل المالي باستعمال مؤشرات التوازن.

تعتمد مؤشرات تحليل التوازن المالي على ثلاث عناصر أساسية هي:رأس المال العامل، الاحتياجاتفي رأس المال العامل والخزينة.

الفرع الأول:رأس المال العامل FR.

هو ذلك المؤشر للتوازن وهو عبارة عن نقطة عبور من مشاكل التوازن المالي على المدى الطويل إلى المدى القصير، وهو هامش الأمان الناتج عن فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة أي أنه التمويل الدائم الموجه لدورة الاستغلال،[1] ويحسب بإحدى الطريقتين:

من أعلى الميزانية:

رأس المال العامل =الأموال الدائمة– الأصول الثابتة

من أسفل الميزانية:[2]

رأس المال العامل = الأصول المتداولة – الخصوم المتداولة

وبصفة عامة هناك ثلاثة حالات لرأس المال العامل وهي:[3]

رأس المال العامل الصافي الإجمالي موجب FR>0: ويشير هذا إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، وحسب هذا المؤشر فإن المؤسسة تمكنت منتمويل احتياجات الطويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى، وحققت فائضا ماليا يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية، وهذا ما يشير إلى التوازن في الهيكل المالي للمؤسسة.

رأس المال العامل الصافي الإجمالي معدوم0=FR: يعنى ذلك أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل،لكن دون تحقيق فائض، حيث نجحت المؤسسة فقط في تمويل احتياجاتها طويلة المدى دون تحقيق فائض ولا تحقيق عجز.

رأس المال العامل الصافي الإجمالي سالب0>FR: يشير إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة،وحققت بذلك عجزا في تمويل هذه الاحتياجات،وبالتالي فهي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافيةأو بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

---

[1] بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2001-2011، ص 133.

[2] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية "النظرية والتطبيق"**، ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 232.

[3] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 83.

الفرع الثاني: احتياجات رأس المال العاملBFR:

تعرف احتياجات رأس المال العامل بأنهارأس المال العامل الذي تحتاج إليه المؤسسة فعلا لمواجهة بصفة حقيقية احتياجات السيولة عند مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل، وتضمن تسيير دورة الاستغلال بصورة عادية، 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.

نميز بين نوعين من احتياجات رأس المال العامل:[1]

احتياجات في رأس المال العامل للاستغلالBFRexp: تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة الاستغلال، وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات الاستغلال (مخزون + دائنون)، وموارد الاستغلال (موردون)، وتحسب بالعلاقة التالية:

احتياجات رأس المال العامل للاستغلالBFRexp= احتياجات استغلال الدورة–موارد استغلال الدورة

احتياجات في رأس المال العامل خارج الاستغلالBFRhexp: تمثل احتياجات التمويل المتولدة عن دورة خارج الاستغلال وبسبب حدوث فارق زمني بين احتياجات خارج الاستغلال (دائنون آخرون) وموارد خارج الاستغلال (ديون متنوعة) وتحسب بالعلاقة التالية:

احتياجات رأس المال العامل خارج للاستغلالBFRhexp= احتياجات خارج الاستغلال الدورة–موارد خارج الاستغلال

ومنه فإن احتياجات رأس المال الإجمالي:

احتياجات رأس المال العاملBFR = احتياجات رأس المال العامل للاستغلالBFRexp +احتياجات رأس المال العامل خارج

وبصفة عامة هناك ثلاثة حالات مختلفة لاحتياجات رأس المال العامل وهي:

إذا كانBFR<0 بمعنى أن موارد الدورة تغطي احتياجات الدورة مع بقاء فائض ينبغي استغلاله.

إذا كانBFR>0 في هذه الحالة موارد الدورة لا تستطيع تغطية احتياجات الدورة، وبالتالي فالمؤسسة مجبرة على البحث عن موارد مالية إضافية لتغطية كامل احتياجاتها من الدورة.

إذا كانBFR=0 بمعنى أن موارد الدورة تساوي استخدامات الدورة،هذا يعنى أن المؤسسة في حالة توازن.

[1] بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2001-2011، ص ص135،137.

الفرع الثالث: الخزينةT.

هي عبارة عن مجموعة الأموال التي في حوزة المؤسسة للدورة الاستغلالية، أي ما يمكن للمؤسسة أن تتصرف فيه من قيم جاهزة التي تكون تحت تصرف المؤسسة وتستطيع استخدامها فورا، بحيث يكون لديها القدرة على تسديد ديونها في مواعيدها، وهذا ما يجعلها مؤشرا يسمح بمعرفة قدرة المؤسسة على تسديددديونها في آجال استحقاقها.[1]

يمكن تعريف الخزينة كذلك انطلاقا من المعادلة الأساسية للخزينة على أنها الفرق بين رأس المال العامل والاحتياجات في رأس المال العامل، أو انطلاقا من الميزانية الوظيفية للمؤسسة على أنها الفرق بين استخدامات الخزينة وموارد الخزينة، المبينة وفق العلاقة التالية:

المعادلة الأولى: الخزينة =استخدامات الخزينة ET– موارد الخزينةRT=القيم الجاهزة – سلفات مصرفية

وتحسب الخزينة بطريقة أخرى كالتالي:

المعادلة الثانية: الخزينة =رأس المال العامل – احتياجات رأس المال العامل

الحالات الممكنة للخزينة:

من خلال مقارنة رأس المال العامل مع احتياجات رأس المال العامل ينتج لدينا الحالات الممكنة للخزينة وهي:

إذا كان:TR>0: BFR<FR أيأن الموارد الدائمة تفوق الأصول الثابتة، وهذا يعنى وجود فائض في شكل سيولة، وهذا يعنى أن المؤسسة تجمد جزء من أموالها وهذا ما يطرح مشكلة الربحية، وبالتالي عليها الموازنة بينهما.

إذا كان:TR<0: BFR>FR هذه الوضعية التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى موارد مالية لتغطية الاحتياجات المتزايدة من اجل استمرار النشاط وهي في حالة عجز، وهذا ما يطرح مشكلة الخطر التي تتمثل في تكاليف إضافية للمؤسسة، لهذا على المؤسسة أن تحصل حقوقها أو تطلب قروض.

إذا كان:TR=0:BFR=FR: هي الحالة المثلى للخزينة، وهذا يعنى أن المؤسسة محافظة على وضعيتها المالية، ولكن هذا من الصعب الوصول إليه على المدى القصير جدا.

[1] حنان سيدروحو، **دور سلوك الخزينة لتحقيق التوازن المالي**، مذكرة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبة، جامعة قاصدي مرباح–ورقلة–الجزائر، 2013–2014، ص21.

المطلب الثاني: تقييم الهيكل المالي باستعمال النسب التي تقيس المخاطر المالية.

تستخدم هذه النسب في قياس اعتماد المؤسسة على الديون في تمويل احتياجاتها المالية وبمعنى آخر فان هذه النسب توضح الهيكل المالي الخاص بالمؤسسة.[1] فهي نسب تقيس قدرة المؤسسة على السداد أو عدم قدرتها، واهم هذه النسب:

الفرع الأول: نسبة الملاءة المالية: تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد ما عليها من أموال استدانة باستخدام أصولها، فكلما كانت هذه النسبة اصغر كان المقرضين أكثر ارتياحا اتجاه أموالهم، ولا يجب أن تفوق هذه النسبة 0.5، وهذا من اجل تحصيل القروض بشروط ميسرة وتحسب بالعلاقة التالية:[2]

$$\text{نسبة الملاءة المالية} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

الفرع الثاني: نسبة الاستقلالية المالية: وتقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها، وتحسب بالعلاقة التالية:[3]

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة وبالتالي درجة استقلاليتها، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ قراراتها المالية، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة استطاعت أن تتعامل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض وتسديد الديون،أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعنيأنها في وضعية مثقلة بالديون، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافيةإلا بتقديم ضمانات وقد تكون هذه الضمانات مرهقة.

وقد حدد لها حد أدنى بـ: 1وحد أقصى بـ: 2،فإذا كانت اقل من 1 هذا يعنيأن المؤسسة مشبعة بالديون وتواجه مخاطر مالية كبيرة، أما إذا كانت اكبر من 2 فهذا يعنى أن المؤسسة لها قدرة على تسديد الديون وهي بعيدة عن المخاطر المالية أو مخاطر التعثر.

---

[1] عاطف جابر طه عبد الرحيم، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 427.

[2] شعبان محمد، **نحو اختير هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010 ، ص ص55-56.

[3] أنفال حدة خبيزة، **تأثير الهيكل المالي على إستراتجية المؤسسة الصناعية**، مذكرة ماجيستير (غير منشورة)، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خضير بسكرة، الجزائر، 2011-2012، ص 38.

الفرع الثالث: نسبة السيولة السريعة: تعرف هذه النسبة بأنها مقياسا لدرجة تغطية الديون قصيرة الأجل في المؤسسة دون اللجوء إلى بيع مخزوناتها باعتبار أن هذه الأخيرة هي اقل الأصول المتداولة سيولة،والأكثر عرضة للخسارة في حالة التصفية،وبالمقابل لايجب 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: 0,3 وحد أقصى: 0,5،وتحسب هذه النسبة وفقا المعادلة التالية:[1]

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة–المخزونات}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

الفرع الرابع: نسبة السيولة الفورية: تقيس هذه النسبة قدرة السداد للمؤسسة وذلك عن طريق استعمال مخزون النقدية المتاح، وذلك أن تكون هناك ضرورة لتصفية أو بيع المخزونات والذمم في المدى القصير، أو بعبارة أخرى تبين هذه النسبة قدرة المؤسسةعلى الدفع الفوري من موجوداتها لسداد ديونها،وتحسب بالعلاقة التالية:[2]

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

وتتراوح الحدود المثلى لهذه النسبة بين 0,2و0,3.

وإذا كانت النسبة تفوق الواحد فهذا يعنى إما: تراجع في نشاط المؤسسة، أو نقص في تحديد الاستثمارات، فائض في النقديات غير مستغل وعرضه للتدهور في القيمة.

[1] شعبان محمد، **نحو اختير هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009-2010 ، ص ص127-128.

[2] عبد الصمد كانش، **تحليل وتقييم الأداء المالي لشركات التأمين**، مذكرة لنيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم المالية والمحاسبية، تخصيص مالية وبنوك،جامعة3، قاصدي مرباح – ورقلة–، الجزائر، 2013-2014،ص 9.

المطلب الثالث: إستراتيجية الإدارة المالية للحد من المخاطر المالية.

تعتمد الإدارة المالية على عدة استراتيجيات للحد من المخاطر المالية نذكر منها مايلي:[1]

الفرع الأول: توفير المستوى الأمثل من السيولة: يعد موضوع السيولة من الموضوعات الهامة سواء من وجهة نظر الإدارة المالية أو المقرضين،حيث أنها تسمح بقياس قدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند حلول آجال الاستحقاق،وتعتبر السيولة المحور الرئيسي في كل إستراتيجية مالية إذ يمكن أن يؤدي الأمر إلى تصفية المؤسسة إذا لم تواجه ديونها الفورية حتى وإن كانت تحقق أرباحا عالية في الأجل الطويل لذلك يتعين على الفريق المالي في المؤسسة الاحتفاظ بالمستوى الأمثل من السيولة من اجل مواجهة هذه الاستحقاقات،لكن ما هو الحجم الأمثل من السيولة الذي ينبغي على المؤسسة الاحتفاظ به؟ إن المستوى الأمثل الواجب الاحتفاظ به هو ذلك الحجم الذي يمكن المؤسسة من مواجهة التزاماتها عند حلول آجالها ودون تجميد السيولة أو دون الاحتفاظ بالحجم الزائد من السيولة حتى لا تتحمل المؤسسة تكاليف إضافية نتيجة تجميدها لجزء من السيولة الفائضة عن الحجم المرغوب.فالسيولة الفائضة والمجمدة تؤدى إلى تحمل المؤسسة لتكاليف إضافية تتمثل في الفوائد على القروض وتكلفة البديلة لاستثمار تلك السيولة في مشاريع استثمارية تولد عائد مقابل ذلك.لذلك ينبغي للمؤسسة الاحتفاظ بالحجم الأمثل للسيولة لمواجهة مخاطر التعثر المالي دون تجميد جزء من السيولة.

الفرع الثاني: تحديد ومراقبة مستوى الاستدانة في الهيكل المالي: تعتبر الاستدانة مهما كان شكلها سواء قروض بنكية أو قروض سندية حق مديونية تعطى لصاحبها الحق في استرجاع حقوقه والفوائد المترتبة عليها عند حلول آجال الاستحقاق،وإذا لم تستطيع المؤسسة مواجهة هذه الالتزامات فهي تواجه خطر التعثر المالي وبالتالي خطر الإفلاس وبالرغم من المزايا العديدة من استخدام الاستدانة في الهيكل المالي مقارنة بالمصادر الأخرى للتمويل كانخفاض تكلفتها وتخفيض حجم الضرائب المدفوعة بسبب الوفر الضريبي الذي تحققه المؤسسة من استخدامها للدين،إلا أن تجاوز الاستدانة مستوى العتبة الحرجة قد يؤدى بها إلى صعوبات مالية تترتب عنها مخاطر التعثر المالي والإفلاس وقد لا تتمكن المؤسسة حينها من الحصول على ديون جديدة،مما يدفعها إلىإصدارأسهم جديدة وهو يبعث إشارات للمستثمرين حول الوضع السيئ للمؤسسة. لذلك يجب على الفريق المالي في المؤسسة مراقبة الاستدانة دون تجاوز العتبة الحرجة.

