

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الموضوع: _____

أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر
_ دراسة حالة مجمع صيدال _

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

قدام جمال

إعداد الطالبتين:

بوسري فلة

يلاص فردوس

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: د. عمر قيرة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: د. جمال قدام
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذة: د. حبيبة بن زعدة

السنة الجامعية: 2021 / 2022

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



الموضوع: —————

أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمؤسسة مدرجة في بورصة الجزائر
_ دراسة حالة مجمع صيدال _

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

قدام جمال

إعداد الطالبتين:

بوسري فلة

يلاص فردوس

رئيساً	جامعة جيجل	الأستاذ: د. عمر قيرة
مشرفاً ومقرراً	جامعة جيجل	الأستاذ: د. جمال قدام
مناقشاً	جامعة جيجل	الأستاذة: د. حبيبة بن زعدة

السنة الجامعية: 2021 / 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ
وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ الْمَوَدَّعَةَ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات ونشكره على توفيقه لنا في انجاز عملنا
وعلى فضله فهو المعان والمستعان في ذلك.

لنا عظيم الشرف أن نتوجه بالشكر الجزيل والتقدير الكبير والعرفان الجميل
إلى أستاذنا ومشرفنا الأستاذ: قدام جمال على الجهود المبذولة ونصائحه
القيمة وجميل صبره وحسن تواضعه فله منا كل الاحترام والتقدير وجزاه الله
عنا خير الجزاء.

ويسرنا أيضا أن نوجه شكرنا لكل من نصحننا ووجهنا وقدم لنا يد العون
والمساعدة في إتمام هذا العمل المتواضع

الإهداء

الحمد لله وكفى والصلاة على الحبيب المصطفى وأهله ومن وفى أما بعد:
الحمد لله الذي وفقنا لتثمين هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمذكرتنا هذه
ثمرة الجهد والنجاح بفضلته تعالى مهداة إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله
وأدامهما.

ولكل العائلة الكريمة التي ساندتنا ولا تزال من اخوة واخوات وإلى رفقاء
الدرب.

فلة وفردوس

شكر

إهداء

فهرس المحتويات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الصفحة

العنوان

أ.....مقدمة

الفصل الأول: أساسيات حول الهيكل المالي

7.....تمهيد

8.....المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي

8.....المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

10.....المطلب الثاني: السياسات التمويلية

15.....المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

17.....المبحث الثاني: مصادر التمويل

17.....المطلب الأول: التمويل الذاتي

23.....المطلب الثاني: التمويل عن طريق الأموال الخاصة

27.....المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاستدانة

34.....المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

34.....المطلب الأول: النظريات التقليدية

39.....المطلب الثاني: نظرية التوازن

المطلب الثالث: النظريات متعددة الأشكال 44

خلاصة 49

الفصل الثاني: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد 52

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وتقييمه 53

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي 53

المطلب الثاني: مفهوم تقييم الأداء المالي 56

المطلب الثالث: أهداف ومتطلبات تقييم الأداء المالي ومراحله 58

المبحث الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي 62

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية 62

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن 72

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي 79

المطلب الأول: العوامل الداخلية المؤثرة في الأداء المالي 79

المطلب الثاني: العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء المالي 86

خلاصة 89

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال

تمهيد 92

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة 93

المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال 93

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال 95

المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال 100

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال 101

فهرس المحتويات

102.....	المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة
105.....	المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المعتمد في الدراسة
108.....	المطلب الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة
120.....	خلاصة
122	خاتمة
126	قائمة المراجع

الملاحق

الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
48	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة	1.1
104	متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020	1.3
109	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	2.3
111	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل	3.3
112	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل	4.3
113	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	5.3
114	نتائج الانحدار المتعدد بعد التعديل	6.3
115	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل	7.3
116	نتائج اختبار Breush-Goldfrey للانحدار الخطي المتعدد	8.3
116	نتائج اختبار ARCH للانحدار الخطي المتعدد	9.3
117	نتائج النموذج النهائي المصحح للدراسة	10.3

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
12	السياسة المعتدلة في التمويل	1.1
13	السياسة المتحفظة في التمويل	2.1
14	السياسة المغامرة في التمويل	3.1
35	العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكـل المالي وفق مدخل صافي ربح العمليات	4.1
36	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض	5.1
37	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي	6.1
38	تكلفة الأموال من خلال تحليل M-M	7.1
42	العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	8.1
44	قيمة المنشأة في ظل وجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	9.1
62	مراحل تقييم الأداء المالي	1.2
95	الهيكـل التنظيمي لمجمع صيدال	1.3

قائمة الملاحق

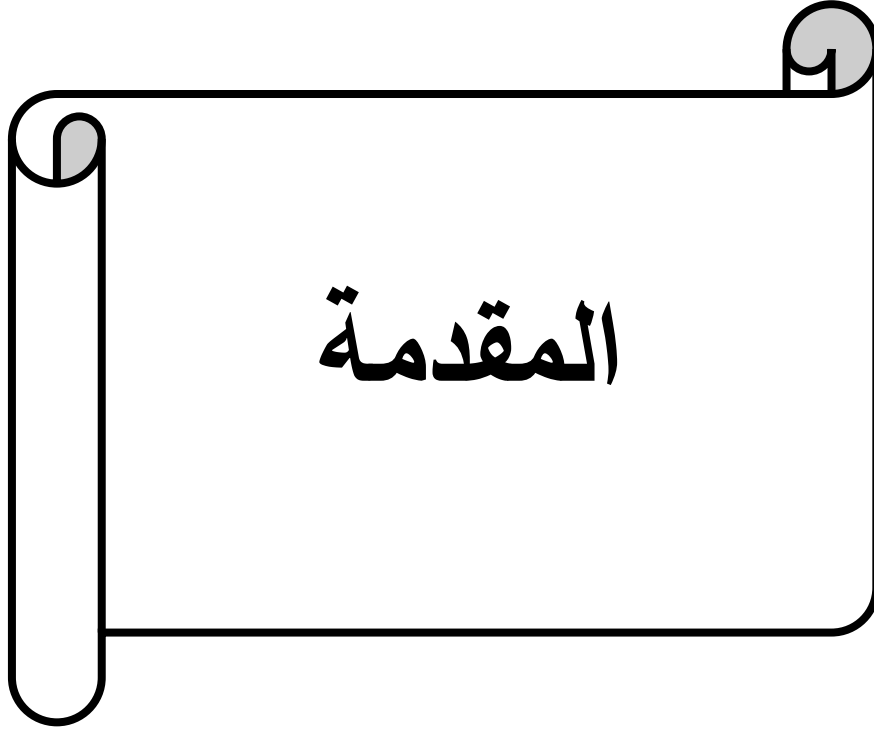
الرقم	العنوان
01	جدول توزيع (Student)
02	جدول توزيع (Fisher)
03	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
04	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
05	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
06	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
07	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
08	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
09	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
10	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
11	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
12	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
13	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
14	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
15	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
16	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
17	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
18	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
19	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
20	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
21	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
22	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
23	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
24	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018
25	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018

جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018	26
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	27
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	28
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	29
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	30
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	31
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	32

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
ϵ	المتغير العشوائي
β	معامل الخطأ المعياري
B	
BFR_g	احتياج رأس المال العامل الإجمالي
C	
COSOB	الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
CP	الأموال الخاصة
CROI	معدل نمو المبيعات
D	
D	ديون
DFL	الرفع المالي
F	
FRN_g	رأس المال العامل الصافي
K	
KC	تكلفة الملكية
KD	تكلفة القروض
P	
PRO	الإنتاجية

R	
العائد على الأموال الخاصة	ROE
S	
حجم المؤسسة	SIZE
T	
نسبة الاستدانة قصيرة الأجل	TDC
نسبة الاستدانة طويلة الأجل	TDLM
الخبزينة الصافية	TN _g



المقدمة

تزداد اهتمامات المفكرين والباحثين يوماً بعد يوم بمواضيع الدراسات المالية في مختلف الأنشطة وتحليلاتها لما تقدمه من إسهامات عظيمة في الاقتصاد والذي يشهد اليوم نهضة كبيرة صناعياً وإنتاجياً ومالياً، وقد تضمن هذا الاهتمام موضوع الإدارة المالية، والتي تهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة باعتبارها العلم الذي يختص بدراسة القرارات المالية المتعلقة بكيفية الحصول على الأموال وكيفية استخدامها في المؤسسة وهو ما يعبر عنه بالهيكل المالي الذي يعد عنصراً رئيسياً لنجاح الشركات إذ تلجأ المؤسسة إلى مصادر تمويلية مختلفة من أجل تمويل نشاطاتها منها ما هو داخلي في شكل تمويل ذاتي، ومنها ما هو خارجي قد يكون في صورة أموال خاصة أو استئانة ومحاولة اختيار المزيج الأفضل الذي يضمن للمؤسسة تحقيق أداء مالي جيد باعتباره جانباً مهماً يعكس مدى قدرة المؤسسة على خلق الثروة وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركات ومدى تحقيقها للأهداف بفعالية وحتى تتمكن الشركة من معرفة قدرتها على بلوغ أهدافها فإنها بحاجة إلى تقييم أدائها المالي وبالتالي فإن عملية تقييم الأداء تنعكس في صورة مجموعة المؤشرات التي تقيس مدى نجاح الوحدة الاقتصادية وتطورها.

ومن هنا يمكن صياغة وطرح إشكالية الدراسة على النحو التالي:

هل يوجد أثر للهيكل المالي على الأداء المالي في مجمع صيدال؟

وللإجابة عن التساؤل الرئيسي، قمنا بطرح مجموعة من التساؤلات الفرعية تتمثل في:

- فيم تتمثل عناصر الهيكل المالي؟
- كيف يتم تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية؟
- هل توجد علاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي لمجمع صيدال؟

❖ **الفرضيات:**

وللإجابة على الأسئلة السابقة، قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات تتمثل في:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على الأداء المالي؛
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستئانة قصيرة الأجل على الأداء المالي؛
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستئانة طويلة الأجل على الأداء المالي؛

❖ **أسباب اختيار الموضوع:**

تم اختيار هذا الموضوع لعدة أسباب أهمها:

- الاهتمام الشخصي بدراسة المواضيع التي تمس الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية؛

- أهمية الموضوع والرغبة في معرفة تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - إمكانية البحث في هذا الموضوع بالإضافة إلى وجود العديد من المصادر المختلفة الخاصة به.
- ❖ أهمية الموضوع

تتجلى أهمية الدراسة في ارتباط الهيكل المالي ارتباطاً وثيقاً بنجاح الشركات، حيث يعتبر من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل الشركة لما له من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي والذي ينعكس بدوره على الأداء المالي للشركة، حيث يتوقف الأداء المالي الإيجابي على قدرة الشركة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل وبالتالي فإن الهيكل المالي يعد العنصر الأساسي والركن الرئيسي في موضوع تقييم وقياس الأداء المالي للشركات.

❖ أهداف الموضوع:

تهدف الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:

- الإلمام بالجانب النظري لكل من الهيكل المالي والأداء المالي؛
- التعرف على أهم المصادر التمويلية في المؤسسة، وكيفية المزج بينها؛
- تحديد معايير ومؤشرات الأداء المالي والوصول إلى أهم العوامل المحددة له؛
- التعرف على أثر متغيرات الدراسة على الأداء المالي لمجمع صيدال.

❖ منهج الدراسة:

اعتمدنا في الجانب النظري من الدراسة على المنهج الوصفي بغرض عرض المفاهيم المتعلقة بكل من الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة، والمنهج التاريخي والذي تم الاعتماد عليه لعرض التطور التاريخي لمجمع صيدال، بالإضافة إلى المنهج التحليلي الذي تم استخدامه في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة.

❖ أدوات الدراسة:

- المسح الكتابي: استعمال الكتب التي تخص جوانب الموضوع، الأطروحات ورسائل الماجستير بالإضافة إلى المجلات.
- البرامج المعلوماتية: استخدام البرنامج الإحصائي Eviews10.

❖ حدود الدراسة:

- تتمثل حدود الدراسة في الحدود الموضوعية، المكانية والزمانية:
- الحدود الموضوعية: تسعى الدراسة إلى اختبار أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال.

- **الحدود المكانية:** تم تطبيق الدراسة على مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، وهي مجمع صيدال (SAIDAL).
- **الحدود الزمانية:** تمتد الفترة التي تغطي الدراسة عشر سنوات من 2011 إلى 2020.
- ❖ **الدراسات السابقة:**

من أهم الدراسات التي كانت متقاربة مع موضوع دراستنا نجد:

- دراسة قصي علي عمار (2017) بعنوان: "أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة (2007-2016)"، هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الهيكل التمويلي لدى الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من جهة والعوائد المالية لهذه الشركات من جهة أخرى وخلصت هذه الدراسة أن هناك أثر إيجابي معنوي للهيكل التمويلي على العائد على الأموال الخاصة.
- دراسة باسل أمين شعيب مسمح (2018) بعنوان: "أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية) خلال الفترة (2013-2017)"، هدفت الدراسة إلى التعرف على أثر هيكل الملكية على الأداء المالي ممثلاً بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، تمت الدراسة على عينة تتكون من جميع الشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين والمتمثلة في 48 شركة، وقد تم استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لنسبة تركيز الملكية على الأداء المالي ممثلاً بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة ووجود تأثير عكسي ذو دلالة إحصائية لنسبة الملكية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
- دراسة جمال الدين كعواش (2010) بعنوان: "تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي (دراسة حالة ولاية جيجل) خلال الفترة (2005-2007)"، هدفت الدراسة إلى محاولة معرفة تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، ومن أجل القيام بهذه الدراسة تم أخذ جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط في ولاية جيجل، وخلصت الدراسة إلى أن الأموال الخاصة تعتبر المصدر التمويلي المفضل لدى هذه المؤسسات حيث يساعد هذا المصدر على تحقيق نتائج أفضل فيما لو تم الاستعانة بالديون بنوعيتها، وكشف تحليل الارتباط لهذه الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين الهيكل المالي والأداء المالي.
- دراسة ضيف ياسين، زوزي محمد (2015) بعنوان "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2009-

(2012)، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة، حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية قوية بين الهيكل المالي ممثلاً بإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركة بالإضافة إلى وجود علاقة بين الهيكل المالي مقاساً بالديون قصيرة الأجل إلى الأموال الخاصة وقيمة الشركة، أما فيما يخص علاقة كل من المردودية المالية والمردودية الاقتصادية فقد بينت الدراسة عدم وجود معنوية إحصائية مع قيمة الشركة.

- دراسة مصطفى عبد الله أحمد القضاة (2015) بعنوان: "العوامل المؤثرة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية للفترة (2005-2011)"، هدفت الدراسة إلى التعرف على العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية ولتحقيق ذلك تم استخدام البرنامج الإحصائي (Eviews)، وشملت عينة الدراسة 65 شركة، توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي إيجابي للمتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم الشركة، المستثمر المؤسسي، نسبة المديونية، عمر الشركة، نسب السيولة، رضا العملاء، الإنتاجية ودرجة الرفع المالي على الأداء المالي للشركة، كما خلصت إلى أهمية استثمار الديون من أجل تحقيق أداء مالي جيد للشركة.

❖ مميزات الدراسة:

إن ما يميز الدراسة الحالية عن مختلف الدراسات السابقة هو المنهج المتبع في الدراسة، إذ تسعى هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير العديد من المتغيرات على الأداء المالي لمجمع صيدال، وهذا من خلال القيام بالدراسة القياسية التي تعتمد على البرامج الإحصائية، في حين أن الدراسات السابقة تتناول هذا الموضوع من خلال القيام بدراسات تحليلية.

❖ صعوبات الدراسة:

- قلة المراجع التي تناولت المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي؛
- ضيق الفترة الممنوحة للدراسة؛
- وجود صعوبات في الدراسة القياسية.

❖ هيكل الدراسة:

من أجل القيام بالدراسة قمنا بتقسيمها إلى جانبين جانب نظري يتضمن فصلين وجانب تطبيقي يضم فصل واحد، وعليه يمكن عرض هيكل الدراسة كما يلي:

الفصل الأول والذي يحمل عنوان أساسيات حول الهيكل المالي، حيث تناول المبحث الأول مدخل للهيكل المالي وفي مبحثه الثاني تم التطرق إلى مصادر التمويل، بينما في المبحث الثالث فقد تم عرض النظريات المفسرة للهيكل المالي.

في الفصل الثاني بعنوان الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، تناول المبحث الأول مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وتقييمه، في المبحث الثاني تطرقنا إلى مؤشرات تقييم الأداء المالي، في حين خصص المبحث الثالث للعوامل المؤثرة على الأداء المالي.

أما الفصل الثالث الذي عنون بدراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال تم تقسيمه إلى مبحثين، فمنا في المبحث الأول بتقديم الإطار العام للدراسة، في حين تم عرض في المبحث الثاني الدراسة القياسية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال.

الفصل الأول: أساسيات حول الهيكل المالي

تمهيد

المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي

المبحث الثاني: مصادر التمويل

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

خلاصة

تمهيد

تعتبر وظيفة التمويل عملية هامة وبالغة التعقيد لما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والاختيار بينها، لتكوين مزيج تمويلي أمثل للمؤسسة الذي يحقق أقل تكلفة ممكنة وبدرجة خطر مقبولة وذلك من خلال جملة من العوامل أهمها اختيار وتوفير احتياجاتها المالية سواء كان مصدر هذه الأموال ذاتية أو غير ذاتية ومجموع هذه المصادر يشكل لنا الهيكل المالي الذي يمثل المحرك الأساسي للمؤسسة والذي يمكنها من الحصول على أموال لمباشرة نشاطها وتوسيعه.

سنقوم في هذا الفصل بتقديم أساسيات حول الهيكل المالي من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول مدخل للهيكل المالي، أما المبحث الثاني فيتناول مصادر تمويل المؤسسة، فيما خصص المبحث الثالث للنظريات المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول: مدخل للهيكل المالي

يشكل الهيكل المالي عنصرا هاما ومحوريا في النشاط المالي للمؤسسة وذلك نظرا لتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة وخاصة من ناحية تأثير هذا الهيكل على القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر الهدف الأساسي للوظيفة المالية للمؤسسة، وباعتبار أن قرار اختيار الهيكل المالي من التحديات التي تواجه المؤسسة نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، وللإحاطة بالجوانب الأساسية للهيكل المالي سنتطرق في المطلب الأول لمفهوم وطبيعة الهيكل المالي ثم إلى السياسات التمويلية للهيكل المالي في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فسنعرضه للعوامل المؤثرة على الهيكل المالي.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وضمان عدم تعرضها للإفلاس.

أولا: تعريف الهيكل المالي

لقد حظي موضوع الهيكل المالي بدراسات مالية كبيرة نظرا لأهميته عليه فقد وردت عدة تعاريف له من بينها:

يعرف الهيكل المالي: "النسبة التي يتم بها تمويل الأصول من خلال المزج بين الأموال الخاصة والاستدانة وتقاس نسبة كل عنصر في التمويل"¹. وبالتالي فإن الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل او قصيرة الأجل².

كما يعرف الهيكل المالي على أنه جميع مصادر التمويل التي تمول المؤسسة بها نشاطها، من أموال قصيرة وطويلة الأجل والأموال المقترضة والمملوكة³.

¹ سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية (دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الخطي الذاتي (VAR)، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، الجزائر، 2019، ص120.

² منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص545.

³ يوسف مونة، نذير نحماوي، أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل: دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، العدد2، 2021، ص25.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الهيكل المالي عبارة عن طريقة التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتغطية استثماراتها.

ولابد من التفريق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة المجمعة¹.

ثانياً: خصائص الهيكل المالي

للهيكل المالي مجموعة من المميزات والخصائص التي يختص بها، يمكن ذكر أهمها فيما يلي²:

1- الربحية:

فيجب أن يعود الهيكل المالي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

2- القدرة على الوفاء بالدين:

فيجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض، وفي نفس الوقت يجب تجنب الملاك (حملة الأسهم) أي مخاطر إضافية.

3- المرونة:

بمعنى عدم اتصاف الهيكل التمويلي للمشروع بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعه) تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال بأقل تكلفة ممكنة.

4- الرقابة:

يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة.

¹ محمد صالح الحناوي وإبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص319.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص ص 266-267.

المطلب الثاني: سياسات الهيكل المالي

تتاح أمام المؤسسات الاقتصادية العديد من السياسات التمويلية التي تفاضل بينها من أجل اعتماد سياسة معينة بما يحقق أهداف المؤسسة، وتختلف هذه السياسات حسب وضعية المؤسسة وإمكانياتها وطبيعة المحيط المالي السائد بالإضافة إلى ظروف وعوامل داخلية يمكن التحكم فيها من طرف المؤسسة وعوامل خارجية لا يمكن السيطرة عليها.

أولاً: مفهوم السياسة التمويلية

1- تعريف السياسة التمويلية

يمكن تعريف سياسة تمويل المؤسسة كما يلي:

تعرف سياسة التمويل بأنها: " الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة، وذلك من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة بهدف تمويل نشاطات المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة المالية وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة استراتيجيتها المالية¹."

كما تعرف بأنها: " عملية تتعلق باختيار نوع الهيكل المالي الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه، من خلال عملية المفاضلة بين العديد من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وذلك من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال اختيار الهيكل الذي يشكل أدنى تكلفة مالية ممكنة وأعظم مردودية²."

2- أهداف السياسة التمويلية

تتمثل أهم أهداف السياسة التمويلية للمؤسسة فيما يلي³:

أ- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال: تولد كل من دورتي الاستغلال والاستثمار تسديدات (مشتريات مواد، دفع أجور، شراء آلات... الخ) ومداخيل (مبيعات منتجات)، ولكن تلك المداخيل لا تكفي لتمويل كل احتياجات دورتي الاستغلال والاستثمار، مما يؤدي إلى البحث عن مصادر للتمويل سواء من طرف الخواص (المساهمين)، البنوك (في شكل قروض)، الدولة أو المصالح العمومية (في شكل اعانات)، وهذا هو الدور الأساسي لسياسة التمويل، إضافة إلى البحث عن كيفية تسديد تلك المصادر.

¹STEVE Lumby, CHRIS Jones, **Corporate finance: theory and practice**, Homson, London , 2003, p: 3.

² Joel M. Stern, Donald H, Chew. Jr, **The revolution in corporate finance**, Fourth edition, Blackwell Publishing, London, 2003, p: 54.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عناية، 2008، ص 25.

ب-ضمان مستوى من السيولة: من أجل عدم الوقوع في مخاطر التوقف عن الدفع، فإن سياسة التمويل يجب أن تحافظ على مستوى معين من السيولة، وذلك من أجل مواجهة الالتزامات المالية للمؤسسة فحالة التوقف عن الدفع قد تكلف المؤسسة وتؤدي إلى إفلاسها بالإضافة إلى زيادة التكاليف خاصة اتجاه الدائنين في حالة التأخر عن مواعيد الاستحقاق.

ج- تعظيم المردودية: تسعى السياسة التمويلية إلى الحصول على مصادر التمويل والتي يتم المزج فيما بينها، حيث يوجه هذا المزيج للحصول على استثمارات ذات مردودية كبيرة، وفي نفس الوقت تخفيض تكلفة التمويل التي يجب أن تقل عن المردودية المحققة من الاستثمارات التي تم حيازتها بواسطة سياسة التمويل، لأنه حتى تتمكن المؤسسة من تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية يجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الاستثمارات يفوق التكلفة التي تدفع للممولين.

ثانياً: أنواع السياسات التمويلية

يمكن للمؤسسة توفير احتياجاتها عن طريق مصادر متعددة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل، ونميز ثلاث أنواع للسياسات التمويلية:

1- السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقتضي هذا الأخير بضرورة موائمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه¹.

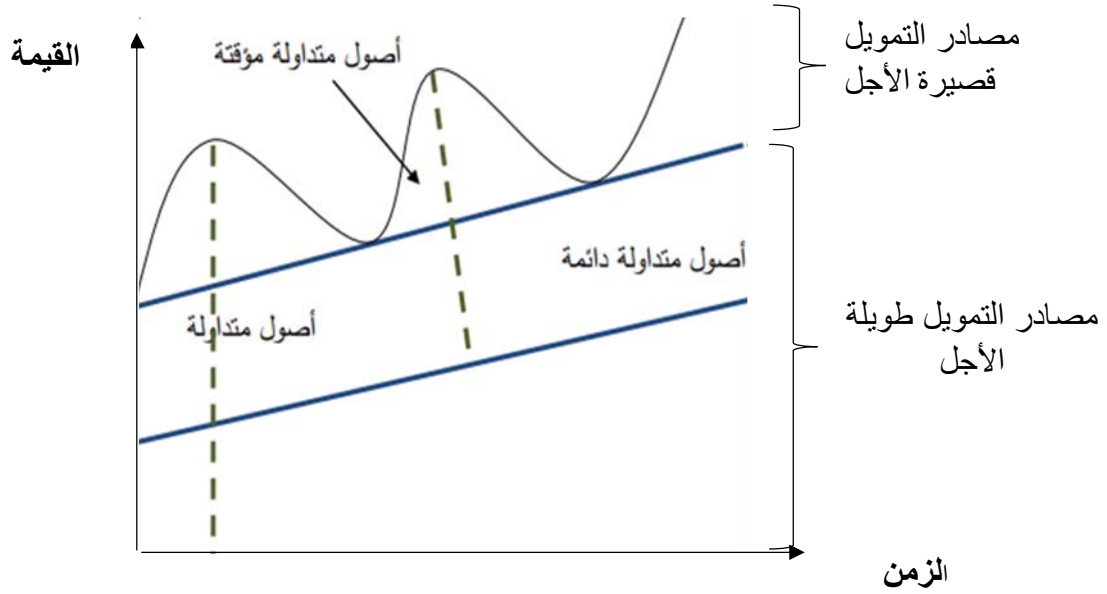
وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة، من مصادر تمويل طويلة الأجل والأموال الخاصة، أما فيما يتعلق بالأصول المتداولة المؤقتة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل².

وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة مهمة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل قصيرة الأجل وبين مصادر التمويل طويلة الأجل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقاً لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل. ويوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة (المثالية):

¹ منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 224.

² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 193.

الشكل رقم (1.1): السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة المثالية)



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 225.

يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل¹.

فمن غير المنطقي - من الناحية التحليلية - أن تمويل الإدارة المالية هذه الاستثمارات قصيرة الأجل والمتقلبة أساساً بمصادر تمويل طويلة الأجل، وإن تم ذلك فإنه يعني أن تتحمل الإدارة تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لها. الأمر الذي يترك أثراً سلبياً على مستوى ربحية المؤسسة والعكس بالعكس². ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة سوف يجعل من مخاطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائداً مقبولاً أيضاً ويحافظ على ربحية معتدلة³.

¹ نفس المرجع، ص 193.

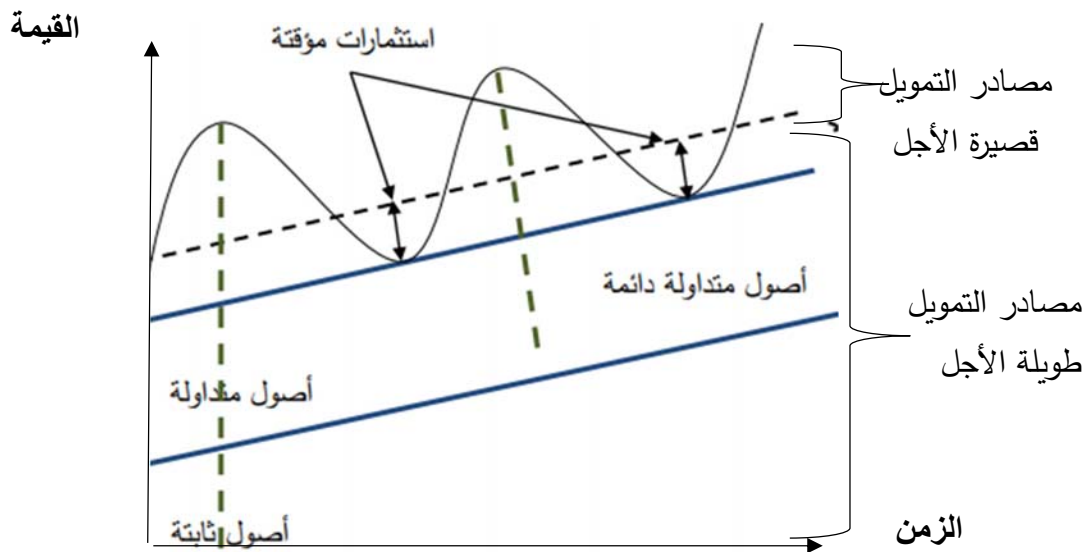
² نفس المرجع، ص 194.

³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 358.

2- سياسة التمويل المتحفظة

هي السياسة التمويلية التي يتم اتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المؤسسة تسديد التزاماتها وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة¹.

الشكل رقم (2.1): السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 226.

ومن الشكل يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كلياً بمصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدامها أيضاً لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة.

ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، وهذا يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المؤسسة وبالتالي تعزيز سيولتها. ويساعد هذا النمط التمويلي أيضاً في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل في الأوقات المناسبة عندما تتخفف تكلفتها، وعموماً فإن درجة المخاطرة في هذه السياسة ستكون بحدودها الدنيا إلا أن

¹ فهد محمد سعد المحجان، تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2011-2012، ص 31.

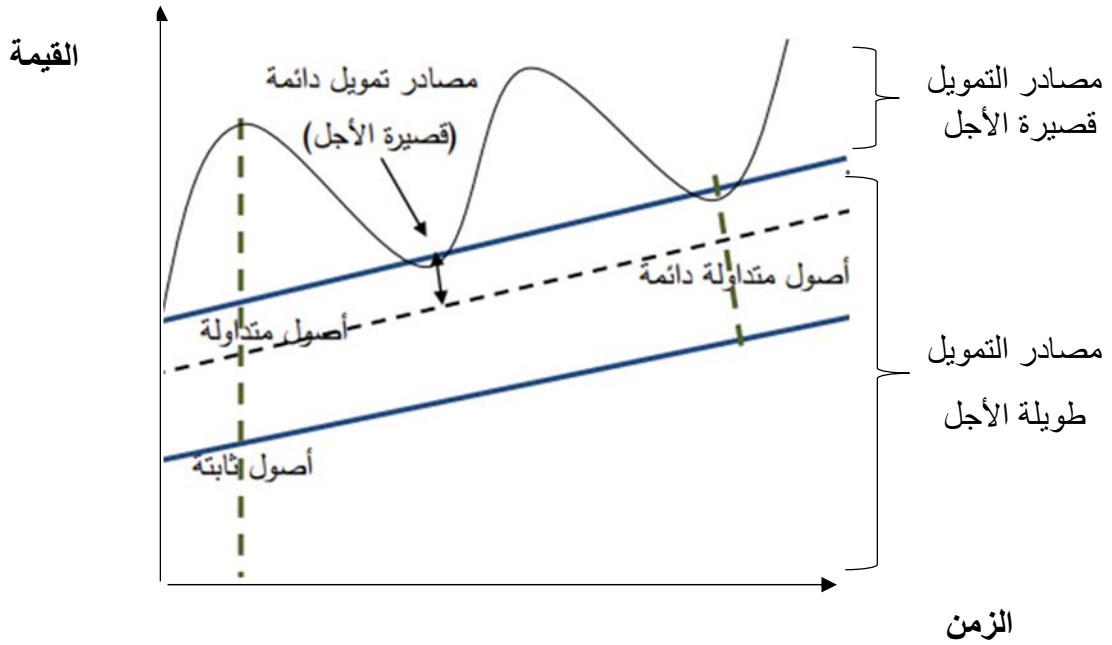
الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

عائد المؤسسة سوف يكون منخفض أيضا بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل، بمعنى آخر فإن هذه السياسة سوف تخفض العائد وتخفض المخاطر¹.

3- سياسة التمويل المغامرة

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا على زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر². ويوضح الشكل التالي تطبيقا للسياسة الجريئة أو المغامرة في التمويل حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل.

الشكل (3.1): السياسة المغامرة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 227.

¹ حمزة محمودي الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 197.

² منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 224.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

تؤثر على الهيكل المالي مجموعة من المحددات والتي يجب على المؤسسة أخذها بعين الاعتبار، ونلخص أبرزها فيما يلي:

أولاً: التكلفة

تكلفة الأموال هي: " العائد الأدنى المتوقع من طرف المؤسسة مقابل حصولها على أموال الغير، وهي تعتبر تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة لمقدمي الأموال إذ تمثل تكلفة التخلي عن أموال في الحاضر مقابل المخاطرة بالحصول على أرباح إضافية في المستقبل"¹.

