

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في المؤسسة
الاقتصادية-دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL)-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

بوميمز فيصل

إعداد الطالبات :

✓ بوحاريش إلهام

✓ مزلاوي كاميليا

أعضاء لجنة المناقشة:

جامعة جيجل	رئيسا	عمر بوجميلة
جامعة جيجل	ممتحنا	الهام بوحيلة
جامعة جيجل	مشرفا ومقررا	فيصل بوميمز

السنة الجامعية: 2021/2022

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية -
دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL) -

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

بوميمز فيصل

إعداد الطالبات :

✓ بوحاريش إلهام

✓ مزلاوي كاميليا

أعضاء لجنة المناقشة:

جامعة جيجل	رئيسا	عمر بوجميلة
جامعة جيجل	ممتحنا	الهام بوحبيلا
جامعة جيجل	مشرفا و مقرا	فيصل بوميمز

السنة الجامعية: 2021/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

The image displays the Basmala in a stylized, bold Arabic calligraphic font. The text is arranged in a circular pattern. Five black arrows point upwards from the top of the calligraphic letters, indicating the direction of the pen strokes used to form the characters. The calligraphy is highly decorative, with thick black lines and elegant curves. The entire composition is centered within a double-line rectangular border.

الشكر و التقدير

اللهم لك الحمد ولك الشكر كله واليك يرجع الفضل كله سره وعلايته، و بعد اعترافا بالجميل و تقديرا للمجهودات التي بذلوها من أجل مساعدتنا على انجاز هذا العمل لا يسعنا إلا أن نتقدم بالشكر الجزيل و التقدير الجليل للذين مدو لنا يد العون طوال مشوارنا الدراسي.

وإلى كل من علمنا الحرف الواحد وساعدنا ولو بالكلمة الطيبة، و أخص بالذكر الأستاذ المشرف" بوميمز فيصل" الذي أعطانا من وقته وجهده و أفادنا بنصائحه و توجيهاته القيمة غير متناسين رفعة أخلاقه و قمة تواضعه، وفقه الله وأدامه ذخرا للعلم وطلابيه.

لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الذي ساعدنا على إتمام العمل الأستاذ " قدام جمال"، كما لا ننسى أعضاء لجنة التقييم على تفضلهم و قبولهم بأن يكونوا أعضاء فيها كل باسمه وكل حسب مقامه ، و ذلك لما بذلوه من جهد لقراءة هذا العمل و تقييمه .

كما نشكر كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد في انجاز هذا العمل المتواضع.

إهداء

نهدي هذا العمل المتواضع...

إلى الوالدين الكريمين...

إلى كل أفراد العائلة...

إلى جميع الأساتذة...

إلى جميع الأصدقاء...

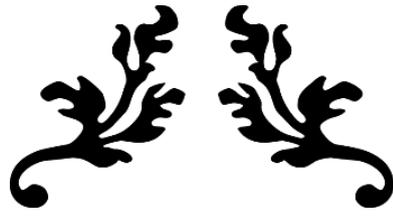
إلى كل طالب علم و ناشر له...

إلى كل شخص ساعدنا في انجز هذا العمل...

إلى النفس الطموحة دائما نحو النجاح و الارتقاء...

إلى كل خريجي شهادة الماجستير "إدارة مالية".

كاميليا ✦ الهام



فهرس المحتويات



قائمة المحتويات

العنوان	الصفحة
شكر و تقدير	I.....
إهداء	II.....
فهرس المحتويات	IV.....
قائمة الجداول	VII.....
قائمة الأشكال	VIII.....
قائمة الملاحق	IX.....
قائمة الرموز و المختصرات	X.....
مقدمة	أ.....

الفصل الأول : أساسيات حول التمويل

تمهيد	07
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل	08
المطلب الأول: مفهوم التمويل	08.....
المطلب الثاني: خصائص و مبادئ التمويل	09.....
المطلب الثالث: مراحل تمويل المشروع الاستثماري	10.....
المطلب الرابع: طرق التمويل	11.....
المبحث الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة	12.....
المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل	12.....
المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل	15.....
المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل	17.....
المبحث الثالث: التكاليف التمويلية و المزيج التمويلي	26.....
المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال	26.....
المطلب الثاني: حساب تكلفة الأموال	27.....
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال	34.....
المطلب الرابع: مفهوم المزيج التمويلي و كيفية تحديده	34.....