الفرع الثالث: الاعتماد بشكل أساسي على التمويل الذاتي:يعتبر التمويل الذاتي المتكون من الأرباح المحققة والإهتلاكاتوالمؤونات ذات الطابع الاحتياطي مصدر تمويل داخلي عديم التكلفة من الناحية النظرية وعديم المخاطرة،لذلك يتوجب على إدارة المؤسسة السعي نحو تحسين المردودية والأرباح للاستفادة منها كمصدر تمويل دون اللجوء المفرط للاستدانة وما يترتب عليها من مخاطر الإفلاس والتعثر.ويتوقف اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي على سياسة التوزيع المتبعة

[1] مولود مليكاوي، **الإستراتيجية والتسيير المالي**، ط1، دار هومة، الجزائر، 2018، ص 199.

من طرف المؤسسة، فالمؤسسة التي تنتهج سياسة توزيع حجم كبير من الأرباح لا يمكنها الاعتماد على التمويل الذاتي كمصدر تمويل أساسي، أما المؤسسة التي تنتهج سياسة احتجاز الأرباح فيتوفر لديها مستوى كافي من التمويل الذاتي يمكنها من تجنيب اللجوء المفرط للاستدانة ومخاطر التعثر والإفلاس.

كخلاصة لما سبق يمكن القول بان تقييم تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يستند على المؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكل المالي التي تساعد المؤسسة على تفصيل التركيبة المالية للمؤسسة وكذلك استخدامات هذه الأموال بهدف تحقيق هيكل مالي امثل يخفض من المخاطر المالية ويجنب الوقوع في الإفلاس، إلى انه في حالة وجود مخاطر مالية فان الإدارة المالية تعتمد على عدة استراتيجيات للحد منها.

المبحث الرابع: الدراسات السابقة.

يعتبر بحثنا حلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة ومحطة جديدة تستند عليها البحوث اللاحقة، فقد تم الإطلاع على عدد من الدراسات الموثقة في الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.

1 **دراسة (شعبان محمد 2010)**بعنوان "نحو اختيار هيكل مالي امثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة ميدانية للمجمع الصناعي صيدال"مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر.

تم طرح الإشكالية التالية:

كيف يمكن للمؤسسة الاقتصادية تقييم وتقويم هيكلها المالي؟

حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، والتحكم في أدوات التسيير المالي وكذا إبراز أهمية وجود دراسة تهتم بالاختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية لدى المسيرين والمهتمين وتحديد أهم محددات اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية .

ومنأهم النتائج التي توصلت إليهاالدراسة:

-يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية والتي تشكل هيكلها المالي إلى صنفين أساسيين، هما أموال الملكية وأموال الاستدانة، وهذا اعتمادا على معيار ملكية الأموال في عملية التصنيف، بالإضافة إلى معرفة الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الأجر، والتي تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة كبيرة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى وأهدافها وتطلعاتها.

-إبراز أهمية تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، وعرض أهم النظريات والمداخل التي تناولت بالدراسة موضوع الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية والتي تميزت بكثرتها وتنوعها، وتم تصنيفها إلى ثلاثة أصناف رئيسية وذلك بالاعتماد على وجه

نظر كل منظور إلى الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، فالصنف الأول من هذه النظريات يهتم بدراسة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في ظل كمال الأسواق،أما الصنف الثاني من نظريات الهيكل المالي فهي النظريات التي تنظر إلى تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية من وجهة نظر تسييرية (نظريات المنظمة)، أما الصنف الثالث لنظريات الهيكل المالي ترتكز على فكرة عدم تناظر المعلومات بين مختلف الأعوان الاقتصاديين.

– تدخل مجموعة كبيرة من العوامل في تحديد واختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة الاقتصادية،ومن بين هذه العوامل ما تفرضه طبيعة المحيط الخارجي للمؤسسة وهو خارج عن تحكم المؤسسة.

من خلال التطرق إلى عملية تقييم تركيبية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية نخلص إلى نتيجة مفادها الحكم على حالته،ويتخلص هذا الحكم في ثلاث حالات رئيسية ممكنة،وهيكالآتي:

*هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة اقل من النسبة المثلى.

*هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة مثلى.

* هيكل مالي يتميز بنسبة استدانة أعلى من النسبة المثلى.

2 –**دراسة (بوربيعة غنية 2012)** بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب دراسة ميدانية لمؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"،مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3.

تم طرح الإشكالية التالية:

كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة؟

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر واستعراض وإبرازأهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وعرض أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيارالهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية،وكذا استعمال مختلف المؤشرات المالية من اجل تقييم اثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة .

ومنأهم النتائج التي توصلت إليهاالدراسة:

–يتم اختيار الهيكل المالي للمؤسسة الذي يتناسب مع واقعها والمحيط الذي تنشأ فيه بما يتحقق أعلى عائد (المردودية)واقل مخاطر (الإفلاس)عندها تكون بصدد الهيكل المالي الأمثل.

-إن اعتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكليها المالي لا يؤدى بالضرورة إلى فشل المؤسسة وهشاشة هيكلتها المالية.

-يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل واقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كافي لتغطية احتياجات المؤسسة، ولا يمكن للمؤسسة الإكثار من حجز النتيجة خلال عدة سنوات.

-يتميز التمويل عن طريق الاستدانة (الاقتراض) بانخفاض تكلفته مقارنة باللجوء إلى التمويل عن طريق الملكية، كما يوفر للمؤسسة ميزة الاستفادة من الوفرات الضريبية.

-المؤسسة التي تستفيد من الأثر الإيجابي للرفع المالي وتتحكم فيه،تستطيع رفع قيمتها في السوق وتحقيق معدلات مردودية عالية.

3-**دراسة (زغود تبر2009)** بعنوان "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر"، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة –الجزائر .

ثم طرح الإشكالية التالية :

ماهي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر ؟

هدفت الدراسة إلى محاولة بناء نموذج تجريبي لغرض تفسير السلوك المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص باستخدام أدوات التحليل الإحصائي، واختيار قدرة النظرية المالية الحديثة على تفسير السياسة التمويلية للمؤسسة الاقتصاديةالجزائرية وأيضا محاولة تقييم نتائج الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها المؤسسة العمومية الجزائرية (التطهير المالي)في بداية التسعينات بسبب الخلل في هياكلها التمويلية.

ومنأهم النتائج التي توصلت إليهاالدراسة:

*أن النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكن تعتبر غير كافية لذلك، والسبب أن النظريات المفسرة للهياكل المالية بنيت على افتراضات ربما غير متوفرة حتى في الدول المتقدمة نفسها والتي كانت تمثل أرضية لميلاد تلك النظريات (الولايات المتحدة الأمريكية).

*أن الديون المالية للمؤسسة العمومية الاقتصادية غير مضمونة بأصول مادية مما يشكل خطر على الدائنين(البنوك) في حالة إفلاس وتصفية المؤسسة فقد لا تكفيأموال التصفية لتسديد مستحقات البنك(الفوائد وأقساط القروض)، ويفسر ذلك أن المؤسسات العمومية الاقتصادية تتحصل على قروض المصرفية من البنك بضمان الدولة.

*المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تميل إلى إتباع التدرج في اختيار مصادر التمويل (التمويل التسلسلي) وليس الاحتفاظ بهيكل مالي مستهدف، مما يؤكد عدم وجود هيكل مالي أمثل وحيد لمؤسسات وأنه توجد هياكل مالية ملائمة في الظروف المختلفة، حيث تختار كل مؤسسة هيكلها المالي وفقخصائص (محددات) ترتبط بالبيئة الداخلية والخارجية لها.

المطلب الثاني: موقع البحث من الدراسات السابقة.

لتوضيح الرؤية حول الدراسة سنحاول الإشارة لمواطن الاختلاف والتشابه حول الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

يمكن القول أن هذه الدراسة تتشابه مع الدراسات السابقة في بعض الأمور مثل التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية، والتعريف بالهيكل المالي الأمثل ومعايير تحديده، وكذا تعريف المخاطر المالية وكيفية قياسها، وكذلك التطرق إلى النظريات المالية الحديثة التي أكدت أن هناك تأثير لمصادر التمويل على قيمة المؤسسة، وبالتالي فهناك هيكل مالي أمثل يمكن الوصول إليه يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الأموال إلى حدودها الدنيا.

وما يميز هذه الدراسة عن سابقاتها أنها بحثت وركزت على:

-معرفة دور الاختيار الأمثل لمصادر التمويل في تقليل المخاطر المالية.

-توضيح العلاقة الترابطية بين المخاطر المالية وعلاقتها بتركيبة الهيكل المالي وخاصة الاستدانة.

-التطرق لنظريات المفسرة للهيكل المالي من زاوية المخاطر المالية.

-إيجاد المستوى الأمثل للاستدانة الذي يحقق مخاطر مالية مقبولة لدى المؤسسة محل الدراسة.

خلاصة الفصل :

حولنا خلال هذا الفصل التطرق إلى الأدبيات النظرية للبحث والدراسات السابقة والتي لها علاقة مباشرة بالموضوع، وذلك بأخذ أهم العناصر التي لها علاقة بالموضوع، فمن خلال التطرق لهذا الفصل استخلصنا بأن مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة متعددة والتي تنقسم إلى صنفين أساسيين، هما التمويل عن طريق أموال الملكية والتمويل عن طريق أموال الاستدانة، بحيث يجب على المؤسسة اختيار المزيج التمويلي المناسب بين هذه المصادر من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، ونجد أن إفراط المؤسسة في استخدام الديون (الاستدانة) قد يعرضها للوقوع في العسر المالي.

وقد قام العديد من مفكري الإدارة المالية بتحليل الهيكل المالي الذي يعظم قيمة المؤسسة، إلا أنه لا يزال الجدل قائما إلى حد الآن حول أمثلية الهيكل المالي، حيث حاولنا عرض أهم النظريات المهتمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية التي تم تصنيفها إلى صنفين، 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 فرضيات انعدام المخاطر المالية للاستدانة، وبعدها تم التطرق لدراسة الصنف الثاني الذي يهتم بدراسة الهيكل المالي في ظل وجود المخاطر المالية للاستدانة، وتطرقنا أيضا من خلال هذه الدراسة إلى أهم النسب والمؤشرات المالية التي تهتم بقياس المخاطر المالية.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية لمجمع

صيدال

تمهيد

بعد عرض الجانب النظري من الموضوع سنحاول إسقاط النتائج النظرية عمليا لدراسة وتحليل تركيبة الهيكل المالي وتوضيح تأثير المخاطر المالية على هذا الهيكل المالي لإحدى المؤسسات الاقتصادية التي تمارس نشاط صناعة الأدوية والمتمثلة في مجمع صيدال (الجزائر) للفترة من 2012 إلى غاية 2015.

وقد تناولنا في هذا الفصل ثلاثة مباحث، بحيث المبحث الأول تطرقنا فيه إلى توضيح طريقة جمع بيانات الدراسة من اختيار نموذج وعينة هذه الدراسة وأدواتها ومتغيراتها والبرامج المستخدمة في الدراسة وكذا محددات الدراسة، أما المبحث الثاني فخصصناه إلى تحاليل ومناقشة بيانات الهيكل المالي للمؤسسة وحساب مختلف النسب والمؤشرات المالية التي تقيس المخاطر المالية في هذه المؤسسة، وكذا إيجاد مستوى الاستدانة الأمثل لهذه المؤسسة والذي يجعل المخاطر المالية لها في مستويات معقولة وتحد من حالات التعثر المالي لها.

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة.

سنوضح في هذا المبحث طريقة جمع بيانات الدراسة من اختيار نموذج الدراسة وعينتها وأدوات الدراسة، ومتغيرات الدراسة، والبرامج المستخدمة، وكذلك محددات الدراسة.

المطلب الأول: طريقة الدراسة.

إن لكل طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة كل بحث، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة الميدانية وذلك من خلال إسقاط الدراسة النظرية على إحدى المؤسسات الاقتصادية، سنتطرق إلى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: نموذج وعينة الدراسة.

سنتطرق في هذا الفرع إلى نموذج وعينة الدراسة.

أولا:تقديم نموذج الدراسة.