تؤثر تكلفة التمويل على السياسة التمويلية (الهيكل المالي) لأنها من أهم العناصر التي تركز عليها القرارات المالية، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل هي العائد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يولد عائد يساوي على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلباً على ثروة المساهمين وهو ما يؤدي لانخفاض القيمة السوقية للأسهم. بالإضافة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على نوع المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك إيجابياً على قيمة المؤسسة. وينبغي أن نأخذ بعين الاعتبار أن استخدام تكلفة الأموال لغرض تحديد الهيكل المالي يقتضي توافر ثلاث شروط رئيسية هي:

- أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر؛
- أن تتماثل من حيث الخصائص؛
- أن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المؤسسة ككل².

ثانياً: الربحية

تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة، ونعني بالكفاءة التشغيلية قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين³. وهي هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة⁴.

¹ Cleveland S. Patterson, **The cost of capital: theory and estimation**, Greenwood, USA, 1995, P: 1.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 84.

³ عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثالثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 26.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 36.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

وتتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، وبالتالي هناك علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون¹.

ثالثا: السيولة

تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذمتها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية². حيث تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها، وتمكنها من الوفاء بتسديد التزاماتها، ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها المرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو، التوسع ومواجهة الأزمات الطارئة عند وقوعها³.

رابعا: معدل النمو

تكمن قيمة المؤسسة وثروة مالكيها في القيمة الحالية للفوائد التي تنشؤها الأصول الموظفة من جهة، ونموها من جهة أخرى، فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثيرا بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، كالقروض قصيرة الأجل⁴.

خامسا: حجم المؤسسة

يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الاقتراض في تشكيلة الهيكل المالي، حيث تتخفف احتمالات الإفلاس في المؤسسات كبيرة الحجم مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم.

إن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرتها على الاقتراض أو الاعتماد على المصادر الداخلية، فالحجم يظهر ضمن العوامل التي لها أثر على نسبة الاستدانة وهو السبب الذي يجعل المؤسسة الصغيرة تتجه أكثر إلى الاقتراض قصير الأجل⁵.

¹ سعيدة حمادي، بلال شيخي، العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية: حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة 2016-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 1، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2020، ص 141.

² حمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 158.

³ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 265.

⁵ فضيلة رضاني، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص 83.

سادسا: هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة. فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل بضمانات معينة بكثافة. ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة¹.

سابعا: مخاطر التشغيل

تعد مخاطر التشغيل من أهم العوامل تأثيرا على مخاطر الأعمال فكلما ارتفعت مخاطر التشغيل ارتفعت مخاطر الأعمال، ويقصد بمخاطر التشغيل مدى التغير في صافي ربح التشغيل نتيجة التغير في قيمة المبيعات². وتظهر أغلب الدراسات التطبيقية أن زيادة مخاطر التشغيل يدفع بإدارة الشركات إلى تقليل نسبة الديون في هياكلها المالية والتوجه للاعتماد أكثر على الأموال الخاصة في التمويل لتقادي مخاطر ارتفاع احتمالات الإخفاق المالي في الوفاء بالالتزامات اتجاه المقرضين والوقوع في فخ الإفلاس، أي من المنتظر أن تكون العلاقة بين مخاطر التشغيل والرفع المالي علاقة عكسية³.

المبحث الثاني: مصادر التمويل

إن من أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها مشكلة التمويل، ولهذا السبب فإن المؤسسات تلجأ إلى مصادر تمويلية مختلفة لتغطية مختلف نشاطاتها الاستثمارية والتجارية، وعلى ضوء هذا سنقوم بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة أقسام، نتطرق في المطلب الأول إلى التمويل الذاتي ثم التمويل عن طريق الأموال الخاصة في المطلب الثاني وفي المطلب الأخير إلى التمويل عن طريق الاستدانة.

المطلب الأول: التمويل الذاتي "الداخلي"

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل لأنه يضمن للمؤسسة تمويل احتياجاتها بذاتها دون أن تضطر إلى مصادر أخرى.

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، مرجع سبق ذكره، ص 319.

² سلمى على الدين سيد أحمد، أثر قانون قطاع الأعمال على العوامل المؤثرة في الهياكل التمويلية للشركات: دراسة تطبيقية على شركات قطاع

الأعمال العام للغزل والنسيج، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، مصر، 1999-2000، ص 19.

³ CUONG N.T, CANH N.T, The factors Affecting Capital Structure for Each Group of Entreprises in Each Debt Ratio Threshold: Evidence from Vietnam ' s Seafood Processing Entreprises, International Research Journal of Finance and Economics, Mahe, Seychelles, Issue 94, 2012, p : 23.

أولاً: تعريف التمويل الذاتي

يتمثل التمويل الذاتي في: "عملية إعادة استثمار أرباح المؤسسة، مما يسمح بضمان حرية كبيرة للمؤسسة في العمل بعيداً عن الضغوطات والرقابة التي يمارسها الدائنون في كيفية تسير هذه الأموال ويعتبر التمويل الذاتي المصدر الوحيد المتولد من العمليات الإنتاجية للمؤسسة"¹.

ويمكن تعريف التمويل الذاتي بأنه: "عبارة عن الأرباح المشتقة بعد إجراء التوزيعات على المساهمين بالإضافة إلى الأقساط المحتجزة لغرض الاهتلاكات"².

ثانياً: حساب التمويل الذاتي

يتم حساب التمويل الذاتي بواسطة العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{القدرة على التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة}$$

يتكون التمويل الذاتي من الفائض النقدي الصافي مطروحاً منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية، مضافاً لها الاهتلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي انطلاقاً من الصيغة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{النتيجة غير الموزعة} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}$$

كما أن تحليل نسبة التمويل الذاتي/ الاستثمارات تبين قدرة المؤسسة على تمويل النمو وتسمح بتحديد درجة استقلالية التمويل عند تمويل مرحلة نمو وتوسع المؤسسة³.

ثالثاً: مكونات التمويل الذاتي

يمكن حصر مصادر التمويل فيما يلي:

1- الأرباح المحتجزة

أ- تعريف الأرباح المحتجزة

¹ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006-2007، ص 10.

² نفس المرجع، ص 10.

³ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 98.

الأرباح المحتجزة هي: "أرباح تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية"¹.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجلب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن الأوراق المالية (في حالة إصدار السندات)².

ب- مزايا الأرباح المحتجزة

من بين مزايا الأرباح المحتجزة نذكر ما يلي:

- تقوية الاستقلالية المالية للمؤسسة عن طريق زيادة الأموال الخاصة³؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر، زاد استخدامها في تمويل موجوداتها، ما ينعكس بشكل إيجابي على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم؛
- لا تحتاج الشركة إلى جهد للوصول إلى هذا المصدر التمويلي، لأنه ملك لها⁴؛
- التخلص من تكاليف الاقتراض: إذ تقوم الشركة باقتطاع جزء من الأرباح، لتسديد القروض والتخلص من تحمل تبعاتها؛
- تمويل عمليات النمو والتوسع: إذ تقوم الشركة باستخدام الأرباح المحتجزة لتتوسع في أنشطتها بدلا من الاقتراض، وعملية الوصول إلى الأرباح لتحقيق هذا الهدف تكون أسهل بكثير من الاقتراض كما تجنب الشركة زيادة الملكية وبالتالي إضافة مالكين جدد يكون لهم حق الإدارة⁵؛

¹ منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 82.

² محمد صلاح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، مرجع سبق ذكره، ص 327.

³ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 109-110.

⁴ طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 144.

⁵ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 109-110.

ج- عيوب الأرباح المحتجزة¹

من بين عيوب الأرباح المحتجزة نذكر ما يلي:

- لا يستحسن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر؛
- قد يتعذر على المؤسسات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛
- يتطلب أحيانا من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر؛

2- الاهتلاكات

يعتبر الاهتلاك من العوامل المهمة المحددة لقدرة المؤسسة على تحقيق التمويل الذاتي.

أ- تعريف الاهتلاكات

يعرف الاهتلاك على أنه: "التوزيع النظامي للمبلغ المهلك من أصول على مدى مدته المقدرة حسب مخطط الاهتلاك ومع مراعاة القيمة الباقية المحتملة من الأصول بعد هذه المدة"².

كما يمكن أن يعرف الاهتلاك بأنه: "ما تفقده الأصول الثابتة من تكلفتها خلال العمر الإنتاجي فهو تخصيص التكلفة على الفترات المحاسبية التي تستفاد منه، تقدير الخسارة الناتجة عن قيمة الأصل الثابت التي تهتك عبر الزمن أي عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول، ناتج عن استعماله أو عن الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى"³.

ب- أسباب احتساب الاهتلاك

لعل السبب الرئيسي وراء احتساب الاهتلاك هو المحافظة على رأس المال الذي تستثمره المنشأة في الأصول الثابتة، حيث أن الاهتمام الأول للمستثمر هو استرداد رأس المال المستثمر بأسرع ما يمكن وهناك سبب آخر يدعو لاحتساب الاهتلاك، ألا وهو التحديد الدقيق للكلفة، حيث أن عملية تسعير المنتج يتطلب

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص20.

² إبراهيم بورنان، الاهتلاك الاقتصادي للتثبيات المادية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة سوناطراك مديرية الصيانة بالأغواط، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد1، جامعة الأغواط، 2015، ص 130.

³ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص119.

التحديد الدقيق لكلفة الإنتاج، وهذا يقتضي ضرورة حصر كافة بنود الكلف التي تم انفاقها خلال مراحل الإنتاج. بما أن الاهتلاك يعبر عن كلفة استخدام الأصول الثابتة في عملية الإنتاج فيتوجب على المنشأة تقديره¹.

3- المؤونات²

أ- تعريف المؤونات

تعرف المؤونات على أنها: "عبارة عن مبالغ مالية مكونة لمواجهة حوادث محتملة ذات تأثير مباشر على نشاطات المؤسسة".

كما يمكن تعريفها على أنها: "اقتطاعات تطبق على نتيجة المؤسسة لمجابهة أعباء أو خسائر محددة بدقة، ومحتملة الوقوع في المستقبل وهذا بناء على أحداث جارية تطراً خلال نهاية الدورة".

ب- أهمية المؤونات

يمكن إبراز أهمية عملية تكوين المؤونات من خلال النقاط التالية:

- إظهار المركز المالي الحقيقي للمؤسسة، وهذا من خلال عرض ميزانية تعكس الصورة الصادقة لنشاط المؤسسة مما يساعد مستعمليها على اتخاذ قراراتهم على أساس معلومات غير مضللة وتحفظ صدق الميزانية؛
- تكوين المؤونات يؤمن للمؤسسة من بعض الأخطار المحتملة الوقوع في المستقبل التي قد تعثرها، مما يمكن أن يعصف بمستقبل المؤسسة، ولتقادي ما لا قد يحمد عقباه فإن المؤسسة تلجأ إلى تشكيل المؤونة من باب توخي الحذر الذي يعتبر مبدأ من المبادئ التي تقوم عليها، أي احتياطاً لما قد تواجهه في المستقبل.

ج- أنواع المؤونات

وتنقسم المؤونات إلى نوعان:

• مؤونات تدني قيم عناصر الأصول:

يبين هذا النوع التدهور الذي يمس قيمة عناصر الأصول غير القابلة للاهتلاك وقيمة المخزونات وقيم الحقوق على الزبائن وقيم السندات.

• مؤونات الخسائر والأعباء:

وهي الأموال المخصصة لتغطية ما قد يحدث حدوثه من خسائر وتكاليف ذات تأثير على نشاط المؤسسة ويشمل الخسائر المحتملة والأعباء الواجب توزيعها على عدة سنوات بالإضافة مؤونات خاصة.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص59
² يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص ص164-165.

رابعاً: مزايا وعيوب التمويل الذاتي

1- مزايا التمويل الذاتي¹

تتلخص أهم المزايا التي يتمتع بها التمويل الذاتي في النقاط التالية:

- يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتعذر عليها الحصول على حاجاتها من الأموال بواسطة مصادر أخرى؛
- تمثل مبالغ الاهتلاكات الجانب الأكبر في التمويل الذاتي، وهي تمثل أعباء قابلة للخصم من الوعاء الضريبي "مغفأة من الضريبة"، الأمر الذي يقضي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة بقيمة الاهتلاك المسموح بخصمه جبائياً مما يسمح بتحقيق وفورات ضريبية؛
- يسمح التمويل الذاتي بعدم تحمل أعباء تعاقدية كدفع الفوائد أو تسديد ديون الناجمة عن عملية اللجوء إلى الاستدانة؛
- يعطي تمويل المشاريع الاستثمارية عن طريق الأرباح المحققة لإدارة المؤسسة حرية الحركة وشبه الاستقلال المالي الكلي عن الملاك وعن الغير، حيث يدعم التمويل الذاتي المركز المالي للمؤسسة.

2- عيوب التمويل الذاتي

يأتي ذكر أهم سلبيات التمويل الذاتي في النقاط التالية:

- الاستعمال الدائم للتمويل الذاتي عن طريق حجز الأرباح قد يؤدي إلى عدم رضا المساهمين، فهدف المساهمين هو استقبال العوائد؛
- إن التمويل الذاتي يحجز الادخار المجمع في نفس القطاع ومن ثم فإن عدم الاستغلال الأمثل لهذه الأموال قد يؤدي إلى إضعاف العائد بسبب تقصير الإدارة في دراسة مجالات استخدام هذه الأموال وذلك بخلاف الأموال الأجنبية؛
- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي غير كافي لتمويل الاستثمارات المقررة وتلبية احتياجات التمويل، وبذلك فإن الاعتماد الكلي عليه يسمح بعملية الزيادة في رأس المال بشكل بطيء مما قد يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة المربحة بسبب هذا النوع من التمويل؛
- يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة لهذا تلجأ بعض المؤسسات إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمؤسسة.

¹ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، نفس المرجع، ص47.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الأموال الخاصة

يندرج التمويل بواسطة الأسهم في إطار التمويل بالأموال الخاصة، وسنتطرق هنا إلى قسمين أساسيين لمصادر التمويل هما التمويل بواسطة الأسهم العادية والتمويل بواسطة الأسهم الممتازة.

أولاً: التمويل بواسطة الأسهم العادية

1- تعريف الأسهم العادية

تعرف الأسهم العادية بأنها: "أوراق مالية بقيمة إسمية معينة، تعطي لحاملها الحق في امتلاك جزء من الشركة يتحدد بنسب مساهمته في الشركة، ولا توزع الأسهم العادية نسبة أرباح ثابتة على المساهمين، وليس لها تاريخ استحقاق معين¹."

تدعى أيضا الأسهم العادية بسند الملكية، فهي بذلك تجسد حصة المالك في المؤسسة ويتم تقاسم الأرباح بين حاملي هذه الأسهم وذلك عندما يتقرر إجراء التوزيعات كما يكون لهم الحق في الحصول على جزء من رأس المال المتبقي في حالة التصفية².

2- خصائص الأسهم العادية

تتمتع هذه الأسهم بمجموعة من الخصائص من بينها ما يلي³:

- أنها تعبير عن التمويل الممتلك لأصول المؤسسة، وهي بذلك تشكل الجزء الأساسي من حساب حقوق الملكية في كشف المركز المالي؛
- أن حاملها يتمتع بالحق في التصويت على قرارات إدارة الشركة والرقابة على أنشطتها وأعمالها، استنادا إلى نسبة مساهمته في رأس المال الممتلك؛
- أنها تعطي الحق في استلام مقسوم أرباح غير ثابت وغير مؤكدة كما هو الحال في السندات والأسهم الممتازة؛
- تعطي لحاملها الأسبقية في شراء الإصدارات الجديدة من أسهم المنشأة قبل عرضها على الجمهور والحق في اختيار أعضاء الفريق الإداري للمنشأة وإبعادهم وتغييرهم.

¹ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار إثراء النشر والتوزيع، عمان، 2013، ص134.

² عبد الكريم بوحادة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص4.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص162.

3- القيم المرتبطة بالسهم العادي¹

- أ- القيمة الإسمية: ويطلق عليها أيضا تسمية القيمة القانونية والتي تحدد استنادا إلى القوانين والتشريعات النافذة، وتستخدم هذه القيمة لأغراض محاسبية.
- ب- القيمة الدفترية: وهي تلك القيمة التي تحددها القوائم المالية للشركة، وبشكل خاص قائمة المركز المالي، وتكون هذه القيمة بمثابة مؤشر عن متانة المركز المالي للمنشأة عند مقارنتها بالقيمة الاسمية للسهم.

وتحسب ما يلي:

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

أو:

$$\frac{\text{الأصول-الخصوم}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

- ج- القيمة السوقية: وتحدد هذه القيمة في سوق الأوراق المالية استنادا لقوى العرض والطلب على أسهم الشركة. وتؤشر القيمة السوقية للسهم فيما إذا كانت المنشأة قد تمكنت من تعظيم قيمتها في الأوراق المالية من عدمها.

4- مزايا الأسهم العادية:

يمكن تلخيصها فيما يلي²:

- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض؛
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد؛
- زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة قدرة الشركة على الاقتراض؛

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 364-365

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 457.

- يفضل المستثمرون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا المصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات؛

- نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض.

5- عيوب الأسهم العادية

من العيوب على التمويل بإصدار أسهم العادية ما يلي¹:

- يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحياناً السيطرة على قرارات مجلس الإدارة واتجاهاته واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال؛

- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين القدامى، إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المتحققة سابقاً (الأرباح المحتجزة)؛

- عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم؛

- ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع كلفة رأس المال المستثمر وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال أي أنها تحد من قدرة المشروع على المتاجرة بالملكية.

ثانياً: التمويل بواسطة الأسهم الممتازة

1- تعريف الأسهم الممتازة

وهي أحد أنواع الأسهم، سميت بالممتازة لأنها تمكن حاملها من الحصول على عدد من الامتيازات فيما يخص الأولوية في الحصول على التوزيعات، الأرباح غير الموزعة ونواتج التصفية ويمكن للشركات أن تقرر بعض الامتيازات لبعض أنواع الأسهم، وذلك في التصويت أو الأرباح أو ناتج التصفية، وبذلك تشبه الأسهم العادية في أن كليهما يمثل سند الملكية وأيضاً في أنها لا تحصل على أرباح إلا إذا تحققت وتقرر توزيعها غير أنها اختلفت عنها في الصدد لأن التوزيعات تكون محددة بمقدار معين².

¹ دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة لنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 205-206.

² خانم نوري كاكه حمه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1، جامعة الجلفة، 2019، ص 42.

2- خصائص الأسهم الممتازة

من بين الخصائص التي تتميز بها هذه الأسهم عن غيرها من مصادر التمويل ما يلي¹:

- الأسبقية في الأصول والأرباح حيث أنها تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية، كون أن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة إفلاس المنشأة وتصفية أصولها. كما أنها تمتلك الأولوية عند توزيع الأرباح على حملة الأسهم؛

- إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها: تتمتع معظم الأسهم الممتازة بخاصية تراكم مقسوم الأرباح لصالحها في حالة حجبها في سنة أو أكثر؛

- حق التحول إلى الأسهم العادية: وجود هذه الخاصية في الأسهم الممتازة يعني إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية ويعبر ذلك عن قدرة السهم الممتاز الواحد من التحول إلى عدد من الأسهم العادية؛

- ذو قيمة اسمية ثابتة: وهذه القيمة ضرورية لأغراض محاسبية، وهي القيمة التي يجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية الشركة؛ وهي بذلك على خلاف الأسهم العادية التي لا تكون قيمتها محددة.

3- أنواع الأسهم الممتازة

وتنقسم الأسهم الممتازة إلى²:

- الأسهم المشاركة: وهي تلك الأسهم التي تشارك الأسهم العادية في الأرباح بعد أن تحصل على نصيبها منها؛
- الأسهم المتراكمة: وهي تلك الأسهم التي تتراكم أرباحها سنة بعد أخرى وتبقي حقها في الربح عن كل سنة محفوظ، وعند توزيع الأرباح تحصل على جميع حقوقها من الأرباح؛
- الأسهم ذات الأرباح المضمونة: وهي تلك الأسهم التي تضمنها الحكومة، من خلال التزامها بدفع مستوى معين من الأرباح في حالة عدم تمكن الشركة من تحقيق الأرباح؛
- الأرباح القابلة للتحويل: وهي تلك الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 159.

² طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 136-137.

4- مزايا الأسهم الممتازة

- إن من أهم مزايا الأسهم الممتازة نذكر ما يلي¹:
- أن عدم دفع عوائد عليها لا يؤدي إلى الإفلاس؛
 - أن العوائد المستحقة عليها سوف تكون على الأغلب ثابتة؛
 - أن إصدارها لا يؤدي إلى التدخل في قرارات الإدارة؛
 - أن حق استدعائها يعطي الحق في استبدالها بوسائل دين أقل تكلفة؛
 - تزيد من هامش الأمان وتحسن من القدرة الائتمانية للشركة.

5- عيوب الأسهم الممتازة

- من أهم العيوب التي تميز الأسهم الممتازة ما يلي²:
- أعلى كلفة من الدين لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة كالسندات؛
 - إمكانية تراكم عوائد بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة؛
 - قد تفرض بعض القيود على الشركة.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاستدانة

قد يكون التمويل الذاتي غير كافي لتمويل احتياجات المؤسسة نظرا للعديد من العوامل، لذلك فقد تتجه المؤسسة إلى الأطراف الخارجية للحصول على التمويل، وبهدف زيادة الأرباح فإن سياسة الاستدانة سواء بالقروض أو السندات سوف تحقق هذا الهدف من خلال درجة الرفع المالي. وتعرف الاستدانة بأنها: " لجوء المؤسسة إلى الأطراف الخارجية من أجل الحصول على التمويل اللازم لتغطية احتياجاتها الاستثمارية، والاستغلالية، وذلك نظرا لأن المصادر التمويلية الذاتية في غالب الأحيان غير كافية لتمويل نشاطات المؤسسة"³.

ويأخذ التمويل عن طريق اللجوء إلى الاستدانة عدة أشكال أهمها القروض قصيرة الأجل المتمثلة في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، القروض السندية والاعتماد الإيجاري.

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري ومحتوى عملي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 114.

² مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 117.

³ STEVE Lumby, CHRIS Jones, *Corporate finance: theory & practice*, Homson, London, 2003, p: 24.

أولاً: القروض قصيرة الأجل

وتكون فترة استحقاقها في أغلب الأحيان سنة أو أقل، تتمثل في:

1- الائتمان التجاري:

أ- تعريف الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه: " القرض قصير الأجل الذي يمنحه التاجر إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ". ويعتبر الائتمان التجاري أكبر مصدر للديون قصيرة الأجل ونظراً لكون الشركات الصغيرة لا تستطيع الحصول على التمويل من مصادر أخرى فإنها تعتمد عليه اعتماداً كبيراً أكثر مما هو عليه بالنسبة للشركات الكبيرة، حيث تقوم البنوك التجارية بتقديم هذا الائتمان للأفراد والمؤسسات الصغيرة¹.

ب- أنواع الائتمان التجاري:

يدخل ضمن الائتمان التجاري ثلاثة أنواع رئيسية تتمثل في الحساب الجاري (الحساب المفتوح) والكمبيالة والسند الأذني.

ويعتبر الحساب المفتوح أهم الأنواع الشائعة لمصادر التمويل المقترضة قصيرة الأمد، وبالرغم من كونه أهم أنواع الائتمان التجاري، إلا أن العلاقة بين المشتري والبائع قد تنظم في بعض الأحيان بصيغة ورقة دفع (كمبيالة) بموجبها يلتزم المشتري بدفع قيمة البضاعة المشتراة بتاريخ متفق عليه، ومن مميزات هذه الورقة أنها تكون قابلة للتداول عن طريق التظهير إلى شخص آخر. كما يمكن خصمها لدى المصارف التجارية قبل موعد الاستحقاق بسعر فائدة منخفض نسبياً. وقد تنظم عملية الشراء هذه بصيغة سند إذني وهو تعهد كتابي يوقعه المقترض بدفع قيمة مبلغ محدد عن الطلب أو تاريخ معين إلى شخص معين أو لحامله وقد يشتمل السند على بيان سعر الفائدة التي تستحق على الدين².

2- الائتمان المصرفي:

أ- تعريف الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي شكلاً من أشكال مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأمد. وتتحدد مساهمة هذا الائتمان بمقدار القروض التي تحصل عليها المؤسسات من المصارف التجارية كالتزام قصير الأمد لا تزيد

¹ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص 265-266.

² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 343.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

مدته عن سنة واحدة حيث تستخدمه المؤسسة في تمويل عملياتها الجارية مقابل تحملها كلفة الفائدة المفروضة على ذلك الاستخدام¹.

كما يمكن تعريفه بأنه مقدار القروض التي تحصل عليها الشركة من البنوك كالتزامات قصيرة الأجل مقابل فائدة معينة يحددها البنك وبضمانات يطلبها بناء على مركز الشركة المالي وسمعتها الائتمانية².

ب- أنواع الائتمان المصرفي:

يتخذ الائتمان المصرفي أشكالاً متعددة، يمكن تلخيصها فيما يلي³:

• تسهيلات الصندوق:

هي عبارة عن تسهيلات تمنح لخزينة المؤسسة، بهدف تغطية مختلف الفوارق التي يمكن أن تحدث بين النفقات والإيرادات، وتمتاز بأن مدتها جد قصيرة (أيام معدودة لا تتجاوز الشهر).

• السحب على المكشوف:

هو لا يختلف كثيراً عن تسهيلات الصندوق، حيث أنه يخول الحق للمؤسسة في أن يكون رصيد حسابها لدى البنك مدينا لفترة محددة (تفوق أحيانا الشهر وتمتد إلى عدد من الأشهر).

• الائتمان الموسمي:

هو عبارة عن قرض قصير المدى يوضع تحت تصرف المؤسسة التي تشهد دورة نشاطها الإنتاجي اضطرابات وتقلبات موسمية، تتجم عنها فوارق بين الإنتاج والاستهلاك.

• خصم الأوراق التجارية:

تتمثل في تقدم المؤسسة أمام البنوك أو الهيئات المتخصصة، بغرض خصم الورقة التجارية التي لم يحن بعد ميعاد استحقاقها، مقابل التنازل عن جزء من قيمتها، بالإضافة إلى تحمل مصاريف وعمولات تترتب على عملية الخصم.

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص346.

² احمد الجعبري، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص 83-84.

³ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 60.

ثانيا: القروض السندية

1- تعريف القرض السندي

يعتبر السند قرضا طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى التزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه¹. كما يمكن تعريف القرض السندي بأنه: "عقد دين يبرم بين المؤسسة المصدرة للسندات وعدة مقرضين مؤهلين يقومون بإقراض المؤسسة من خلال الاكتتاب في السندات التي تصدرها، ولهم الحق في استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد"².

2 - أنواع القرض السندي (السندات)

هناك أنواع مختلفة من السندات التي تصدرها الشركات، لعل أكثرها أهمية هو ما سنتطرق اليه، وهي:

• سندات الرهن:

وتسمى كذلك بالسندات المضمونة هذا النوع من السندات يكون مدعوماً بموجودات ثابتة تقدمها الشركة كضمان لحملة السندات، أي أن تلجأ إلى بيع موجوداتها المرهونة للوفاء بالتزاماتها اتجاه الدائنين في حالة تعرضها للإفلاس أو التصفية.

• السندات غير المضمونة برهن موجودات معينة:

وهي سندات طويلة الأجل غير مكفولة برهن موجودات معينة، ويعتمد إصدارها على طبيعة موجودات الشركة وقوتها الائتمانية، ويعتبر هذا النوع من السندات من أبسط أنواع السندات وأكثر خطورة على حامله³.

• سندات قابلة للاستدعاء:

وهي سندات تتيح للمؤسسة المقترضة إمكانية استدعائها عند انخفاض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة على السند بعد بيع السندات المصدرة، وفي هذه الحالة قد ترغب المؤسسة المصدرة للسندات في استدعاء سنداتها واستبدالها بإصدار سندات أخرى بأسعار فائدة أقل من الأسعار القديمة⁴.

¹ عبد المعطي عساف، إدارة المشروعات العامة، الطبعة الثانية، مطابع القيس التجارية، الكويت، 1990، ص 212.

² ARNAUD Thauvron, ANNAICK Guyvar ' h, **Finance Manuel**, Fourth edition, Paris, 2010, p: 214.

³ علي عباس، مرجع سبق نكره، ص ص 278-279.

⁴ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 382.

• **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:**

وهي سندات تعطي لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم عند أي وقت وفي مقابل هذه الميزة تصدر السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية¹.

• **سندات الدخل:**

يختلف هذا النوع من السندات عن غيره بأنه مشروط بتحقيق الشركة للأرباح، فإذا حققت الشركة الربح فإن حامل السند يحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى، ولكنه يعتبر أكثر أنواع السندات خطورة من وجهة نظر حامله².

3- مزايا القرض السندي

من بين مزايا القرض السندي نجد:

- تحقيق المرونة في الهيكل المالي بوضع شرط حق الاسترداد في وثيقة التعاقد³؛
- تتميز تكلفة السندات بالانخفاض النسبي مقارنة بالأسهم العادية والممتازة؛
- تحقيق المؤسسة المصدرة لوفورات ضريبية، ذلك لأن الفائدة على السندات تخفض الربح الخاضع للضريبة⁴.

4- عيوب القرض السندي

من بين عيوب القرض السندي نجد⁵:

- يتعين على المؤسسة سداد مدفوعات الفائدة سواء حققت أرباحاً أم لا إلى جانب التزاماتها بسداد أصل السندات، وإذا امتنعت عن السداد فإن هذا سيعرضها لمخاطر الإفلاس ومن ثم مخاطر التسوية؛
- طالما أن السندات التزامات طويلة الأجل، فإنها تتضمن مخاطرة بسبب إمكانية تغير التوقعات والخطط التي صدرت فيها القروض وهذا ما قد يجعلها عبئاً للمؤسسة المصدرة لها؛
- إن السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد، وبالتالي يجب على المؤسسة تكوين احتياطي لتسديدها في موعدها.

¹ علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 280.

² نفس المرجع، ص 280.

³ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 126.

⁴ محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 523.

⁵ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 127.

ثالثا: قرض الإيجار (الاعتماد الإيجاري)

1- تعريف قرض الإيجار

قرض الإيجار هو عملية مصرفية ومالية تقوم على التزام تعاقدى بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية تستعمل لفترة معينة مقابل أقساط محددة¹. كما يمكن تعريفه بأنه: " اتفاق بين طرفين يخول أحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة، المؤجر هو الطرف الذي يحصل على الدفعات الدورية مقابل تقديم الأصل، في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الانتفاع بخدمات الأصل مقابل سداه لأقساط التأجير للمؤجر"².

2- أنواع قرض الإيجار

لقرض الإيجار أشكال مختلفة يتمثل أهمها في أربعة أنواع رئيسية وهي:

• قرض الإيجار التشغيلي: Operating leasing

ويسمى كذلك استئجار الخدمة لأنه يوفر للمستأجر خدمتي التمويل والصيانة، إذ ينتفع المستأجر بالأصل دون أن يكون مسؤولا عن الأعطال التي قد تحدث له ويقع ذلك على عاتق المؤجر، مع أخذ ذلك في الحسبان عند تحديد قيمة دفعات الإيجار التي يدفعها للمستأجر³.

• قرض الإيجار التمويلي: Financial leasing

هذا النوع يعطي للمستأجر حق الانتفاع بالأصل ويختلف عن قرض الإيجار التشغيلي في كونه لا يوفر خدمات الصيانة، غير قابل للإلغاء ويهتك كليا⁴.

• البيع وإعادة التأجير: Sale and lease back

¹ عبد الجليل بوداح، "بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة"، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، 28/25 ماي 2003، ص 10.

² بلعيد بلعوج، "تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الاغواط، 9/8 أفريل 2002، ص 9.

³ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 388.

⁴ . EGUENE.F. Brighan, MICHEAL.C. Ehrhardt, **Financial management**, Thomson, USA, 12 ed, 2008, P 716.