37.....خلاصة

الفصل الثاني: القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية

39.....تمهيد

40.....المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار

40.....المطلب الأول: ماهية الاستثمار

42.....المطلب الثاني: أهداف الاستثمار

43.....المطلب الثالث: محددات الاستثمار

44.....المبحث الثاني: ماهية القرارات الاستثمارية

44.....المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار

45.....المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية

46.....المطلب الثالث: مبادئ و مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

49.....المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

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

52.....المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي

59.....المطلب الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

62.....خلاصة

الفصل الثالث: دراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال

64.....تمهيد

65.....المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

65.....المطلب الأول: تعريف و تطور مجمع صيدال

66.....المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

70.....المطلب الثالث: أهداف و مهام مجمع صيدال

71.....المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر تكلفة مصادر التمويل على قرار الاستثمار لمجمع صيدال

71.....المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد عليه

74.....المطلب الثاني: منهجية الدراسة

77.....المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

88.....	خلاصة
90.....	خاتمة
94.....	قائمة المراجع
101.....	قائمة الملاحق
	ملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
77	عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة 2011-2020	1-3
79	نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة	2-3
80	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	3-3
81	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل	4-3
82	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل	5-3
83	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	6-3
84	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل	7-3
85	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار بعد التعديل	8-3
86	نتائج اختبار Breush-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد	9-3

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
26	مصادر التمويل	1-1
46	أنواع القرارات الاستثمارية	1-2
49	مراحل اتخاذ القرار الاستثماري	2-2
50	العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري	3-2
53	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح	4-2
54	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح الاستغلال	5-2
56	الهيكل التمويلي للمؤسسة في حالة غياب الضرائب لدى مودكلياني وميلر	6-2
57	القيمة الحالية للمؤسسة في ظل تكلفة الإفلاس	7-2
58	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة	8-2
58	قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس، الوكالة والضرائب	9-2
69	الهيكل التنظيمي لجمع صيدال	1-3
73	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار DURBIN WATSON	2-3
78	التمثيل البياني لعلاقة كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة بالتغير في الأصول الثابتة	3-3

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
جدول توزيع (Student)	1
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012	2
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012	3
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012	4
ميزانية الأصول والخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014	5
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014	6
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016	7
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016	8
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016	9
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018	10
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018	11
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018	12
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	13
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	14
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2020	15

قائمة الاختصارات

الرمز	الدلالة
VR	التغير في الأصول الثابتة
CMPS	التكلفة الوسطية المرجحة
KCP	تكلفة الأموال الخاصة
KD	تكلفة الديون
SIZE	حجم المؤسسة
DIS	حجم السيولة
CROIS	نمو المؤسسة
PR	ربحية المؤسسة
RISQ	المخاطر التشغيلية
RE	المردودية الاقتصادية



مقدمة



مقدمة:

إن عملية التمويل التي تنفرد بها الوظيفة المالية تعتبر أهم نشاط المؤسسة الاقتصادية، للدور الذي تؤديه والصلة المباشرة لها مع باقي الوظائف كونها تلعب دورا حاسما في استمرارية المؤسسة وتنفيذ استراتيجياتها خلال فترة نشاطها.

يعتبر تنوع مصادر الأموال ميزة العصر الحديث فالمؤسسة لديها حرية الاختيار بين المصادر التمويلية المختلفة، سواء كانت هذه المصادر داخلية أو خارجية ورغم تنوع هذه المصادر لازل الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال ملكية وأموال استدانة، إذ أنه يتعين على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار تكلفة كل مصدر من المصادر المتاحة عند تحديد تركيبة المصادر التي تعتمدها من أجل تحقيق أكبر عائد وذلك بالتعامل معها بدقة أكبر.

فالمؤسسة تكون أمام عدة اقتراحات استثمارية للمفاضلة بينها كأحد العوامل المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية داخل المؤسسة الاقتصادية.