من أجل إسقاط الدراسة النظرية ومعرفة دور الأمثل لمصادر التمويل في تقليل المخاطر المالية، فقد تم التركيز على دراسة المؤسسة الاقتصادية بصفتها تتأقلم مع موضوع دراستنا، حيث تم اختيار مجمع صيدال كنموذج للدراسة. وفيما يلي بطاقة فنية مختصرة حول المؤسسة:

1. نشأة وتطور مجمع صيدال:

تتمثل البذرة الأولى لمجمع صيدال في الصيدلية المركزية الجزائرية P.C.A فبموجب القرار المؤرخ في 1963/04/10 تم تأسيس هذه الصيدلية سنة 1969 وتم المصادقة على قانونها الأساسي بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 6/77 المؤرخ في 1977/01/23 الذي أقر ضمان احتكار الدولة استيراد، إنتاج و توزيع المنتوجات الصيدلانية للاستعمال البشري.

في إطار مهمة الإنتاج أنشئت وحدة إنتاج بالحراش سنة 1971 وتم استرجاع وحدة بيوتك Biotic في السنة نفسها. ثم وحدة فارمال pharmal سنة 1975 المورثتين عن المستعمر الفرنسي.

عن طريق المرسوم رقم 82/161 المؤرخ في1982/04/27 تم تحويل الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني حيث كانت تتكون هذه الأخيرة من وحدات إنتاج بالجزائر العاصمة.

تم تحويل مركب أنتيبيوتيك Antibiotique رسميا إلى المؤسسة سنة 1988 بعدما كان ملكا للشركة الوطنية للصناعات الكيميائية S.N.I.C التي عملت على إنشائه.

في 1985/04/13 تم تغيير تسمية المؤسسة طبقا للمرسوم رقم85/74 لتصبح صيدالSAIDAL، وبعد الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها الجزائر سنة 1989، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع باستقلالية في التسيير، وفي سنة1993اكتسبت طابع شركة ذات أسهم، حيث تم إجراء بعض التعديلات على طابعها القانوني .

في سنة 1997 قامت صيدالبتنفيذ خطة لإعادة هيكلتها، نتج عنها تحويلها في 1998/02/02 إلى مجمع صناعي يتكون من ثلاث وحدات هي: فارمال، بيوتيك، أنتيبيوتيكال.

في عام 1999 دخل المجمع إلى البورصة، وقام في 2009 برفع حصته في رأس مال صوميديالSOMEDIAL بحدود 59%، وخلال عام 2010 ارتفعت حصة صيدال في رأس مال taphco من 38,75% إلى 44,51%، كما اكتسبت حصة 20% في رأس مال Beral.

2. تعريف مجمع صيدال:

يعتبر مجمع صيدال شركة ذات أسهم يقدر رأس ماله الاجتماعي بـ: 2.500.000.000دج، و يقع مقره الاجتماعي: في01 شارع يحي لعياشي–حسين داي– الجزائر العاصمة، يأحذ شكل مجمع صناعي، يقوم بتطوير، إنتاج وتسويقالمنتجات الصيدلانية للطب البشري والبيطري.

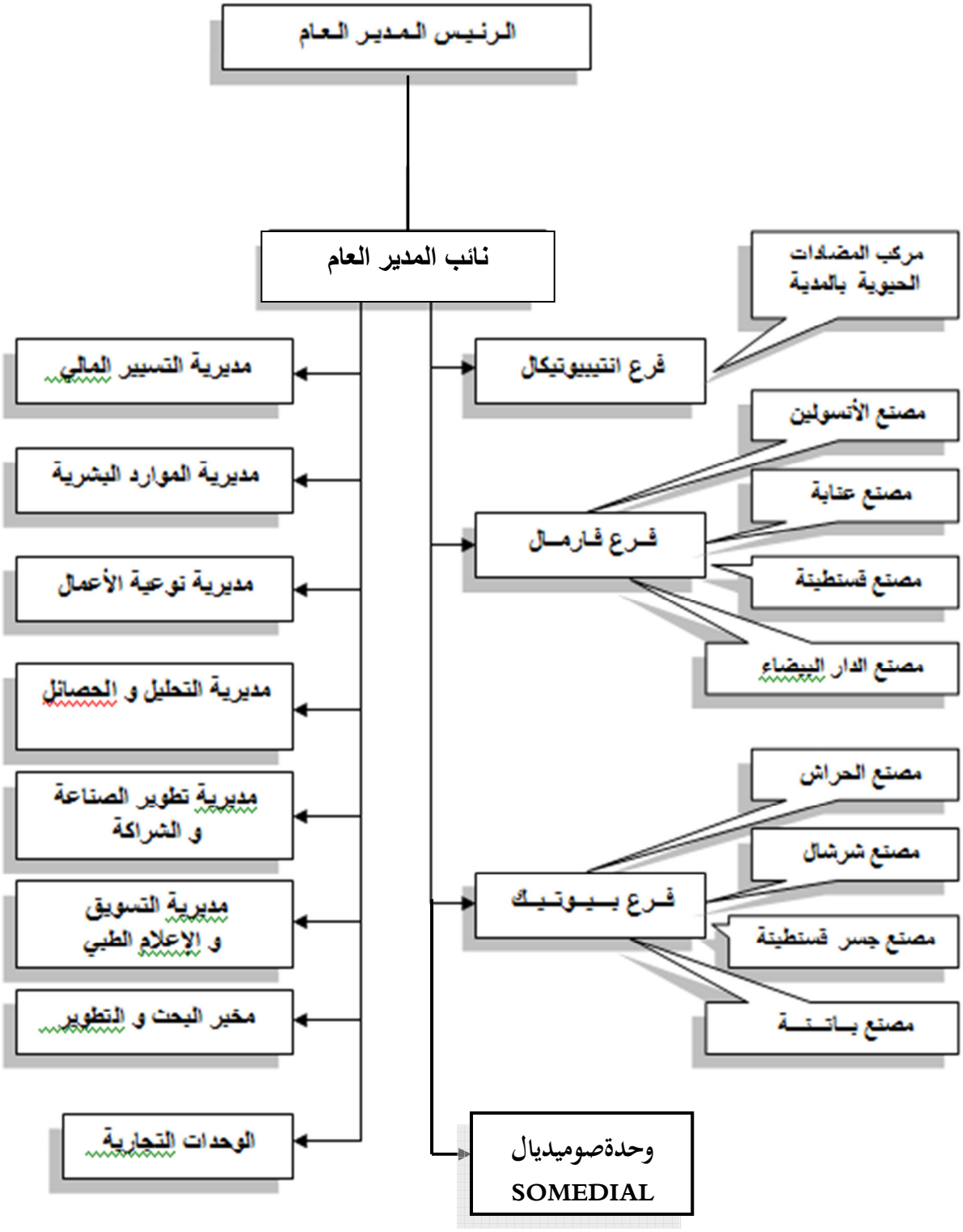
تم إدراج مجمع صيدال في بورصة الجزائر بتاريخ 1999/07/17، بتأشيرة خاصة منحت لهمن طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (cosob) رقم 98/04 والمؤرخة في: 1998/12/24، وعرضت أسهمه للبيع في15 مارس 1999 وقدرت عددها بـ: 2000000 سهم، وقد كان البيع بسعر ثابت قدر بـ: 20% من رأسمال المجمع، وقدرت القيمة الاسمية للسهم الواحد بـ: 250 دج أما القيمة الحقيقية للسهم الواحد فقدرت بـ: 800 دج، وكانت تلك أول تسعيرة لأسهم المجمع.

يقدر عدد المساهمين في البورصة بـ:19288مساهم، ويعد مجمع الصناعة الصيدلية الكيميائية المساهم الرئيسي، والذي قام بشراء 80%من مجموع الأسهم التي عرضت للبيع، وبيعت الحصة المتبقية البالغة 20% إلى المستثمرين من المؤسسات والأفراد، تحصل المجمع في2005/02/05 على شهادة الجودةISO9001 نسخة 2000، منحته إياها الجمعية الفرنسية للتدقيق والجودة A.F.A .Q.

3.الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

عرف الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال تغييرين خلال عام 2009، الأول يخص منصب المدير العام الذي أصبح رئيسا مديرا عاما. والثاني يتمثل في إضافة وحدة رابعة إلى الوحدات الثلاثة السابقة وهي وحدة صوميديالSOMEDIAL حيث يظهر الهيكل التنظيمي المستحدث لمجمع صيدال كما يلي:

الشكل رقم (09): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.

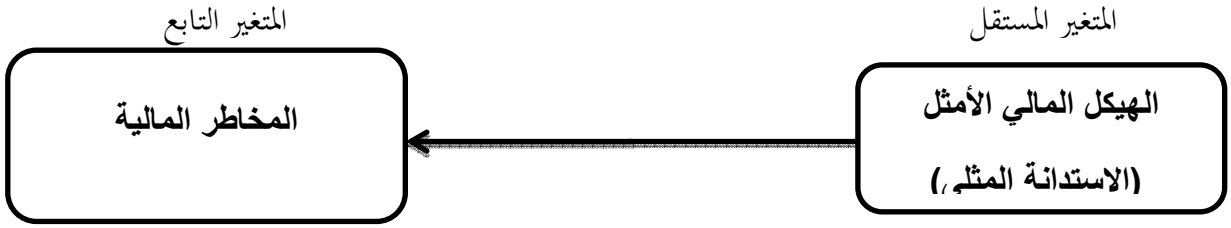


المصدر: بالاعتماد على وثائق المجمع.

ثانيا: نموذج الدراسة المقترح.

يمكن تلخيص النموذج للدراسة من خلال الشكل أدناه، الذي يتبين من خلاله أن الدراسة ستتم عن طريق أثر أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة وخاصة الاستدانة في تقليل المخاطر المالية في المؤسسة، فمن المعلوم في الفكر المالي أنه كلما زاد حجم الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة زادت معه المخاطر المالية بسبب احتمالات عدم قدرتها على تسديد أصل الدين والأعباء المالية المترتبة عليها عند تاريخ الاستحقاق، بالإضافة إلى احتمالات تحقيق عائد على الأموال المستثمرة يقل عن مستوى الفائدة المدفوعة للدائنين. ويمكن عرض النموذج من خلال الشكل أدناه.

الشكل رقم (10): النموذج المقترح للدراسة.



المصدر: من تصور الطلبة.

ثالثا: عينة الدراسة.

تقتصر عينة الدراسة على مجمعصيدال من خلال البحث عن العلاقة الترابطية بين حجم المخاطر المالية وعلاقتها بتركيبة الهيكل المالي وخاصة الاستدانة، باعتبار هذه الأخيرة هي مصدر المخاطر المالية، وذلك من خلال الاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة المعنية خلال الفترة 2012-2015 وفي الجانب الأيسر منها بصفة خاصة، على اعتبار هذا الأخير يمثل الهيكل المالي المعتمد من طرف المؤسسة.

الفرع الثاني: مصادر جمع المعلومات وتلخيصها.

بغية تحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على الأدوات التالية للحصول على البيانات والمعلومات القابلة للوصف والتحليل.

أولا: مصادر جمع المعلومات.

1.المصادر الأولية: تم جمع المعطيات والبيانات المالية للمؤسسة والمتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج لمجمع صيدال خلال الفترة من2012 إلى 2015 وذلك من خلال إجراء تربص في هذه المؤسسة مما سمح لنا بالحصول على الوثائق، الملاحق والميزانيات من قسم المحاسبة والمالية للمؤسسة.

2.المصادر الثانوية (المتعلقة بالجانب النظري): وتتمثل بالكتب والمجلات العلمية، والرسائل الجامعية بالإضافة إلى الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع.

ثانيا: تلخيص المعطيات المجمعة.

من أجل تحقيق أهداف الدراسة واختيار فرضياتها قمنا بالتربص في هاته المؤسسة مما سمح لنا بالاحتكاك مع المختص في قسم المحاسبة والمالية. ومن خلال ذلك تم جمع القوائم المالية والمتمثلة في الميزانيات، وجداول حسابات النتائج للمجمع قيد الدراسة خلال الفترة 2012-2015 بغرض تبيان دور الاختيار الأمثل لمصادر الهيكل المالي في التقليل من المخاطر المالية، وتم ذلك باستخدام أهم النسب المالية لتحليل الهيكل المالي للمجمع، كما تم التركيز على مؤشرات قياس المخاطر المالية لتبيان تأثيرها على الهيكل المالي للمجمع وكذا إيجاد المستوى الأمثل للاستدانة الذي يجعل المخاطر المالية معقولة بالنسبة للمجمع.

المطلب الثاني: أدوات الدراسة.

سنتطرق إلى أهم الأدوات والبرامج المستخدمة في الجانب التطبيقي.

الفرع الأول: أدوات معالجة المعطيات.

لقد تم الاستعانة بالزيارة الميدانية للمؤسسة المعنية للحصول على مختلف البيانات الواجبة لتحليل متغيرات، الدراسة بحيث أخذنا أهم العناصر التي تساعدنا في تحليل الهيكل المالي للمؤسسة من أجل الوصول إلى مصدر مالي اعتمدت عليه المؤسسة، وكذا حساب النسب المالية التي تقيس المخاطر المالية، وكذلك قياس مستويات المخاطر المالية، للمؤسسة عن طريق نموذج Altman.