في ظل هذا الأسلوب، المؤسسة قد تمتلك ممتلكات وفي نفس الوقت تقوم بالتفاوض مع المشتري لاستئجارها منه لمدة محددة من الزمن وبشروط خاصة، حيث يستلم البائع قيمة الأصل بشكل فوري ومن ثم يقوم بتسديد بدلات الإيجار مقابل استئجار الأصل من المشتري أو المالك الجديد.¹

• قرض الإيجار الرفعي: Leveraged lease

ويستخدم في حالة تأجير الأصول مرتفعة القيمة، إذ لا يستطيع المؤجر تمويل عملية شراء الأصل المرغوب باستئجاره بواسطة أموال الملكية الخاصة به، وبهذا يلجأ إلى قرض مصرفي طويل الأجل بضمان الأصل محل الاتفاق ويسدد أقساط هذا القرض من دفعات الإيجار التي يتحصل عليها.²

3- مزايا قرض الإيجار:

من بين مزايا قرض الإيجار نجد:

- يسمح قرض الإيجار بتمويل كلي للاستثمار؛
- تعتبر وسيلة تمويل مرنة تعرض بطرق مختلفة، حيث يؤدي بعض أنواعها (البيع وإعادة الاستئجار) إلى تحقيق سيولة كبيرة للمؤسسة رغم أنها لا تعطي أصول إضافية³؛
- يوفر الاعتماد الإيجاري للشركة المؤجرة مجالاً خصباً لاستثمار أموالها بعوائد مجزية، وبضمان كاف ومؤكد يتمثل في احتفاظها بملكية الأصل المؤجر.⁴

4- عيوب قرض الإيجار

من بين عيوب قرض الإيجار نجد⁵:

- التكلفة المرتفعة الممثلة في مبلغ القسط الإيجاري الذي يضم جزء من رأس المال المستثمر وهامش الربح؛
- في حالة عدم دفع المستأجر لقسط الإيجار فإن المؤجر يسترجع أصله وهو ما يؤثر على نشاط المؤسسة، كما قد يلجأ المؤجر إلى الأموال الخاصة للمستأجر لاستيفاء حقوقه منه؛

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 160.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، مرجع سبق ذكره، ص 245.

³ مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2005، ص 06.

⁴ سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مطبعة الإشعاع الفنية، 2001، ص 10.

⁵ سوسن زريق، مساهمة قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية بولاية سكيكدة 2010-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016-2017، ص 90.

- تحمل تكاليف الصيانة الناتجة عن تشغيل الأصل أو نتيجة العيوب الخفية التي قد تظهر فيه.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية وهو الأمر الذي أدى إلى ظهور العديد من الدراسات والمقاربات التي تعالج هذا الموضوع حيث بدأت هذه الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات حيث ظهرت أول نظرية التي تعرف الآن بالنظريات التقليدية للهيكل المالي، ثم يليها باقي النظريات حيث تنصب أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل وسنحاول من خلال هذا المبحث إلى التطرق إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي.

المطلب الأول: النظريات التقليدية

تحتوي هذه النظرية على أربع مداخل وهي:

أولاً: مدخل صافي الربح

قبل سنة 1958، وهو تاريخ نشر نموذج موديجلياني وميلر وحسب المنظور التقليدي يوجد معدل أمثل للاستدانة في هيكل تمويل المؤسسة، فللاستدانة حسب وجهة نظر المساهمين خاصيتين متضادتين، من جهة فهي تمثل بالنسبة لهم إلزامية سداد بشكل منتظم فوائد القروض الأمر الذي من شأنه أن يولد فقدان مكافأة رأس المال إذا كانت النتيجة المحققة غير كافية ومن جهة أخرى فإن الفرق بين ما يمكن أن يدره استثمار ممول بواسطة قرض وتكلفة رأس المال المقترض يكون في صالح المساهمين.

ويقوم هذا المدخل على الافتراضات التالية¹:

- إن استخدام القروض لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر للمستثمرين ونتيجة لذلك تظل كل من تكلفة القروض (Kd) وتكلفة الملكية (Kc) ثابتة مع التغيرات في الرفع المالي؛

- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض ($Kc > Kd$)؛

¹ محمد صلاح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص316.

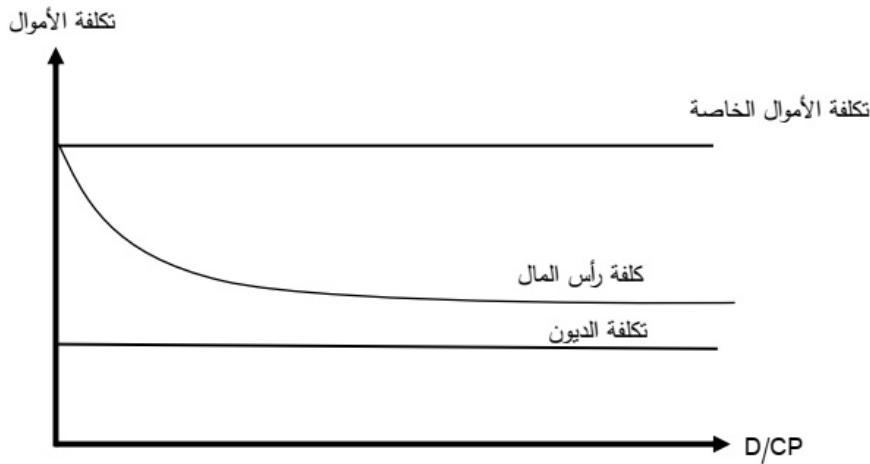
الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

- إن الافتراض الأساسي الذي يعتمد عليه هذا المدخل هو أن تكلفة كل أموال الملكية وأيضا الافتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن أي ارتفاع أو انخفاض في نسبة الافتراض (الرفع المالي) في هيكل رأس المال لا يترتب عليهما ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال، القروض والملكية.

وطالما أن تكلفة الافتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن الاعتماد على الافتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة¹.

وفقا لمدخل صافي الربح فإن كلا من تكلفة الافتراض وتكلفة حقوق الملكية لن تتغير بتغير مكونات هيكل رأس المال، وهو ما يعني أن تكلفة الافتراض وتكلفة حقوق الملكية ثابتة بغض النظر عن نسبة الافتراض في هيكل رأس المال. والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (4.1) العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكل المالي وفق مدخل صافي الربح



المصدر: زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009 - 2010، ص56.

ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

ويقوم هذا المدخل على الافتراضات التالية²:

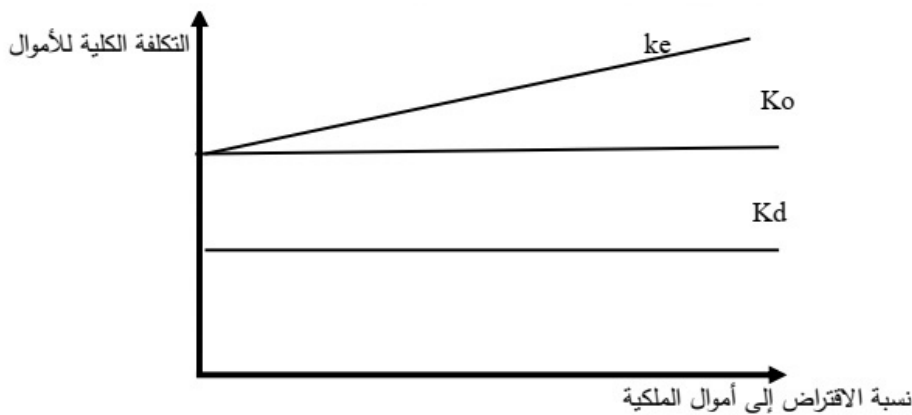
¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص ص 427-428.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 423-424.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

- تحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات، وعليه ليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين اقتراض وملكية؛
 - يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم أو تكلفة الأموال لا تتغير أيضا؛
 - الاعتماد المتزايد على الاقتراض (السندات) وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدلات خصم (عائد) أعلى لتعويضهم عن ارتفاع درجة الخطر التي يتعرضون لها؛
 - معدل الفائدة (تكلفة السندات) ثابتة؛
 - لا توجد ضرائب على أرباح الشركات.
- انطلاقا من الفروض التي يقوم عليها مدخل صافي ربح العمليات، نستنتج أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة نتيجة لثبات تكلفة أموال الاقتراض، وتغيير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع ازدياد حضور الاستدانة في الهيكل المالي، نتيجة لارتفاع المخاطر التي تدفع المساهمين بالمطالبة بزيادة العائد المطلوب، وعليه فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الاقتراض سوف يعرضها لارتفاع تكلفة أموال الملكية، ما يجعل التكلفة الكلية للأموال الثابتة دون تغيير تركيبة الهيكل المالي. والشكل التالي يوضح أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وتكلفة الملكية.

الشكل (5.1): أثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وكذا على تكلفة أموال الملكية



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 631.

ثالثاً: المدخل التقليدي

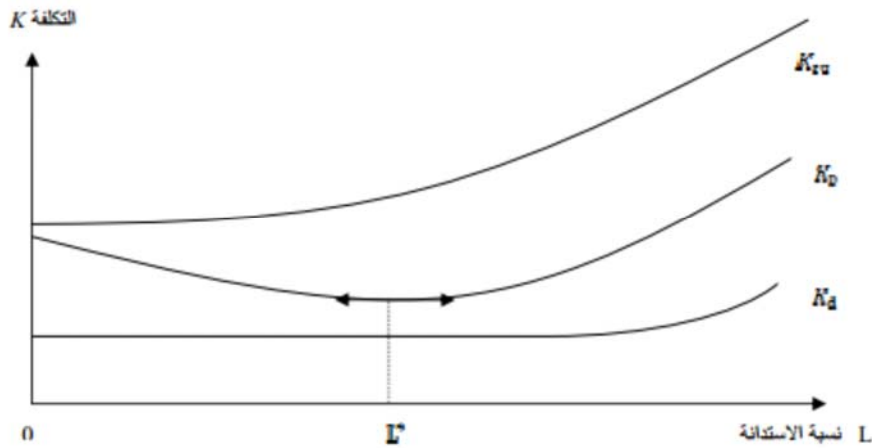
يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسطية بين كل من مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، ووفقاً لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض¹.

وقد بينت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها²:

- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت في حالة القيام باستثمارات جديدة؛
- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة؛
- في حالة تغير نسبة الأموال المقرضة/الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر؛
- المؤسسة تعمل في محيط تتعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.

ويمكن توضيح ما جاء به المدخل التقليدي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (6.1): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض حسب النظرية التقليدية.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 106.

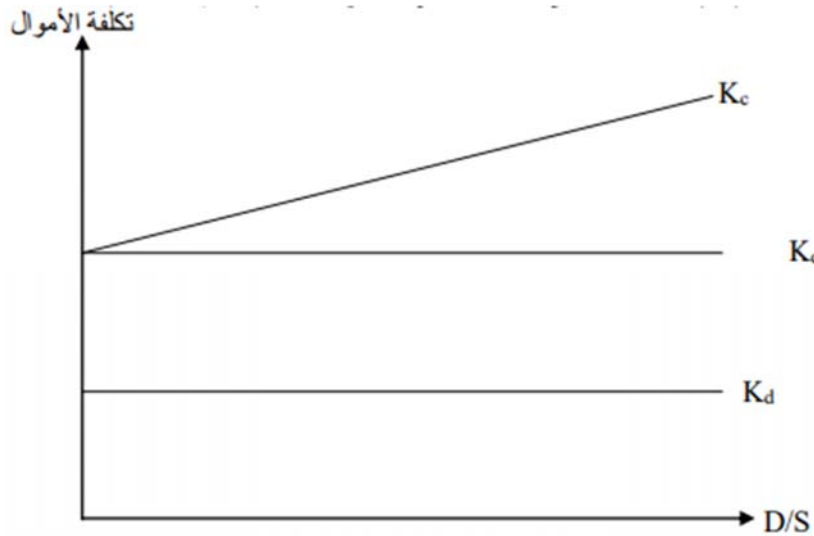
¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 330.

² أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 21.

رابعا: نموذج موديجلياني وميلر في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس

كشفت الدراسة التي قدمها مؤسس الفكر الحديث في الإدارة المالية فرانكو موديجلياني ومرتن ميلر أنه ليس لقرار الاقتراض تأثير على القيمة السوقية للمنشأة وذلك في عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة، وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات متماثلة المخاطر، فلو كانت هناك مؤسستان واحدة تعتمد في تمويلها كليا على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي، وكلتا المؤسستين تنتميان لنفس فئة المخاطر، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترحيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين¹.

الشكل رقم (7.1): تكلفة الأموال من خلال تحليل M-M



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 238.

ومن أهم الفرضيات التي تقوم عليها نظرية موديجلياني وميلر²:

¹ منير إبراهيم هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، مجلة العلمية، العدد 1، جامعة قطر، 1990، ص 10.

² دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006، ص 109.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

- تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة)؛
- عدم وجود الضرائب، عدم وجود تكلفة الصفقات، وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة؛
- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين؛
- عدم وجود خطر الإفلاس؛
- يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والاقتراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر.

المطلب الثاني: نظرية التوازن (وجود هيكل مالي أمثل)

تتطلب نظرية التوازن من أعمال Myers (1984) وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها¹:

- المرحلة الأولى أو ما يعرف ب Trade – Off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Miller و Modigliani 1963 وخلصت إلى تحديد معدل استئانة أمثل، في هذه الحالة ارتفاع الاستئانة تؤدي إلى ارتفاع الرافعة وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة؛
- المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات التي وجهت للمرحلة السابقة.

أولا: نظرية موديجلياني وميلر في ظل وجود الضرائب

بعد أن قاما الباحثان موديجلياني وميلر بتحليل أثر الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة وذلك بافتراض عملها في عالم لا توجد فيه ضرائب، قاما الباحثان بإعادة صياغة نموذجهما وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار في هذه الحالة الضريبة على أرباح المؤسسة.

تعد فوائد القروض من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ومن ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي من قروض أن تحقق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة.

ومن هذا المنطلق أدركا موديجلياني وميلر أنه في حالة وجود ضرائب على دخل المؤسسة فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، 2006، ص375.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

مماثلة تستخدم في تمويلها الأموال الخاصة فقط. غير أنه في المقابل يؤكدان على أن الفرق في القيمة السوقية بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة يجب ألا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة تكون كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين، ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة المستفيدة من الوفر الضريبي بالمعادلة التالية¹:

$$V_A = V_B + (D \times T_X)$$

بحيث:

V_A : قيمة المؤسسة المقترضة، V_B : قيمة المؤسسة غير المقترضة، D : قيمة المؤسسة المقترضة، T_X : معدل الضريبة.

أما القيمة $(D \times T_X)$ تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{الوفر الضريبي} = (D \times r \times T_X) / r$$

حيث r تمثل معدل الفائدة.

وبالتالي، فإن الهيكل المالية المثلى التي تعظم القيمة السوقية لأعلى حد هي لما تستدين المؤسسة أقصى ما يمكن. ومنه فإن الهيكل المالية المثلى هي عند مستوى استنادة تمثل 100% من الهيكل المالية للمؤسسة، أما تكلفة رأس المال فهي تتخفف عند كل زيادة في نسبة الاستنادة².

ثانياً: تكلفة الإفلاس

حسب (1984) Malecot، فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى تضم التكاليف المباشرة وتتمثل في التكاليف الإدارية، تكاليف إعادة التنظيم، التكاليف المالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القصري والمستعجل للأصول، والتكاليف الاجتماعية، بينما تضم المجموعة الثانية التكاليف غير المباشرة وتتمثل في تكاليف المصادقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة³.

¹ سراح موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية "دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500"، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد الصديق بن يحيى، ولاية جيجل، 2022، ص ص 63-64.

² حمزة غربي، مصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكل المالية حسب مودجلياني وميلر - اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية - مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 2، جامعة باتنة، 2021، ص 114.

³ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 375-376.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

ليس لعملية الاقتراض دائما نفس الايجابيات، فعند بلوغ نسبة الاقتراض حدا معيناً في هيكل رأس مال المؤسسة تصل معها المؤسسة إلى إمكانية الإفلاس، ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹.

كما يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصاريف الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، ليس هذا فقط بل أن مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن أيضاً الخسائر أو الهبوط المحتمل في الأرباح نتيجة انخفاض أداء المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس².

ويظهر تأثير تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة عندما تفرط المؤسسة في الاقتراض لأنها عادة ما تصل إلى مستوى تتردد فيه لاستخدام هذا المصدر رغم أنه منخفض التكلفة ويحقق وفراً ضريبياً، فبتزايد تكاليف الإفلاس ذات العلاقة الطردية مع التكاليف الكلية فإن المؤسسة تواجه احتمال انخفاض قيمتها السوقية بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس التي تحسب بالصيغة التالية:

$$VE = VE* + DT - CF \dots\dots\dots -1-$$

بحيث:

VE: قيمة المؤسسة المقترضة، VE*: قيمة المؤسسة غير المقترضة، DT: الوفورات الضريبية، CF: تكاليف الإفلاس.

ومن المعادلة -1- يرى مؤيدو مدخل تكلفة الإفلاس أن الهيكل التمويلي الأمثل الذي يحقق أهداف المؤسسة هو الهيكل الذي يحقق التوازن بين الأثر الإيجابي الذي توفره الوفورات الضريبية والأثر الإيجابي الذي يترتب نتيجة تكاليف الإفلاس³. أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه، تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة

¹ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 215.

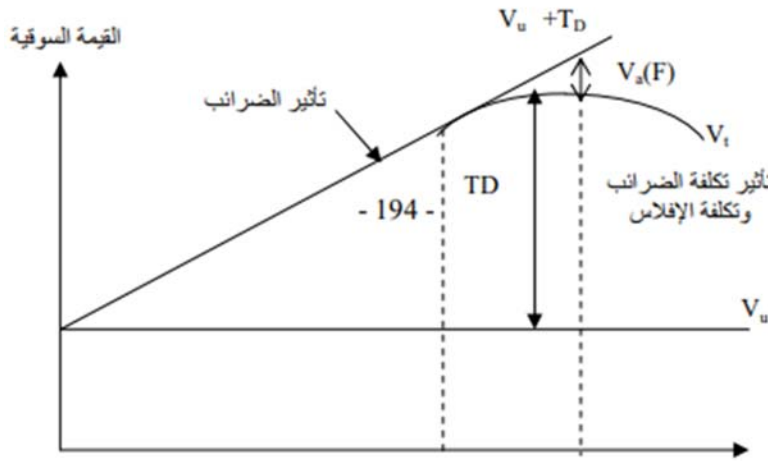
² الياس بن سامي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 376.

³ أحمد صديقي، خدوجة صبرو، سعاد فقيحي، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، العدد 1، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2017، ص 86.

الفصل الأول:.....أساسيات حول الهيكل المالي

التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى¹. وذلك كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (8.1): العلاقة بين الرفع المالي وقيمة المنشأة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



Source: Esmault Jean -Morice et all, *Encyclopédie de gestion*, Economica, Paris, 1989, P: 2763.

ثالثاً: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو أي مقرض أموال آخر، والمدراء أو المديرون حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم.

غير أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدراً للتناقض².

وتتمثل تكاليف الوكالة في التكاليف التي تتحملها المؤسسة لحل مشكلة الصراع بين المدراء ومالكي المؤسسة (المساهمين) والدائنين، أو تكاليف المراقبة والمتابعة بافتراض أن أهداف الأطراف المتدخلة في المؤسسة (المدراء، المالك، والدائنين) ليست متطابقة، ويتداخل العلاقات بين الأطراف سابقة الذكر يمكن التمييز بين نوعين يمثل مجموعهما تكاليف الوكالة الكلية وهما:

¹ مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جامعة سكيكدة، 2009، ص 167.

² الياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

• تكلفة وكالة الملكية¹: السبب الرئيسي في وجود هذه الوكالة هو انفصال الملكية عن الإدارة، فالملاك يتحملون أعباء لمراقبة سلوكيات المدراء الذين يعتبرون وكلاء لهم في المؤسسة عن طريق الحوافز المقدمة لهم لضمان عملهم لمصلحة المالك وليس لمصلحتهم الخاصة، أو استخدام أدوات كالمراقبة الداخلية والخارجية.

• تكلفة وكالة الدين²: وهي التكاليف التي يتحملها الدائنون (المقرضون) لمتابعة مصير أموالهم المقرضة، إلا أنهم في الغالب ما يحملونها بدورهم إلى المالك من خلال رفع معدل الفائدة من البداية.

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمدينين من جهة ثانية وهذا بدوره يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والمتمثلة في تكاليف المراقبة وهي تكاليف يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع تعظيم منفعته وتكاليف البرهنة والتي تمثل المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل والتكاليف الباقية والتي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل³.

وعلاقة طردية، يمكن القول بأنه كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي كلما أدى هذا إلى زيادة تكلفة الوكالة المرتبطة بالمساهمين والعكس صحيح. وكلما ارتفعت نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة كلما أدى هذا للزيادة في تكلفة الوكالة المرتبطة بالمقرضين والعكس صحيح⁴. ويوضح الشكل التالي قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

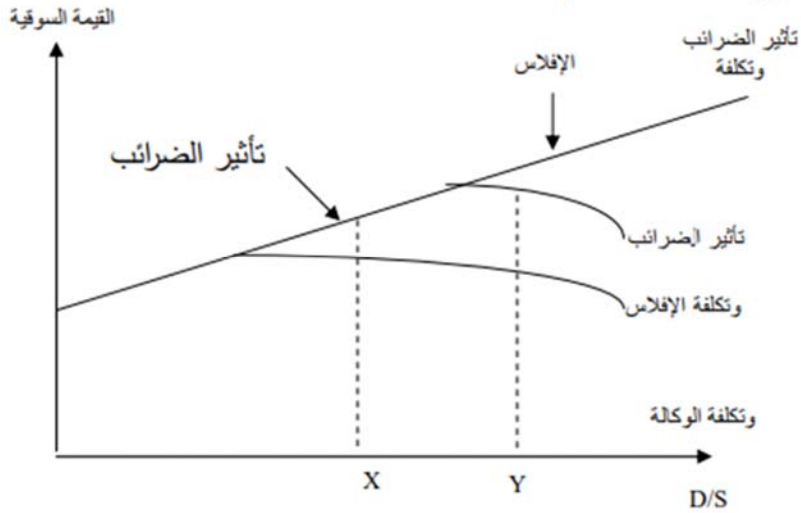
¹ محمد العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر، عمان، 2010، ص ص 232-237.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 648.

³ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 381-382.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 673.

الشكل رقم (9.1): قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم صالح هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 260.

ومن ثم فإن المقدار الأمثل للجوء إلى هذه الأخيرة هو ذلك المستوى الذي يسمح بتدنية التكاليف الكلية للوكالة، بمعنى التكاليف المتعلقة بالاستدانة وتلك المتعلقة بالرفع في رأس المال. ويكون هذا المنطق مقبولاً عندما يكون المسيرون مساهمون (ملاكاً) وبالتالي تكون الاهتمامات والمصالح منسجمة ومتوافقة مع الملاك¹.

المطلب الثالث: النظريات متعددة الأشكال

هي مجموعة من النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية تحت إطار ما يعرف بالمنظور متعدد الأشكال، والذي يعرف حالياً بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع والتي ظهرت في منتصف السبعينات. أهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور حسب الأدبيات العلمية والتي تستهدف بشكل صريح دراسة إشكالية اختيار الهيكل المالي هي:

- منظور نظرية الإشارة: مضمونها أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة من قبل المدراء في المؤسسة يدل على حالتها وقيمة مشاريعهم المستقبلية؛

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 391.

- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل: هذا التيار يذهب إلى ترسيخ مبدأ وجود ترتيب تفضيلي طبيعي لنماذج تمويل المؤسسة أي أن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ إلى الاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.

أولاً: نظرية الإشارة

نظرية تهتم بتوافر المعلومات والتي تعد جوهرية بالنسبة للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة وقد كان أول ظهور لمفهوم نظرية الإشارة في أعمال لينتير Lintner عام 1956، والتي قام من خلالها بالعمل على إبراز كيفية تأثير التغيير في أسعار السوق نتيجة للتغيير في معدلات الأرباح¹.

وتستند نظرية الإشارة على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة.

وتقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين: A و B بحيث المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B.

من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى الاستدانة D^* يسمى الاستدانة الحرجة، بحيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من مستوى الاستدانة D^* وهكذا².

وبالتالي فإن نظرية الإشارة تفترض أن المستثمرين من خارج المؤسسة يرون أن نسبة الاقتراض المرتفعة للمؤسسة مؤشر على نوعية ومقدرة أكبر لها على تحقيق الأرباح كونها تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين. في حين أن المؤسسات ذات نسب الاقتراض الضعيفة لا تستطيع تقليد المؤسسات ذات المديونية العالية بسبب قدرتها المحدودة على الاقتراض وخدمته وارتفاع تكلفة الاقتراض لها بسبب عامل المخاطرة مما

¹ . H. Kent Baker, (2009), **Dividends and Dividend policy**, Ed jhon wiley and sons, New jersey, USA, p:164.

² الياس بن ساسي، يوسف فريشي، مرجع سبق ذكره، ص 391-392.

يعرضها إلى الإفلاس. وقد وجدت دراسة روس (ROSS 1977) أيضا أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤسسة (مقدرة أكبر على تحقيق الأرباح مستقبلا) ونسبة المديونية¹.

ثانيا: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل

تعود جذور هذه النظرية لدراسة قام بها Donaldson سنة 1961 حول السلوك التمويلي للشركات، حيث لاحظ من خلال دراسة قام بها على عينة من الشركات الأمريكية الكبيرة أن هذه الأخيرة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وذلك باحتجاز جزء من صافي الأرباح لاستعماله في الفرص الاستثمارية الجديدة، وعليه استنتج أن ترتيب مصادر التمويل طويلة الأجل تكون حسب أفضليتها للشركات. وهذا التفضيل يرجع بالأساس لتكاليف المعاملات التي تخلق تفاوتاً في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركة².

وكما جاء بدراسة Majluf & Myers (1984) فإن الشركات تظهر تدرجا في استخدامها لمصادر التمويل، فهي تفضل أولا استخدام التمويل الداخلي الذي يشمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات على التمويل الخارجي لأنه أرخص مصدر تمويل ولا يترتب عليه تكاليف إصدار. وفي حالة عدم كفاية مصادر التمويل الداخلية في تغطية الاحتياجات التمويلية، فإن الشركات تلجأ إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات الدين ومن ثم إصدار السندات القابلة للتحويل لكونها أقل تكلفة من الأسهم العادية، وكما لا يخفى تلجأ الشركات لإصدار الأسهم العادية³.

وبالتالي فوفقا لهذه النظرية لا وجود للهيكل المالي الأمثل، ويتم ترتيب المؤسسات لمصادر تمويلها كما

يلي⁴:

- استخدام جميع الأرباح المحتجزة المتاحة (التمويل الذاتي)؛
- اللجوء إلى الديون؛
- إصدار الأسهم كملجأ أخير.

¹ جمال بدير، علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعين العام والخاص، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، القاهرة، 1994-1995، ص 65.

² فداء موسى محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، 2013-2014، ص 17.

³ مصطفى عبد الله أحمد القضاة، أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، 2007-2008، ص 11.

⁴ Mazen Kebewar , **la structure du capital et la profitabilite** , une etude empirique sur donnees de panel francaises , MPRA paper NO 424446 , France , Novembre 2012 , p : 5.

يتم من خلال نموذج Williamson التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل، فحسب هذا النموذج، تلعب درجة خصوصية الأصل المراد تمويله دورا هاما في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم استخدامه، ففي حالة تمويل أصل خاص يستحسن الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلا إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث و تطوير، يكون ذلك مقبولا أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين كونه لا يولد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة أما في حالة تمويل أصول غير خاصة، فيفضل استخدام الديون كون الاستثمار في هذه الأصول يسمح بتوليد عوائد منتظمة تتوافق مع المواعيد المحددة لتسديد الفوائد والديون. 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 يكون التمويل بالاستدانة مفضلا في حالة عدم خصوصية الأصل المراد تمويله¹.

ولقد حاول Myers (1990) معالجة مختلف القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة على المدى البعيد، وذلك تحت فرضية أن هدف المسيرين هو تعظيم ثروة المؤسسة، فلتتمويل مشاريعها الاستثمارية، تفضل المؤسسات الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى سياسة رفع رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال الإضافية.

وبالتالي فإن ترتيب مصادر التمويل حسب هذا النموذج يكون كما يلي: التمويل الذاتي، ثم رفع رأس المال، وأخيرا الاستدانة². وحسب Myers، فإن الفرضية السلوكية للمدراء على المدى البعيد هي تعظيم ثروة المؤسسة والتي تحسب كما يلي:

$$W = E + S$$

والجدول التالي يوضح تمثيل الفائض التنظيمي وثرروة المؤسسة.

¹ عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص ص 326-327.

² زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص ص 107-108.

الجدول رقم (1.1): تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات المنتظرة لهذه الأصول.	D: الديون
PVGO+: القيمة الحالية للفرص الاستثمارية.	E: الأموال الخاصة
PVTAX-: القيمة الحالية للضرائب.	S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 393.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا والتي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم. وينظر Myers إلى المؤسسة على أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، في هذه الحالة الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي. وعليه من أجل تمويل استثمارات تفضل المؤسسة الاحتفاظ بالأرباح بدلا من اللجوء إلى الرفع من رأس المال الذي يفرض ضمنا توزيع مكافآت رأس المال الإضافية، وبالتالي تفضل التمويل الذاتي عن الرفع في رأس المال¹.

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 393-394.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لهذا الفصل نستنتج أن الهيكل المالي هو ذلك المزيج الذي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء مصادر ملكية أو اقتراض، داخلية أو خارجية المصدر والذي يسعى لتحقيق أهداف الشركة، حيث ينبغي على الإدارة الاختيار السليم للمصدر التمويلي المناسب اعتمادا على قراراتها التمويلية التي تهدف إلى تحديد الهيكل المالي الذي يسعى إلى تعظيم ثروة الملاك وتخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى حد.

كما تطرقنا إلى الإسهامات النظرية المفسرة للهيكل المالي والتي شملت وجهات نظر مختلفة بين مقاربات يفترض أصحابها وجود هيكل مالي أمثل ونظريات أخرى ترفض هذه الفرضية، ويمكن القول أنه لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لمؤسسة معينة وفق نظرية من النظريات السابقة، ذلك لأنها في ديناميكية مستمرة وبالتالي فإن سلوكها التمويلي يختلف مع مستويات نموها و تطورها الأمر الذي يؤدي إلى عدم إمكانية الاستناد إلى نظرية معينة.

الفصل الثاني: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وتقييمه

المبحث الثاني: المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

خلاصة

تمهيد:

يعد الأداء المالي جانبا مهما من أداء المؤسسات حيث يعكس مدى قدرتها على خلق الثروة وإرضاء الأطراف ذات المصلحة، وإن عدم تحقيق المؤسسة للأداء المالي بالمستوى الأساسي المطلوب يعرض وجودها واستمرارها للخطر، إذ أن الأداء يعتبر أحد المؤشرات المستخدمة في الحكم على كفاءة الشركات ومدى تحقيق أهدافها بفعالية من خلال معايير ومؤشرات مالية قابلة للقياس تتمثل في النسب المالية ومؤشرات التوازن، بحيث يؤثر على أداء المؤسسة عدة عوامل منها ما هو مرتبط بالمؤسسة ومنها ما هو متعلق بمحيطها الخارجي.

ولإعطاء صورة واضحة عن عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تتمثل في:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وتقييمه

المبحث الثاني: المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وتقييمه

يعد الأداء من المواضيع التي تحظى باهتمام متزايد في العديد من المؤسسات كونه يسعى إلى تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات، فالاهتمام به يساعد في توجيه الشركات نحو المسار الأفضل والصحيح، كما أن العديد من المؤسسات التي أفست أو تلك المهتدة بالزوال لم تولي اهتماما بالأساليب والمؤشرات المالية المعبرة عن الأداء على الرغم من أهميته البالغة في تشخيص الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي:

أولاً: مفهوم الأداء:

ينحدر من اللغة اللاتينية PERFORMER، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح PERFORMANCE والتي تعني إنجاز العمل أو الكيفية التي يبلغ بها التنظيم أهدافه¹، كما يعرف على أنه "إنجاز الأعمال كما يجب أن تنجز"²، ويعرف كذلك بأنه "الطريقة التي تنجز بها الأعمال المحددة لتحقيق أهداف المؤسسة"³. وقد عرفه (Wright: 1998) بأنه تلك النتائج المرغوب بها والتي تسعى الشركة لتحقيقها.

ثانياً: عناصر الأداء:

يتكون الأداء من ثلاث عناصر تتمثل في:⁴

أ- الكفاءة:

تعني الطريقة الاقتصادية التي يتم بها إنجاز العمليات التي تؤدي إلى تحقيق الأهداف، كما تعني القدرة على القيام بالعمل المطلوب بأقل الإمكانيات وبالتالي فهي تمثل الاستخدام الأمثل للموارد.