أولا: إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة التي تتمحور حول التساؤل الرئيسي:

ما تأثير تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال؟

يندرج تحت التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية التالية:

- ماهي مصادر التمويل المتاحة أمام مجمع صيدال؟.
- كيف تؤثر تكلفة الديون على القرار الاستثماري لمجمع صيدال؟.
- كيف تؤثر تكلفة الأموال الخاصة على القرار الاستثماري لمجمع صيدال؟.

ثانيا: فرضيات الدراسة

يتطلب تحليل إشكالية الدراسة اختبار صحة مجموعة من الفرضيات تتمثل في:

- تتمثل مختلف مصادر التمويل المتاحة أما مجمع صيدال في الأموال الخاصة والديون.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لتكلفة الديون على القرار الاستثماري داخل مجمع صيدال.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لتكلفة الأموال الخاصة على القرار الاستثماري داخل مجمع صيدال.

ثالثا: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الموضوع في توجيه الأنظار إلى اتخاذ القرارات السليمة والرشيده داخل المؤسسة الاقتصادية بصفة خاصة وباعتبار تكلفة التمويل من أهم المعايير الأساسية داخل المؤسسة الاقتصادية، وزيادة أهمية هذه التكلفة مع نمو المؤسسات وبروز الحاجة للإدارة المالية وذلك لتأثيرها على القرارات المالية حيث أن أي خطأ في اختيار التوليفة المناسبة من مصادر التمويل من شأنه أن يعرض المؤسسة إلى مشكلات ومتاعب قد تعصف بمستقبلها وهو ما يقضي ضرورة معرفة الأسس والمحددات التي على أساسها يتم اختيار المزيج الملائم، نأمل أن يساهم هذا البحث في زيادة الاهتمام العلمي بالجانب المالي ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية.

رابعا: أهداف الدراسة

يسعى هذا البحث العلمي لإبراز مجموعة من الأهداف تتمثل في:

- التعرف على مفهوم التمويل وبيان أهميته ومكانته في المؤسسة؛
- التطرق لمختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة وكيفية الاختيار بينها؛
- تحديد تكلفة كل مصدر تمويلي ومن ثم اختيار المزيج التمويلي الذي يتناسب مع المؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على مفهوم القرار الاستثماري والمعايير الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذها؛
- التوصل إلى درجة تأثير تكلفة مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية؛
- اختبار العلاقة التي تربط تكلفة مصادر التمويل بالقرار الاستثماري اعتمادا على دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال فترة 2011-2020.

خامسا: منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة

بناء على طبيعة الإشكالية المطروحة سابقا، ولإحاطة بجوانب موضوع البحث والتمكن منه تم استخدام المنهج الوصفي من خلال استعراض الجوانب النظرية الخاصة بكل من التمويل ومصادر التمويل المتاحة أمامها والمفاضلة بينها على أساس التكلفة من جهة والقرار الاستثماري من جهة أخرى، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج الإحصائي والذي من خلاله نتمكن من تطبيق المعلومات المتوفرة لدى المؤسسة وبعض المعلومات الأخرى في تقييم قراراتها الاستثمارية.

اعتمدنا في دراستنا على مجموعة من الأدوات يمكن حصرها فيما يلي:

- المسح الكتابي: الكتب التي تخدم موضوع الدراسة والأطروحات والرسائل الجامعية، المقالات والمجلات، الوثائق الخاصة بمجمع صيدال والمتحصل عليها من موقع (COSOB)؛

- البرامج المعلوماتية: البرنامج الإحصائي Eviews12، برنامج STATA، برنامج Exel.

سادسا: أسباب اختيار الموضوع

تعود أسباب اختيار هذا الموضوع إلى:

- توافق الموضوع مع التخصص العلمي؛
- الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي وتقييم المشاريع؛
- الندرة الواضحة في المواضيع التي تربط بين متغيري الدراسة.

سابعا: إطار الدراسة

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- الحدود الموضوعية: تسعى هذه الدراسة لتوضيح أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية؛
- الحدود المكانية: تم تطبيق هذه الدراسة على مؤسسة اقتصادية عمومية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر والمتمثلة في مجمع صيدال (SAIDAL)؛
- الحدود الزمانية: من أجل بلوغ أهداف الدراسة تم تحديد الفترة الممتدة 2011-2020.