الفرع الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة.

استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لتحديد طبيعة العلاقة بين المستقل والمتغير التابع، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام برنامج Microsoft Office Excel 2010 لحساب أهم النسب بالإضافة إلى رسم الأشكال البيانية.

المبحث الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة.

في هذا المبحث سوف نتناول تحليلا للهيكل المالي لمجمع صيدال وهذا من أجل اختبار الفرضيات ومن أجل إظهار العلاقة بين تشكيلة الهيكل المالي ومستويات المخاطر المالية.

المطلب الأول: تحليل الهيكل المالي لمجمع صيدال.

سنتناول في هذا المطلب الجانب الأيسر من الميزانية للمجمع والذي يمثل أهم الموارد المتاحة لها لأربع سنوات من أجل التعرف على طبيعة ومكونات ونسب هيكله المالي الذي تعتمد عليه المجمع في تلبية احتياجاته المالية من الموارد الخاصة (رأس المال الصادر)، التمويل الذاتي وموارد الاستدانة.

الفرع الأول: تحليل الهيكل المالي للمجمع لسنة 2012.

أغلب المؤسسات الاقتصادية في الجزائر تعتمد هياكل مالية من مزيج رأس المال والتمويل الذاتي والاستدانة، إلا أن نسبة مساهمة هذه العناصر تختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب طبيعتها القانونية ووضعها المالية، وسنوضح في هذا الفرع الهيكل المالي الذي يعتمد عليه مجمع صيدال خلال سنة 2012، والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (02): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2012. الوحدة: دج

البيان	المبلغ	النسبة %
الأرباح المحتجزة	1 565 160 951	42,18
اهتلاكات ومؤونات الدورة	2 144 929 105	57,82
التمويل الذاتي	3 710 090 056	17,27
رأس المال الصادر	2 500 000 000	11,64
الاستدانة	15 274 639 482	71,09
مجموع الهيكل المالي	21 484 729 538	100

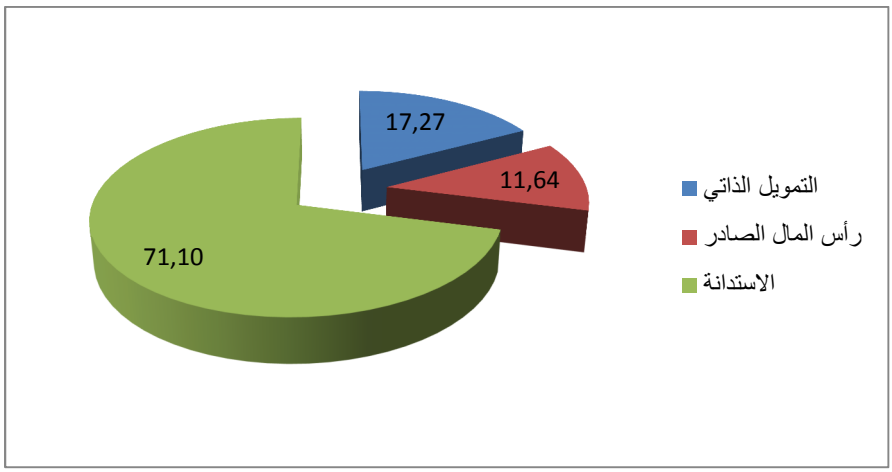
المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

حيث أن التمويل الذاتي يحسب بالعلاقة التالية:

التمويل الذاتي= الأرباح المحتجزة + اهتلاكات الدورة + مؤونات الدورة

ويمكن توضيح الهيكل المالي لمجمع صيدال من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (11): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2012.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجداول والشكل البياني أعلاه أن المجمع اعتمد في هيكله المالي لسنة 2012 على الاستدانة بما يقارب نسبة 71% من أجل تلبية احتياجاته المالية الكبيرة، وذلك راجع لعدم كفاية موارده المالية الذاتية، أما رأس ماله فاعتمد عليه بنسبة أقل ما يقارب 11%، أما بالنسبة للتمويل الذاتي فاعتمد عليه بنسبة قليلة ما يقارب17%.

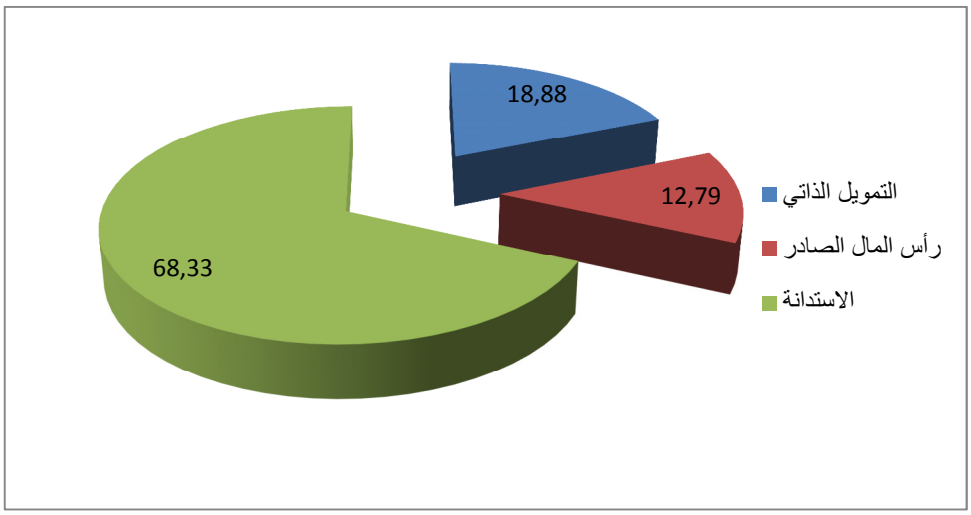
الجدول رقم (03): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2013. الوحدة دج.

البيان	المبلغ	النسبة %
الأرباح المحتجزة	2 258 147 327	61,20
إهتلاكات ومؤونات الدورة	1 431 299 340	38,80
التمويل الذاتي	3 689 446 667	18,88
رأس المال الصادر	2 500 000 000	12,79
الاستدانة	13 351 137 270	68,33
مجموع الهيكل المالي	19 540 583 937	100

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح الهيكل المالي لمجمع صيدال من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (12): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2013.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه أن المجمع اعتمد في هيكله المالي لسنة 2013 على الاستدانة بما يقارب نسبة 68% إلا أنه نسبة الاستدانة في الهيكل المالي انخفضت مقارنة بسنة 2012 (71%) ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع نسبة التمويل الذاتي لسنة 2013 والذي بلغ نسبة 18,88%، ويعزى هذا الارتفاع في التمويل الذاتي إلى ارتفاع نسبة الأرباح المحتجزة في المجمع سنة 2013 (61,2 %) مقارنة سنة 2012 (42,18 %).

أما فيما يتعلق برأس المال فبلغت نسبته في الهيكل المالي لسنة 2013 ما يقارب (12,79%) بالرغم من ثبات حجم رأس المال.

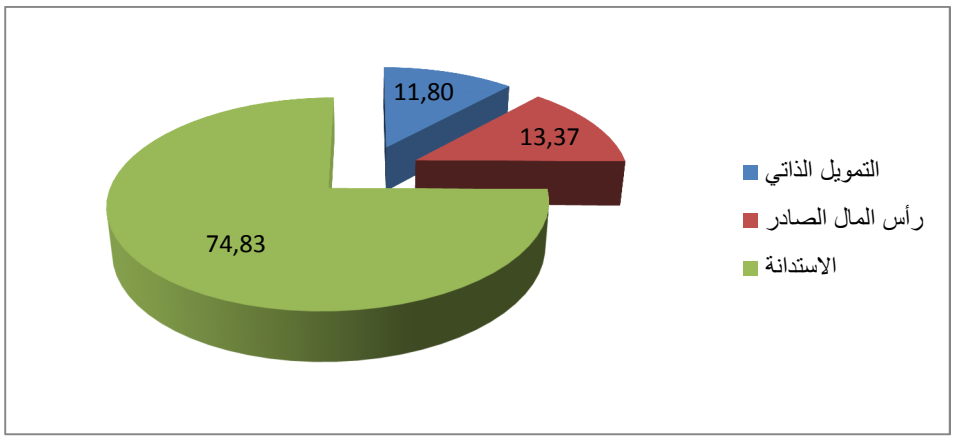
الجدول رقم (04): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2014. الوحدة: دج.

البيان	المبلغ	النسبة %
الأرباح المحتجزة	1 077 751 553	48,80
اهتلاكات ومؤونات الدورة	1 130 374 262	51,20
التمويل الذاتي	2 208 125 815	11,80
رأس المال الصادر	2 500 000 000	13,37
الاستدانة	13 997 040 019	74,83
مجموع الهيكل المالي	18 705 165 834	100

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح الهيكل المالي لمجمع صيدال من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (13): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2014.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه أن الهيكل المالي المعتمد من طرف المجمع لسنة 2014 يتكون من التركيبة التالية: الاستدانة بنسبة 74,83% حيث شهدت ارتفاعا مقارنة بسنة 2013 ويرجع السبب في ذلك إلى تراجع نسبة التمويل الذاتي في الهيكل المالي والتي بلغت 11,80% ويعزى سبب الانخفاض في التمويل الذاتي في الهيكل المالي لسنة 2014 إلى تراجع نسبة الأرباح المحتجزة إلى نسبة 48,8% مقارنة بسنة 2013 (61,20%)، أما نسبة رأس المال فبلغت 13,37% من مجموع الهيكل المالي بالرغم من ثبات حجم رأس المال للمجمع.

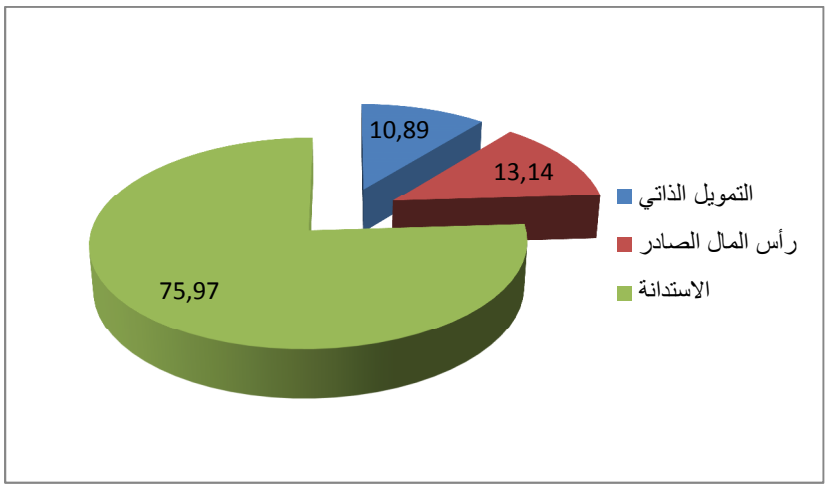
الجدول رقم (05): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2015. الوحدة: دج.

البيان	المبلغ	النسبة %
الأرباح المحتجزة	743817991	35,88
إهتلاكات ومؤونات الدورة	1328939749	64,12
التمويل الذاتي	2072757740	10,89
رأس المال الصادر	2500000000	13,14
الاستدانة	14455966244	75,97
مجموع الهيكل المالي	19028723984	100

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع

ويمكن توضيح الهيكل المالي لمجمع صيدال من خلال الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (14): الهيكل المالي لمجمع صيدال لسنة 2015.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل البياني أعلاه أن الهيكل المالي المعتمد من طرف المجمع لسنة 2015 يتكون من التركيبة التالية: الاستدانة بنسبة 75,97% حيث شهدت ارتفاعا مقارنة بسنة 2014 ويرجع السبب في ذلك إلى تراجع نسبة التمويل الذاتي في الهيكل المالي والتي بلغت 10,89% ويعزى سبب الانخفاض في التمويل الذاتي في الهيكل المالي لسنة 2015 إلى تراجع نسبة الأرباح المحتجزة إلى نسبة 35,88% مقارنة بسنة 2014 (48,80%)، أما نسبة رأس المال فبلغت 13,14 من مجموع الهيكل المالي بالرغم من ثبات حجم رأس المال للمجمع ويمكن توضيح تطور مكونات فترة الدراسة (2012-2015) من خلال الجدول أدناه.

مما سبق يمكن توضيح الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2012 - 2015) من خلال الجدول أدناه:

الجدول رقم (06): الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).

السنوات / البيان	2012		2013		2014		2015	
	النسبة %	نسبة التغيير%	النسبة %	نسبة التغيير%	النسبة %	نسبة التغيير%	النسبة %	نسبة التغيير%
التمويل الذاتي	17,27	-	18,88	-0,55	11,80	-40,15	10,89	-6,13
رأس المال الصادر	11,64	-	12,79	0	13,37	0	13,14	0
الاستدانة	71,09	-	68,33	-12,59	74,83	4,84	75,97	3,28
الهيكل المالي	100	-	100	-9,05	100	-4,27	100	1,73

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

من خلال الجدول يتضح لنا أن المؤسسة لا تقدم على رفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة بسبب أن المساهمين الحاليين لا يفضلون دخول مساهمين جدد حفاظا على استقلالية التسيير، أما التمويل الذاتي فهو في تناقص بسبب تناقص الأرباح المحتجزة وتناقص الإهتلاكات والمؤونات الناجمة عن تزايد حجم الأصول الثابتة، أما بالنسبة للاستدانة فهي في تزايد وهذا يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية (أنظر الجدول رقم20).