ب- الفعالية:

¹ عبد الملك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001، ص 2.
² سناء عبد الكريم الخناق، مظاهر الأداء الاستراتيجي والميزة التنافسية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات الحكومية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005، الجزائر.
³ حاتم عثمان محمد خير، نحو أداء متميز للحكومات - تجربة جمهورية السودان، المؤتمر العالمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005.
⁴ نبيلة قدور، تقييم الأداء المالي في البنوك التجارية باستخدام آلية المقارنة المرجعية - دراسة عينة من البنوك التجارية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة البويرة، 2018-2019، ص 7.

وهي درجة تحقيق الأهداف، وتقاس من خلال العلاقة بين المخرجات الفعلية والمخرجات المقدرة، فكلما زادت مساهمة المخرجات في تحقيق الأهداف كانت المؤسسة أكثر فعالية.

ج- الإنتاجية:

هي مقياس من مقاييس الأداء وتتمثل في العلاقة بين النتائج المحققة فعلا والوسائل المستخدمة لبلوغها، وتعرف بأنها تربط بين الفعالية في الوصول إلى الأهداف والكفاءة في استخدام الموارد بغية بلوغ الأهداف.

ثالثا: مفهوم الأداء المالي:

الأداء المالي هو تشخيص الوضع المالي للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومجاهاة المستقبل من خلال اعتمادها على الميزانيات، مع الأخذ في الاعتبار الظروف الاقتصادية والقطاع الذي تنتمي إليه لمعاينة المردودية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح¹.

كما يعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية:

- العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛
- أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة؛
- مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح؛
- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة².

ويعرف (Miller & Dess) الأداء المالي بأنه تعبير عن نشاطات إدارة الأعمال باستخدام مقاييس مالية معينة، وأنه الأداة الرئيسية الداعمة لجميع أنشطة الشركة المختلفة بمعنى أن الأداء المالي قياس لمدى إنجاز الأهداف من خلال استخدام المقاييس المالية، وبالتالي يمكن أن نؤشر الأداء المالي من خلال ثلاث زوايا رئيسة هي:

- تأكيد الجودة وإدارتها التي تؤدي بدورها إلى زيادة الحصة السوقية وتحقيق أداء سوقي أفضل؛
- التأكيد على الاستخدام الأفضل للموجودات وتحسين الكفاءة الإنتاجية وتخفيض التكاليف؛
- دعم وتطوير استراتيجيات وقرارات الأعمال.

¹ عبد المحسن توفيق، تقييم الأداء، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص 3.

² مريم بورنيسة، خيضر خنفر، تأثير النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 27، جامعة بومرداس، 2017، ص 58.

وبالتالي يمكننا تعريف الأداء المالي بأنه مؤشر كمي يقيس مدى توليد الشركات للعوائد والأرباح، ويقدم تقييماً للوضع المالي في الشركات.

وتكمن أهمية الأداء المالي في ارتباطه المباشر بتحقيق أهداف الشركة، إذ أن الأداء المالي الناجح هو سبب في نجاح الشركة وقدرتها على التطور والتفوق، كما أنه يساهم في تزويد الشركة بالموارد المالية والفرص الاستثمارية المختلفة والتي تلعب دوراً كبيراً في تعزيز نجاح الشركة وتحقيق أهداف أصحاب المصالح. وتتبع أهمية الأداء المالي أيضاً وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه الصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح إجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للشركات واستثماراتها وفقاً لأهداف الشركات والمساهمة في اتخاذ القرارات السليمة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء¹.

رابعا - خصائص الأداء المالي:

يتسم الأداء المالي للشركات بالخصائص التالية²:

- 1- الأداء المالي أداة تعطي صورة واضحة عن الوضع المالي القائم في المؤسسة الاقتصادية؛
- 2- الأداء المالي يحفز الإدارة لبذل المزيد من الجهد لتحقيق أداء مستقبلي أفضل من سابقه؛
- 3- الأداء المالي آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف المؤسسة وجذب المستثمرين للتوجه نحو الاستثمار فيها؛
- 4- الأداء المالي أداة لتدارك الانحرافات والمشاكل التي قد تواجه المؤسسة وتحديد مواطن القوة والضعف.

خامسا - معايير الأداء المالي:

هناك أربعة أنواع رئيسية من النسب المعيارية تتمثل في³:

1- المعايير التاريخية للمنشأة: Historical Standards

وتحسب هذه النسب من الكشوفات المالية للسنوات السابقة لغرض رقابة الأداء من قبل الإدارة المالية والاستفادة منها في وضع الخطط المستقبلية.

¹ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 46-47.

² السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000، ص 37.

³ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 78.

2- المعايير المطلقة: Absolute Standards

وتأخذ هذه المعايير شكل قيمة ثابتة لنسب معينة مشتركة بين جميع المنشآت وتقاس بها النسبة ذات العلاقة في منشأة معينة مثل نسبة التداول مرتين والنسبة السريعة مرة.

3- المعايير القطاعية: Industry Standards

يستفيد المحلل المالي بدرجة كبيرة من المعايير القطاعية في رقابة الأداء. وهي معايير تمثل متوسط أداء القطاع الذي تنتمي إليه المنشأة.

4- المعايير المستهدفة: Target or Budgetary Ratios

وهي نسب تستهدف إدارة المنشأة تحقيقها من خلال تنفيذ الموازنات (الخطط) وبالتالي فإن مقارنة النسب المتحققة مع تلك المستهدفة تبرز أوجه الابتعاد بين الأداء الفعلي والمخطط وبالتالي اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

المطلب الثاني: مفهوم تقييم الأداء المالي

أولاً: تعريف تقييم الأداء المالي

عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة تعني تقديم حكم له قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة للمؤسسة ذلك لخدمة رغبات أطرافها المختلفة، أي أن تقييم الأداء للمؤسسة هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة وفي ضوء معايير محددة سلفاً¹.

كما ينظر إلى تقييم الأداء على أنها عملية لاحقة لعملية اتخاذ القرارات، الغرض منها فحص المركز المالي والاقتصادي في تاريخ معين²، ويعتبر تقييم الأداء المالي جزء من العمل الإداري المتواصل والذي يشمل مجموعة من الإجراءات التي تتخذها الإدارة للتأكد من أن الموارد المتاحة تستخدم بكفاءة وفعالية وطبقاً للمعايير الفنية والاقتصادية المحددة³.

ثانياً: الأركان الأساسية لتقييم الأداء المالي

¹ السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

² توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء (مدخل جديد لعالم جديد)، دار الفكر العربي، مصر، 2004، ص 3.

³GERVAIS Micheal, *Control de gestion*, Edition economico, Paris, 1997, p :104.

يمكن القول بأن عملية تقييم الأداء تتركز على الأركان الأساسية الآتية¹:

1- وجود أهداف محددة مسبقا (المعايير):

من المؤكد أن عملية تقييم الأداء لا توجد إلا حيث توجد أهداف محددة مسبقا، وقد تكون في صورة خطة أو سياسة أو معيار أو نمط، فاللوائح المالية وقوانين ربط الموازنة وما تتضمنه من قواعد وضوابط ومعدلات الأداء المعيارية أهداف محددة مسبقا يتم على أساسها عملية التقييم.

2- قياس الأداء الفعلي:

يتم قياس أو تقدير الأداء الفعلي عادة بالاعتماد على ما توفره النظم المحاسبية والأساليب الإحصائية من بيانات ومعلومات، ويجب توفر عاملين مدبرين لسرعة عرض نتائج القياس أو التقدير، واتخاذ القرارات الخاصة بها.

3- مقارنة الأداء الفعلي بالمعايير:

يتم مقارنة الأداء المحقق بالمعايير لتحديد الانحرافات سواء الإيجابية أم السلبية، ولتمكين الإدارة من التنبؤ بالنتائج المستقبلية، وجعلها قادرة على مجابهة الأخطاء قبل وقوعها من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة التي تحول دون وقوعها، ويجب أن تركز الرقابة على الانحرافات الهامة، وإن وجود صفوف مدربة على المحاسبة والإحصاء يؤدي إلى سرعة كشف الانحرافات، وتسهيل المقارنة بين النتائج المحققة والأهداف الموضوعية.

4- اتخاذ القرارات المناسبة لتصحيح الانحرافات

إن اتخاذ القرار لتصحيح انحراف ما يتوقف على البيانات والمعلومات المتاحة عن الأهداف المحددة مسبقا وقياس الأداء الفعلي، ومقارنة ذلك الأداء المحقق بالهدف المخطط.

لذلك فإن تحليل الانحراف وبيان أسبابه يساعدان على تقدير الموقف واتخاذ القرار المناسب الذي يجب أن يكون في الوقت المناسب.

ثالثا - أهمية تقييم الأداء المالي

¹ محمد سويلم، إدارة المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (مدخل مقارن)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1998، ص ص 477-479.

تتمثل أهمية تقييم الأداء المالي في¹:

- 1- يوفر قياساً لمدى نجاح المؤسسة، فالنجاح مقياس مركب يجمع بين الفعالية والكفاءة في تعزيز أداء المؤسسة لمواصلة البقاء والاستمرار؛
- 2- يساعد توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية إلى الإشراف، ويساعد أيضاً على إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام والإدارات والمؤسسات المختلفة مما يؤدي إلى تحسين أدائها؛
- 3- مساعدة المسؤولين على اتخاذ القرارات التي تحقق الأهداف من خلال توجيه نشاطاتهم نحو المجالات التي تخضع للقياس والحكم؛
- 4- على المستوى المالي، فإن تقييم الأداء ينصب على التأكد من توفر السيولة ومستوى الربحية في ظل كل من قرارات الاستثمار والتمويل وما يصاحبهما من مخاطر، بالإضافة إلى توزيعات الأرباح في إطار السعي لتعظيم القيمة الحالية للمؤسسة، باعتبار أن أهداف الإدارة المالية هي تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة والمحافظة على سيولتها لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، وتحقيق العائد المناسب على الاستثمار؛
- 5- تحديد المستوى المطلوب تحقيقه للأهداف من خلال قياس ومقارنة النتائج مما يسمح بالحكم على الفاعلية؛
- 6- تحديد الأهمية النسبية للنتائج والموارد المستخدمة مما يسمح بالحكم على كفاءة الإنجاز.

المطلب الثالث: أهداف ومتطلبات تقييم الأداء المالي وخطواته

أولاً: أهداف تقييم الأداء المالي²

تنطوي فكرة تقييم الأداء على مقارنة النتائج الفعلية بأهداف معينة سبق الاتفاق عليها ومحاولة التعرف على نواحي القوة والضعف من خلال تفسير الفروقات الملحوظة بين الناتج الفعلي والهدف المخطط، إذ تكشف الفروقات عن نواحي القوة في المنشأة لتشجيعها وتدعيمها أو نواحي الضعف ومن ثم العمل على تحسينها.

وكما أن عملية تقييم الأداء المالي تهدف لضمان أعلى مستوى من الكفاية المالية والفعالية للوحدة الاقتصادية، وتعتبر الكفاية المالية عن تحقيق أقصى مستوى من الأرباح من خلال استغلال الأمثل للموارد المتاحة والتي على ضوءها يتم تحديد نسبة التوزيعات وحجم التوسع في إجمالي الأصول، كما تعبر الفعالية المالية عن مدى ملائمة الأهداف المختارة ومدى النجاح في تحقيق هذه الأهداف من خلال قدرة الشركات في

¹ نفيسة حجاج، أثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي: دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة (2010-2014)، أطروحة الدكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006-2007، ص 18.

² أنس مصلح ذياب الطراونة، العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية: دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2014-2015، ص 14-15.

قياس وتوجيه ومراقبة المخاطر التي تواجهها بهدف تحقيق أقصى مستوى من السيولة المعقولة لمواجهة الالتزامات القصيرة الأجل وتلبية متطلبات تشغيل الأصول الثابتة، الأمر الذي يتطلب من المعنيين بالتحليل المالي الالتزام بقدر الإمكان بتطبيق الأسس التالية:

- تحديد الأهداف التي تسعى إليها عملية التقييم؛
- تحديد الخطط والوسائل اللازمة لبلوغ تلك الأهداف؛
- تحديد معايير الأداء التي تعكس نتائج نشاط الوحدة الاقتصادية بشكل عام وعلى وجه التفصيل؛
- تفعيل دور محاسبة المسؤولية وتحقيق مبدأ الموازنة والمسؤولية.

ويمكن تلخيص أهداف تقييم الأداء المالي في العناصر التالية¹:

- 1- نقوم بعملية تقييم الأداء المالي لمعرفة المركز المالي للمؤسسة هذا المركز الذي يوضح إمكانية الإدارة في اتخاذ بعض الإجراءات لتحقيق بعض الأهداف المرجوة، زيادة على هذا فإذا كان الموقف المالي سيئاً فإنه يكشف على وجود مشكلة في أسلوب العمل لا بد من تصحيحها؛
- 2- إن عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة تسمح بمعرفة وضعية المؤسسة من حيث:
 - ✓ السيولة أي قدرتها على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل؛
 - ✓ كفاءة المؤسسة في استخدام رأس المال العامل بحيث لا يكون أقل أو أكثر من اللازم؛
 - ✓ قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح كافية وقادرة على تغطية فوائد الأموال المقترضة؛
 - ✓ كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الثابتة منها والمتداولة.
- 3- البحث عن الأخطاء والانحرافات وأسبابها والمسؤولين عنها وهذا للحد منها مستقبلاً؛
- 4- تحديد مدى كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها المالية وذلك بتخصيص الموارد المناسبة (أموال خاصة أم أجنبية) في استخدام المناسب (الأصول الثابتة أو المتداولة)؛
- 5- تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشراتهما في المسار الذي يوازن بين الطموح والإمكانية المتاحة حيث تشكل نتائج تقييم الأداء قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم البيانات والخطط العلمية البعيدة عن المزاجية والتقدير غير الواقعية.

ثانياً: متطلبات تقييم الأداء المالي

¹ عبد العالي بن عمر، دور نظام المعلومات المحاسبية في تحسين الاداء المالي للمؤسسة الصناعية: دراسة حالة الشركة الافريقية للزجاج جيجل رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2016 -2017، ص 71.

إن نجاح عملية تقييم الأداء المالي تتطلب توفر مجموعة من الشروط، ومن بينها¹:

1- ضرورة توضيح الأهداف:

حتى تتم عملية تقييم الأداء المالي بشكل فعال وجيد يجب على المؤسسة تحديد أهدافها بشكل دقيق وواضح.

2- ضرورة وجود معايير واضحة للأداء:

يعتبر تحديد المعايير محور ارتكاز في عملية تقييم الأداء المالي وتعد الخطط والأهداف معايير لتقييم ويجب أن تكون المعايير واضحة للجميع ولا تحتل التأويل، لأن وضوح المعايير يساعد الفرد في إنجاز أعماله وتحديد مستوى الأداء المطلوب منه، كما يساعد المسؤولين في عملية الرقابة والتقييم بناء على أسس ومعايير محددة.

3- ضرورة توافر نظام سليم وفعال للمعلومات:

يعتمد تقييم الأداء المالي على ضرورة توافر البيانات التفصيلية والصحيحة في الوقت المناسب حيث يستند المدراء عند مقارنة المعلومات الموجودة في التقارير المالية التي تلخص النتائج الفعلية.

4- يجب أن يكون التقييم الأداء المستمر:

ويعني أن تقييم الأداء لا يقتصر على فترة زمنية واحدة بل يجب أن يتم بصورة دورية منتظمة على فترات قصيرة نسبياً لتحديد الانحرافات لتصحيحها وتداركها في المستقبل.

5- التكامل مع العملية الإدارية:

إن فعالية نظام التقييم تتوقف إلى حد بعيد على تكامله مع نظم التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات، وتتمثل فكرة التكامل بين التخطيط والتقييم على أساس أن كل مستوى من الخطط يوفر الأهداف التي تعتبر معايير للتقييم.

6- يجب أن يؤدي تقييم الأداء المالي لتحسينه:

من الضروري أن يؤدي تقييم الأداء إلى نتائج إيجابية من ناحية تحسين الأداء وهذا يتطلب الاقتناع بأهمية تقييم الأداء.

¹ موصو سراح، مرجع سبق ذكره، ص ص99-100.

ثالثا: مراحل عملية تقييم الأداء المالي

تمر عملية تقييم الأداء المالي بالمراحل التالية¹:

1- جمع البيانات والمعلومات الإحصائية

تتطلب عملية تقييم الأداء توفير البيانات والمعلومات والتقارير والمؤشرات اللازمة لحساب النسب والمعايير المطلوبة من القوائم المالية، متمثلة في جدول الميزانية، جدول حساب النتائج، قائمة التدفق النقدي والقوائم الأخرى والملاحظات المرفقة بالتقارير المالية، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالسنوات السابقة.

2- تحليل ودراسة البيانات والمعلومات الإحصائية المتعلقة بالنشاط

للقوف على مدى دقة وصلاحيّة المعلومات والبيانات التي تدخل في حساب المعايير والنسب والمؤشرات اللازمة لعملية تقييم الأداء، يتعين توفير مستوى من الموثوقية في هذه البيانات، وقد يتم الاستعانة ببعض الطرق الإحصائية المعروفة مدى الموثوقية بهذه البيانات.

3- إجراء عملية التقييم

باستخدام المعايير والنسب الملائمة لنشاط الذي تمارسه المؤسسة، وذلك بهدف التوصل إلى حكم موضوعي ودقيق يمكن الاعتماد عليه، على أن تشمل عملية التقييم النشاط العام للمؤسسة.

4- اتخاذ القرار المناسب عن نتائج التقييم (تحديد الانحرافات)

وذلك بمقارنة نتائج التقييم مع الأهداف المخططة لشركة، والتأكد من الانحرافات التي حصلت في النشاط قد تم حصرها، وتحديد أسبابها وأن الحلول اللازمة لمعالجة الانحرافات قد اتخذت، وأن الخطط قد وضعت للسير بنشاط المؤسسة نحو الأفضل في المستقبل.

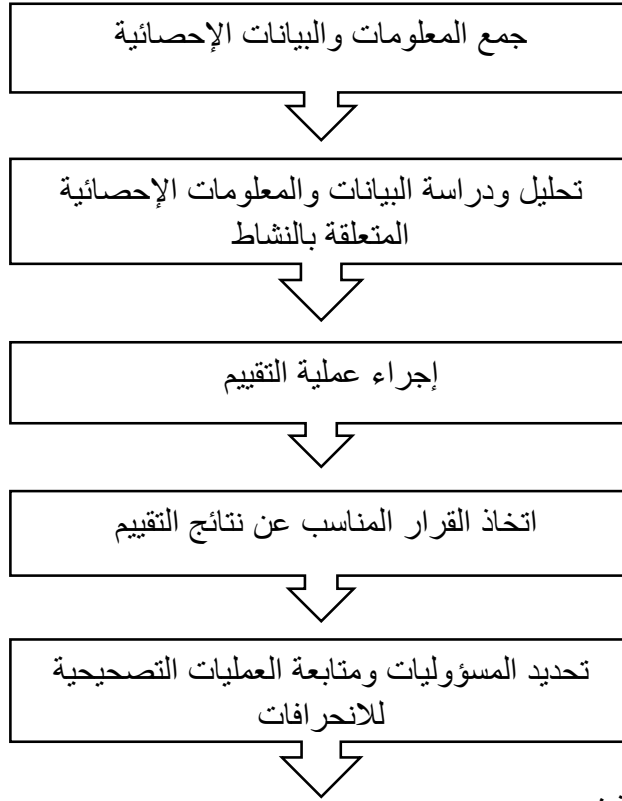
5- تحديد المسؤوليات ومتابعة العمليات التصحيحية للانحرافات

تتم متابعة تصحيح الانحرافات من خلال تزويد الجهات المسؤولة داخل المؤسسة والإدارات المختلفة بنتائج التقييم، الاستفادة منها في رسم الخطط القادمة وزيادة فعالية المتابعة والرقابة.

والشكل الموالي يلخص مراحل تقييم الأداء المالي:

¹ بلال معوج، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة NCA ROUIBA، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2015-2016، ص66.

الشكل رقم (1.2): مراحل تقييم الأداء المالي



المصدر: من إعداد الطالبتين

المبحث الثاني: مؤشرات تحليل وتقييم الأداء المالي

تدور عملية التحليل المالي حول دراسة وتقييم البيانات التي تنتشرها منشآت الأعمال، وتعتبر النسب والمؤشرات المالية أداة من أدوات التحليل المالي الأكثر استخداما، فالهدف الأساسي من استخدامها لتقييم الأداء هو تقييم أداء الشركات الصناعية تقيما موضوعيا لجوانب عديدة من جوانب نشاطها مثل قوتها وقابليتها على تحقيق الأرباح والعوائد على استثماراتها.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية

يعتبر أسلوب التحليل بالنسب المالية من أقوى الأسلحة التقليدية والمستخدمة في عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة.

أولا: تعريف النسب المالية

النسب المالية عبارة عن بيانات محسوبة من القوائم المالية، تستخدم في العادة في تقييم أداء المنشأة حيث أن كل من النسب تستخدم في تقييم جانب معين من جوانب نشاط المنشأة¹.

ثانيا: أهمية استخدام النسب المالية في تقييم الأداء المالي

تكمن أهمية استخدام النسب المالية في أنها²:

- تعتبر مؤشر لقياس الوضع المالي للمؤسسة.
- تستخدم كمعيار للمقارنة بين الوضع الحالي للمؤسسة، ووضعها في السنوات السابقة.
- تلقي الضوء على نوعية السياسات الجديدة ومدى كفاءتها.
- توجيه الأداء نحو الأنشطة التي تعاني من مظاهر الضعف.

ثالثا: أنواع النسب المالية

عموما يمكن تقسيم النسب المالية إلى ست مجموعات رئيسية هي:

1- نسب السيولة:

تهدف هذه النسب إلى تقييم القدرة المالية للشركة على المدى القصير من خلال قياس قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل بتدفقاتها النقدية العادية³، ومن أهمها:

أ-نسب التداول:

وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

¹ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص37.

² جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009-2010، ص157.

³ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص303.

وتظهر هذه النسبة درجة تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة، وبالتالي فإنها تعمل على قياس التوازن المالي، أي تحقيق التناظر بين الاستخدامات قصيرة الأجل والمصادر المالية قصيرة الأجل، وقد تم تحديد معيار لهذه النسبة وهو 1:2 أي أن تكون الأصول المتداولة ضعف الخصوم المتداولة¹.

ب-نسبة السيولة السريعة

وتحسب نسبة السيولة السريعة بقسمة مجموع الأصول المتداولة مطروحا منه قيمة المخزون السلعي على قيمة الخصوم المتداولة.

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة-المخزون السلعي}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وتعمل هذه النسبة على تلافي أحد عيوب نسبة التداول التي تفترض ارتفاع درجة سيولة كل الأصول المتداولة، وتستند على أن المخزون السلعي هو أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة إذ يصعب في الكثير من الأحيان² تسيير بعض بنود المخزون السلعي دون تحقيق خسائر. وتبعاً لذلك يمكن القول أن نسبة السيولة أكثر قدرة في التعبير عن مركز سيولة الشركة بالمقارنة بنسبة التداول.

ج-نسبة النقدية

يهتم المحللون بهذه النسبة، لأن موجودات المؤسسة من النقد والأوراق المالية هي الموجودات الأكثر سيولة، وهي بالتالي التي سيعتمد عليها في الوفاء بالالتزامات بشكل رئيسي خاصة إذا لم تتمكن المؤسسة من تسييل موجوداتها الأخرى، ويتم احتسابها على النحو التالي:

$$\text{نسبة النقد} = \frac{\text{الأصول النقدية وشبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

هذا ومن المهم الانتباه إلى أن تدني هذه النسبة لا يعني في كل الأحوال سوء وضع السيولة لدى المؤسسة، لأنه قد تكون لها ترتيبات اقتراض مع البنوك تحصل بموجبها على النقد عند الحاجة³.

2-نسب النشاط:

¹ منير شاكر وآخرون، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص71.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص90.

³ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص316.

تقيس نسب النشاط مدى فاعلية المشروع في استخدام الموارد المتوفرة لديه، وتتضمن جميع هذه النسب ضرورة وجود توازن مناسب بين المبيعات وبين حسابات الأصول المختلفة مثل المخزون والذمم والأصول الثابتة وغيرها¹.

وتتضمن هذه المجموعة النسب التالية:

أ-معدل دوران المخزون²

يوفر هذا المعدل معلومات عن مقدار الموارد المطلوبة لإسناد مستوى معين من التشغيل، وعليه فإن المعدل وسيلة لرقابة، ويوفر نفاذية على المخزون الغير مستعمل. الأصل في حساب هذا الدوران هو الاعتماد على كلفة المبيعات لأن المخزون يقيم بالكلفة التاريخية وليس على أساس سعر البيع كما هو الحال في صافي المبيعات الذي يتضمن رقم هامش الربح إلا أن اختلاف الرؤية المحاسبية في تقييم المخزون يجعل من الصعب اعتماد كلفة المبيعات أساساً لاحتساب المعدل لصعوبة المقارنة مع المنافسين وأحياناً مع معدل الصناعة كون أن الشركات لا تعتمد أساساً واحد في تقييم المخزون ولذلك من وجهة نظر المالية يلجأ إلى استخدام رقم صافي المبيعات بدل من كلفة المبيعات في احتساب هذا المعدل. ويتم حساب هذا المعدل كالتالي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{المخزون}}$$

ب-معدل دوران الحسابات المدينة

ويعبر عن عدد المرات التي تدور بها الحسابات المدينة، أي عدد المرات التي يتم فيها تحصيل الذمم المدينة، ويعاد تكوينها من خلال البيع الآجل، كما يعبر عنه من خلال عدد الأيام اللازمة لتحصيل رصيد الذمم المدينة، على افتراض توقف البيع الآجل³.

ج-معدل دوران مجموع الأصول⁴

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص442.

² عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، 2008، ص93

³ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص306.

⁴ دريد كامل آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص96.

تبين لنا هذه النسبة قدرة المشروع على استخدام الموارد المتاحة أي إجمالي أصولها في تحقيق المبيعات أي قياس إنتاجية الأصول وقدرة كل دينار مستثمر في الأصول على تحقيق المبيعات لتحسين معدل دوران الأصول. ويتم حساب هذا المعدل كالتالي:

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

د-معدل دوران الأصول الثابتة¹

يوضح هذا المعدل عدد المرات التي تتحول فيها الأصول الثابتة إلى مبيعات أو بمعنى آخر المبيعات التي يمكن تحقيقها من كل جنيه أصول ثابتة. وكلما زاد هذا المعدل كان أفضل. فمعناه أن المشروع يحقق مبيعات أكبر من استخدام الأصول الثابتة.

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}}$$

هـ-معدل دوران الأصول المتداولة

يعبر هذا المعدل عن درجة كفاءة إدارة المؤسسة في تسيير الأصول المتداولة وتوليد مبيعات منها، ويتم حساب معدل دوران الأصول المتداولة بقسمة صافي المبيعات السنوية على الأصول المتداولة، كما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول المتداولة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

ويفسر هذا المعدل على أن كل واحد دينار مستثمر في الأصول المتداولة للشركة يولد قيمة معينة من المبيعات. لتحليل هذا المعدل أكثر ينبغي القيام بتحليل كل بند من بنود الأصول المتداولة على حدا، للتأكد من ملائمة المبالغ المستثمر فيه².

¹ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2006، ص249.

² حمزة شباح، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، رسالة ماجستير، 2013-2014، ص85.

و- معدل دوران صافي رأس المال العامل¹

وتوضح هذه العلاقة فيما إذا كانت الشركة متوسعة في نشاطها أو تحتفظ بأصول سائلة أكثر من حاجتها، وتتطلب دقة الحكم على هذه النسبة مقارنة بمؤشرات الشركة موضع التحليل بمؤشرات الشركات الأخرى المماثلة ومعدل الدوران المنخفض يعكس عدم كفاءة صافي رأس المال العامل في حين يعكس ارتفاع معدل الدوران الكفاءة العالية، ويتم احتسابه على النحو التالي:

$$\text{معدل دوران صافي رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي رأس المال العامل}}$$

3-نسب الربحية:

نسب الربحية تقيس نجاح المنشأة في تحقيق عائد على المبيعات أو الاستثمارات، وبالتالي فإن هذه النسب تعبر عن الأداء الكلي للمنشأة². وتهتم بهذه النسب الإدارة لكي تحكم على مدى نجاحها في تطبيق السياسات المخطط لها وكفاءتها واستخدام الموارد المتاحة، ويهتم بها أيضا المستثمرون الحاليون لمعرفة مستوى العائد المتوقع على أموالهم المستثمرة في المشروع، والمقرضون لكي يطمئنوا على قدرة المشروع في تسديد الالتزامات وخدمة الديون من أقساط وفوائد القروض في وقتها، والقدرة الإرادية باعتبارها عامل مهم للمقرضين لضمان تحصيل الديون وخاصة في الأجل الطويل³. وهناك العديد من المؤشرات التي نقيس من خلالها ربحية المشروع وهي ما يلي⁴:

أ- هامش صافي الربح

تعتبر هذه النسبة مقياس لمقدار صافي الربح المحقق بعد الفوائد والضرائب عن كل دينار من صافي المبيعات أو الإيرادات، وأعلى نسبة تشير إلى المؤسسة الأكثر ربحية، والتي لها سيطرة أفضل على التكاليف بالمقارنة مع المؤسسات المنافسة. ويتم حساب هذه النسبة كالتالي:

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص314.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحمادي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص96.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص105.

⁴ عبد العالي بن عمر، مرجع سبق ذكره، ص85.

ب-نسبة مجمل الربح

تمثل هذه النسبة مقدار ما تحتفظ به الشركة عن كل دينار من المبيعات كمجمل للربح، كما تعتبر كمقياس عام لكفاءة التشغيل. ويتم حساب هذه النسبة كالتالي:

$$\text{نسبة مجمل الربح} = \frac{\text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

ج-العائد على الأصول

تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية المؤسسة بالنسبة لمجموع أصولها، وتقيس مدى كفاءة الإدارة على استخدام الأصول لتوليد الأرباح.

$$\text{العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{متوسط مجموع الأصول}} \times 100$$

4-نسب المديونية

تقيس هذه النسب مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مواردها المالية الذاتية وعلى الأموال الأجنبية، على اعتبار أن الأموال الخاصة لا تكفي عادة لتمويل الاستثمارات. كما أن الاعتماد على الديون بشكل مبالغ فيه يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس والخروج من دائرة الأعمال نتيجة عدم تمكنها من تسديد مستحقات الدائنين¹. ولذلك فإن نسب المديونية تعتبر مؤشرا هاما ويعتمد عليه المقرضون في الأجل الطويل في تقييم قدرة المنشأة على تسديد القروض والفوائد المترتبة عليها، وفي تقرير سعر الفائدة على القروض الذي يتناسب مع مستوى المخاطرة هذه². يستخدم العديد من النسب في هذا المجال منها³:

أ-نسب اجمالي الديون

¹ مليكة زغيب، ميلود وبوشنقى، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص40.

² فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص42.

³ نفس المرجع، ص ص43-44.

الفصل الثانيالأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

والمقصود بإجمالي الديون مجموع الخصوم المتداولة والخصوم الطويلة الأجل ولذلك فإن هذه النسبة تقيس نسبة مساهمة القروض في تمويل الأصول، وبالتالي نسبة مساهمة حقوق الملكية. وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الأصول}} = \text{نسبة إجمالي الديون}$$

ب-نسبة الديون إلى حقوق الملكية

تعتبر هذه النسبة مقياسا بديلا لمديونية المنشأة وبالتالي قدرتها على التسديد في الأجل الطويل. ويشير إجمالي الديون كما هو الحال في النسبة السابقة إلى الخصوم المتداولة والخصوم الطويلة الأجل، في حين تشير حقوق الملكية وعلاوة الإصدار والأرباح المحتجزة. ويمكن حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية}$$

ج-معدل التغطية

يمكن أيضاً قياس قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها المترتبة على الاقتراض، وبشكل خاص قدرتها على تسديد فوائد القروض باستخدام عدد مرات تغطية الفوائد والتي يتم حسابها كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح التشغيلي}}{\text{الفوائد}} = \text{معدل التغطية}$$

حيث أننا نقارن الربح التشغيلي المستخدم لدفع الفوائد بقيمة الفوائد المترتبة على المنشأة نتيجة الاقتراض، ومن الواضح أنه كلما ارتفعت هذه النسبة كلما ازدادت قدرة المنشأة على تسديد الفوائد. ولكن الجدير بالذكر أن تسديد القروض قد يتطلب بالإضافة إلى تسديد الفوائد، تسديد جزء من أصل القرض بالإضافة إلى الفوائد مما يقلل من قدرة هذه النسبة على التنبؤ بمقدرة المنشأة على التسديد، ومع ذلك فإن عدد مرات تغطية الفوائد يظل مؤشر على مقدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها المترتبة على القروض.

5-نسب القيمة السوقية

تسمى هذه المجموعة من النسب المالية بنسب التقييم، وتقدم هذه المجموعة من النسب تصورا مهما عن ما يهتم به المستثمرون والملاك داخل شركة الأعمال.¹ يستخدم المحللون العديد من نسب القيمة السوقية والتي تحلل القيمة السوقية لسهم الشركة العادي نسبة ربحية السهم الواحد وتوزيعات أرباح السهم الواحد والقيمة الدفترية له.²

وتشمل هذه المجموعة من النسب ما يلي³:

أ- نصيب السهم من الأرباح المحققة

وتقيس هذه النسبة نصيب السهم من الأرباح التي تحققها الشركة وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب - أرباح الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ويؤخذ على هذه النسبة عدم دقتها وعدم الوضوح وذلك بسبب أن الأرباح المحققة سوف لن توزع جميعها إنما سيحجز جزء منها.

ب-نسبة سعر السهم إلى الربح المحقق

وتقيس هذه النسبة وتحدد المبلغ الواجب استثماره من قبل المساهم للحصول على العائد المحقق للسهم وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة سعر السهم إلى ربحه} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{نصيب السهم من الأرباح المحققة}}$$

ج-نسبة الموزعة من الأرباح

وهذه النسبة تعكس سياسة الشركة في توزيع الأرباح وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة الموزعة من الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة للأسهم العادية}}{\text{الأرباح بعد الضرائب وبعد أرباح الأسهم الممتازة}} \times 100$$

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص98.

² أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص90.

³ عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص225-226.

د-العائد الفعلي للسهم

وتقييس هذه النسبة مقدار الأرباح التي يقبضها المساهم العادي مقابل استثماره في أسهم الشركة المعنية وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{ريخ السهم} = \frac{\text{نصيب السهم من الأرباح الموزع}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} \times 100$$

هـ-نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم

وهذه النسبة تعتبر مؤشرا على توقعات المستثمرين عن الشركة وعلى الاستثمار في أسهمها فارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشرا على استعداد المستثمرين لدفع أسعار لأسهم أكبر من قيمتها الدفترية وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} \times 100$$

رابعاً: محددات النسب المالية

على الرغم من شيوع استخدام النسب في التحليل المالي، إلا أن استخدامها يعترضه العديد من المشاكل التي يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

1- صعوبة الحكم على أداء المنشأة باستخدام النسبة بحد ذاتها دون مقارنتها بنسبة معيارية مثل معيار الصناعة أو نسبة لسنة الماضية؛

2- صعوبة الحكم على ما إذا كانت النسبة جيدة أو سيئة. فارتفاع نسب السيولة مثلا قد يعني ارتفاع سيولة المنشأة وهذا جيد، أو قد يعني تراكم النقدية لدى المنشأة دون استثمارها، وهذا سيء كذلك ارتفاع معدل دوران الأصول الثابتة قد يعني كفاءة استخدام الأصول الثابتة وهذا جيد، ولكنه قد يعني أيضا أن قيمة الأصول الثابتة منخفضة في المنشأة وهذا سيء؛

3- صعوبة الحكم على أداء المنشأة بشكل عام من استخدام النسب. فقد تكون بعض النسب جيد وبعض النسب الأخرى سيئة. مما يجعل من الصعب الحكم على أداء المنشأة وهل هو جيد أم غير ذلك؛

¹ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.

4- اختلاف الطرق المحاسبية المستخدمة من الشركات المختلفة في إعداد القوائم المالية يجعل المقارنة بين هذه الشركات صعب؛

5 -إمكانية لجوء بعض الشركات إلى استخدام بعض الأساليب التي تظهر النسب على حقيقتها؛

6- إن مقارنة النسب بمعيار الصناعة ينطوي على مشكلتين:

أ- إن معيار الصناعة يمثل متوسط الأداء لجميع الشركات في نفس الصناعة، وبالتالي فإن مقارنة النسب بالمعيار يعني مقارنتها بالمتوسط وليس بالأفضل. أي أن الشركة يجب أن تقارن أداءها بأفضل الشركات وأن تعمل جاهدة للوصول إلى هذا المستوى من الأداء؛

ب- إن معيار الصناعة يشمل جميع الشركات العاملة في نفس المجال، وهذا يعني أن هذا المعيار يضم الشركات الصغيرة والكبيرة على حد سواء، فإذا كانت الشركة محل المقارنة شركة صغيرة فإنه لا يجوز مقارنتها بشركة كبيرة والعكس صحيح.

7- تأثر النسب بالتضخم. حيث يتم إعداد القوائم المالية على أساس التكلفة، وبالتالي فإن الارتفاع المستمر للأسعار يجعل قيم العناصر في القوائم المالية تختلف تماما عن قيمتها الحقيقية ولذلك فإن مقارنة النسب في سنة معينة بسنوات سابقة يجب أن تأخذ في الاعتبار عامل التضخم إن وجد.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التوازن

إن التوازن المالي في المؤسسة الاقتصادية يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي كونه هدف مالي تسعى وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان للمؤسسة، كما تعتبر السنة المالية من أهم مؤشرات التحليل المالي التي تهدف إلى تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة التي تقيد في التعرف على القرارات التي يلزم اتخاذها من جانب المؤسسة لتحسين الأداء المالي لها.

أولاً: مفهوم التوازن المالي

1-تعريف التوازن المالي

يتمثل التوازن المالي في توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بالأحجام المطلوبة بأحسن وبأدنى تكلفة واستخدام هذه الأموال ضمن هيكل مالي لتحقيق المؤسسة توازنا ماليا جيدا يضمن لها إمكانية تسديد التزاماتها

العامة وديونها قصيرة الأجل خاصة بتواريخ استحقاقها وتجنباً لوقوعها في عسر مالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس والخروج من دائرة الأعمال¹.

فعلى المسير المالي الموازنة بين هدفين أساسيين وهما هدف السيولة وهدف الربحية، وإن احتفاظ المؤسسة بسيولة كافية لمواجهة التزاماتها يؤدي إلى تدنية المخاطر التي تعترض المؤسسة ومساهمتها، ومن جهة ثانية ينبغي على المسير المالي أن يقوم بكل ما في وسعه لتحقيق الأرباح لتنمية إيرادات المساهمين في المؤسسة وذلك عن طريق توجيه السيولة النقدية المتوفرة إلى التوظيفات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل².

2- أهمية التوازن المالي

وتسعى الإدارة المالية إلى تحقيق التوازن المالي بين السيولة والربحية - المردودية وأن تحافظ على التوازن باستمرار، حيث أن المؤسسة بصفة عامة تحبذ أن تتوفر لديها سيولة كبيرة بمصاريفها من ناحية ومن ناحية أخرى فهي تعمل جاهدة على تحقيق مردودية عالية اعتماداً على استثمار أكبر قدر ممكن من أموالها، وبالتالي تكمن أهمية التوازن المالي في³:

- التنبؤ بالنتائج المستقبلية للخزينة العامة للمؤسسة وتقييم المخاطر المرتبطة بها؛
- تقدير العائدات من فرص الاستثمار المتاحة؛
- يستعمل التوازن المالي لفرض الرقابة الداخلية على تدفقات الأموال الداخلية والخارجية؛
- تقييم الأداء المالي للمؤسسة والتعرف على مدى الاستخدام العقلاني للموارد.

ثانياً: مؤشرات التوازن المالي

هناك عدة مؤشرات يستند عليها المسير المالي لإبراز مدى توازن المؤسسة نذكر من أهمها:

- رأس المال العامل؛
- احتياجات رأس المال العامل؛
- الخزينة.

أولاً: رأس المال العامل

¹ ناصر دادي عبدون، التحليل المالي، دار الطباعة والنشر، الجزائر، 1988، ص12.
² مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص31.
³ العالية غالمي، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في إطار ميزانية المؤسسة، مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية، العدد 01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2018، ص170.

1- تعريف رأس المال العامل: (الصافي أو الدائم)

يعتبر رأس المال العامل من المؤشرات الأساسية التي تستعين بها المؤسسة في إبراز توازنها المالي في الأجل الطويل، وهناك من يطلق عليه هامش أمن المؤسسة، ويظهر رأس المال العامل مقدار ما تحتاط به المؤسسة للظروف الطارئة التي قد تواجهها والمتمثلة في جمود بعض العناصر عن الحركة من الأصول المتداولة، كتوقف حركة بعض المخزونات، فتكون المؤسسة قد هيأت لذلك أموالاً دائمة لتغطيتها، وبالتالي تكون قد أجرت ملائمة بين سيولة الأصول واستحقاقية الخصوم¹.

ويمكن تعريف رأس المال العامل بأنه: " فائض الأموال الدائمة على الأصول الثابتة، بمعنى الحصة من الأموال الدائمة التي يمكن توجيهها لتمويل الأصول المتداولة"².

2- حساب رأس المال العامل:

يحسب رأس المال العامل بالعلاقة التالية³:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

3- أنواع رأس المال العامل⁴

أ- رأس المال العامل الخاص:

يبين مدى تغطية الأموال الخاصة المتكونة من حقوق الملكية للمساهمين بمفردها للأصول الثابتة، من دون الاستعانة بالجزء المتبقي من الأموال الدائمة والمتمثل في القروض طويلة الأجل، أو مدى اكتفاء المؤسسة بالأموال الخاصة من دون الاستعانة بالموارد المالية الأجنبية.

ب- رأس المال العامل الأجنبي:

يبين قيمة الموارد المالية الأجنبية في المؤسسة، والمتمثلة في إجمالي الديون، وهنا لا ينظر إلى الديون بالمفهوم السلبي لها، بل كمورد ضرورية لتنشيط عملية الاستغلال، وأصبح من الضروري على المؤسسات أن تؤمن لنفسها موارد مالية متاحة عند الضرورة، والتصق دور البنوك والمؤسسات المالية المانحة للقروض بنشاط

¹ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 31-32.

² ELIE Cohen , *Analyse financiere* , Edition economica , Paris , 1990 , p 134.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁴ مبارك لسلوس، مرجع سبق ذكره، ص 39.

المؤسسات، وأصبح ملاذا لها في الحصول على القروض طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل، وملجأ لتدارك العجز في الميزانية.

ويكتب رأس المال العامل الأجنبي بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الأجنبي} = \text{مجموع الديون}$$

ج- رأس المال العامل الإجمالي:

ويسمى بحجم النشاط الاستغلالي، وإن إتساع هذا النشاط قد ينتج عنه إتساع للنتيجة، فتقاس بعض المؤسسات بما لديها من أصول متداولة من مخزونات وحقوق، وتسمى أيضا بالقيم الدوارة أو المتحولة، على عكس القيم الثابتة المتمثلة في الاستثمارات وما يتبعها.

ويكتب رأس المال العامل الإجمالي بالعلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{إجمالي الأصول المتداولة}$$

4- تغيرات رأس المال العامل¹

يعتبر رأس المال العامل الصافي الوظيفي مؤشر هام عن التوازن المالي طويل المدى، وذلك حسب حالاته التي نذكرها كالآتي:

أ- رأس مال عامل صافي إجمالي موجب $FR_{ng} > 0$: ويشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل، حيث تمكنت المؤسسة حسب هذا المؤشر من تمويل احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى وحققت فائض مالي يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات المالية المتبقية؛

ب- رأس مال عامل صافي إجمالي معدوم $FR_{ng} = 0$: يعني 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؛

ج- رأس مال عامل صافي إجمالي سالب $FR_{ng} < 0$: يشير المؤشر إلى أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها وباقي الاحتياجات المالية الثابتة باستخدام مواردها المالية الدائمة، وحققت بذلك عجز في تمويل

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

هذه الاحتياجات وبالتالي فهي بحاجة إلى مصادر تمويل إضافية، أو بحاجة إلى تقليص مستوى استثماراتها إلى الحد الذي يتوافق مع مواردها المالية الدائمة.

ثانياً: الاحتياجات في رأس المال العامل

1 - تعريف الاحتياجات في رأس المال العامل

ينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها المخزون، حقوق العملاء، دين الموردين، بحيث يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز وهو ما يصطلح عليه بالاحتياج في رأس المال العامل.¹

ويمكن تعريف الاحتياجات في رأس المال العامل على أنها رأس المال العامل الأمثل، أي ذلك الجزء من الأموال الدائمة الممول لجزء من الأصول المتداولة، والذي يضمن للمؤسسة توازنها المالي الضروري، وتظهر هذه الاحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية قصيرة الأجل، ويمكن حساب هذه الاحتياجات بالعلاقة التالية²:

الاحتياجات في رأس المال العامل = (الأصول الجارية - النقدية) - (الخصوم الجارية - السلفات المصرفية)

2 - أنواع الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي³

يمكن تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل إلى الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال.

أ- الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال:

يمكن أن ينطبق عليه نفس التعريف السابق للاحتياج في رأس المال العامل، حيث يتميز بانتماء جميع عناصره سواء كانت حقوق أو ديون إلى دورة الاستغلال. ويمكن حسابه من خلال الميزانية الوظيفية بإجراء الفرق بين استخدامات الاستغلال وموارد الاستغلال كما يلي:

الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال = استخدامات الاستغلال - موارد الاستغلال

¹ عبد الستار الصياح وآخرون، الإدارة المالية: أطر نظرية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص62.

² مليكة زغيب، ميلود بوشنقى، مرجع سبق ذكره، ص 52.

³ الياس بن ساسي، يوسف فريشي، مرجع سبق ذكره، ص104.

ب- الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال:

ويعبر عن الاحتياجات المالية الناتجة عن النشاطات غير الرئيسية وتلك التي تتميز بالطابع الاستثنائي، ويحسب من الميزانية الوظيفية عن طريق الفرق بين الاستخدامات خارج الاستغلال والموارد خارج الاستغلال ويمكن توضيحها في المعادلة التالية:

الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال = استخدامات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال

3- تغيرات احتياجات رأس المال العامل¹

يأخذ الاحتياج في رأس المال العامل ثلاث حالات تتمثل في:

- احتياجات رأس المال العامل موجبة: ويدل هذا على أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن السنة، وذلك لتغطية احتياجات الدورة، وتقدر قيمة تلك المصادر قيمة احتياجات رأس المال العامل، مما يتطلب وجود رأس مال عامل موجب لتغطية هذا العجز؛
- احتياجات رأس المال العامل سالبة: هذا يعني أن المؤسسة قد غطت احتياجات دورتها، ولا تحتاج إلى موارد أخرى، ونقول أن الحالة المالية للمؤسسة جيدة؛
- احتياجات رأس المال العامل معدومة: عندما تكون موارد الدورة تغطي احتياجات الدورة، هنا يتحقق توازن المؤسسة، مع الاستغلال الأمثل للموارد.

ثالثا: الخزينة الصافية

1- تعريف الخزينة:

الخزينة الصافية هي مجموع الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة استغلالية، أي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فورا. والخزينة الصافية على درجة كبيرة من الأهمية، لأنها تعبر عن وجود أو عدم وجود توازن مالي بالمؤسسة².

ويمكن تعريف الخزينة أيضا بأنها الجزء من رأس المال العامل الذي تستخدمه المؤسسة لتغطية العجز في احتياجات رأس المال العامل أو هي مجموع الموارد المالية التي تكون في حوزة المؤسسة والتي تستطيع استخدامها فورا في دورة الاستغلال.

¹ جليلة بن خروف، " دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة و اتخاذ القرارات - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ - (2005-2008) " ، رسالة ماجستير، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص92 .

² مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص53.

وتتشكل الخزينة الصافية الإجمالية عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الإجمالي في تمويل العجز في تمويل احتياجات دورة الاستغلال وغيرها وهو ما قصدنا به الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، وعليه فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل.

تحسب الخزينة الصافية الإجمالية انطلاقاً من الميزانية الوظيفية بإجراء الفرق بين استخدامات الخزينة وموارد الخزينة، ويمكن حسابها أيضاً عن طريق الفرق بين رأس المال العامل الصافي الإجمالي والاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي¹:

$$Tng = FRng - BFR$$

2- تغيرات الخزينة الصافية:

تأخذ الخزينة ثلاث حالات تتمثل في²:

- **الخزينة أكبر من الصفر:** وهذا ما يعني أن $(FR > BFR)$ ، في هذه الحالة المؤسسة قامت بتغطية رأس المال العامل عن طريق تجميد جزء من أموالها الثابتة، ما ينتج عنها فائض في السيولة (أموال مجمدة) لهذا عليها معالجة وضعيتها إما بالاستثمار، أو شراء مواد أولية أو تقديم تسهيلات للزبائن؛
- **الخزينة أصغر من الصفر:** وهذا يعني $(FR < BFR)$ ، في هذه الحالة المؤسسة في حالة عجز أي عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير عند تاريخ استحقاقها نتيجة وجود تكاليف إضافية، ما يجعل المؤسسة مجبرة على القيام بتعديلات مثل المطالبة بحقوقها لدى الغير أو الاقتراض من البنوك أو التنازل عن بعض الاستثمارات دون التأثير على طاقتها الإنتاجية؛
- **الخزينة تساوي الصفر:** وهذا يعني $(BFR = FR)$ ، وهي الخزينة المثالية الناتجة عن حسن التسيير وذلك للاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تفادي مشاكل عدم التسديد، ومنه التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية.

ثالثاً: شروط التوازن المالي³

¹ الياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² عبد القادر دشاش، مداني بن بلغيث، "النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة (ISA) والمعايير الدولية للمراجعة (IFRS)، ملتقى دولي، جامعة سعد دحلب، بليدة، يومي 13 و 14 ديسمبر 2011، ص 24-25

³ الياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 86-87.

لكي يتحقق التوازن المالي، يجب أن تتحقق الشروط التالية:

- **الشرط الأول:** رأس مال عامل صافي إجمالي موجب، أي ان $FR_{ng} > 0$ ، ويتحقق ذلك إذا تمكنت المؤسسة من تمويل الاستخدامات المستقرة اعتمادا على الموارد الدائمة، أي تمويل استثمارات المؤسسة اعتمادا على الموارد الطويلة والمتوسطة الأجل والمتمثلة في الأموال الجماعية والديون المتوسطة والطويلة الأجل؛
- **الشرط الثاني:** أن يغطي رأس المال العامل الصافي الإجمالي الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، أي $FR_{ng} > BFR_g$ ، إذ لا يكفي أن تحقق المؤسسة رأس مال عامل موجب بل يجب أن يكفي هذا الهامش لتغطية احتياجات دورة الاستغلال؛
- **الشرط الثالث:** خزينة موجبة، أي أن $TNg > 0$ ، ويتحقق ذلك بتحقيق الشرطين السابقين، وعندها تتمكن المؤسسة من تغطية موارد الخزينة المتمثلة في الاعتمادات البنكية الجارية بواسطة استخدامات الخزينة والمتمثلة في المتاحات.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

غالبا ما تواجه الشركات مشاكل وصعوبات أثناء القيام بمختلف نشاطاتها مما يؤدي إلى عرقلة عملها وهذا ما ينعكس سلبيا على أدائها المالي وبالتالي وجب على مدراء الشركات التعرف على العوامل التي قد تؤثر على الأداء المالي بما يجعل الشركة قادرة على التحكم بهذه العوامل أو القدرة على التأقلم معها إن أمكن. وبشكل عام يمكن وضع أهم المحددات أو العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للشركات وذلك بتقسيمها إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية.

المطلب الأول: العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي

تتولد العوامل الداخلية عن طريق تفاعل بين العناصر الداخلية المختلفة في المنشأة، فهي تقع تحت سيطرة المنشأة، وتضم مجموعة المتغيرات المؤثرة بصورة سلبية أو إيجابية على أداء المنشأة ويمكن تلخيص أهم العوامل الداخلية المؤثرة على الأداء المالي للشركات في:

أولا: الهيكل التنظيمي

وهو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركات وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات، ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء الشركات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام

الفصل الثانيالأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

بها ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في الشركات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة الشركات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية¹.

ثانيا: المناخ التنظيمي

هو وضوح التنظيم وكيفية اتخاذ القرار وأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري، ويقصد بوضوح التنظيم إدراك العاملين مهام الشركة وأهدافها وعملياتها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء، بينما اتخاذ القرار فهو أخذه بطريقة عقلانية وتقييمها ومدى ملائمة المعلومات لاتخاذها، وأسلوب الإدارة في تشجيع العاملين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، ويقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة إيجابية وكفاءته من الناحية الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال الشركات.

ثالثا: الحجم

يقصد بالحجم تصنيف الشركات إلى شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات أو إجمالي الودائع أو إجمالي المبيعات أو إجمالي القيمة الدفترية. ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات سلبا فقد يشكل الحجم عائقا لأداء الشركات حيث أن زيادة الحجم فإن عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيدا ومنه يصبح أداءها أقل فعالية، وإيجابا من حيث أنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة، وقد أجريت العديد من الدراسات حول علاقة الحجم بأداء الشركات وبينت أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية².

رابعا: الإنتاجية³

وهي مقياس للكفاءة التي تتمتع بها الإدارة في عملية تحويل المدخلات من عمل ومستلزمات الإنتاج وغيرها إلى مخرجات تأخذ شكل سلعة أو خدمات، وعادة ما يعبر عنها بنسبة المخرجات إلى المدخلات، وهي نسبة تقيس كفاءة العمليات خلال فترة القياس، ويرى مانكنز (2017) أن الشركات العظيمة تهتم بالإنتاجية لا الكفاءة، وعلى المدراء، إن كانوا راغبين حقا في نمو شركاتهم، تبني العقلية الإنتاجية في عملهم وإزالة العقبات

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² محمد محمود الخطيب، نفس المرجع، ص 49-50-51.

³ سماح عفيف عاشور الفار، العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobinsq، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2017-2018، ص 14.

الفصل الثاني الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

التي تمنع إنتاجية موظفيهم، حيث أنه إذا أرادت الشركة فعلا زيادة عوائدها، عليها التركيز أكثر على الإنتاجية لا الكفاءة.

وبالتالي فإن الإنتاجية تعني تحقيق أكبر نسبة من المخرجات، فارتفاع هذه النسبة يشير إلى أن الشركة تستخدم موجوداتها بكفاءة عالية في تحقيق المبيعات.

ويتم قياس الإنتاجية من خلال المعادلة التالية:

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الإنتاجية}$$

خامسا: السيولة

تشير السيولة إلى مقدرة إدارة الشركة على تحويل الأصول إلى نقدية بسرعة، وقدرتها على إدارة رأس المال العامل، ويمكن للشركة استخدام الأصول السائلة لتمويل أنشطتها واستثماراتها عندما يكون التمويل من الخارج غير متوفر أو مكلف للغاية، وبالتالي فإن وجود سيولة عالية لدى الشركة دليل على أنها تستطيع التعامل مع الحالات الطارئة غير المتوقعة ومواجهة التزاماتها، وبذلك تعتبر السيولة مؤشر جيد لمعرفة أداء الشركة المالي¹.

ومن خلال المعادلة التالية نحسب نسبة السيولة:²

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{نسبة السيولة}$$

سادسا: الرفع المالي

نعني بالرفع المالي اللجوء إلى الدين كمصدر للتمويل إلى جانب حقوق المساهمين، فهو يعبر عن تركيبة أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول، وبالتالي فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق العوائد³.

¹ جيهان عادل أميرهم، أثر تحليل البيانات الضخمة على الأداء المالي والتشغيلي في منظمات الأعمال (دراسة تطبيقية)، مجلة البحوث المالية والتجارية، العدد 2، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، 2019-2020، ص 165.

² سماح عفيف عاشور الفار، مرجع سبق ذكره، ص 16.

³ نفس المرجع، ص 16.

ويقاس الرفع المالي من خلال المعادلة التالية¹:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{الربح قبل الفائدة و الضريبة}}{\text{الربح قبل الفائدة و الضريبة - فوائد الديون}}$$

وقد أجريت العديد من الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وربحية المشاريع (Kester .1986) و (Friend & Lang .1988) وتوصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية المشاريع وبين نسبة الدين، وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء منشآت الأعمال مع زيادة حجم التمويل بالدين، حيث يمكن للرفع المالي أن يؤثر إيجاباً على أداء المشروع حتى حد معين من نسبة المديونية، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية التقليدية مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على الأموال الخاصة (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) ومعدل دوران الأصول كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء المشروع، وبشكل عام فإن نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة الشركة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية، لذلك فإن الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساوية لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:

- 1- الرفع المالي الجيد: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة؛
- 2- الرفع المالي المتوسط: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساوياً لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة كما هي دون تغيير؛
- 3- الرفع المالي العكسي: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على الأموال الخاصة².

سابعاً: معدل نمو المبيعات³

¹ نفس المرجع، ص16.
² جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين-دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر بغزة، العدد1، 2013، ص 289.
³ سماح عفيف عاشور الفار، مرجع سبق ذكره، ص23.

تعتبر المبيعات عنصرا يتم الاعتماد عليه في إيجاد العديد من المعايير المالية التي تعتمد عليها المنظمات في تقييم أدائها، إضافة إلى أن معيار نمو المبيعات أحد معايير النجاح للمنظمة، ويعتبر نمو المبيعات المرحلة الثانية من دورة حياة المبيعات، حيث يكون النمو سريعا والأرباح متزايدة ويزداد عدد المستهلكين والمنافسة ويعبر عن معدل نمو المبيعات بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل نمو المبيعات} = \frac{\text{صافي المبيعات في السنة ن-صافي المبيعات في السنة ن-1}}{\text{صافي المبيعات في السنة ن-1}}$$

ثامنا: معدل دوران المخزون¹

يعد معدل دوران المخزون من نسب النشاط لقياس الأداء، والتي تتدرج تحت النسب المالية الغرض منها قياس مدى فاعلية المشروع في استخدام المواد المتوفرة لديه.

وتشير هذه النسبة إلى عدد مرات تصريف المخزون لدى الشركة وكلما زادت هذه النسبة يدل على الأعمال التجارية النشطة للشركة ومقدرتها على إدارة المخزون بفعالية، وتوفير المستوى المطلوب للعملاء وبالتالي تستطيع الشركة تحقيق أرباح كبيرة، وهي ميزة تنافسية كبيرة وعلى العكس فإن انخفاض معدل دوران المخزون يدل على تراكم المخزون وزيادة تكاليفه، ويتم حساب معدل دوران المخزون كالتالي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$$

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{(\text{مخزون أول} + \text{مخزون آخر})}{2}$$

وتأتي أهمية معدل دوران المخزون بالنسبة للمنشأة من أنه نسبة مالية ومؤشر مهم جدا لاستبيان مدى فاعلية أساليب الرقابة على المخزون بالمشروع، حيث أن انخفاض هذه النسبة يعتبر مؤشرا يحتفظ بمخزون زائد من البضاعة راكد تؤدي حتما إلى زيادة في رقم الأصول المتداولة التي تعتبر المؤشر العام لقياس درجة سيولة الشركة.

¹ نفس المرجع، ص 23.

تاسعا: توزيعات الأرباح النقدية¹

الهدف من هذه النسبة قياس الأرباح الموزعة في شكل أرباح نقدية (حصص الأرباح)، وتوضح هذه النسبة سياسة المؤسسة في توزيع الأرباح، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{نسبة توزيعات الأرباح} = \frac{\text{الأرباح الموزعة}}{\text{الأرباح الصافية}}$$

وتمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود ملموس على استثماراتهم في أسهم الشركة التي يملكونها، وأن هذه الأرباح تمثل دخلا جاريا ينتظره المساهمون، لذلك فإن مستوى توزيع الأرباح وتغيرها له تأثير مباشر على السعر السوقي للسهم.

عاشرا: التخطيط المالي²

يهتم التخطيط المالي بكيفية الحصول على الأموال اللازمة للمشروع من مصادرها المختلفة بأقل التكاليف وأفضل الشروط، كما يهتم كذلك بكيفية استثمار هذه الأموال بحيث تحقق أفضل وأعلى العوائد للمشروع وبأقل الأخطار وهو علم له قواعد ويحتاج إلى الخبرة في التطبيق والقدرة على التنبؤ وتحليل الماضي والإعداد للمستقبل.

ومن ضمن الأدوات التي تستخدم في التخطيط المالي الموازنات التخطيطية قائمة التدفقات النقدية المتوقعة والموازنة النقدية، وتؤثر الخطط المالية التي تعدها الإدارة على النواحي المالية للمنشأة من ناحيتين هما:

1- تؤثر هذه الخطط المالية على تعظيم الإيرادات وضبط المدفوعات النقدية المتوقعة من خلال اتخاذ قرارات تتعلق بتدبير الأموال التي تحتاجها المنشأة أو التخطيط لاستثمار الفائض منها، أو ضبط النفقات والمدفوعات النقدية؛

2- تؤثر الخطط المالية على ربحية العمليات المختلفة للمنشأة، فالتخطيط المالي يتضمن التخطيط لاستغلال الأموال المتاحة من داخل المنشأة أو خارجها في استثمارات ومشروعات تدر عائدا على المنشأة مما يزيد من فعاليتها؛

¹ نفس المرجع، ص 18.

² أنس مصلح ذياب الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

وتكمن أهمية التخطيط المالي في تحديد كيفية توفير الأموال اللازمة لتحقيق الأهداف الاستراتيجية للأعمال، ويعتبر أداء التخطيط المالي أمراً بالغ الأهمية لنجاح أي مؤسسة، فهو يقدم خطة أعمال دقيقة، من خلال التأكد من أن الأهداف المحددة قابلة للتحقيق من الناحية المالية.

إحدى عشر: الكفاءة الإدارية¹

تعرف الكفاءة الإدارية بأنها القدرة التي يتمتع صاحبها وتعطيه إمكانية إنجاز المهام بما يحقق أهداف الشركة، وذلك باستخدام الإمكانيات المادية والبشرية، كما تعرف بأنها إنجاز المهام الإدارية بكفاءة، فالإدارة الجيدة هي التي تملك مستوى جيد من الخبرات العامة في مجالات التخطيط والتنظيم والتوجيه والرقابة.

إن الكفاءة الإدارية لها تأثير كبير على زيادة الإنتاج ورفع مستوى الأداء في الشركات ونمو معدلات الدخل الصافي. وتعمل الكفاءة الإدارية على تحديد الوقت المناسب لتنفيذ الإجراءات والتغييرات المختلفة التي تدل على الجودة التنظيمية والصحة الإنتاجية للشركة.

حيث يرى (Hock) بأن خبرة الإدارة العليا والإدارة المالية تؤثر في الأداء المالي للشركات من خلال الخبرة المهنية والمؤهلات العلمية، إذ توفر الخبرة المهنية المكتسبة قدرة على اتخاذ القرارات الصائبة في مواجهة التحديات وحل المشاكل، كما أن المدير ذو الكفاءة الإدارية يساهم بشكل كبير في نجاح الشركة بما يمتلكه من خبرات ومهارات والإشراف على المرؤوسين وتحفيزهم والرقابة الفعالة على الإنجاز وهذا ما يساهم في نجاح الإدارة وتحسين الأداء المالي للشركة.

اثني عشر: العوامل التقنية²

وتتمثل في مختلف القوى والمتغيرات التي ترتبط بالجانب التقني في المؤسسة وتضم ما يلي:

- نوع التكنولوجيا سواء المستخدمة في الوظائف الفعلية أو المستخدمة في معالجة المعلومات؛
- نسبة الاعتماد على الآلات مقارنة مع عدد العمال؛
- تصميم المؤسسة من حيث: المخازن، الورشات، التجهيزات والآلات، نوعية المنتج، شكله ومدى مناسبة التغليف له؛
- التوافق بين منتجات المؤسسة ورغبات طالبيها؛
- التناسب بين طاقتي التخزين والإنتاج بالمؤسسة؛

¹ أنس صلح ذياب الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 32-33.

² بلبل حسناوي، عبد الرزاق فوزي، أثر رأس المال الفكري في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية: دراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية سطيف، مجلة الاستراتيجية والتنمية، العدد 16، 2019، ص 332.

- نوعية المواد المستخدمة في عملية الإنتاج؛
- مستويات الأسعار؛
- الموقع الجغرافي للمؤسسة.