المطلب الثاني: قياس المخاطر المالية لمجمع صيدال.

تواجه كل المؤسسات مستوى معين من المخاطر تسمى مخاطر الأعمال وبمجرد اعتماد المؤسسة الاستدانة في هيكلها المالي يظهر نوع آخر من المخاطر تسمى المخاطر المالية، وتختلف درجة هذه الأخيرة حسب مستوى الاستدانة المعتمدة في الهيكل المالي ونسبتها إلى إجمالي أصول المؤسسة، وسنتناول في هذا المطلب كيفية قياس المخاطر المالية من خلال استخدام النسب المالية ونموذج Altman and Mc Cough.

الفرع الأول: حساب النسب التي تقيس المخاطر المالية لمجمع صيدال.

تقيس نسب المخاطر المالية المدى الذي توصل إليه المجمع في اعتماده على أموال الغير (الاستدانة) لتمويل احتياجاته المالية، وكذلك مدى قدرته عل دفع التزاماته قصيرة الأجل عند آجال استحقاقها، وعليه فإن حساب هذه النسب تعتبر في غاية الأهمية بحيث تبين درجة الخطر المالي الذي يواجه المؤسسة، وأهم هذه النسب ما يلي:

1.حساب نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال: تعكس هذه النسبة مقدار الأموال التي يلتزم بها المجمع تجاه دائنيه وقد حدد خبراء التحليل المالي والبنكيين هذه النسبة عند 50% أي كلما قلت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي أصول المؤسسة عن هذه النسبة دل ذلك على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها وزيادة ملائتها المالية، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

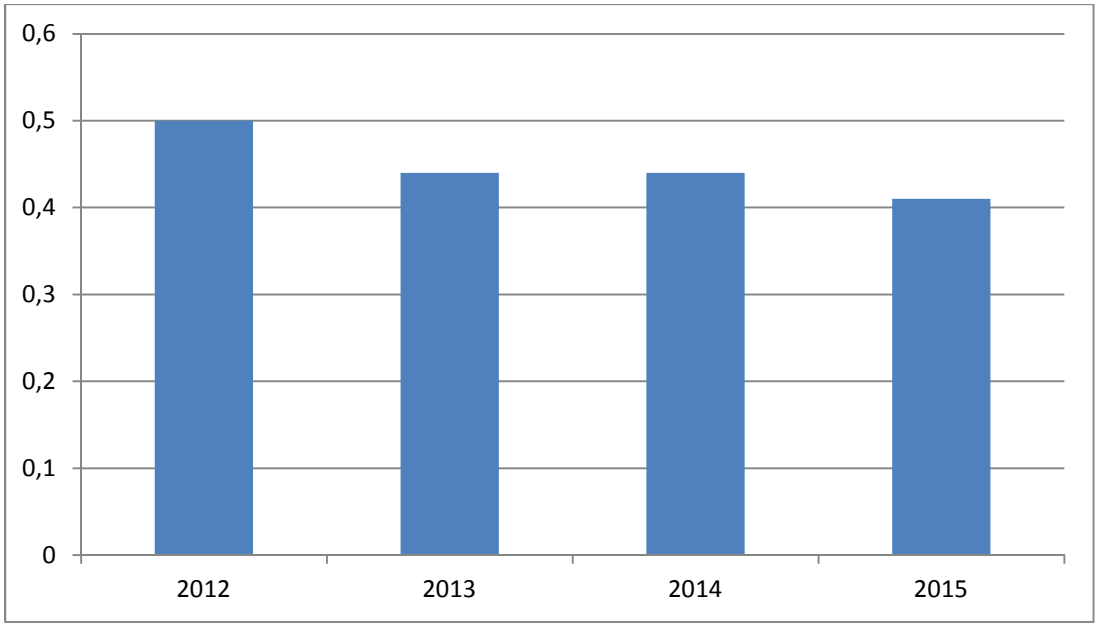
الجدول رقم (07): نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
مجموع الديون	15274639482	13351137270	13997040019	14455966244
مجموع الاصول	30021145494,52	3009957337269	315877044059	34921900820,68
نسبة الملاءة المالية	0,5	0,44	0,44	0,41

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (15): نسبة الملاءة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المجمع قادر على سداد ديونه باستخدام أصوله خلال فترة الدراسة لأن نسبة الملاءة المالية أقل من 0,5 بحيث بلغت خلال 2012، 2013، 2014، 2015 النسب التالية 0.5، 0.44، 0.44، 0.41 على التوالي وهي أقل من النسبة المعيارية 0.5 وبالتالي المجمع له قدرة على تسديد ديونه المالية باستخدام أصوله.

2. حساب نسبة القدرة على الوفاء بالديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015): تعكس هذه النسبة مدى قدرت المجمع على الوفاء بديونه وقد حددها خبراء التحليل المالي والبنكيين عند الحد المعياري 4 الذي لا يجب تجاوزه، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

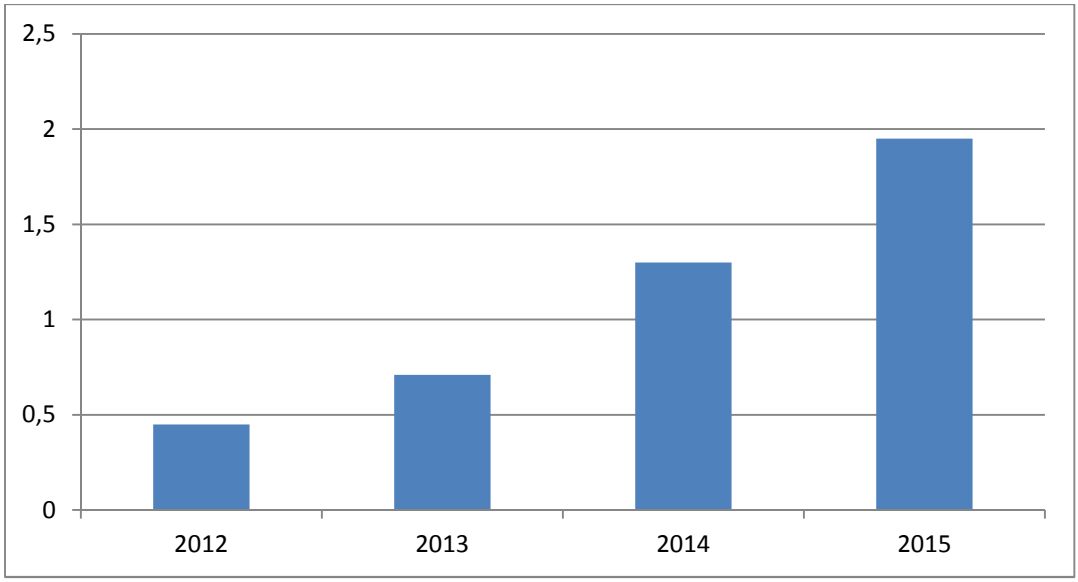
الجدول رقم (08): نسبة القدرة على الوفاء بالديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
الديون المالية	1851741010,35	2911046961,36	3383163695,36	4821513005,59
القدرة على التمويل الذاتي	411009005606	4089446666,34	2608125815,37	2472757740,24
نسبة القدرة على الوفاء	0,45	0,71	1,3	1,95

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (16): نسبة القدرة على الوفاء بالديون لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن المجمع له القدرة على تسديد ديونه المالية حيث بلغت نسبة القدرة على السداد 0,45 سنة 2012 وهي أقل من أربعة (4) التي تمثل الحد المعياري الذي لا يجب تجاوزه أما في سنة 2013 فبلغت هذه النسبة 0,71 وهي توضح كذلك قدرة المجمع على تسديد ديونه المالية وفي سنة 2014 و2015 بلغت هذه النسبة 1.3، 1.9 على التوالي وهي تبقى أقل من أربعة رغم تزايدها وهذا يدل على قدرة المجمع على سداد ديونه المالية خلال فترة الدراسة.

3.حساب الاستقلالية المالية لمجمع صيدال: تعكس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها، وتحسب بقسمة الأموال الخاصة على مجموع الديون، والحدود النموذجية لهذه النسبة أن تكون أكبر من الواحد الصحيح وأقل من2، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

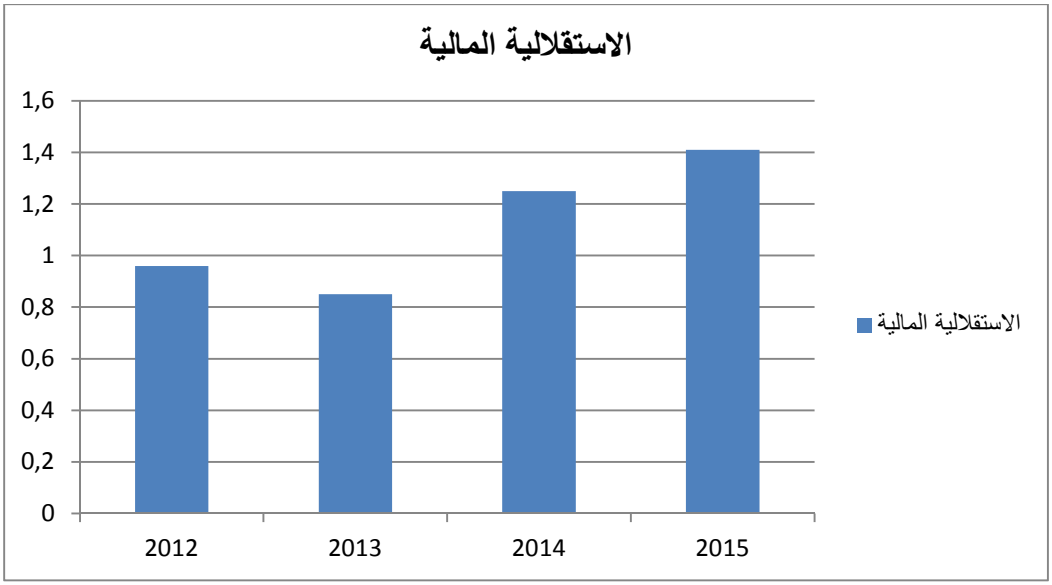
الجدول رقم (09): نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
الأموال الخاصة	14746506012,33	16748436102,49	17590664386,45	2065934577,15
مجموع الديون	15274639482	19540583937	13997040019	14455966244
الاستقلالية المالية	0,96	0,85	1,25	1,41

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (17): نسبة الاستقلالية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

بالنظر إلى الجدول أعلاه نلاحظ أن المجمع يتمتع باستقلالية مالية اتجاه الغير خصوصا خلال سنتي 2014، 2015 حيث بلغت هذه النسبة 1.25، 1.41 على التوالي وهي تقع ضمن الحدود النموذجية أو المعيارية.

4.حساب نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال: للوصول إلى نسبة السيولة السريعة وجب علينا حساب الأصول المتداولة – المخزونات، والنتائج مسجلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (10): الأصول المتداولة –المخزونات لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
الأصول المتداولة	18566400049,61	18790834132,82	18584475032,46	19154714686,96
المخزونات	6175385227,05	5534355055,31	5606916340,97	4965900019,13
الأصول المتداولة – مخزونات	12391014822,6	13256479077,5	12977558691,5	14188814667,8

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ومن ثم سنقوم بقياس نسبة السيولة السريعة بقسمة الأصول المتداولة –المخزونات على الديون قصيرة الأجل، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

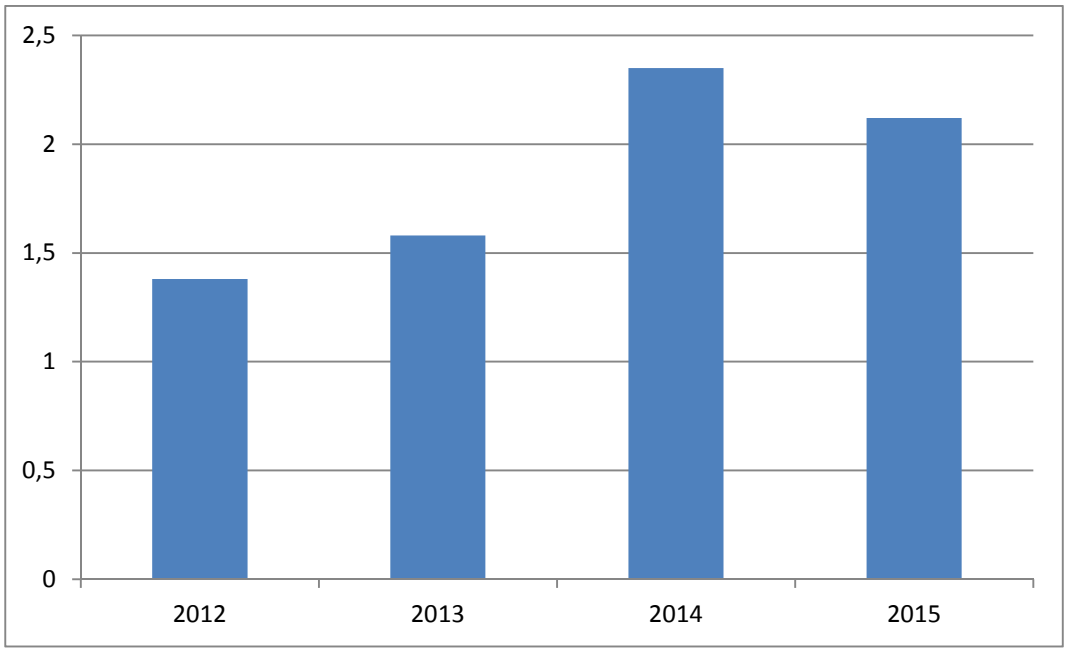
الجدول رقم (11):نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
الأصول المتداولة –مخزونات–	12391014822,6	13256479077,5	12977558691,5	14188814667,8
ديون قصيرة الأجل	8933235185,51	8342936667,63	5508313068,58	6682146749,89
السيولة السريعة	1,38	1,58	2,35	2,12

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (18): نسبة السيولة السريعة لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).



المصدر من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هذه النسبة خلال سنة2012بلغت 1,38 وهذا يدل على أن المجمع له فائض في السيولة لأن هذه النسبة أكبر من النسبة المعيارية 0.6 وهو قادر على تغطية ديونه القصيرة الأجل باستخدام الأصول الجارية دون اللجوء إلى بيع مخزوناته، كذلك بالنسبة للسنوات 2013، 2014، 2015 تفوق النسبة المرجحة والتي تقدر على التوالي بـ 1.58، 2.35، 2.12 وهذا ما يدل على أن المجمع قادر على تسديد ديونه قصيرة الأجل بالأصول الجارية دون اللجوء إلى بيع مخزوناته.

5.حساب نسبة السيولة الفورية: تبين هذه النسبة قدرة المجمع على الدفع الفوري من موجوداته لسداد ديونها وتحسب بقسمة القيم الجاهزة على الديون قصيرة الأجل، والحدود النموذجية لهذه النسبة أن تكون أكبر من 0.2 وأقل من 0.3 والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

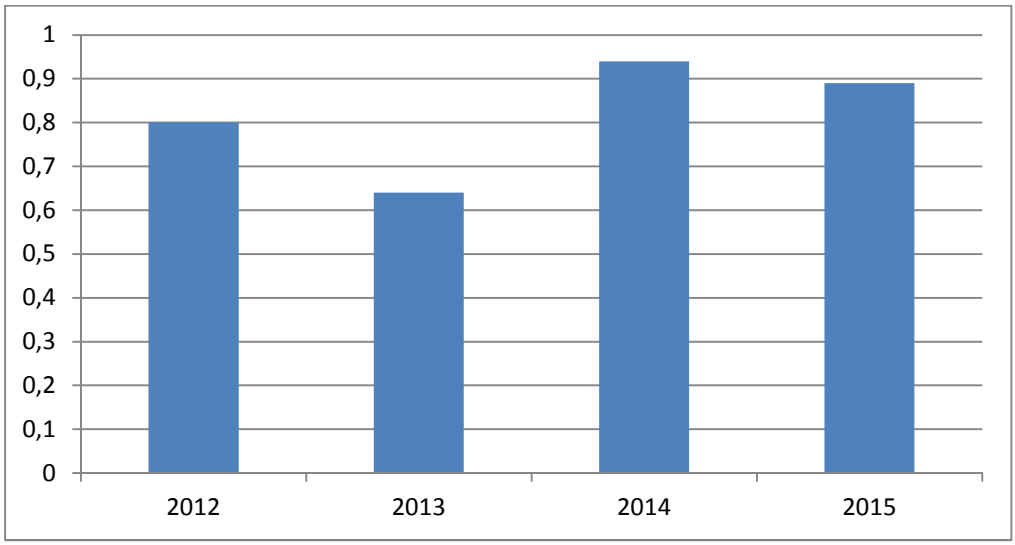
الجدول رقم (12): نسبة السيولة الفورية لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج.

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
الأموال الجاهزة	7153519481,26	5413372987.3	5198576727,01	5987644631,35
ديون قصيرة الأجل	8933235185,51	8342936667,63	5508313068,58	6682146779,89
السيولة الفورية	0,80	0,64	0,94	0,89

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (19): نسبة السيولة الفورية المجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول أن نسبة السيولة الفورية للفترة 2012، 2015 تتجاوز الحدود النموذجية 0.3 وهذا يعني أن المجمع له قدرة على تسديد ديونه قصيرة الأجل باستخدام القيم الجاهزة، من جهة أخرى يتوفر المجمع على فائض في السيولة على مستوى الخزينة ينبغي استغلاله.

الفرع الثاني: قياس المخاطر المالية لمجمع صيدال وفقا لنموذج Altman and Mc cough (1974).

هناك عدة نماذج للتنبؤ بالتعثر المالي بحيث اعتمدنا في دراستنا على نموذج من أشهر النماذج وهو Altman and Mc cough سنة 1974 الذي يحسب بالعلاقة التالية: $Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1X_5$

وفي مايلي إسقاط معطيات الدراسة الخاصة بالمؤسسة على هذا النموذج لإيجاد قيمةZ:

1.حساب نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية (X_1): للوصول إلى نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية وجب علينا حساب صافي رأس المال العامل، والنتائج فيما يلي: بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، والنتائج مسجلة في الجدول التالي:

حساب صافي رأس المال: يعتبر رأس المال العامل مؤشرا أساسي للتحليل وتقييم التوازنات داخل المؤسسة ويتم حسابه بالفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، والنتائج مسجلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (13): صافي رأس المال العامل. الوحدة: دج.

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
الأصول المتداولة	18566400049,61	18790834132,82	18584475032,46	19154714686,96
الخصوم المتداولة	8933235185,91	8342936667,63	508313068,58	668214666749,89
صافي رأس المال العامل	9633164863,7	10447897465,2	18076161963,9	12472567937,1

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن صافي رأس المال العامل ذو قيمة موجبة خلال فترة الدراسة وهو ما يدل على أن المجمع قادر على تغطية أصوله الثابتة بموارده الدائمة فقط، أو أن المجمع قادر على سداد خصومه الجارية باستخدام أصوله الجارية.

ومن ثم سنقوم بقياس نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية بقسمة صافي رأس المال العامل على مجموع الأصول x الوزن النسبي المرجح، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (14): صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول (X_1) خلال الفترة 2012-2015. الوحدة: دج

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
صافيرأس المال العامل	9 633 164 864.1	10447897465.19	18076161963.9	12472567937.1
مجموعالأصول	30021145494.52	30099573372.69	31587704405.93	34921900820.68
نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول	0.32	0.35	0.57	0.36
الوزن النسبي المرجح	1.2	1.2	1.2	1.2
نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية	0.384	0.42	0.69	0.432

المصدر:من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

2. حساب نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول (X2):

سنقوم بقياس الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية، وذلك بقسمة الأرباح المحتجزة على مجموع الأصول X الوزن النسبي المرجح، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (15): الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية(X_2)خلال الفترة 2012-2015. الوحدة: دج

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
الأرباح المحتجزة	1565160951	2258147327	1077751553	743817991
مجموع الأصول	30021145494.52	30099573372.69	31 587 704 405.93	34921900820.68
نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول	0.052	0.075	0.034	0.021
الوزن النسبي المرجح	1.4	1.4	1.4	1.4
نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية	0.073	0.105	0.047	0.029

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

3.حساب صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضرائب إلى مجموع الأصول (X3):

للوصول إلى نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية وجب حساب صافي الربح قبل الفوائد والضرائب، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (16): الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب لمجمع صيدال خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب	2522169350.7	2946399282.02	1618736152.23	1433808241.54

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على جدول حساب النتيجة.

ومن ثم سنقوم بقياس نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية بقسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على مجموع الأصول×الوزن النسبي المرجح، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (17): صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول(X_3) خلال الفترة 2012-2015. الوحدة :دج

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب	2522169350.7	2946399282.02	1618736152.23	1433808241.54
مجموع الأصول	30021145494.52	30099573372.69	31 587 704 405.93	34921900820.68
نسبة صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول	0.084	0.098	0.05	0.041
الوزن النسبي المرجح	3.3	3.3	3.3	3.3
نسبة صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية	0.28	0.32	0.165	0.135

المصدر:من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

4. حساب نسبة القيمة السوقية لرأس المال إلى القيمة الدفترية للديون (X4):

بالنسبة لحساب هذه النسبة اعتمدنا مبلغ رأس المال الصادر الموجود في ميزانية المجمع، بحيث يتم قياس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية لرأس المال على القيمة الدفترية للديون X الوزن النسبي المرجح، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (18): القيمة السوقية لرأس المال على القيمة الدفترية للديون المرجحة(X_4) خلال الفترة 2012-2015. الوحدة :دج

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
القيمة السوقية لحقوق الملكية	12089024923.4	13243717608	13848937480.5	14582914331.9
الديون الطويلة الأجل	1851741010,35	2911046961,36	3383163695,36	4821513005,59
نسبة القيمة السوقية لرأس المال إلى القيمة الدفترية للديون	6.52	4.55	4.09	1.81
الوزن النسبي المرجح	0,6	0,6	0,6	0,6
نسبة القيمة السوقية لرأس المال إلى القيمة الدفترية للديون المرجحة بالمخاطر المالية	3.91	2.73	2.46	1.81

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

5.حساب نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية(X5): سنقوم بقياس نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية، وذلك بقسمة صافي المبيعات على مجموع الأصول X الوزن النسبي المرجح، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (19): صافي المبيعات إلى مجموع الأصول(X_5) خلال الفترة 2012-2015. الوحدة :دج

البيان / السنة	2012	2013	2014	2015
صافي المبيعات	13 895 054 472,57	11 461 847 581,90	9 789 025 905,91	9 984 043 757,71
مجموعالأصول	30 021 145 494,52	30 099 573 378,69	31 587 704 405,93	34 921 900 820,68
نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الأصول	0,46	0,38	0,31	0,29
الوزن النسبي المرجح	1	1	1	1
نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الأصول المرجحة بالمخاطر المالية	0,46	0,38	0,31	0,29

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

6.حساب نسبة الاستمرارية Zscore:

بعد حساب جميع النسب المتعلقة بقيمة الاستمرارية Z سنقوم بحساب نسبة الاستمرارية، وذلك بجمع جميع النسب السابقة، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي:

الجدول رقم (20): نسبة الاستمرارية Z خلال الفترة 2012-2015. الوحدة: دج

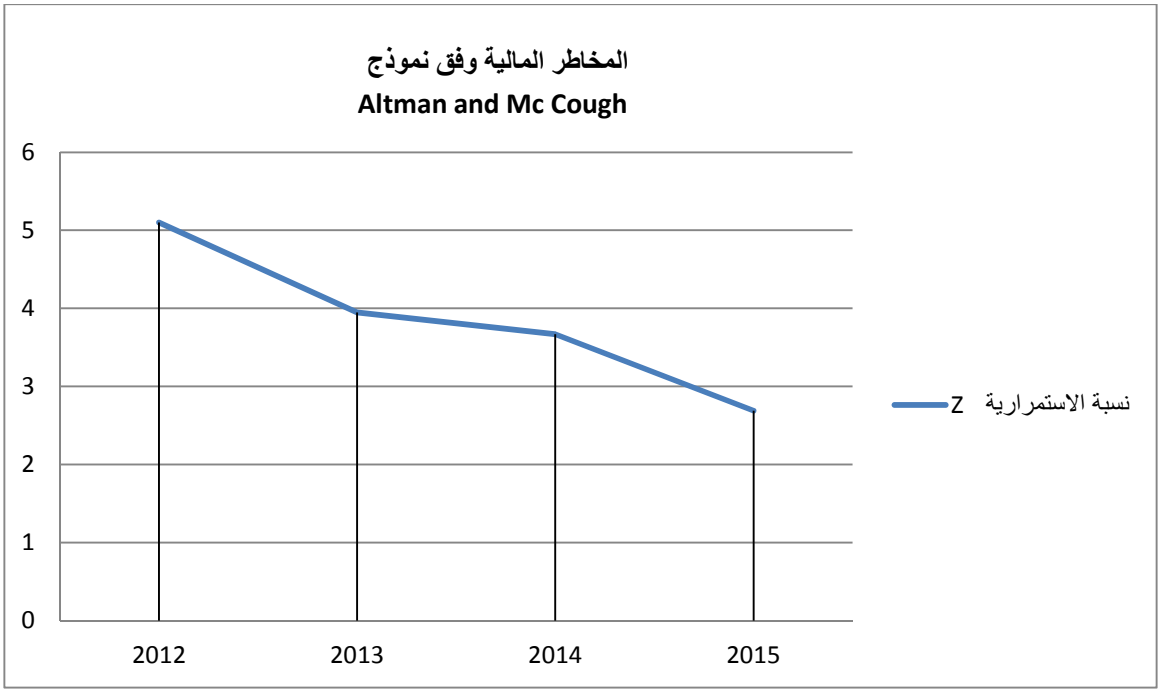
البيان السنة	2012	2013	2014	2015
X1	0.384	0.42	0.69	0.432
X2	0.073	0.105	0.047	0.029
X3	0.28	0.32	0.165	0.135
X4	3.91	2.73	2.46	1.81
X5	0,46	0,38	0,31	0,29
نسبة الاستمرارية Z	5.1	3.95	3.67	2.69

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

بالنظر إلى الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة استمرارية Z لسنة 2012 وفقا لنموذج Altman بلغت 5.1 وهي أكبر من 2.99 (الحد الأقصى في النموذج) وهذا يعني أن المجمع بعيد عن مخاطر الفشل المالي أو مخاطر عدم القدرة على السداد، وكذا الحال بالنسبة لسنتي 2013، 2014 حيث بلغت النسبة 3.95، 3.67 على التوالي وهو ما يعني أيضا أن المجمع بعيد عن مخاطر الفشل المالي أو مخاطر عدم القدرة على السداد. أما في سنة 2015 فنسبة استمرارية Z تقع ضمن مجال النموذج (2.99،1.81) وهذا يعني أنه لا يمكن الحكم على وضعية المجمع ويتطلب الأمر معلومات وبيانات إضافية.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (20): المخاطر المالية وفق نموذجAltman & Mc Cough خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

الفرع الثالث: العلاقة بين الاستدانة والمخاطر المالية.