المطلب الثاني: العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء المالي

تعتبر العوامل الخارجية المؤثرة في الأداء المالي للمؤسسة، جميع المتغيرات الخارجية التي لا يمكن للمؤسسة التحكم بها، فهي غير خاضعة لإدارتها وسلطانها المطلقة، ويوجد مجموعة من العوامل الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، يمكن توضيحها فيما يلي:

أولاً: العوامل الاقتصادية

تشير البيئة الاقتصادية إلى خصائص وعناصر البيئة الاقتصادية، الذي تعمل فيه المؤسسة ومن الأمثلة على ذلك: معدلات التضخم ومعدلات البطالة وخصائص الاستثمار في المجتمع ومعدلات الفائدة السائدة، وبعض السياسات الاقتصادية، وخاصة السياسات المالية والنقدية للدولة...الخ¹.

وتعتبر العوامل الاقتصادية من بين أهم العوامل المؤثرة على الشركات وأدائها المالي، كون الشركات تنشط في بيئة اقتصادية تؤثر وتتأثر بها، حيث تعد هذه الأخيرة مصدر لمختلف الموارد التي تحتاجها الشركة والبيئة التي من خلالها بتوزيع منتجاتها وخدماتها، مما يجعلها من بين العوامل المؤثرة على أدائها المالي، وتعد هذه العوامل من المخاطر العامة التي لا يمكن لإدارة الشركة تحديدها أو التحكم بها، وبذلك فهي تؤثر على العوائد المتوقعة لها، وتختلف درجة التأثير حسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركة².

كما تؤثر العوامل الاقتصادية على الأداء المالي للشركات، من خلال التأثير في رسم وصياغة استراتيجية الشركة بما يفرض من فرص جديدة للاستثمار، وتشجيع الأعمال، وتعزيز دور القطاع الخاص أو ما ينتج عنه من تهديدات جديدة لشركات الأعمال وتذبذب أسعار السوق وتوسيع الأعمال في مختلف القطاعات الاقتصادية، وتعد العوامل الاقتصادية الأكثر تأثيراً على الأداء المالي للشركات، نظراً لطبيعة نشاطها وارتباط مدخلاتها ومخرجاتها بالبيئة الاقتصادية التي تنشط فيها³.

¹ أنس مصلح ذياب الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² اسراء قاسم البركات، باسم محمد اللوزي وبسام سالم ابو كركي، "إثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الاردنية"، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، 2012، ص 09.

³ عبد الملك مزهودة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

ثانيا: العوامل التنافسية

تنشأ الميزة التنافسية بمجرد توصل الشركة إلى طرق جديدة أكثر فعالية من تلك المستعملة من قبل المنافسين، إذ تعرف استراتيجية التنافس على أنها مجموعة كاملة من الأنشطة التي تؤدي إلى تحقيق ميزة متواصلة ومستمرة عن المنافسين وهذه الاستراتيجية تتحدد من خلال ثلاث مكونات، ومن الملاحظ أن الميزة التنافسية قد تستمر لوقت قصير أو لسنوات عدة وتنشأ الميزة التنافسية لعوامل خارجية أو داخلية إذ تتمثل العوامل الخارجية بالتغيرات التكنولوجية والاقتصادية والقانونية والسياسية. أما العوامل الداخلية فتتمثل بقدرة المؤسسة على امتلاك عاملي الابتكار والابداع¹.

وتعتبر المنافسة سلاح ذو حدين بالنسبة للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، فإذ قد تعتبر المحفز لتعزيره عندما تواجه المؤسسة تداعيات المنافسة فتحاول جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي عن طريق أداءها المالي لتواكب هذه التداعيات، أما من جهة أخرى فإن لم تكن المؤسسة أهلا لهذه التداعيات ولا تستطيع مواجهة المنافسة فإن وضعها المالي يتدهور وبالتالي الأداء المالي يسوء².

ثالثا: العوامل السياسية والقانونية

تتعلق العوامل والمتغيرات القانونية والتشريعية بسياسات الدولة العامة، وبرامجها التنموية، وخططها الاستثمارية، إن العامل الحاسم في تأثير العوامل القانونية والتشريعية على ميدان الأعمال هو مدى توفر الاستقرار القانوني والتشريعي في الدولة والمجتمع لأن عدم الاستقرار يزيد بدرجة كبيرة من مخاطر تطبيق الاستراتيجيات، ويضع كل قرارات الإدارة الخاصة بالإنتاج أو الاستثمار في ظل مخاطر كبيرة قد تؤدي إلى الإفلاس والفشل، وتزداد أهمية التنبؤات لتصبح أكثر تعقدا في حالة اعتماد الشركات العالمية على الدول الأجنبية كمصدر للموارد الطبيعية أو المعدات والتجهيزات أو لتوزيع السلع أو الخدمات على العملاء، لذا ينبغي أن تكون الإدارة اليوم أكثر قدرة على التعامل مع المتغيرات القانونية والسياسية³.

¹ أنس مصلح ذياب الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

² مراد حجاج، دراسة قدرة المؤشرات المالية على تفسير الكفاءة النسبية للأداء المالي لمؤسسات الإسمنت الجزائرية (دراسة تطبيقية لمؤسسات المجمع الصناعي لإسمنت الجزائر خلال الفترة 2011-2016)، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، 2018-2019، ص 42.

³ أنس مصلح ذياب الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

وبالإضافة إلى ذلك تأثر هذه المتغيرات على الأداء المالي قد يكون إيجابيا وبالتالي يشكل فرصة أمام مؤسسة لتحسين الأداء أو سلبيا يشكل خطر يجب التخفيف من حدته¹.

رابعا: العوامل الاجتماعية الثقافية

لا تقل أهمية عن سابقتها، ذلك لأهمية البعد الاجتماعي في محيط المؤسسة ومساهمة عوامله كثيرا في تغير العوامل الأخرى (اقتصادية وسياسية....) على الرغم من صعوبة تحديد هذه العوامل فإن هناك من المفكرين من حاول حصرها kuentz et o'donnell أن الأولى تتكون من المواقف والرغبات ومستوى الذكاء وقناعات الأفراد الذين يكونون مجموعة أو مجتمع ما، في حين يرى G.Bressy أن الثانية تتضمن نماذج الحياة والقيم الأخلاقية والفنية والتيارات الفكرية للمجتمع الذي تقع فيه المؤسسة².

وللعوامل الاجتماعية جانبان مهمين فهي قد تكون إيجابية لكونها توفر معلومات مفيدة للوظيفة التجارية من خلال إرسال منتج جديد واستهداف حصة من السوق، وقد يكون لها أثر سلبي بأن تكون تحديا أمام تحسين أداء المؤسسة³.

خامسا: العوامل التكنولوجية

هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في المؤسسة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات. وعلى الشركات تحديد التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه الشركات والتي لا بد لهذه الشركات من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف الموائمة بين التقنية والأداء⁴.

وتشمل هذه العوامل ما تحدته التكنولوجيا من تطورات وتغيرات، مثل توفير حديثة من أجل تحويل الخدمات والسلع التي تسمح من خلالها بتدني التكاليف. ويتجلى دور العوامل التكنولوجية في الأداء المالي عن طريق خلق فرص تنفيذ المؤسسة من أجل التحسين الإجمالي للأداء المالي للمؤسسة⁵.

¹ نعيمة يحيوي، أدوات مراقبة التسيير بين النظرية والتطبيق دراسة حالة قطاع صناعة الحليب، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008-2009، ص 221.

² عبد المالك مزهود، مرجع سبق ذكره، ص 92.

³ عمر مازن ذياب ملحم، مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁴ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 50.

⁵ عمر مازن ذياب ملحم، العوامل المؤثرة على الأداء المالي في شركات التأمين المساهمة المهمة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2018-2019، ص 44.

الخلاصة:

يعد الأداء المالي مفهوما هاما لجميع الشركات فيعبر عنه بأنه قدرة المؤسسة على تحقيق أفضل النتائج المالية في ظل الموارد المتاحة وتتبع أهميته في أنه يهدف إلى تقييم أداء المؤسسات من عدة زوايا بطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة والضعف في المؤسسة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين ومن أجل تحقيق أفضل أداء مالي يتعين على الشركات أن تقوم بتحديد العوامل التي تؤثر على هذا الأداء، وأن تعتمد على هذه العوامل في تحديد أهدافها في صور المؤشرات التي يمكن بواسطتها قياس الأداء المالي للمؤسسات.

الفصل الثالث: دراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي

لمجمع صيدال

تمهيد

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي

لمجمع صيدال

خلاصة

تمهيد

تناولنا في الفصلين الأول والثاني الجانب النظري للدراسة وفي هذا الفصل سننتقل إلى الجانب التطبيقي للدراسة من خلال دراسة تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لمؤسسة صيدال.

سنحاول في هذا الفصل اختبار علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي لمؤسسة صيدال، وسنعمد في دراستنا على نموذج الانحدار الخطي المتعدد خلال الفترة من 2011 إلى 2020، من خلال اختبار العلاقة سنقوم بتقسيم المتغير المستقل للدراسة إلى متغيرات أساسية متمثلة في نسبة الرفع المالي ونسبة الاستدانة طويلة الأجل بالإضافة إلى نسبة الاستدانة قصيرة الأجل وكذلك متغيرات ضابطة متمثلة في الإنتاجية وحجم المؤسسة، ومعدل نمو المبيعات. أما المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي فسنقوم بتمثيله بمعدل العائد على الأموال الخاصة. ولإجراء الدراسة التطبيقية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، نتناول في المبحث الأول الإطار العام للدراسة وفي المبحث الثاني تحليل نتائج الدراسة.

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة

في هذا المبحث سنقوم بعرض الإطار العام للدراسة، نتناول في شطره الأول التعريف بمجتمع الدراسة، ثم الأسلوب الإحصائي المتبع، وفي الأخير سنمر لتحديد وعرض متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال

صيدال هي شركة أدوية عمومية جزائرية، تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين، حاليا صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

أولا: نشأة مجمع صيدال وتطوره

تعتبر صيدال نموذجا لمستقبل الصناعة الصيدلانية في الجزائر، وذلك راجع إلى تجربتها التي امتدت على أكثر من ثلاثين سنة أعطتها خبرة مكنتها من القيام بدور فعال على المستوى المحلي، الذي يتجلى هذا من خلال تمكنها من تغطية حوالي 50% من احتياجات ومتطلبات السوق الوطنية¹.

وأنشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش، الدار البيضاء وجسر قسنطينة، كما حول إليها في 1988 مركب المضادات الحيوية للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية.

في سنة 1989 وتبعا لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير.

في سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع.

في سنة 1997 وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاث فروع (فارمال، انتيببوتيكال وبيوتيك).

¹ صونيا الكلاي، مساهمة رسالة المؤسسة في تحقيق الميزة التنافسية في المؤسسات الاقتصادية (دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الأدوية في الجزائر)، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد2، جامعة باتنة 1، 2019، ص51.

الفصل الثالث..... أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال

في سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%. وفي سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأسمال شركة إبييرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة تافكو 38.75% إلى 44.51%.

وفي سنة 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال إبييرال إلى حدود 60%. في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: فارمال، إنتيبوتيكال وبيوتيك¹.

ثانيا: تعريف مجمع صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأس مال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، تم إدراجها في البورصة سنة 1999، 80% من رأس مال صيدال ملك للدولة وال 20% المتبقية ملك للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص².

تجلى نشاطات صيدال فيما يلي³:

- صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستقلاب البشري والبيطري؛
- إنتاج، استيراد، تصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستقلاب؛
- تقديم كل الخدمات المتعلقة بنشاط المؤسسة؛
- النشاطات الترويجية والتسويقية المتعلقة بالمؤسسة؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي لها علاقة بنشاط المؤسسة عن طريق إنشاء فروع جديدة.

¹ محمد فلاق ويوسف أحمد، دور العمل وتأثيره على أداء المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الأدوية، مجلة التنظيم والعمل، العدد 4، 2019، ص 39.

² البشير زيدي ويحيى سعدي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي: دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 9، جامعة الوادي، ص 97.

³ مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، 2013-2014، ص 116.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يمكن توضيح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال بعد إعادة هيكلته في 2014 في الشكل التالي:

الشكل رقم (1.3): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الاستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية (دراسة

حالة مجمع صيدال)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص 157.

أولاً: الإدارة العليا

وهي السلطة العليا في المؤسسة وتتمثل في:¹

1- الرئيس المدير العام: يوجد في أعلى هرم المجمع وهو الذي يباشر عملية تسييره إذ يقوم بإعطاء اللوائح والقرارات إلى المديرين المركزيين كما يقوم بالاجتماع معهم للنظر في التطورات الجارية على مستوى المجمع، كما يجتمع الرئيس والمدير العام بمجلس الإدارة حسب الضرورة الملحة لدراسة المشاكل والحلول المترتبة عن سير المجمع.

2- الأمين العام: يمثل الهيئة الاستشارية التي تتولى مهمة التنسيق والمساعدة في عملية اتخاذ القرارات، تقريبا نفس الصلاحيات للرئيس المدير العام فقط وأن الفرق بينهما هو أن الرئيس المدير العام هو الذي يتأسس مجلس الإدارة للمجمع في كل قراراته أما الأمين العام فيعتبر كمحرك للمجمع لديه صلاحيات خاصة بالتسيير الداخلي للمجمع.

ثانياً: مصانع إنتاج الدواء

هناك 9 مصانع متخصصة في إنتاج الدواء تتمثل في:²

مصنع المدية (أنتيبوتيكال): كان سابقا عبارة عن فرع من فروع المجمع، انطلقت فكرة إنتاج هذا الفرع في 1967، حيث أنجزت الدراسات اللازمة لتنفيذه عام 1975، وبدأت أشغال التنفيذ بالتعاون مع شركة CTIP الإيطالية في نهاية 1987، إلا أن نشاط الإنتاج به كان في بداية عام 1988، وعند إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية وإنشاء مؤسسة صيدال بقي فرع أنتيبوتيكال مرتبطا وتابعا لهذه المؤسسة.

ابتداء من جانفي 2014 أصبح فرع أنتيبوتيكال عبارة عن مصنع يختص في إنتاج المضادات الحيوية البنسيلينية وغير البنسيلينية، مجهز بجميع التجهيزات اللازمة لصناعة الأدوية، ابتداء من الحيازة على المواد الأولية الفعالة إلى غاية تشكيل النوع الصيدلاني للمنتج.³

مصنع الدار البيضاء: ويعتبر هذا المصنع الكائن بالمنطقة الصناعية بالعاصمة منذ 1958 من أقدم المصانع المكونة لفرع " فارمال"، وللوحدة دورا رئيسيا في تنفيذ العديد من عقود الشراكة الموقعة بين المجمع والأطراف الأجنبية لإنتاج الأدوية بصيغة "عقود التصنيع les accords de façonnage".

¹ حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات للمؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2019-2020، ص228.

² فريك يحي، استراتيجية التكامل العمودي في قطاع الصناعة: دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص ص 113-114.

³ محبوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص158.

وينتج هذا المصنع أصنافا صيدلانية متنوعة (أقراص، أشربة، كبسولات، مراهم، أملاح، محاليل للشرب وغيرها)، وتفق قدرته الإنتاجية 40 مليون وحدة بيع لكل الأشكال.

مصنع قسنطينة: ويتخصص في إنتاج الأشكال السائلة من الأشربة والمحاليل لقدرة إنتاجية تصل إلى 05 مليون وحدة بيع.

مصنع عنابة: ويتخصص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص وكبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز 7 مليون وحدة بيع.

مصنع الأنسولين بقسنطينة: ويتخصص بصنع الأنسولين للاستعمال البشري، وهو مجهز بعتاد صناعي متطور يشغله عدد من العمال المؤهلين، وينتج هذا المصنع ثلاثة أصناف من الأنسولين هي: الأنسولين السريع، الأنسولين المركب مزيج 25، والأنسولين أساسي/قاعدي على شكل قارورات حقن. وتصل القدرة الإنتاجية لهذا المصنع إلى 3.5 مليون وحدة بيع.

مصنع شرشال: يقع المصنع بالمنطقة الصناعية واد بلاح بشرشال، ويتربع على مساحة 3120م² ويتكون المصنع من ثلاثة ورشات إنتاج وهي: ورشة الأشربة، ورشة الأقراص، والكبسولات والأكياس، وورشة المحاليل المكثفة.

يحتوي المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والمكروبيولوجية وخصائص السموم.

مصنع باتنة: تختص ورشات هذا المصنع في إنتاج التحاميل، هو أيضا متوقف عن العمل بسبب إعادة تزويده بالمعدات اللازمة وإعادة ترميمه¹.

مصنع جسر قسنطينة: تفوق طاقة إنتاج هذا المصنع 20 مليون وحدة بيع وهو الوحيد على المستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة بتكنولوجيا حديثة جدا. ويتوفر المصنع على خمسة ورشات إنتاج مختصة في صناعة الأنواع الجالونيسية، وهي ورشة التحميلات وورشة الأقراص والملبسات وورشة الأمبولات، وورشة المحاميل المكثفة على شكل أكياس بالإضافة إلى ورشة المحاليل المكثفة على شكل قارورات.

كما يتوفر المصنع أيضا على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والمكروبيولوجية وخصائص السموم إلى جانب التسيير التقني والوثائقي.

ثالثا: الفروع²

¹ محبوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، 159.

² نفس المرجع، ص 160.

يتكون مجمع صيدال من فرعين متخصصين في إنتاج الأدوية على شكل شركات ذات أسهم، كل شركة يسيرها مجلس إدارة مع مراقب حسابات، وهاذين الفرعين هما:

1- فرع سوميديال: يقع هذا الفرع في المنطقة الصناعية واد السمار، سوميديال هو نتاج شراكة بين مجمع صيدال (59%)، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36.45%) وفيناليب (4.55%). يتضمن فرع الإنتاج سوميديال ثلاثة أقسام:

- قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية؛

- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن الفم)؛

- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

2- فرع إبييرال: هو شركة ذات أسهم نابعة عن شراكة بين القطاعين العام/ الخاص بين مجمع صيدال (40%)، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40%) وفلاش الجرائر المتخصصة في المواد الغذائية (40%). تكمن المهام الرئيسية لإبييرال في إنشاء واستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري.

يهدف إبييرال إلى تحقيق ما يلي:

- صناعة الأدوية الجنيصة (حقن وأشكال جافة)؛

- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛

- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

رابعاً: مركز البحث والتطوير

أنشئ في 24 جويلية 1999، مقره بالمحمدية (الحراش)، يتوفر على أحدث المعدات وعلى كفاءة بشرية مؤهلة، يشرف مركز البحث والتطوير على كل ما هو بحث علمي وتطوير للأدوية والتقنيات الصيدلانية والتحكم بعمق في تغيرات السوق، كما يساهم في عملية التطوير من أجل الوصول إلى ابتكار صيدلاني¹.

خامساً: الوحدات التجارية

يتكون المجمع الصيدلاني " صيدال " من ثلاث وحدات تجارية هي²:

-الوحدة التجارية بالوسط ucc: أنشأت سنة 1996 بهدف تخزين وتوزيع كل منتجات مجمع صيدال، ولضمان خدمة جيدة للعملاء (أكثر من 300 بين القطاع العام والخاص) وتهتم بالعمليات التجارية والتوزيع.

¹ مريم قلال، مرجع سبق ذكره، ص 126.

² حسن بوزناق، مرجع سبق ذكره، ص 235.

-الوحدة التجارية للشرق uce: تم إنشاؤها في 1999 ب 50 عاملا، مقرها باتنة.

-الوحدة التجارية بالغرب uco: تم إنشاؤها في سنة 2000 ب 40 عاملا، مقرها وهران.

سادسا: المديريات

وتتمثل فيما يلي¹:

- 1- **مديرية التحليل والمراجعة:** وتتمثل مهام المديرية في القيام بالتقارير عن المبيعات والإنتاج والمخزون بالكمية والقيمة وإعداد تقارير التسيير بالإضافة إلى تحريك الإجراءات المتعلقة بالمخطط السنوي.
- 2- **المديرية المركزية للموارد البشرية:** حيث تتولى وضع سياسة الموارد البشرية للمجمع وفروعه، والاهتمام بالإجراءات الخاصة بالأفراد والتكوين.
- 3- **مديرية المحفظة والاستراتيجية المالية:** تقوم هذه المديرية بإعداد السياسات المالية للمجمع وعرضها على اللجنة الاستراتيجية وتحريك الإجراء المالي إلى جانب التركيز على جدول حسابات النتائج التقديري ومخطط تمويل مركز البحث والتطوير.
- 4- **المديرية المركزية للتنظيم والإعلام:** تهتم هذه المديرية بوضع إدارة نظام المعلومات وتحديد السياسات المعلوماتية للمجمع، بالإضافة إلى ضمان كفاءة مخطط التسيير.
- 5- **مديرية التسويق والإعلام الطبي:** وهي التي تتولى مهام التسويق بالدرجة الأولى ثم الإعلام الطبي، وتوجيه المجمع في سياسته الإنتاجية والبيعية، وإنشاء شبكة للمندوبين عبر كامل التراب الوطني.
- 6- **المديرية المركزية للوقاية الصناعية:** تتولى بالاهتمام بضمان وتطبيق كل سياسات المجمع المتعلقة بالأمن الداخلي الصناعي والبيئي.
- 7- **مديرية الشراكة والتنمية الصناعية:** وهي التي تتولى مهمة تطوير أساليب الإنتاج وترقية الشراكة مع المخابر العالمية من أجل الوصول إلى الأهداف المسطرة.

¹ مريم قلال، مرجع سبق ذكره، ص ص 121-122.

8- مديرية المشاريع الجديدة: تتكفل هذه المديرية بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة، بالإضافة إلى وضع الخطط لتأهيل مصانع الإنتاج مع متابعة عمليات إنجاز المشاريع وتقييمها¹.

المطلب الثالث: مهام وأهداف مجمع صيدال

أولاً: مهام مجمع صيدال

من أهم المهام التي يقوم بها مجمع صيدال نجد²:

- إنتاج الأدوية ذات الاستعمال البشري، إضافة إلى المواد الأولية المختلفة المستخدمة في الإنتاج الصيدلاني؛
 - البحث والتطوير في المجال الطبي وصناعة المستحضرات الدوائية؛
 - التسويق للمنتجات الصيدلانية والكيميائية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو منتجات تامة الصنع؛
 - العمل على تلبية احتياجات السوق الوطني للأدوية بمختلف ما يحتاجه.
- وبالإضافة إلى هذه المهام توجد مهام أخرى يقوم بها المجمع تتمثل في الآتي³:
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف؛
 - عبور ونقل السلع؛
 - صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية؛
 - تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب Façonnage والتحليل).

ثانياً: أهداف مجمع صيدال

قام المجمع بوضع مجموعة من الأهداف وهي على النحو التالي⁴:

- توسيع وتنويع تشكيلة المنتجات الدوائية لتلبية لاحتياجات السوق الوطنية المتزايدة سنويا وذلك بإنشاء خطوط ووحدات جديدة؛

¹ محبوب فاطمة، مرجع سبق ذكره، ص162.

² حسن بوزناق، مرجع سبق ذكره، ص223.

³ نجاري جيلالي، ملتقى وطني حول تنمية الصناعة الدوائية من خلال مؤسسة صيدال، شرشال، 1999، ص6.

⁴ مريم قلال، مرجع سبق ذكره، ص ص 117-118.

الفصل الثالث..... أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال

- التركيز على دعم وتطوير التكنولوجيا واكتساب الخبرة التطبيقية والتكوين الدائم وتطوير البحث العلمي ووسائل الإنتاج وعصرنة الإدارة وتنظيم العمل؛
- تعزيز مردودية المجمع لضمان ديمومته والوفاء بالتزاماته اتجاه المساهمين، والرفع من حصته في السوق الوطنية فضلا عن دخول الأسواق الأجنبية بهدف تطوير الأداء الاقتصادي والمالي؛
- تحقيق الأمن الدوائي " Assurance médicales "؛
- ضمان موقع فعال على المستوى الوطني والإقليمي وكذا اختراق السوق العالمية؛
- الإنتاج، الاستيراد، التصدير، وتسويق المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية موجهة للاستغلال البشري والبيطري؛
- تقديم أدوية منافسة من حيث الجودة والسعر، وترقية نشاطاته بما فيها التسويق وضمان الجودة؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية والتجارية والتي يمكن ربطها بهدف المجمع عن طريق إنشاء منظمات جديدة أو فروع لخلق مناصب الشغل؛
- تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية سواء عن طريق عقود شراكة أو اتفاقيات التصنيع؛
- التركيز على الاستفادة من البحث العلمي، بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحوث الأجنبية، بالإضافة إلى الحد من حجم الواردات في مجال المنتجات الصيدلانية من خلال توسيع حجم الاستثمارات وترقيتها؛
- الحفاظ والرفع من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع الذي يضمن له الدخول إلى الأسواق الخارجية والبحث الدائم على النمو الاقتصادي والمالي؛
- الأخذ في الاعتبار انشغالات الصحة العمومية الوطنية.

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال

بعدما تم التطرق إلى تقديم مجمع صيدال، سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال باستخدام المنهج الإحصائي، حيث نهدف من خلال هذا المبحث إلى عرض وتحليل النتائج المتوصل إليها والتي تسعى نحو تفسير العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي.

ولقد قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، يتمثل المطلب الأول في عرض عينة ومتغيرات الدراسة، بينما يتناول المطلب الثاني الأسلوب المنهجي المعتمد في الدراسة، وفي الأخير نتطرق إلى عرض وتحليل النتائج المتوصل إليها.

المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة

يتناول هذا المطلب تحديد لعينة الدراسة وعرض المتغيرات التي تم اختيارها من خلال الدراسات السابقة.

أولاً: عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في مؤسسة الصناعات الدوائية والمتمثلة في مجمع صيدال، حيث تم اختيار الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020 من أجل القيام بهذه الدراسة.

ثانياً: متغيرات الدراسة

يتضمن هذا الجزء عرض وتحديد لمتغيرات الدراسة.

1- تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة والتي يفترض أن يكون لها تأثير على الأداء المالي للمؤسسة.

أ- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الأداء المالي، وقد اعتمدت الدراسات السابقة في قياسه على مؤشرات

مختلفة من بينها: العائد على الأصول والذي تم اعتماده من طرف عبد الرحمان محمد سليمان رشوان (2018)، دراسة حجاج نفيسة (2017) ودراسة مرسلي نزيهة (2018)، والعائد على الأموال الخاصة والذي اعتمده دراسة خالد مسعد وعائشة بلحشر (2021)، دراسة أنس مصلح ذياب الطروانة (2015) ، ودراسة عبد الباقي بضياف و بوبكر شماخي و عائشة بخالد (2018)، بالإضافة إلى معيار القيمة السوقية التي اعتمدت عليه دراسة سماح عفيف عاشور الفار (2018).

وقد اعتمدنا في دراستنا على العائد على الأموال الخاصة لقياس الأداء المالي للمجمع والذي يتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{العائد على الأموال الخاصة (ROE) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة}$$

ب - المتغير المستقل:

يتمثل المتغير المستقل للدراسة في الهيكل المالي وقد اعتمدت الدراسات السابقة في تقييمه على مؤشرات

عديدة من بينها: الاستدانة والتي تم اعتمادها في دراسة شرابي باية كنزة (2014)، دراسة بكاري بلخير

وضيف أيوب (2014) و دراسة مصطفى عبد الله أحمد القضاة (2015)، والرفع المالي الذي اعتمده نبيلة سهيلية وجبار بوكثير (2017) ، دراسة سليم مجلخ ووليد بشيشي (2019)، ودراسة محمودي مليك ونوي نور الدين (2016)، وقد اعتمدنا في دراستنا على كل من الرفع المالي ونسبة الاستدانة قصيرة وطويلة الأجل. ويتم حسابهم كما يلي:

الرفع المالي (DFL) = إجمالي الديون / الأموال الخاصة

نسبة الاستدانة قصيرة الأجل (TDC) = الديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول

نسبة الاستدانة طويلة الأجل (TDLM) = الديون طويلة الأجل / مجموع الأصول

ج - المتغيرات الضابطة:

تتمثل المتغيرات الضابطة في مجموعة العوامل المؤثرة على الأداء المالي نذكر منها:

• حجم المؤسسة

هذا المقياس يظهر مدى حجم الشركة من خلال قيمة إجمالي المبيعات، توجد العديد من الدراسات التي اعتمدت على مقياس الحجم، من أبرزها دراسة إسلام عبد الجواد وكامل عاطف عبد ربه (2019)، دراسة سعيدة حمادي وبلال شيخي (2020)، ودراسة مصطفى عبد الله أحمد القضاة (2015).

ويحسب في دراستنا وفق العلاقة التالية:

حجم المؤسسة (SIZE) = اللوغاريتم النيبيري للمبيعات

• الإنتاجية

وتعرف بأنها مقياس لقدرة المؤسسات على تحقيق المخرجات من المدخلات، تم اعتمادها في دراسة سماح عفيف عاشور الفار (2018) ودراسة مصطفى عبد الله أحمد القضاة (2015).

ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

الإنتاجية (PRO) = صافي المبيعات / إجمالي الأصول

• معدل نمو المبيعات

الفصل الثالث..... أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال

يقيس معدل نمو المبيعات قدرة الشركة على تحقيق إيرادات من خلال المبيعات خلال فترة محددة، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل نمو المبيعات (CROI) = (صافي المبيعات في السنة ن - صافي المبيعات في السنة ن - 1) / صافي المبيعات في السنة ن - 1}$$

ولقد تم الاعتماد عليه في دراسة سماح عفيف عاشور الفار (2018) ، و Nikolaus (2015).

2- عرض متغيرات الدراسة

اعتمدنا على الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB).

جدول رقم (1.3): متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020

المتغيرات / السنوات	ROE	TDLM	TDC	DFL	SIZE	PRO	CROI
2011	0.149359	0.210492	0.283770	0.097702	23.326271	0.495061	0.079460
2012	0.133262	0.211231	0.297564	1.035814	23.354798	0.462842	0.028937
2013	0.158710	0.166387	0.277177	0.797157	23.162289	0.380797	-0.175113
2014	0.084007	0.268735	0.174381	0.779750	23.004527	0.309899	-0.145946
2015	0.055888	0.222605	0.191345	0.706342	23.024254	0.285896	0.019922
2016	0.054950	0.245680	0.162302	0.689139	23.047946	0.220377	0.023975
2017	0.049273	0.275641	0.146292	0.7299067	23.052093	0.212461	0.004155
2018	0.059314	0.327771	0.171995	0.999066	23.057114	0.260713	0.005034
2019	0.036439	0.308271	0.153167	0.856799	22.963204	0.232297	-0.089636
2020	0.008542	0.296281	0.157247	0.829924	23.006660	0.241103	0.044414

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المعتمد في الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتحديد الأسلوب المنهجي المعتمد في دراستنا من خلال تقديم النموذج الإحصائي المعتمد والاختبارات الإحصائية.

أولاً: النموذج الإحصائي المعتمد

سيتم دراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد وذلك بهدف إيجاد العلاقة بين المتغيرات المفسرة X_1, X_2, \dots, X_k ، والمتغير التابع Y_i ، والحد العشوائي ε ويعبر عن هذه العلاقة بالنسبة لـ n من المشاهدات و k من المتغيرات المفسرة بالصيغة التالية¹:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_{1i} + \beta_2 \cdot X_{2i} \dots \dots \dots \beta_k \cdot X_{ki} + U_i$$

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

U_i : المتغير العشوائي، وهو يتضمن المتغيرات الأخرى و خطأ التقدير؛

B_0 : ثابت المعادلة؛

B_k : المعاملات الجزئية للانحدار.

وفي ضوء صياغة افتراضات محددة عن إشارة وقيمة المعامل وتحديد طريقة القياس المناسبة نكون قد انتهينا من مرحلة صياغة النموذج لننتقل إلى المرحلة الثانية.

ثانياً: الاختبارات الإحصائية المستعملة

1- اختبار فيشر (F-statistic)²

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_K

على المتغير التابع Y ، ويعتمد اختبار فيشر على نوعين من الفروض:

¹ حسام علي داوود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص156.

² حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 168-169.

فرضية العدم H_0 : وتتص على انعدام العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_K) وبين المتغير التابع Y ، أي:

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

$$F = \frac{(R^2 / K)}{(1 - R^2) / (n - k - 1)}$$

وبعد احتساب قيمة F تقارن بين قيمتها الجدولية بدرجة حرية (K) و $(n - k - 1)$ للبسط والمقام ولمستوى معنوية معين. فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية ترفض H_0 وتقبل H_1 أي أن العلاقة المدروسة معنوية، وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات X_K ذو تأثير في Y . أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H_0 أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

2- معامل التحديد

معامل التحديد (R^2) هو تربيع لمعامل الارتباط، وهو معامل ذو دلالة إحصائية وقياسية مهمة جداً. حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع¹.

تكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 أي $(0 < R^2 < 1)$ فإذا كان²:

- $R^2 = 1$: توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل؛
- $R^2 = 0$: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل؛
- $0 < R^2 < 1$: وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.

¹ وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح شلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 77.

² جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية، الجزائر، 2007، ص 82.

3- اختبار معنوية المعالم (T)¹

يستخدم اختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y في

نموذج الانحدار المتعدد، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفروض هما:

$$\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0 \quad \text{فرضية العدم } H_0:$$

$$\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة } H_1:$$

وبعد حساب قيمة (T) تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر.

4- اختبار Breusch-Goldfrey²

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج والذي يسمح بوجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد.

نموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة p يكتب على الشكل التالي:

$$\varepsilon_t = \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + \varepsilon_t$$

وهناك ثلاث خطوات لإجراء هذا الاختبار وهي:

أ- تقدير النموذج العام بطريقة المربعات الصغرى ثم حساب البواقي ε_t

ب- تقدير المعادلة الوسطية التالية:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k + \rho_1 \varepsilon_{t-1} + \rho_2 \varepsilon_{t-2} + \dots + \rho_p \varepsilon_{t-p} + \mu$$

ت- حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 .

فرضية استقلالية الأخطاء H_0 التي يجب اختبارها هي:

$$H_0: \rho_1 = \rho_2 = \dots = \rho_p = 0$$

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 161

² شخفي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 100.

الإحصائية $LM = (n-p) \times R^2$ تتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية p . إذا كان $(n-p) \times R^2$ أكبر من $\chi^2(p)$ القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بنسبة معنوية α ، فإننا نرفض H_0 فرضية استقلالية الأخطاء.

5- اختبار عدم تجانس التباين (ARCH)¹

يكون التباين الشرطي للأخطاء متجانسا إذا تحققت الفرضية $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0$. عكس ذلك إذا كانت المعاملات α_i لا تتعدم كلها، فهذا يعني أن التباين الشرطي للأخطاء غير ثابت والأخطاء العشوائية تتبع نموذج $ARCH(p)$ التي ينبغي تحديد درجته p .

يرتكز هذا الاختبار إما على اختبار فيشر الكلاسيكي أو اختبار مضاعف لاغرانج LM . ولتطبيق هذا الاختبار لابد أولاً من حساب بواقي تقدير النموذج العام الكلاسيكي أو نموذج $ARMA$ ، $\hat{\epsilon}_t$ ثم حساب مربعات البواقي $\hat{\epsilon}_t^2$ وبعد ذلك القيام بتقدير انحدار $\hat{\epsilon}_t^2$ على مربعات البواقي في الفترات السابقة، نحسب معامل التحديد R^2 ليم بعد ذلك حساب إحصائية مضاعف لاغرانج $LM = T \times R^2$ (مع T عدد المشاهدات) الذي يخضع لتوزيع χ^2 بدرجة حرية p ونسبة معنوية α .

إذا كان $LM > \chi^2_\alpha(p)$ نرفض الفرضية H_0 نعتبر أنه يمكن قبول $ARCH(p)$.

المطلب الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة

أولاً: تحليل مصفوفة الارتباط

سنقوم في البداية بدراسة علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة وذلك بغرض تقديم صورة مبدئية عن وجود علاقة تأثير بين هذه المتغيرات.

ويوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة المفسرة منها

(ROE) والمتغير التابع (TDC, TDLM, DFL, SIZE, PRO, CROI, LIQ).

¹ شيخي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 320.

الجدول رقم (2.3): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

	ROE	DFL	TDLM	TDC	SIZE	PRO	CROI
ROE	1.000000	-0.325651	-0.802309	0.925698	0.824470	0.888700	-0.206224
DFL	-0.325651	1.000000	0.351812	-0.256199	-0.314908	-0.385833	-0.317258
TDLM	-0.802309	0.351812	1.000000	-0.799396	-0.642927	-0.687329	0.127663
TDC	0.925698	-0.256199	-0.799396	1.000000	0.917947	0.955885	0.018949
SIZE	0.824470	-0.314908	-0.642927	0.917947	1.000000	0.916833	0.315381
PRO	0.888700	-0.385833	-0.687329	0.955885	0.916833	1.000000	0.093975
CROI	-0.206242	-0.317258	0.127663	0.018949	0.315381	0.093975	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج *Eviews10*.

نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم والتي تضم كل من المتغير التابع *ROE* والمتغيرات المستقلة *DFL, TDLM, TDC* بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة (*SIZE, PRO, CROI*)، حيث نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع (*ROE*) العائد على الأموال الخاصة والمتغيرات الأخرى كانت كما يلي:

- معامل الارتباط بين العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) والرفع المالي (*DFL*) تقدر بـ -32.56% وهذا يعني وجود علاقة عكسية ضعيفة نسبياً بين المتغيرين؛
 - وجود علاقة عكسية وقوية بين معدل العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) ونسبة الاستدانة طويلة الأجل تقدر بـ -80.23% ؛
 - معامل الارتباط بين معدل العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) ونسبة الاستدانة قصيرة الأجل (*TDC*) يقدر بـ 92.56% ، ما يدل على وجود علاقة طردية وقوية بين المتغيرين؛
- أما فيما يتعلق بعلاقة العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) مع المتغيرات الأخرى فنجد:
- الحجم (*SIZE*) له علاقة طردية قوية مع معدل العائد على الأموال الخاصة تقدر بـ 82.44% ؛
 - وجود علاقة طردية وقوية بين الإنتاجية (*PRO*) ومعدل العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) تقدر بـ 88.87% ؛
 - فيما يتعلق بمعدل نمو المبيعات (*CROI*)، توجد علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بينه وبين معدل العائد على الأموال الخاصة (*ROE*) تقدر بـ -20.62% ؛
- بالنسبة لمعامل الارتباط بين المتغيرات المفسرة فقد أخذت عدة قيم نذكر منها:

- بلغ معامل الارتباط بين الرفع المالي (*DFL*) ومعدل الاستدانة طويل الأجل (*TDLM*) 35.18% ، وهو ما يدل على وجود علاقة طردية ضعيفة بين المتغيرين، بينما بلغ معامل الارتباط بين الرفع المالي (*DFL*) وكل من نسبة الاستدانة قصير الأجل (*TDC*)، الحجم (*SIZE*)، الإنتاجية (*PRO*) ومعدل نمو المبيعات (*CROI*) -25.61% ، -31.49% ، -38.58% ، -31.72% على التوالي، وهو ما يدل على وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وباقي المتغيرات؛
- ارتباط طردي قوي جدا بين الحجم (*SIZE*) والإنتاجية (*PRO*) قدر ب 91.68% ؛
- علاقة عكسية قوية بين نسبة الاستدانة طويل الاجل (*TDLM*) والإنتاجية (*PRO*) قدرت ب 68.73% ؛
- علاقة طردية ضعيفة جدا بين معدل نمو المبيعات (*CROI*) والإنتاجية (*PRO*) قدرت ب 9.39% .

ثانيا: تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد

من خلال نتائج برنامج (*Eviews10*) سنقوم في هذا الجزء من المطب بعرض نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد وتقدير معاملات الدراسة ثم تفسير هذه النتائج.

1- تقدير النموذج قبل التعديل

بعد ادخال جميع البيانات الى برنامج (*Eviews10*) والمتمثلة في كل من المتغيرات المفسرة والمتغير التابع المقاس بالعائد على الأموال الخاصة (*ROE*)، ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لهذه المتغيرات كما يلي:

الجدول رقم (3.3): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل

Dependent Variable: ROE
Method: Least Squares
Date: 06/12/22 Time: 14:20
Sample: 2011 2020
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-6.065141	3.491060	-1.737335	0.1807
DFL	-0.043483	0.033089	-1.314114	0.2803
TDLM	-0.031517	0.259337	-0.121527	0.9110
TDC	0.317973	0.639005	0.497607	0.6529
CROI	-0.290273	0.097528	-2.976300	0.0588
PRO	-0.091741	0.274599	-0.334090	0.7603
SIZE	0.265942	0.154636	1.719788	0.1840
R-squared	0.968491	Mean dependent var		0.078974
Adjusted R-squared	0.905472	S.D. dependent var		0.051026
S.E. of regression	0.015688	Akaike info criterion		-5.275788
Sum squared resid	0.000738	Schwarz criterion		-5.063979
Log likelihood	33.37894	Hannan-Quinn criter.		-5.508143
F-statistic	15.36834	Durbin-Watson stat		1.745600
Prob(F-statistic)	0.023555			

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج *Eviews10*

من خلال الجدول رقم (3.3) يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$ROE = - 6.065141 - 0.043483DFL - 0.031517TDLM + 0.317973TDC - 0.290273CROI - 0.091741PRO + 0.265942SIZE.$$

• اختبار جودة النموذج قبل التعديل:

يعتمد اختبار النموذج على معامل التحديد *R-Squared* والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المفسرة بحيث يجب أن تكون النسبة أكبر ما يمكن من أجل معرفة قبول النموذج الكلي، ومن خلال النتائج التي توصلنا إليها في الجدول أعلاه نلاحظ أن $R^2 = 0.968491$ ، وهو ما يدل على أن جودة النموذج لا بأس بها ، وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر %96.84 من التغير الحاصل في المتغير التابع للدراسة والمتمثل في العائد على الأموال الخاصة (الأداء المالي) لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية وهي %3.16 فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

• اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل:

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:

الجدول رقم (4.3): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال Prob	القيمة الإحصائية Student(T)
DFL	0.2803	-1.314114
TDLM	0.9110	-0.121527
TDC	0.6529	0.497607
CROI	0.0588	-2.976300
PRO	0.7603	-0.334090
SIZE	0.1840	1.719788

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

قيمة الاحتمال prob لكل المتغيرات (DFL,TDLM,TDC,CROI,PRO,SIZE) أكبر من مستوى المعنوية 5%؛

قيمة إحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة للمتغيرات

(DFL,TDLM,TDC,CROI,PRO,SIZE) أقل من T الجدولية (T_c)، والتي تساوي $T_c = 3.1824$

عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أن كل المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية، وبالتالي نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 .

ومن أجل الحصول على نموذج أفضل ارتأينا إلى إجراء تعديلات على النموذج الأول من خلال استبعاد

المتغيرات التي لها أكبر قيمة احتمال ($Prob$) مكنتنا من الوصول الى نماذج أخرى كالتالي:

الجدول رقم (5.3): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال (Prob)	القيمة الإحصائية (T) Student
1	TDLM	Prob= 0.9110	$T_{obs} = -0.121527$
2	PRO	Prob= 0.7603	$T_{obs} = -0.334090$
3	SIZE	Prob= 0.1840	$T_{obs} = 1.719788$

المصدر: من إعداد الطالبتين

من الجدول السابق نلاحظ:

- قيمة الاحتمال (Prob) الخاصة بنسبة الاستدانة طويلة الأجل (TDLM) في النموذج الأول بلغت 0.9110 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، أما القيمة الإحصائية *Student* المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0.121527 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c = 2.7765$ ، مما يدل على عدم معنوية العلاقة بين معدل نمو الاستدانة طويل الأجل (TDLM) والأداء المالي (ممثلاً بمعدل العائد على الأموال الخاصة)، ولذلك قمنا باستبعاد المتغير الذي له أكبر قيمة احتمالية في النموذج الأول.
- بلغت قيمة الاحتمال (Prob) في النموذج الثاني للمتغير (PRO) الذي يمثل الإنتاجية 0.7603 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت إحصائية *Student* المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0.334090 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c = 2.5706$ وعليه فإن المتغير ليس لديه معنوية بمعنى أن الإنتاجية (PRO) لا تفسر التغيرات التي تحصل في الأداء المالي لمجمع صيدال، ولهذا قمنا باستبعادها من النموذج الثاني من أجل الوصول إلى النموذج الثالث.
- في النموذج الثالث بلغت القيمة الاحتمالية Prob للحجم (SIZE) 0.1840 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت إحصائية *Student* المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 1.719788 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c = 2.4469$ وهذا ما يعني أن هذا المتغير ليس له معنوية إحصائية وبالتالي فهو لا يفسر التغيرات التي تحصل في الأداء المالي لمجمع صيدال، وبالتالي قمنا بإزالته من النموذج الثالث ما أدى إلى الحصول على النموذج الرابع.

2 - تقدير النموذج بعد التعديل

بعد تعديل النموذج الأولي باستخدام برنامج Eviews10، ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة على النحو التالي:

الجدول رقم (6.3): نتائج الانحدار المتعدد بعد التعديل

Dependent Variable: ROE
Method: Least Squares
Date: 06/12/22 Time: 13:17
Sample: 2011 2020
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.047707	0.027947	-1.707028	0.1387
DFL	-0.037540	0.022209	-1.690290	0.1419
TDC	0.751582	0.090479	8.306690	0.0002
CROI	-0.168721	0.064556	-2.613558	0.0399
R-squared	0.937009	Mean dependent var		0.078974
Adjusted R-squared	0.905513	S.D. dependent var		0.051026
S.E. of regression	0.015685	Akaike info criterion		-5.183075
Sum squared resid	0.001476	Schwarz criterion		-5.062041
Log likelihood	29.91538	Hannan-Quinn criter.		-5.315850
F-statistic	29.75047	Durbin-Watson stat		1.183821
Prob(F-statistic)	0.000534			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$ROE = -0.047707C - 0.037540DFL + 0.751582TDC - 0.168721CROI$$

بعد الحصول على نتائج النموذج الجديد باستبعاد بعض المتغيرات المذكورة سابقاً سنقوم باختبارات

إحصائية لهذا النموذج بغية معرفة قدرته التفسيرية والاعتماد عليها

أ- اختبار جودة النموذج

نلاحظ من خلال نتائج الجدول السابق أن معامل التحديد للنموذج قدر ب $R^2=0.937009$ ، وهو ما

يدل على جودة النموذج، وبالتالي فإن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج (DFL, TDC, CROI) تفسر

93.70% من التغير الحاصل في الأداء المالي لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية 6.30% فتعود إلى

متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

ب- اختبار معنوية معاملات الانحدار

وقد قدرت نتائج معاملات الانحدار للنموذج النهائي كما يلي:

الجدول رقم (7.3): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (prob)	القيمة الإحصائية Student
DFL	PRO=0.1419	$T_{obs}=-1.690290$
TDC	PRO=0.0002	$T_{obs}=8.306690$
CROI	PRO=0.0399	$T_{obs}=-2.613558$

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews10.

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أن:

- قيمة الاحتمال prob بالنسبة لكل من المتغيرات (TDC, CROI) هي أقل من مستوى المعنوية 5%؛

- قيمة الإحصائية student المحسوبة بالقيم المطلقة T_{obs} في النموذج الرابع لكل المتغيرات

المفسرة (DFL, TDC, CROI) هي أكبر من T الجدولية التي قدرت ب $T_c=2.4469$ عند مستوى المعنوية

0.05%، ومنه نستنتج أن المتغيرات في النموذج الرابع (DFL, TDC, CROI) هي متغيرات ذات

معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 .

ج- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بمقارنة القيمة الإحصائية Fisher الجدولية $F(K, n-k)$

أي (4.6) F بقيمة Fisher المحتسبة.

من خلال نتائج الجدول رقم (6.3) نلاحظ أن قيمة Fisher المحتسبة بلغت $F_{OBS}=29.75047$ وهي

أكبر تماما من القيمة الجدولية التي قدرت ب $F(4.6)=4.534$ عند مستوى المعنوية 5%.

كما أن القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية (F-statistic) prob قدرت ب 0.000534 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

وعليه فإن النموذج لديه معنوية كلية، والعالم المقدر له تختلف تماما عن الصفر، وبناء عليه تم قبول الفرضية H_1 رفض الفرضية H_0 .

د- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء "Breush-Godfrey"

الجدول رقم (8.3): نتائج اختبار Breush-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.127493	Prob. F(2,4)	0.4089
Obs*R-squared	3.605102	Prob. Chi-Square(2)	0.1649

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews10.

نلاحظ من الجدول رقم (8.3) أن القيمة الاحتمالية F-stat و Prob.chi-square والمساوية ل(0.4089,0.1649) على التوالي أكبر من 0.05 أي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

وبما أن قيمة nR^2 المناظرة والتي تساوي (3.605102) أكبر تمام من 0.05 ومنه نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي المتأخرة.

هـ- اختبار عدم تجانس تباين الأخطاء

للكشف عن وجود تجانس تباين الأخطاء نستعمل ARCH

الجدول رقم (9.3): نتائج اختبار ARCH للانحدار الخطي المتعدد

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	7.797268	Prob. F(1,7)	0.0268
Obs*R-squared	4.742457	Prob. Chi-Square(1)	0.0294

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews10.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (9.3) أن القيمة الاحتمالية Prob.Chi-square والمساوية (0.0294) أقل من 0.05 أي نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 وبالتالي يوجد مشكل تجانس تباين الأخطاء.

و- تصحيح تجانس تباين الأخطاء

لاحظنا من خلال النتائج المتمثلة في الجدول رقم (8.3) والجدول رقم (9.3) أنه ليس هناك مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء بينما يوجد مشكل تجانس التباين، وهذا يعني أنه يمكن تصحيح النموذج من خلال استعمال طريقة Huber-white التي تعمل على معالجة مشكلة تجانس التباين للأخطاء. والجدول الموالي يوضح نتائج النموذج النهائي بعد التصحيح.

الجدول رقم (10.3): نتائج النموذج النهائي للدراسة المصحح

Dependent Variable: ROE
Method: Least Squares
Date: 06/13/22 Time: 10:33
Sample: 2011 2020
Included observations: 10
White-Hinkley (HC1) heteroskedasticity consistent standard errors and Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.047707	0.017252	-2.765222	0.0326
DFL	-0.037540	0.011983	-3.132750	0.0203
TDC	0.751582	0.062293	12.06521	0.0000
CROI	-0.168721	0.048028	-3.512983	0.0126
R-squared	0.937009	Mean dependent var		0.078974
Adjusted R-squared	0.905513	S.D. dependent var		0.051026
S.E. of regression	0.015685	Akaike info criterion		-5.183075
Sum squared resid	0.001476	Schwarz criterion		-5.062041
Log likelihood	29.91538	Hannan-Quinn criter.		-5.315850
F-statistic	29.75047	Durbin-Watson stat		1.183821
Prob(F-statistic)	0.000534	Wald F-statistic		51.25598
Prob(Wald F-statistic)	0.000114			

تفسير نتائج الدراسة:

من خلال تحليل الارتباط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد التي تناولناها من خلال برنامج Eviews10، توصلت نتائج الدراسة أن المتغيرات المفسرة (الرفع المالي، نسبة الاستدانة قصيرة الأجل، معدل نمو المبيعات) تؤثر على الأداء المالي الممثل بالعائد على الأموال الخاصة لمجمع صيدال، حيث تفسر هذه المتغيرات 93.70% أما النسبة المتبقية 6.3% فتفسرها عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج، في حين تشير نتائج متغيرات النموذج إلى النتائج التالية:

بينت نتائج النموذج النهائي للدراسة أن الرفع المالي لمجمع صيدال يؤثر سلبا على الأداء المالي، بحيث تؤدي زيادة الرفع المالي بوحدة واحدة إلى انخفاض معدل العائد على الأموال الخاصة إلى (0.037540) وحدة. يفسر هذا بسبب زيادة تكلفة التمويل "المصاريف المالية"، وهذا راجع للمبالغة في استخدام الرفع المالي من طرف المجمع، إذ أن التوسع في الرفع المالي يعتمد على قدرة إدارة الشركة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية وبالتالي فإن العائد على الأموال المقترضة في المجمع كان أقل من تكلفة الاقتراض مما ترتب عليه انخفاض في معدل العائد على الأموال الخاصة وهذا ما أثر سلبا على الأداء المالي للمجمع. وبالتالي نثبت صحة الفرضية الأولى: " يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الرفع المالي على الأداء المالي".

وهذا ما يتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (النجار، 2013)، دراسة (Dumont & Svensson.2014) ودراسة (بقباقي والجوزي، 2021) إلا أنها تتعارض مع دراسة (القضاة، 2015).

- أثرت نسبة الاستدانة قصيرة الأجل بشكل إيجابي على الأداء المالي للمجمع، حيث كلما زادت نسبة الاستدانة قصيرة الأجل بوحدة واحدة يزيد الأداء المالي ب (0.751582) وحدة، مما يعني وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل والأداء المالي لمجمع صيدال، فاستثمار القروض بكفاءة عالية يعكس صورة الأداء الجيد الذي حققته إدارة المؤسسة من خلال قراراتها السليمة المتعلقة بالاستثمار أو بهيكل التمويل، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن استخدام الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر من الديون طويلة ومتوسطة الأجل من آليات تخفيض تكاليف الوكالة وهذا ما يتوافق مع ما نصت عليه نظرية موديجلياني وميلر (في ظل وجود الضرائب) بحيث تحقق المؤسسة من القروض وفورات ضريبية مع انخفاض في تكلفة رأس المال مع كل زيادة في نسبة الاستدانة وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية ما ينعكس إيجابا على أدائها المالي. وبالتالي فإننا نثبت صحة الفرضية الثانية: " يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة قصيرة الأجل على الأداء المالي".

وتتوافق هذه النتيجة مع دراسة (القضاة، 2015) غير أنها تتعارض مع دراسة (قراش، 2014).

- كما أثبتت النتائج المتوصل إليها في النموذج النهائي أنه توجد علاقة عكسية بين معدل نمو المبيعات لمجمع صيدال وأدائه المالي، حيث أن ارتفاع معدل نمو المبيعات بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي للمجمع ب (0.168721) وحدة، وهذه النتيجة تعتبر غير منطقية فزيادة معدل نمو المبيعات يؤدي إلى زيادة هامش صافي الربح ما يعمل على تحسين السيولة في المؤسسة الأمر الذي يخفض من ضغوط السيولة بشكل أوسع وبالتالي تمكينها من تحقيق عوائد أكبر، أي أن زيادة معدل نمو المبيعات يؤثر إيجاباً على الأداء المالي.

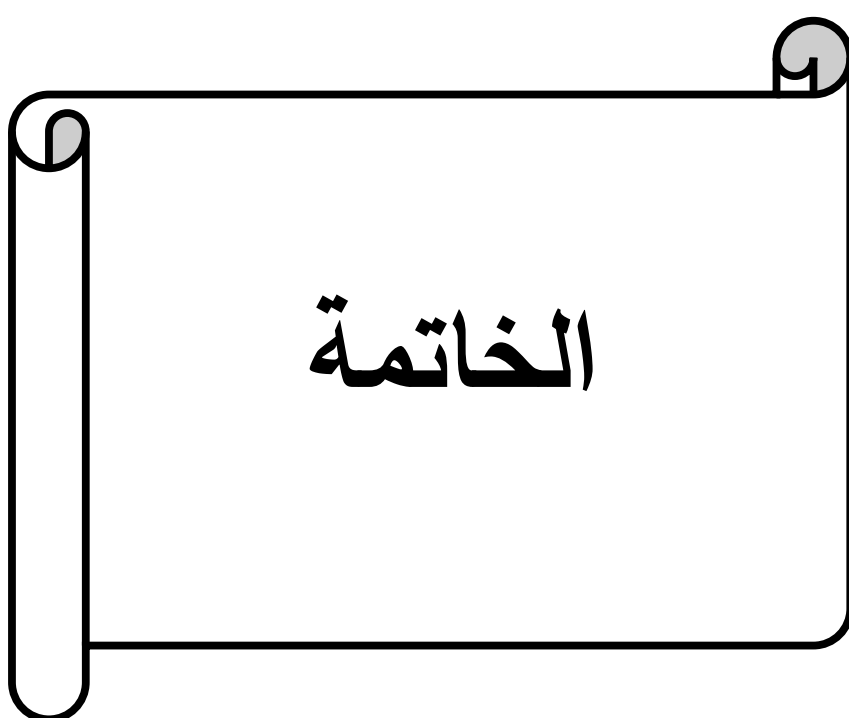
وهو ما يتوافق مع دراسة (الفار، 2018) ويتعارض مع دراسة (Nikolaus, 2015).

- وقد بينت النتائج أن نسبة الاستدانة طويلة الأجل (TDLM) ليس لها أثر على الأداء المالي لمجمع صيدال، وبالتالي فإننا نرفض صحة الفرضية الثالثة: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة طويلة الأجل على الأداء المالي"

- كما بينت نتائج النموذج النهائي أن الإنتاجية (PRO) والحجم (SIZE) لا يفسران التغير في الأداء المالي لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة ولهذا تم حذفهما من النموذج النهائي.

خلاصة:

تم في هذا الفصل القيام بدراسة قياسية تحليلية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 إلى 2020، ومن أجل ذلك قمنا بالاعتماد على معدل العائد على الأموال الخاصة كمتغير تابع، في حين أن المتغير المستقل ممثلاً بالرفع المالي، نسبة الاستدانة طويلة الأجل ونسبة الاستدانة قصيرة الأجل، إضافة إلى عدد من المتغيرات الضابطة التي من المحتمل أن تؤثر على الأداء المالي للمجمع (معدل نمو المبيعات، الإنتاجية، الحجم). ولتبيان تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع قمنا باستخدام أسلوب الانحدار الخطي بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10، حيث تبين لنا من النموذج النهائي للدراسة أنه توجد علاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمجمع ذات دلالة إحصائية بمستوى قوي وموجب في حدود 93.7% أما النسبة المتبقية فترجع إلى عوامل أخرى لم يحتويها النموذج المقدر بـ 6.3%، كما تبين لنا من خلال نتائج اختبار المعنوية أن المتغير المستقل والمتمثل في نسبة الاستدانة طويلة الأجل (TDLM) وكذلك المتغيرات الضابطة المتمثلة في الإنتاجية (PRO) و الحجم (SIZE) ليس لها معنوية ولهذا تم إزالتها من النموذج النهائي.



يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، حيث يلعب تشكيل واختيار هذا الهيكل دورا أساسيا في تعظيم أرباح الشركات وتحسين أدائها المالي، وبالتالي فإن بناء تركيبة الهيكل المالي يتطلب من الشركة ترشيد سياساتها المالية من أجل المفاضلة بين المصادر المتاحة باعتبار المصادر التمويلية المحرك الأساسي لنشاط الشركات وهذا من أجل الوصول إلى مزيج التمويل الأمثل الذي يعمل على المحافظة على استمرارية الشركة وتحقيق أكبر العوائد وبالتالي ضمان استقرار أدائها المالي.

ولقد ارتأينا أن تتضمن هذه الخاتمة نتائج واقتراحات وآفاق البحث.

أولا: نتائج الدراسة

توصلنا من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا الموضوع إلى عدة نتائج نستعرض أهمها فيما يلي:

1- نتائج الدراسة النظرية:

تتمثل النتائج الخاصة بالجانب النظري فيما يلي:

- يعد الهيكل المالي أحد الجوانب المالية الرئيسية التي يجب على المؤسسة دراستها وتحليلها علميا وعمليا؛
- تعمل المؤسسة باختيار هيكلها المالي اعتمادا على معايير ومحددات تتماشى مع طبيعة نشاطها ومحيطها بما يحقق أعلى العوائد وأدنى المخاطر؛
- لا تتوافق نظريات الهيكل المالي للمؤسسات فيما بينها، فلكل نظرية نتائج مختلفة، حيث تختلف هذه النتائج بسبب الفرضيات التي تتبناها كل نظرية؛
- كلما زاد اعتماد المؤسسة في تمويلها على الديون كلما استفادت أكثر من المزايا الضريبية أو ما يعرف بالوفورات الضريبية؛
- يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة بصورة دقيقة غاية تسعى من خلالها المؤسسة إلى معرفة نقاط قوتها وضعفها مما يمكنها من تحسين أدائها مستقبلا؛
- يتأثر الأداء المالي للمؤسسات بالعديد من العوامل تتفاوت في درجة تأثيرها وبالتالي فإن قدرة المؤسسة على التحكم بهذه العوامل يؤدي إلى رفع كفاءة أدائها المالي.

2- نتائج الدراسة التطبيقية:

من خلال دراستنا القياسية لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي سنعرضها في النقاط التالية:

- وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي (DFL) والأداء المالي لمجمع صيدال، وبالتالي في حالة ارتفاع الرفع المالي سيؤدي ذلك إلى انخفاض الأداء المالي، وهذا يدل على وجود رفع مالي سالب راجع إلى سوء تسيير الموارد المالية بالمجمع.
- توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل (TDC) والأداء المالي لمجمع صيدال، فكلما ارتفعت نسبة الاستدانة قصيرة الأجل أدى ذلك إلى ارتفاع الأداء المالي مما يعني أن العوائد المحققة من خلال الأموال المقرضة أكبر من تكلفة الاقتراض ما أدى ذلك إلى ارتفاع الأداء المالي للمجمع.
- أثبتت النتائج وجود أثر سلبي لمعدل نمو المبيعات (CROI) على الأداء المالي، أي كلما ارتفع معدل نمو المبيعات سيشهد بالمقابل انخفاض في الأداء المالي للمجمع، وهذا يتعارض مع الدراسات المالية التي يؤثر فيها معدل نمو المبيعات إيجاباً على الأداء المالي، بحيث أن ارتفاع معدل نمو المبيعات يحدث نتيجة ارتفاع الطلب على المنتجات السوقية للمؤسسة مما يؤدي إلى الرفع من قيمة المؤسسة وهذا ما ينعكس إيجاباً على أدائها المالي.
- أثبتت النتائج المتحصل إليها عدم وجود تأثير لكل من نسبة الاستدانة طويلة الأجل (TDLM)، الإنتاجية (PRO) والحجم (SIZE) على الأداء المالي لمجمع صيدال.

ثانياً: الاقتراحات

- من خلال النتائج المتوصل إليها في الدراسة التطبيقية يمكن تقديم التوصيات التالية:
- على إدارة المؤسسة استثمار الديون لتحقيق أداء مالي أفضل من خلال قراراتها المالية السليمة لكي تضمن زيادة الأرباح، حيث أنه من نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل والأداء المالي؛
- نقترح على المؤسسة التركيز على الإنتاجية مع ضمان جودة المنتجات لما لها من تأثير على الربحية وبالتالي تحسين الأداء المالي لها؛
- ننصح المؤسسة باستخدام مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة والاحتياطات في حالة وجودها قبل التوجه للرفع المالي وذلك بسبب انخفاض تكلفة هذه المصادر مقارنة بالرفع المالي؛

- من الضروري أن تقوم المؤسسة بدراسة وتقييم هيكلها المالي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن هيكلها وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على أدائها؛
- قيام المؤسسة بإعادة النظر في سياساتها الإدارية والمالية والاستفادة من نتائج هذه الدراسة للارتقاء بمستوى أفضل للأداء.

ثالثاً: آفاق الدراسة

لقد تضمن هذا البحث مجموعة من المواضيع التي تستحق المزيد من البحث والدراسة نذكر منها:

- دراسة أثر التمويل بالاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
- دراسة أثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- دور نظريات التمويل في تحقيق أمثلية الهيكل المالي؛
- دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.



قائمة المراجع

❖ المراجع باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- أحمد الجعبري، أيمن الهنيي، رشاد العصار، عاطف الاخرس، عليان الشريف، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 2- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008.
- 3- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 4- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال والتحديات الراهنة، دار المريخ للنشر، الرياض، 2000.
- 5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 6- توفيق محمد عبد المحسن، تقييم الأداء مدخل جديد لعالم جديد، دار الفكر العربي، مصر، 2004.
- 7- جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، دار الخلدونية، الجزائر، 2007.
- 8- حسام علي داوود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 9- حسين علي بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 10- حمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 11- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 12- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 13- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 14- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2006.
- 15- سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.

- 16- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- 17- طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 18- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 19- عبد الحليم كراجة، على ربابعة، ياسر السكران، موسسة مطر، الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثالثة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 20- عبد الستار الصياح وآخرون، الإدارة المالية (أطر نظرية)، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- 21- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 22- عبد المحسن توفيق، تقييم الأداء، دار النهضة العربية، مصر، 1998.
- 23- عبد المعطي عساف، إدارة المشروعات العامة، الطبعة الثانية، مطابع القبس التجارية، الكويت، 1990.
- 24- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحمادي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 25- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 26- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 27- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 28- علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002.
- 29- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 30- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية (إطار ومحتوى عملي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

- 31- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 32- محمد العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر، عمان، 2010.
- 33- محمد سويلم، إدارة المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (مدخل مقارن)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1998.
- 34- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 35- محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 36- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 37- محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- 38- محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 39- محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 40- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 41- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
- 42- منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.
- 43- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 44- منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، التحليل المالي (مدخل صناعة القرارات)، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
- 45- ناصر دادي عبدون، التحليل المالي، دار الطباعة والنشر، الجزائر، 1988.
- 46- وليد إسماعيل السيفو، فيصل مفتاح شلوف، صائب جواد إبراهيم جواد، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

47- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.