من خلال ما تم حسابه من قيمة الاستمرارية z لنموذج Altman وحساب نسبة الاستدانة التي اعتمدت عليها المؤسسة سنوضح فيما يلي تأثير الاستدانة على المخاطر المالية في الجدول التالي:

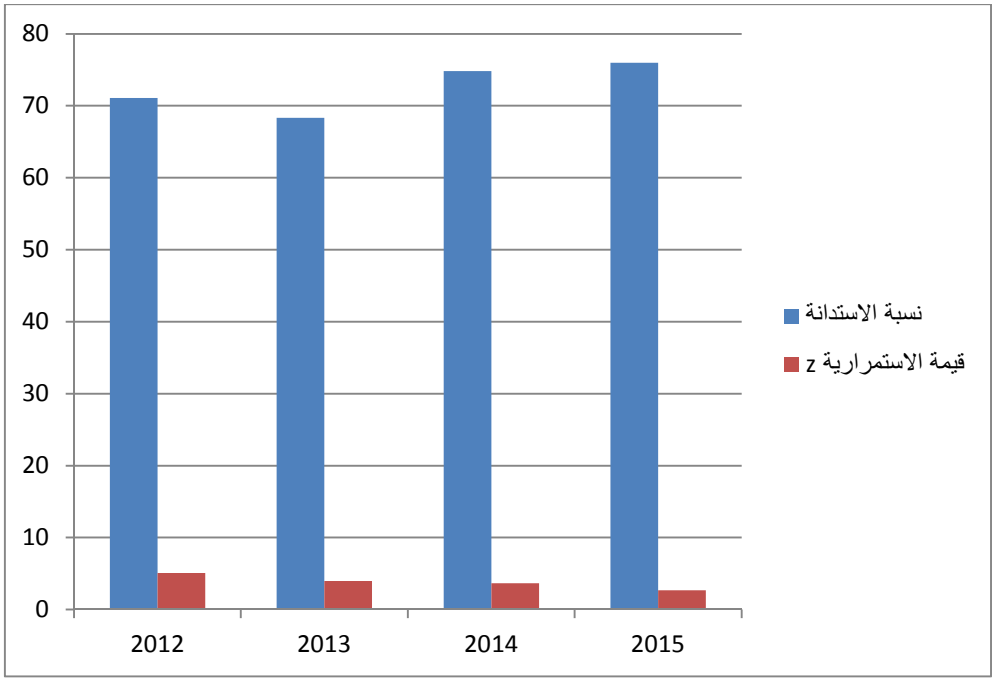
الجدول رقم (21): العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة الاستمرارية z خلال الفترة (2012-2015). الوحدة: دج

السنة / البيان	2012	2013	2014	2015
نسبة الاستدانة	71.09	68.33	74.83	75.97
قيمة الاستمرارية z	5.1	3.95	3.67	2.69

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

ويمكن توضيح البيانات الواردة في الجدول أعلاه من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (21): علاقة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي بالمخاطر المالية خلال الفترة (2012-2015).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول أعلاه.

بالنظر إلى الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة الاستدانة المعتمدة من طرف المجمع مقبولة ولا تؤد إلى زيادة المخاطر المالية، ففي سنة 2012 بلغت نسبة الاستدانة في الهيكل المالي 71.09 في حين بلغت نسبة الاستمرارية z 5.1 وهذا يعني أن المجمع قادر على تسديد ديونه (لا يقع ضمن مخاطر الفشل)، ونفس الحال بالنسبة لسنتي 2013 و2014 أما بالنسبة لسنة 2015 وكما سبق الذكر لا يمكن الحكم على الوضع المالي للمجمع.

المطلب الثالث: تقييم الهيكل المالي للمجمع مقارنة بالمخاطر المالية.

يعتبر التمويل الذاتي(رأس المال ، الأرباح المحتجزة ، والاهتلاكات والمؤونات) من مصادر التمويل الداخلية ، ويتعرض لمخاطر مالية منخفضة .

أما الاستدانة فتتميز بمخاطرة مرتفعة وفي حالتنا هذه المتعلقة بتركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال نجد رأس المال الصادر ثابت في كل سنوات فترة الدراسة، أما نسبة التمويل الذاتي فقد تراوحت بين 17% و18% لسنتي 2012، 2013، وانخفضت هذه النسبة لسنتي 2014، 2015 حيث تراوحت بين 10% و11% وهي نسبة قليلة جدا أدت إلى ارتفاع نسبةالاستدانة للمجمع حيث بلغت هذه النسبة 71% و68% لسنتي 2012 و2013 وارتفعت إلى 74%و75% في سنتي 2014 و2015 حيث اعتمد المجمع في هيكله المالي خلال فترة الدراسة على الاستدانة بنسب كبيرة على حساب التمويل الذاتي والملاحظ أن نسبة الاستدانة كانت دائما في تزايد خلال الفترة الدراسية وذلك راجع إلى تقليل المؤسسة من اعتمادها على

التمويل الذاتي وهذا لايعني أن المخاطرالمالية تزايدت أو أن المجمع قد يقع في مخاطر الفشل والإفلاس فبالمقابل وجدنا أن نسبة الاستمرارية في انخفاض مستمر خلال السنوات الأربعة للفترة المدروسة وقد تجاوزت في سنة 2012 نسبة 5 ووصلت إلى نسبة 2.69 في سنة 2015 ، وبالتالي نقول أن المجمع قد يواجه مخاطر مالية من خلال انخفاض نسبة الاستمرارية لديه .

ويمكن القول بأن الاستدانة المعتمدة في المجمع مقبولة وعقلانية لأن المجمع لديه القدرة على تسديد ديونه وبعيدا عن مخاطر الفشل المالي، وهذا ما تظهره النسب والمؤشرات المالية المدروسة، وعليه فإن الهيكل المالي المعتمد من طرف المجمع مقبول ويجعل المخاطر المالية معقولة في المجمع.

خلاصة:

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع من خلال دراسة تركيبة الهيكل المالي لمجمع صيدال المتخصصة في صناعة الأدوية.

تبين من خلال دراسة الهيكل المالي لمجمع خلال الفترة (2012-2015) أن المجمع يعتمد في هيكله المالي على الاستدانة بنسبة أكبر من أموال ملكيته، وبالرغم من ذلك فإن حجم المخاطر المالية معقول، بحيث قمنا بتحليل تركيبة الهيكل المالي لهذا المجمع خلال فترة الدراسة من خلال حساب أهم النسب المالية والمؤشر المالي المتمثل في نموذج Altman فوجدنا بأن اعتماد المجمع على الاستدانة لم يعرضه حقا للمخاطر المالية.

وبالتالي نستنتج أنه توجد علاقة طردية بين الاستدانة والمخاطر المالية بمعنى أنه كلما قلل المجمع من اعتماده على الاستدانة كلما قل وقوعه في المخاطر المالية والعكس صحيح. وبهدف السير بالهيكل المالي لمجمع صيدال نحو الأمثلية لابد له أن لا يتجاوز عتبة الاستدانة المثلى لتجنب الوقوع في مخاطر مالية تؤدي به للإفلاس.

الخاتمة

أولا: ملخص البحث:

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد كيف يساهم الهيكل المالي الأمثل في التقليل من المخاطر المالية حيث يعتبر اختيار المؤسسة لتشكيلة هيكلها المالي أمرا ضروريا يجنبها الوقوع في مخاطر التعثر المالي، فاعتمادها المتزايد على الاستدانة يعرضها للوقوع في المخاطر المالية، لذا وجب عليها أن تختار هذا المزيج التمويلي بعناية من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، وذلك بعدم تجاوزها عتبة الاستدانة المثلى. لذلك حاولنا في هذا البحث دراسة مدى تأثير الهيكل المالي المعتمد من طرف المؤسسة على طبيعة ومستوى المخاطر المالية التي تواجهها وذلك من خلال التطرق لمختلف مصادر التمويل سواء الداخلية أو الخارجية والقصيرة منها والطويلة، وبعده تم التطرق لمفهوم المخاطر المالية وطرق ونماذج قياسها وعلاقتها بمستوى الاستدانة في المؤسسة،كما تم عرض مختلف النظريات عبر الفكر المالي التقليدي والمعاصر والتي تعالج أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة في فروض وجود المخاطر المالية وإسقاط المخاطر المالية، وفي الأخير تم إسقاط هذه الدراسة على مؤسسة اقتصادية جزائرية تتمثل في مؤسسة لصناعة الأدوية (مجمع صيدال) من أجل التعرف على هيكله المالي الذي يعتمد عليه، وكشف مستوى المخاطر التي تواجه هذا المجمع، من خلال حساب النسب المالية التي تقيس مخاطر القدرة على السداد ونموذج Altman ومحاولة تحديد المستوى الأمثل من الاستدانة الذي يجعل المخاطر المالية في مستويات معقولة. ليتم في الأخير اختيار الفرضيات والتوصل إلى مجموعة من النتائج وتقديم بعض الاقتراحات التي يمكن للمجمع أن يستفيد منها.

ثانيا: نتائج اختيار الفرضيات.

الفرضية الأولى: والتي تنص على:"يمكن للمجمع التقليل من مخاطره المالية من خلال تنويع المصادر التمويلية والاعتماد بشكل أساسي على موارده الذاتية"، فقد تم نفي صحة هذه الفرضية من خلال ما تم تناوله في الجانب التطبيقي من دراسة تحليل الهيكل المالي للمجمع، بحيث تم التوصل إلى أن المجمع يعتمد على الاستدانة في هيكله المالي بنسبة تتعدى المصادر الأخرى خلال فترة الدراسة ومع ذلك فهو بعيد عن مخاطر العسر المالي.

الفرضية الثانية: والتي تنص على:"تحقيق التوازن بين عناصر الخصوم وحقوق الملكية من جهة والأصول الثابتة والجارية من جهة أخرى يمكن أن يقلل المخاطر المالية ويزيد العائد، فقد تم إثبات صحة هذه الفرضية منخلال الحالة الميدانية المعاكسة لهذه الفرضية، فالمؤسسة موضوع الدراسة تميز باختلال التوازن بين عناصر الأصول من جهة وعناصر الخصوم من جهة أخري، ونظرا للاعتماد المتزايد للمجمع على الاستدانة أدىبها إلى مواجهة المخاطر المالية.

الفرضية الثالثة: والتي تنص على:"لجوء المجمع إلى التمويل عن طريق الاستدانة يؤدى إلى تزايد احتمالات الوقوع في المخاطر المالية"، فقد تحققت صحتها وذلك من خلال حساب النسب المالية ونموذج Altman، فقد تبين أن المجمع يعتمد على الاستدانة بشكل كبير غير أنه لم يقع في مخاطرعدم القدرة على السداد.

ثالثا: نتائج البحث المتعلقة بالجانب النظري:

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع الى مجموعة من النتائج سنعرضها في النقاط التالية:

-يتم اختيار الهيكل المالي الذي يتناسب مع واقع المؤسسة و محيطها بما يحقق أعلى عائد (مردودية) وأقل مخاطر (الإفلاس) عندها نكون بصدد الهيكل المالي الأمثل.

-يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، لكن في معظم الأحيان يكون غير كاف لتغطية احتياجات المجمع، ولا يمكن للمجمع الإكثار من حجز النتيجة خلال عدة سنوات لرفعه، لذلك فالمجمع ملزم للجوء للاستدانة لتغطية احتياجاته.

-ينجر عن التمويل بالاستدانة مخاطر عدة في حال عدم التزام المجمع بتسديد أقساط الدين والفوائد عند ميعاد استحقاقها أدناها العسر المالي المؤقت وأقصاها الإفلاس والتصفية.

-هناك مجموعة من النسب والمؤشرات المالية التي تقيس المخاطر المالية ومن أهمها نسبة القدرة على الوفاء ونسبة السيولة الفورية، وهذه النسب تعتبر من أهم النسب المالية التي تعتمد من طرف البنوك في اتخاذ قرار منح القرض من عدمه.

-يتم استعمال مؤشرات التوازن المالي من أجل التنبؤ بمشاكل العسر المالي والاحتياج والفائض في السيولة ومعالجة الإختلالات إن وجدت.

رابعا: النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي.

بعد دراسة الهيكل المالي للمجمع توصلنا إلى مجموعة من النتائج سنعرضها في النقاط التالية:

-يتكون الهيكل المالي للمجمع من مصادر مختلفة، حيث تشكل فيه الاستدانة نسبة كبيرة على طول الفترة المدروسة.

-المجمع قادر على تسديد ديونه طوال الفترة المدروسة، بالرغم من اعتماده الكبير على الاستدانة وذلك ظاهر من خلال حساب نسبة الاستمرارية المالية والتي تجاوزت الحدود المطلوبة .

-صافي رأس المال العامل ذو قيم متزايدة خلال فترة الدراسة، وهو ما يدل على أن المجمع قادر على تمويل أصوله الثابتة بموارده الدائمة، أو أن المجمع قادر على استخدام أصوله الجارية لتسديد التزاماته قصيرة الأجل.

-من خلال نموذج Altman الذي يهتم بقياس مخاطر التعثر المالي لدى مجمع صيدال خلال الفترة(2012-2015) وجدنا أن المجمع خلال ثلاث سنوات الأولى من الدراسة (2012،2013،2014) لا يواجه مخاطر مالية عالية، أما بالنسبة للسنة الأخيرة من فترة الدراسة (2015) فوجدناها تقع ضمن الحدود المطلوبة، وبالتالي لا يمكن الحكم على وضعها ويتطلب الأمر تحليل معطيات أخرى متعلقة بالسيولة والربحية.

-وجود علاقة عكسية بين الاستدانة ونسبة الاستمرارية، فكلما زاد المجمع من اعتماده على الاستدانة كلما قلت استمراريته وزاد تعرضه للمخاطر المالية وبالتالي وقوعه في مخاطر العسر المالي والعكس صحيح.

-المجمع يحقق هيكل مالي مقبول ما يجعل المخاطر المالية في مستويات معقولة.

خامسا: التوصيات والاقتراحات.

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات نلخصها في النقاط التالية:

-نوصي المجمع بتنويع مصادر التمويل مع مراقبة مستوى الاستدانة في الهيكل المالي تجنبا للمخاطر المالية وكذا التركيز على الموارد المالية الذاتية.

-ضرورة مراقبة مستوى الاستدانة في الهيكل المالي وذلك بمقارنتها مع القدرة على التمويل الذاتي،بحيث يجب ألا يتعدى حجم الاستدانة ثلاث مرات حجم القدرة على التمويل الذاتي.

-ضرورة مقارنة الأعباء المالية الناجمة عن الاستدانة مع رقم الأعمال المحقق من طرف المجمع، وذلك لمعرفة مدى قدرة المجمع على تسديد هذه الأعباء.

نوصي إدارة المجمع ليس فقط بالتفكير في كيفية رفع مستوى كفاءة الأداء، بل التفكير كذلك في كيفية التعرف على التعثر المالي في مرحلة أولى، وذلك لمواجهة المخاطر والتغلب عليها في حينها ، لذا يجب أن تستعد كل الاستعداد لتحمي نفسها

من مخاطره وأثاره السلبية التي قد تمتد ليس فقط إلى الأطراف المعنية من ملاك ودائنين وعملاء بل تمتد أثاره السلبية أيضا في الاقتصاد الوطني أوالاقتصاد الدولي ككل.

سادسا: آفاق البحث.

يبقى المجال مفتوح للباحثين في هذا الموضوع حيث نتمنى إجراء المزيد من الدراسات الميدانية والتطبيقية عن هذا الموضوع تعتمد على متغيرات أخرى لإبراز دور الاختيار الأمثل لمصادر التمويل في تقليل المخاطر المالية، ونقدم مجموعة من النقاط التي نراها جديرة أن تكون آفاق بحث جديد:

- استخدام نموذج لوحة القيادة المالية لاستشعار المخاطر المالية في المجمع.
- استراتيجيات الإدارة المالية للحد من مخاطر العسر المالي بالمجمع.
- استخدام أساليب التحليل المالي في التنبؤ بالتعثر المالي للمؤسسات الجزائرية.

الملاحق

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou godwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 618 901 761,66**	**18 164 156 316,74**	**11 454 745 444,93**	**11 161 030 680,69**
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 097 304 341,48**	**3 530 904 291,86**	**18 566 400 049,63**	**16 116 940 187,04**
	TOTAL GENERAL ACTIF	**51 716 206 103,15**	**21 695 060 608,59**	**30 021 145 494,54**	**27 277 970 867,73**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecarts de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	**14 746 506 012,32**	**13 795 482 542,61**
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financieres	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impots (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**6 341 404 296,71**	**5 741 800 974,06**
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	**8 933 235 185,51**	**7 740 687 351,05**
	TOTAL GENERAL PASSIF	**30 021 145 494,54**	**27 277 970 867,73**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**14 124 680 917,11**	**12 689 519 435,74**
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-6 161 220 892,79**	**-5 604 780 753,76**
	III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**7 963 460 024,32**	**7 084 738 681,98**
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**3 926 215 364,31**	**3 458 879 998,13**
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 521 790 318,71**	**2 624 059 985,42**
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	**-124 338 803,55**	**-98 857 903,84**
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 397 451 515,15**	**2 525 202 081,58**
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 996 670 407,30**	**2 097 750 941,85**
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**-3 985 277,20**	**-90,06**
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**1 992 685 130,10**	**2 097 750 851,79**
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**1 965 160 951,44**	**2 060 480 315,80**

Direction des Finances et Comptabilité

ETATS FINANCIERS CONSOLIDE
GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

EXERCICE 2013

JUIN 2014

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 724 776 277,24**	**18 416 037 037,37**	**11 308 739 239,87**	**11 454 745 444,91**
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 351 142 188,28**	**3 560 308 055,46**	**18 790 834 132,82**	**18 566 400 049,61**
TOTAL GENERAL ACTIF	**52 075 918 465,52**	**21 976 345 092,83**	**30 099 573 372,69**	**30 021 145 494,52**

3.2. Passif

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	**16 748 436 102,49**	**14 746 506 012,33**
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**5 008 200 602,57**	**6 341 404 296,71**
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	**8 342 936 667,63**	**8 933 235 185,51**
TOTAL GENERAL PASSIF	**30 099 573 372,69**	**30 021 145 494,55**

3.3.Tableau de comptes de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**12 243 878 149,00**	**14 125 059 949,37**
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 296 731 000,37**	**-6 161 220 892,79**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**7 947 147 148,63**	**7 963 839 056,58**
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**3 887 686 198,92**	**3 926 594 396,57**
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amorts,provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 946 399 282,02**	**2 522 169 350,70**
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	**-147 696 864,44**	**-124 338 803,55**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 798 702 417,58**	**2 397 830 547,15**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**2 293 599 347,59**	**1 996 670 407,30**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**-21 476,75**	**-3 985 277,20**
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**2 293 577 870,84**	**1 992 685 130,10**
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**2 658 147 326,76**	**1 965 160 951,44**

صيدال
SAIDAL

Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00		
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	**32 213 883 092,48**	**19 210 653 719,01**	**13 003 229 373,47**	**11 308 739 239,87**	**15%**
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00			
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	Z256 042 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00		
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 197 447 905,13**	**3 612 972 872,67**	**18 584 475 032,46**	**18 790 834 132,82**	**-1%**
TOTAL GENERAL ACTIF	**54 411 330 997,61**	**22 823 626 591,68**	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
Ecarts de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04	
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	**17 590 664 386,45**	**16 748 436 102,49**	**5%**
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**8 488 726 950,90**	**5 008 200 602,57**	**69%**
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	**5 508 313 068,58**	**8 342 936 667,63**	**-34%**
TOTAL GENERAL PASSIF	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités (1 000 UV)	111 020	130 676
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 719 779

صيدال
SAIDAL

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**9 836 622 190,20**	**12 243 878 149,00**	**-20%**
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-3 833 249 827,85**	**-4 296 731 000,37**	**-11%**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**6 003 372 362,35**	**7 947 147 148,63**	**-24%**
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 576 108 686,37**	**3 887 686 198,92**	**-34%**
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amorts provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 618 736 152,23**	**2 946 399 282,02**	**-45%**
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	**-50 302 205,93**	**-147 696 864,44**	**-66%**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 568 433 946,30**	**2 798 702 417,58**	**-44%**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 348 882 781,67**	**2 293 599 347,59**	**-41%**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		**-21 476,75**	**0%**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 348 882 781,67**	**2 293 577 870,84**	**-41%**
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résutat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 477 751 553,22**	**2 658 147 326,76**	**-44%**

L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL Du 10 juin 2015

L'An deux mil quinze et le dix du mois de juin à dix heures, à l'Hôtel El- Aurassi, les actionnaires de la société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2.500.000.000 DA se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur convocation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 13 Mai 2015

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement. relatives à l'examen.

- Adopte le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuve les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 863 818 266.13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 942 685.96 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mande le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2014 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1 385 942 685.96 DA
comme suit:

- Dividendes 400 000 000,00 DA
- Tantièmes (3 fois le jeton de présence) 3 180 000.00 DA
- Intéressement des travailleurs 198 660 000.00 DA
- Réserves facultatives 784 102 685.96 DA

Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

- Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif du bilan de 31 587 704 405.93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553.22 DA.

Quatrième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal

Cinquième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour les Cadres Dirigeants

Sixième résolution : Jetons de présence

Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

Huitième résolution : Nombres de séances autorisés du Conseil d'Administration

Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

NB/ Le rapport de gestion est disponible au siege du Groupe

Le Président du Conseil d'Administration

Boumediene DERKAOUI

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou godwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**35 157 914 948,13**	**19 390 728 814,41**	**15 767 186 133,72**	**13 003 229 373,47**
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	**21 781 092 008,80**	**2 626 377 321,84**	**19 154 714 686,96**	**18 584 475 032,46**
TOTAL GENERAL ACTIF	**56 939 006 956,93**	**22 017 106 136,25**	**34 921 900 820,68**	**31 587 704 405,93**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Dotation de l'état	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33
Ecarts de réévaluation	145 245 635,13	218 627 945,68
Écart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02
Résultat Net	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22
Autres capitaux propres -report à nouveau	-166 052 299,51	371 301 688,91
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29
TOTAL I	**20 465 934 577,15**	**17 590 664 386,45**
PASSIFS NON COURANTS	0,00	
Emprunts et dettes financieres	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impots (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 705 764,33
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 605 571 934,62	1 381 034 485,26
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**7 773 819 493,64**	**8 488 726 950,90**
PASSIFS COURANTS	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 460 434 895,94
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63
Trésorerie passif	728 832 746,41	628 175 601,26
TOTAL PASSIF COURANT III	**6 682 146 749,89**	**5 508 313 068,58**
TOTAL GENERAL PASSIF	**34 921 900 820,68**	**31 587 704 405,93**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**9 972 150 634,01**	**9 836 622 190,20**
Achats consommés	-3 470 479 457,80	-3 017 970 352,54
Services extérieurs et autres consommations	-996 298 147,20	-815 279 475,31
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 466 777 605,00**	**-3 833 249 827,85**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**5 505 373 029,01**	**6 003 372 362,35**
Charges de personnel	-3 056 024 245,03	-3 222 199 202,24
Impôts, taxes et versements assimilés	-166 639 675,94	-205 064 473,74
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 282 709 108,04**	**2 576 108 686,37**
Autres produits opérationnels	202 735 842,16	85 434 154,80
Autres charges opérationnelles	-143 865 838,16	-204 467 978,10
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 328 939 749,35	-1 130 374 262,15
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	421 168 878,85	292 035 551,31
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 433 808 241,54**	**1 618 736 152,23**
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
VI - RESULTAT FINANCIER	**10 001 361,07**	**-50 302 205,93**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 443 809 602,61**	**1 568 433 946,30**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-328 709 218,00	-309 812 391,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	15 393 711,92	-90 261 226,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 738 510 276,29	10 320 801 147,68
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 638 803 603,60	-8 971 918 366,01
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 099 706 672,69**	**1 348 882 781,67**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**0,00**	**0,00**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 099 706 672,69**	**1 348 882 781,67**
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résutat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 143 817 990,89**	**1 477 751 553,22**