ثانيا: المقالات

48- إبراهيم بورنان، الاهتلاك الاقتصادي للتثبيثات المادية في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة سونطراك مديرية الصيانة بالأغواط، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، العدد1، جامعة الأغواط، 2015.

49- أحمد صديقي، خدوجة صبرو، سعاد فريقي، تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الاعمال، العدد1، جامعة أحمد دراية، أدرار، 2017.

50- البشير زبيدي، يحي سعيدي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي: دراسة حالة مجمع صيدال، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد9، جامعة الوادي، 2016.

51- العالية غالمي، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في إطار ميزانية المؤسسة، مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية، العدد1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2018.

52- جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر، العدد1، غزة، 2013.

53- جيهان عادل أميرهم، أثر تحليل البيانات الضخمة على الأداء المالي والتشغيلي في منظمات الأعمال: دراسة تطبيقية، مجلة البحوث المالية والتجارية، العدد2، جامعة بورسعيد، 2020.

54- حمزة غربي، مصطفى قمان، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكل المالية حسب مودجلياني وميلر: اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد2، جامعة باتنة، 2021.

55- خانم نوري كاكه حمه العطار، تأثير أسعار أسهم المصارف في حجم التداول في سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تحليلية في القطاع المصرفي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد1، جامعة الجلفة، 2019.

56- سعيدة حمادي، بلال شيخي، العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة 2016-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد1، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2020.

57- سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الخطي الذاتي Var، مجلة الدراسات الاقتصادية، العدد1، الجزائر، 2019.

- 58- صونيا الكيلاني، مساهمة رسالة المؤسسة في تحقيق الميزة التنافسية في المؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الأدوية في الجزائر، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد2، جامعة باتنة1، 2019.
- 59- عبد المالك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفعالية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد1، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001.
- 60- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد4، جامعة ورقلة، 2006.
- 61- محمد فلاق، يوسف أحمد، دور العمل وتأثيره على أداء المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة مجمع صيدال لصناعة الأدوية، مجلة التنظيم والعمل، العدد4، 2019.
- 62- مريم بورنيس، خيضر خنفري، تأثير النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، العدد27، جامعة بومرداس، 2017.
- 63- مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سكيكدة، 2005.
- 64- مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد31، جامعة سكيكدة، 2009.
- 65- منير إبراهيم الهندي، تأثير الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، مجلة العلمية، العدد1، جامعة قطر، 1990.
- 66- يوسف مونة ونذير جماوي، أهمية كفاءة المؤسسة الاقتصادية في تحديد الهيكل المالي الأمثل: دراسة تطبيقية على عينة من مؤسسات قطاع إنتاج الأغذية في السعودية، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، العدد2، 2021.

ثالثا: الأطروحات والرسائل

- 67- إسراء قاسم البركات، أثر الرفع المالي والتشغيلي على العائد والمخاطرة في الشركات الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، 2011-2012.
- 68- أنس مصلح الذياب الطروانة، العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي بشركات التأمين الأردنية: دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2014-2015.

- 69- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
- 70- بلال معوج، دور التحليل بالمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة ncarouiba، رسالة ماجستير جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009-2010.
- 71- جلييلة بن خروف، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات: دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ (2005-2008)، رسالة ماجستير، جامعة أحمد بوقرة - بومرداس، 2008-2009.
- 72- جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي: دراسة حالة ولاية جيجل، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009-2010.
- 73- جمال بدير، علي الخولي، محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعات العام والخاص، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة عين شمس، القاهرة، 1994-1995.
- 74- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006-2007.
- 75- حسن بوزناق، التسيير الحديث للكفاءات للمؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2019-2020.
- 76- حمزة شباح، تطبيق مبدأ التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة مؤسسة الخزف الصحي بالميلية، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2013-2014.
- 77- زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- 78- سراح موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي: دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2021-2022.
- 79- سلمى على الدين سيد أحمد، أثر قانون قطاع الأعمال على العوامل المؤثرة في الهياكل التمويلية للشركات: دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأعمال العام للغزل والنسيج، رسالة ماجستير، جامعة عين شمس، مصر، 1999-2000.

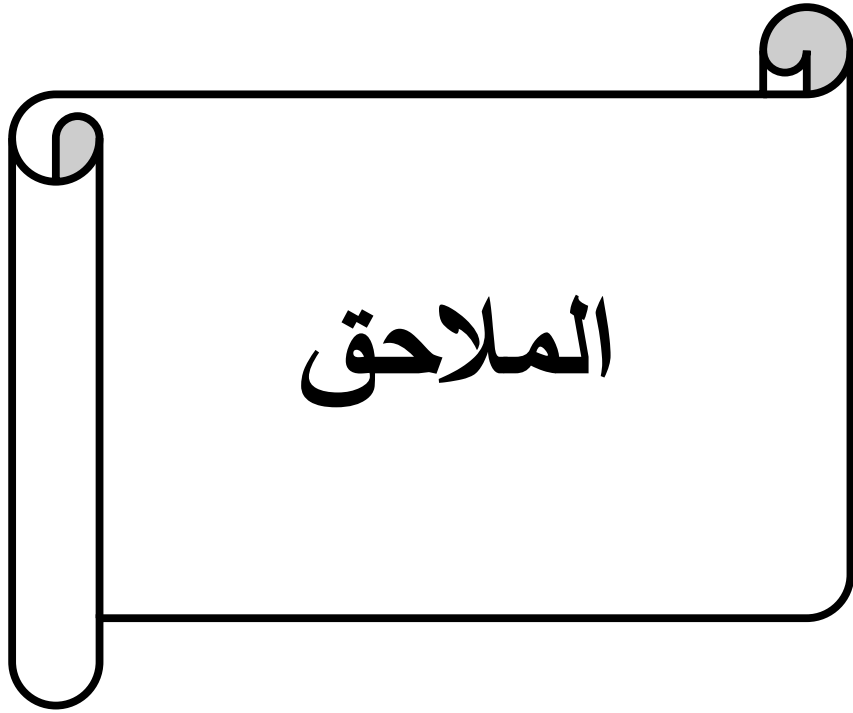
- 80- سماح عفيف عاشور الفار، العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام نموذج Tobinsq، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر، غزة، 2017-2018.
- 81- سوسن زيرق، مساهمة قرض الايجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية بولاية سكيكدة 2010-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016-2017.
- 82- عبد العالي بن عمر، دور نظام المعلومات المحاسبية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الصناعية: دراسة حالة الشركة الافريقية للزجاج جيجل، رسالة ماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2016-2017.
- 83- عبد الكريم بوحادرة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
- 84- عمر مازن ذياب ملحم، العوامل المؤثرة على الأداء المالي في شركات التأمين المساهمة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2018-2019.
- 85- فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الاستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية: دراسة حالة مجمع صيدال، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
- 86- فداء موسى، محمد أبو راشد، المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في أسواق مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، أربد، 2013-2014.
- 87- فضيلة رمضاني، المزيج التمويلي للمؤسسة ومحددات اختيار التمويل الأمثل، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر3، 2013-2014.
- 88- فهد محمد سعد المحجان، تحليل العلاقة بين خصوصية السيولة والربحية والمديونية السابقة وبين المزيج التمويلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، 2011-2012.
- 89- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 90- مراد حجاج، دراسة المؤشرات المالية على تفسير الكفاءة النسبية للأداء المالي لمؤسسات الاسمنت الجزائرية: دراسة تطبيقية لمؤسسات المجمع الصناعي لإسمنت الجزائر خلال الفترة 2011-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، 2018-2019.

- 91- مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر: دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2013-2014.
- 92- مصطفى عبد الله أحمد القضاة، أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، أربد، 2007-2008.
- 93- نبيلة قدور، تقييم الأداء المالي في البنوك التجارية باستخدام آلية المقارنة المرجعية: دراسة عينة من البنوك التجارية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة البويرة، 2018-2019.
- 94- نعيمة يحيوي، أدوات مراقبة التسيير بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة قطاع صناعة الحليب، أطروحة دكتوراه، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008-2009.
- 95- يحي فريك، استراتيجية التكامل العمودي في قطاع الصناعة: دراسة حالة مجمع صيدال، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2011-2012.
- رابعا: الملتقيات الوطنية والتدريبية
- 96- بلعيد بلعوج، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الأغواط، 8/9 أبريل 2002.
- 97- حاتم عثمان محمد خير، نحو أداء متميز للحكومات - تجربة جمهورية السودان المؤتمر العالمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة 8-9 مارس 2005.
- 98- سناء عبد الكريم الخناق، مظاهر الأداء الاستراتيجي والميزة التنافسية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات الحكومية، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005.
- 99- عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25/28 ماي 2003.
- ❖ المراجع باللغة الأجنبية

99- Cleveland S. Patterson, **The cost of capital: theory and estimation**, Greenwood, USA, 1995, p: 1.

100- CUONG, N.T and CANH, N.T, **The factors Affecting Capital Structure for Each Group of Enterprises in Each Debt Ratio Threshold: Evidence from Vietnam ' s Seafood Processing Enterprises** , International

- Research Journal of Finance and Economics, Mahe, Seychelles, Issue 94 ,2012, p: 23.
- 101- ELIE Cohen, **Analyse financiere**, Edition economica, Paris, 1990, p: 134.
- 102- EUGENE.F. Brigham, Michael.C. Ehrhardt, Financial management, Thomson, USA, 12 ed, 2008, P: 716.
- 103- GERVAIS Michael, **Control de gestion**, Edition economico, Paris, 1997, p: 104.
- 104- H. Kent Baker, (2009), Dividends and Dividend policy, Edition john Wiley and Arnaud Thauvron, ANNAICK Guyvar 'h, Finance Manuel, 4 Edition, Paris, 2010, P: 214.
- 105- JOEL M. Stern, Donald H, Chew. Jr, **The revolution in corporate finance**, Fourth edition, Blackwell Publishing, London, 2003, p: 54.
- 106- Mazen Kebewar, la structure du capital et la profitabilité, une étude empirique sur données de panel françaises, France, Novembre 2012, p: 5.
- 107- -STEVE Lumby, Chris jones, **Corporate finance :theory and practice**, Homson, London ,2003, p: 3.



الملحق رقم 1

Table de la Loi de Student – Test t

Seuil de risque α (bilatéral)														
DDL	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005	0,001
1	0,1584	0,3249	0,5095	0,7265	1	1,3764	1,9526	3,0777	6,3137	12,706	31,821	63,656	127,32	636,58
2	0,1421	0,2887	0,4447	0,6172	0,8165	1,0607	1,3852	1,8856	2,92	4,3027	6,9645	9,925	14,089	31,6
3	0,1366	0,2767	0,4242	0,5844	0,7849	0,9785	1,2498	1,6377	2,3534	3,1824	4,5407	5,8408	7,4532	12,924
4	0,1338	0,2707	0,4142	0,5686	0,7407	0,941	1,1896	1,5332	2,1318	2,7765	3,7459	4,6041	5,5975	8,6101
5	0,1322	0,2672	0,4082	0,5594	0,7267	0,9195	1,1558	1,4759	2,015	2,5706	3,3649	4,0321	4,7733	6,8685
6	0,1311	0,2648	0,4043	0,5534	0,7176	0,9057	1,1342	1,4396	1,9432	2,4489	3,1427	3,7074	4,3168	5,9587
7	0,1303	0,2632	0,4015	0,5491	0,7111	0,896	1,1192	1,4149	1,8946	2,3649	2,9979	3,4995	4,0294	5,4081
8	0,1297	0,2619	0,3995	0,5459	0,7064	0,8889	1,1081	1,3968	1,8595	2,306	2,8965	3,3554	3,8325	5,0414
9	0,1293	0,261	0,3979	0,5435	0,7027	0,8834	1,0997	1,383	1,8331	2,2622	2,8214	3,2498	3,6896	4,7809
10	0,1289	0,2602	0,3966	0,5415	0,6998	0,8791	1,0931	1,3722	1,8125	2,2281	2,7638	3,1693	3,5814	4,5866
11	0,1286	0,2596	0,3956	0,5399	0,6974	0,8755	1,0877	1,3634	1,7959	2,201	2,7181	3,1058	3,4966	4,4369
12	0,1283	0,259	0,3947	0,5386	0,6955	0,8726	1,0832	1,3562	1,7823	2,1788	2,681	3,0545	3,4284	4,3178
13	0,1281	0,2586	0,394	0,5375	0,6938	0,8702	1,0795	1,3502	1,7709	2,1604	2,6503	3,0123	3,3725	4,2209
14	0,128	0,2582	0,3933	0,5366	0,6924	0,8681	1,0763	1,345	1,7613	2,1448	2,6245	2,9768	3,3257	4,1403
15	0,1278	0,2579	0,3928	0,5357	0,6912	0,8662	1,0735	1,3406	1,7531	2,1316	2,6025	2,9467	3,286	4,0728
16	0,1277	0,2576	0,3923	0,535	0,6901	0,8647	1,0711	1,3368	1,7459	2,1199	2,5835	2,9208	3,252	4,0149
17	0,1276	0,2573	0,3919	0,5344	0,6892	0,8633	1,069	1,3334	1,7396	2,1096	2,5669	2,8982	3,2224	3,9651
18	0,1274	0,2571	0,3915	0,5338	0,6884	0,862	1,0672	1,3304	1,7341	2,1009	2,5524	2,8784	3,1966	3,9217
19	0,1274	0,2569	0,3912	0,5333	0,6876	0,861	1,0655	1,3277	1,7291	2,093	2,5395	2,8609	3,1737	3,8833
20	0,1273	0,2567	0,3909	0,5329	0,687	0,86	1,064	1,3253	1,7247	2,086	2,528	2,8453	3,1534	3,8496
21	0,1272	0,2566	0,3906	0,5325	0,6864	0,8591	1,0627	1,3232	1,7207	2,0786	2,5176	2,8314	3,1352	3,8193
22	0,1271	0,2564	0,3904	0,5321	0,6858	0,8583	1,0614	1,3212	1,7171	2,0739	2,5083	2,8188	3,1188	3,7922
23	0,1271	0,2563	0,3902	0,5317	0,6853	0,8575	1,0603	1,3195	1,7139	2,0687	2,4999	2,8073	3,104	3,7676
24	0,127	0,2562	0,39	0,5314	0,6848	0,8569	1,0593	1,3178	1,7109	2,0639	2,4922	2,797	3,0905	3,7454
25	0,1269	0,2561	0,3898	0,5312	0,6844	0,8562	1,0584	1,3163	1,7081	2,0598	2,4851	2,7874	3,0782	3,7261
26	0,1269	0,256	0,3896	0,5309	0,684	0,8557	1,0575	1,315	1,7056	2,0564	2,4785	2,7787	3,0669	3,7067
27	0,1268	0,2559	0,3894	0,5306	0,6837	0,8551	1,0567	1,3137	1,7033	2,0538	2,4727	2,7707	3,0565	3,6895
28	0,1268	0,2558	0,3893	0,5304	0,6834	0,8546	1,056	1,3125	1,7011	2,0514	2,4671	2,7633	3,047	3,6739
29	0,1268	0,2557	0,3892	0,5302	0,683	0,8542	1,0553	1,3114	1,6991	2,0492	2,462	2,7564	3,038	3,6595
30	0,1267	0,2556	0,389	0,53	0,6828	0,8538	1,0547	1,3104	1,6973	2,0473	2,4573	2,75	3,0298	3,646
31	0,1267	0,2555	0,3889	0,5298	0,6825	0,8534	1,0541	1,3095	1,6955	2,0456	2,4528	2,744	3,0221	3,6335
32	0,1267	0,2555	0,3888	0,5297	0,6822	0,853	1,0535	1,3086	1,6939	2,0439	2,4487	2,7385	3,0149	3,6218
33	0,1266	0,2554	0,3887	0,5295	0,682	0,8526	1,053	1,3077	1,6924	2,0424	2,4448	2,7333	3,0082	3,6109
34	0,1266	0,2553	0,3886	0,5294	0,6818	0,8523	1,0525	1,307	1,6909	2,0412	2,4411	2,7284	3,002	3,6007
35	0,1266	0,2553	0,3885	0,5292	0,6816	0,852	1,052	1,3062	1,6896	2,0401	2,4377	2,7238	2,9961	3,5911
36	0,1266	0,2552	0,3884	0,5291	0,6814	0,8517	1,0516	1,3055	1,6883	2,0391	2,4345	2,7195	2,9905	3,5821
37	0,1265	0,2552	0,3883	0,5289	0,6812	0,8514	1,0512	1,3049	1,6871	2,0382	2,4314	2,7154	2,9853	3,5737
38	0,1265	0,2551	0,3882	0,5288	0,681	0,8512	1,0508	1,3042	1,686	2,0374	2,4286	2,7116	2,9803	3,5657
39	0,1265	0,2551	0,3882	0,5287	0,6808	0,8509	1,0504	1,3036	1,6849	2,0367	2,4258	2,7079	2,9756	3,5581
40	0,1265	0,255	0,3881	0,5286	0,6807	0,8507	1,05	1,3031	1,6839	2,0361	2,4233	2,7045	2,9712	3,551
41	0,1264	0,255	0,388	0,5285	0,6805	0,8505	1,0497	1,3025	1,6829	2,0355	2,4208	2,7012	2,967	3,5443
42	0,1264	0,255	0,388	0,5284	0,6804	0,8503	1,0494	1,302	1,682	2,035	2,4185	2,6981	2,963	3,5377
43	0,1264	0,2549	0,3879	0,5283	0,6802	0,8501	1,0491	1,3016	1,6811	2,0347	2,4163	2,6951	2,9592	3,5316
44	0,1264	0,2549	0,3878	0,5282	0,6801	0,8499	1,0488	1,3011	1,6802	2,0341	2,4141	2,6923	2,9555	3,5258
45	0,1264	0,2549	0,3878	0,5281	0,68	0,8497	1,0485	1,3007	1,6794	2,0334	2,4121	2,6896	2,9521	3,5203
46	0,1264	0,2548	0,3877	0,5281	0,6799	0,8495	1,0482	1,3002	1,6787	2,0329	2,4102	2,687	2,9488	3,5149
47	0,1263	0,2548	0,3877	0,528	0,6797	0,8493	1,048	1,2998	1,6779	2,0323	2,4083	2,6846	2,9456	3,5099
48	0,1263	0,2548	0,3876	0,5279	0,6796	0,8492	1,0478	1,2994	1,6772	2,0318	2,4066	2,6822	2,9426	3,505
49	0,1263	0,2547	0,3876	0,5278	0,6795	0,849	1,0475	1,2991	1,6766	2,0313	2,4049	2,68	2,9397	3,5005
50	0,1263	0,2547	0,3875	0,5278	0,6794	0,8489	1,0473	1,2987	1,6759	2,0308	2,4033	2,6778	2,937	3,496
60	0,1262	0,2545	0,3872	0,5272	0,6786	0,8477	1,0455	1,2958	1,6706	2,0003	2,3901	2,6603	2,9146	3,4602
70	0,1261	0,2543	0,3869	0,5268	0,678	0,8468	1,0442	1,2938	1,6669	1,9944	2,3808	2,6479	2,8987	3,435
80	0,1261	0,2542	0,3867	0,5265	0,6776	0,8461	1,0432	1,2922	1,6641	1,9901	2,3739	2,6387	2,887	3,4164
90	0,126	0,2541	0,3866	0,5263	0,6772	0,8456	1,0424	1,291	1,662	1,9867	2,3685	2,6316	2,8779	3,4019
100	0,126	0,254	0,3864	0,5261	0,677	0,8452	1,0418	1,2901	1,6602	1,984	2,3642	2,6259	2,8707	3,3905
110	0,126	0,254	0,3863	0,5259	0,6767	0,8449	1,0413	1,2893	1,6588	1,9816	2,3607	2,6213	2,8648	3,3811
120	0,1259	0,2539	0,3862	0,5258	0,6765	0,8446	1,0409	1,2886	1,6576	1,9799	2,3578	2,6174	2,8599	3,3734
130	0,1259	0,2539	0,3862	0,5257	0,6764	0,8444	1,0406	1,2881	1,6567	1,9784	2,3554	2,6142	2,8557	3,367
140	0,1259	0,2538	0,3861	0,5256	0,6762	0,8442	1,0403	1,2876	1,6558	1,9771	2,3533	2,6114	2,8522	3,3613
infini	0,1257	0,2533	0,3853	0,5244	0,6744	0,8416	1,0384	1,2816	1,6449	1,96	2,3284	2,5769	2,8072	3,2908

الملحق رقم 2

Quantiles d'ordre 0.95 de la loi de Fisher
 Degrés de liberté du numérateur sur la première ligne
 Degrés de liberté du dénominateur sur la colonne de gauche

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5	241.9
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40
3	10.13	9.552	9.277	9.117	9.013	8.941	8.887	8.845	8.812	8.786
4	7.709	6.944	6.591	6.388	6.256	6.163	6.094	6.041	5.999	5.964
5	6.608	5.786	5.409	5.192	5.050	4.950	4.876	4.818	4.772	4.735
6	5.987	5.143	4.757	4.534	4.387	4.284	4.207	4.147	4.099	4.060
7	5.591	4.737	4.347	4.120	3.972	3.866	3.787	3.726	3.677	3.637
8	5.318	4.459	4.066	3.838	3.687	3.581	3.500	3.438	3.388	3.347
9	5.117	4.256	3.863	3.633	3.482	3.374	3.293	3.230	3.179	3.137
10	4.965	4.103	3.708	3.478	3.326	3.217	3.135	3.072	3.020	2.978
11	4.844	3.982	3.587	3.357	3.204	3.095	3.012	2.948	2.896	2.854
12	4.747	3.885	3.490	3.259	3.106	2.996	2.913	2.849	2.796	2.753
13	4.667	3.806	3.411	3.179	3.025	2.915	2.832	2.767	2.714	2.671
14	4.600	3.739	3.344	3.112	2.958	2.848	2.764	2.699	2.646	2.602
15	4.543	3.682	3.287	3.056	2.901	2.790	2.707	2.641	2.588	2.544
16	4.494	3.634	3.239	3.007	2.852	2.741	2.657	2.591	2.538	2.494
17	4.451	3.592	3.197	2.965	2.810	2.699	2.614	2.548	2.494	2.450
18	4.414	3.555	3.160	2.928	2.773	2.661	2.577	2.510	2.456	2.412
19	4.381	3.522	3.127	2.895	2.740	2.628	2.544	2.477	2.423	2.378
20	4.351	3.493	3.098	2.866	2.711	2.599	2.514	2.447	2.393	2.348
21	4.325	3.467	3.072	2.840	2.685	2.573	2.488	2.420	2.366	2.321
22	4.301	3.443	3.049	2.817	2.661	2.549	2.464	2.397	2.342	2.297
23	4.279	3.422	3.028	2.796	2.640	2.528	2.442	2.375	2.320	2.275
24	4.260	3.403	3.009	2.776	2.621	2.508	2.423	2.355	2.300	2.255
25	4.242	3.385	2.991	2.759	2.603	2.490	2.405	2.337	2.282	2.236
26	4.225	3.369	2.975	2.743	2.587	2.474	2.388	2.321	2.265	2.220
27	4.210	3.354	2.960	2.728	2.572	2.459	2.373	2.305	2.250	2.204
28	4.196	3.340	2.947	2.714	2.558	2.445	2.359	2.291	2.236	2.190
29	4.183	3.328	2.934	2.701	2.545	2.432	2.346	2.278	2.223	2.177
30	4.171	3.316	2.922	2.690	2.534	2.421	2.334	2.266	2.211	2.165
40	4.085	3.232	2.839	2.606	2.449	2.336	2.249	2.180	2.124	2.077
50	4.034	3.183	2.790	2.557	2.400	2.286	2.199	2.130	2.073	2.026
60	4.001	3.150	2.758	2.525	2.368	2.254	2.167	2.097	2.040	1.993
70	3.978	3.128	2.736	2.503	2.346	2.231	2.143	2.074	2.017	1.969
80	3.960	3.111	2.719	2.486	2.329	2.214	2.126	2.056	1.999	1.951
90	3.947	3.098	2.706	2.473	2.316	2.201	2.113	2.043	1.986	1.938
100	3.936	3.087	2.696	2.463	2.305	2.191	2.103	2.032	1.975	1.927
150	3.904	3.056	2.665	2.432	2.274	2.160	2.071	2.001	1.943	1.894
200	3.888	3.041	2.650	2.417	2.259	2.144	2.056	1.985	1.927	1.878
400	3.865	3.018	2.627	2.394	2.237	2.121	2.032	1.962	1.903	1.854

الملحق رقم 3

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم 4

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,06	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم 5

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

الملحق رقم 6

GRUPE 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 goodwill)				
	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

الملحق رقم 7

GRUPE 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
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	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
	Ecart 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
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (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
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	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

الملحق رقم 8

GRUPE 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 AJOUTEE 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

الملحق رقم 9

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

الملحق رقم 10

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Ecart 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
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
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
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
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

الملحق رقم 11

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 AJOUTEE 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

الملحق رقم 12

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 AJOUTEE 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 amortis, 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

الملحق رقم 13

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
<i>Écart d'acquisition (ou goodwill)</i>	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		
<i>Terrains</i>	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
<i>Bâtiments</i>	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
<i>Immobilisations en concession</i>	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		
<i>Titres mis en équivalences - entreprises associées</i>	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
<i>Autres participations et créances rattachées</i>	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
<i>Autres titres immobilisés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
<i>Impôts différés actif</i>	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					
<i>Stocks et encours</i>	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
<i>Créances et emplois assimilés</i>	0,00	0,00			
<i>Clients</i>	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
<i>Autres débiteurs</i>	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
<i>Impôts</i>	601 389 838,47	345 347 828,24	2256 042 010,23	115 898 709,75	121%
<i>Autres actif courant</i>	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
<i>Disponibilités et assimilés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
<i>Trésorerie</i>	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%

الملحق رقم 14

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
<i>Capital émis</i>	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
<i>Capital non appelé</i>	0,00		
<i>Primes et réserves -(réserves consolidées)</i>	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
<i>Ecart de réévaluation</i>	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
<i>Écart d'équivalence</i>	778 627 191,02	556 004 893,04	
<i>Résultat Net</i>	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
<i>Autres capitaux propres -report à nouveau</i>	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
<i>Intérêts minoritaires</i>	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			
<i>Emprunts et dettes financières</i>	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
<i>Impôts (différés et provisionnés)</i>	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
<i>Autres dettes non courantes</i>	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
<i>Provisions et produits comptabilisés d'avance</i>	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			
<i>Fournisseurs et comptes rattachés</i>	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
<i>Impôts</i>	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
<i>Autres dettes</i>	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
<i>Trésorerie passif</i>	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%

الملحق رقم 15

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 AJOUTEE 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 amortis 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 L'EXERCICE	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 Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

الملحق رقم 16

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 goodwill)	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

الملحق رقم 17

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

BILAN GROUPE

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Écarts 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
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>	0,00	
Emprunts et dettes financières	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impôts (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
<u>PASSIFS COURANTS</u>	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

الملحق رقم 18

GRUPE 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 AJOUTEE 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 L'EXERCICE	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22

الملحق رقم 19

Groupe Saidal Bilan et TCR –Exercice 2016-

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 20

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 21

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

الملحق رقم 22

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 - Actif -					
Actif	Note	31/12/2017			31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 398.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtiments		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 290.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 649.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		54 071 174 917.96	20 111 820 452.15	33 959 354 465.81	30 441 796 482.93
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 388.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		16 972 689 060.52	2 613 098 936.10	14 359 590 124.42	15 948 740 174.48
TOTAL GENERAL ACTIF		71 043 863 978.48	22 724 919 388.25	48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

الملحق رقم 23

SAGDAL

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –

PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotations de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 853.88
Ecart de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Écart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 287.61
Résultat Net		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 619 980.04	1 015 179 929.35
TOTAL I		27 931 531 057.74	27 464 009 197.27
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
		0.00	
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 697 612.35	11 397 228 495.69
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
		0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 715 920.14	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

الملحق رقم 24

SADAL

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809.90	10 489 075 107.79
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000.45	-4 592 557 563.96
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809.45	5 896 517 543.83
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.66	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849.74	2 699 225 850.88
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.60	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680.05	2 093 143 975.07
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762.25	5 560 738.84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917.80	2 098 704 713.91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06

الملحق رقم 25

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

الملحق رقم 26

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecarts de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

الملحق رقم 27

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UNE - DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

الملحق رقم 28

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – ACTIF –
« APRES RETRAITEMENTS »

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24 830 612 573.08
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم 29

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF – « APRES RETRAITEMENTS »		
PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Resultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم 30

« APRES RETRAITEMENTS »		
TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004.08	1 174 214 390.98

الملحق رقم 31

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et Comptabilité
 DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES				
ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS. OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,26	125 327 090,76	174 057 244,76
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Bâtiments	13 261 407 322,31	5 844 143 212,84	7 417 264 109,47	7 492 164 949,84
Autres immobilisations corporelles	20 778 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,46
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 523 900 855,21	0,00	3 523 900 855,21	3 580 260 802,98
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 960 993 718,84
Autres participations et créances rattachées	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	46 760 055,87
Autres titres immobilisés	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 512 187,56
Impôts différés actif	352 717 827,73	0,00	352 717 827,73	329 960 563,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 120 294,95	23 609 143 352,35	23 802 976 942,60	26 673 207 679,36
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances et emplois assimilés	7 191 992 769,17	641 539 237,02	6 550 453 532,15	6 887 530 621,19
Clients	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	5 911 959 706,26	1 887 229 726,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Impôts	1 316 384 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 436 859 091,79
Autres actif courant	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 336 344,63
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Trésorerie	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
TOTAL ACTIFS COURANTS	7 495 736 663,29	2 611 272 029,46	4 867 573 533,83	16 660 971 197,94
TOTAL GENERAL ACTIF	54 907 856 958,24	26 220 415 381,81	28 670 550 476,43	43 334 178 877,30

الملحق رقم 32

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

PASSIF	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,65
Ecarts de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 936 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 268 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
TOTAL I	22 234 554 786,95	21 776 278 416,42
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	0,00	
Impôts (différés et provisionnés)	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Autres dettes non courantes	24 094 670,27	21 011 203,32
Provisions et produits comptabilisés d'avance	0,00	593 645 268,24
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 054 977 890,45	12 464 710 757,10
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	0,00	
Impôts	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Autres dettes	175 915 917,23	116 625 268,50
Trésorerie passif	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 478 877,27

الملحق رقم 33

Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I. PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229,38	10 478 685 942,18
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 592,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
II. CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 156 122 209,07	-5 691 652 073,57
III. VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	4 918 339 020,31	4 787 033 868,61
Charges de personnel	-3 609 396 024,60	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
IV. EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 145,67	1 117 771 786,20
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 057 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
V. RESULTAT OPERATIONNEL	329 421 501,86	995 109 068,74
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
VI. RESULTAT FINANCIER	-25 745 816,96	-190 154 797,33
VII. RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	303 675 784,90	804 954 266,41
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 623 121 695,58	11 984 129 083,37
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 388 751 418,70	-11 262 578 272,69
VIII. RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	234 370 276,88	721 550 810,68
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX. RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X. RESULTAT NET DE L'EXERCICE	234 370 276,88	721 550 810,68
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,96
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	189 936 341,33	793 514 004,08

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2020، إضافة إلى دراسة أثر مجموعة من المتغيرات الثانوية التي من المحتمل أن تؤثر على الأداء المالي للمجمع، وقد تم الاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد باستخدام برنامج (Eviews10).

ولقد توصلنا من خلال دراستنا إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي، نسبة الاستدانة قصيرة الأجل، معدل نمو المبيعات على الأداء المالي، في حين أثبتت النتائج أن كل من نسبة الاستدانة طويلة الأجل، الإنتاجية والحجم لم يكن لهم تأثير على الأداء المالي للمجمع.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الأداء المالي، الرفع المالي، نسبة الاستدانة، معدل العائد على الأموال الخاصة.

Abstract:

This study aimed to analyze the impact of the financial structure on the financial performance of the Saidal complex during the period from 2011 to 2020, in addition to studying the impact of a group of secondary variables that are likely to affect the financial performance of the complex. The multiple linear regression method was relied upon using the Eviews10 program.

Through our study, we found a statistically significant effect between the financial leverage ratio, the short-term debt ratio, and the sales growth rate on the financial performance, while it proved that the long-term debt ratio, productivity and volume had no effect on financial performance of the Saidal complex.

Key words: financial structure, financial performance, financial leverage, leverage ratio, rate of return on own funds.