ثامنا: الدراسات السابقة

- دراسة شعبان محمد 2009، مذكرة ماجستير بعنوان "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية" دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة الممتدة (2004-2007) وقد تمثلت إشكالية الدراسة في "كيف يمكن للمؤسسة الاقتصادية تقييم وتقويم هيكلها التمويلي" ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، وتم التوصل إلى مجموعة من النتائج وهي:
- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية والتي تشكل هيكلها التمويلي إلى صنفين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة.
- معرفة الخصائص التي يتميز بها كل مصدر تمويلي عن الآخر مما يسمح بالمفاضلة بينها من أجل اختيار مصادر التمويل التي تتماشى وأهدافها وتطلعاتها.
- تمثل تكلفة التمويل الكلية متوسط معدل المردودية الأدنى الذي تلتزم به المؤسسة الاقتصادية عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعها الاستثمارية ويتم حساب تكلفة التمويل الكلية انطلاقا من التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي على حدا.
- دراسة جمال قدام 2006، مذكرة ماجستير بعنوان "تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة" دراسة حالة مجمع TOTAL خلال الفترة الممتدة (2001-2005) وقد تمثلت

إشكالية الدراسة في "ما طبيعة أثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة" ولتحقيق أهداف الدراسة اعتمد على المنهج التاريخي والمنهج الوصفي التحليلي، وتم التوصل إلى النتائج التالية:

- إن تعدد مصادر التمويل ووجود خصائص ايجابية وسلبية لكل مصدر تجعل قرار المفاضلة بين هذه المصادر صعب ولهذا على المؤسسة المقارنة بين ايجابيات وسلبيات كل مصدر واختيار المصدر الذي يحقق للمؤسسة أكبر قدر من الايجابيات.

- هناك صعوبة كبيرة في تحديد تكلفة مصادر التمويل وهذا راجع للطرق المعتمدة في حسابها كما يصعب تحديد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال في اختلاف الهدف لحسابها.

• دراسة بسام محمد الأعاش 2005، مذكرة ماجستير بعنوان "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" في شركات المساهمة العاملة في فلسطين خلال الفترة الممتدة من (1999-2003) وقد تمثلت إشكالية الدراسة في "ما هو أثر كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل (المقترض والممتلك) على معدل العائد على الاستثمار" وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي وأسلوب التحليل الوصفي وتم التوصل إلى مجموعة من النتائج وهي:

- عدم وجود علاقة بين تكلفة التمويل الممتلك ومعدل العائد على الاستثمار.
- وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار.
- وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصدر التمويل وتكلفة مصدر التمويل.
- غياب الرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد معايير اختيار مصادر التمويل.

• دراسة ناصلي 2018، مذكرة بعنوان "التمويل الذاتي ودوره في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية" هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور التمويل الذاتي وأثره على مختلف القرارات التي يتم اتخاذها في المؤسسة الاقتصادية وهذا من خلال تحديد مكونات التمويل الذاتي ومكانته ضمن مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وتحديد العلاقة بينه وبين اتخاذ القرارات الاستثمارية، وقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي فرضته الدراسة والذي يتميز باستخدام مختلف الأساليب الكمية والكيفية للتعبير عن الدراسة وتفسيرها وقد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- التمويل الذاتي له علاقة باتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال ما يحتويه من مكونات.
- التمويل الذاتي باعتباره قليل التكلفة والمخاطر فهو المصدر الأول للتمويل في المؤسسة الاقتصادية.

تاسعا: صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذه الدراسة نذكر:

- ضيق الفترة الزمنية المخصصة لإعداد هذه الدراسة؛
- نقص الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المنشورة في البورصة؛
- صعوبة الحصول على الدراسات السابقة باللغة الأجنبية وترجمتها؛

- توقيت إغلاق المكتبة الذي شكل العائق الأكبر وأوضاع لنا الكثير من الوقت.

عاشرا: خطة الدراسة

إن طبيعة هذا الموضوع استدعت تقسيمه إلى ثلاثة فصول حيث تم تخصيص فصلين نظريين والثالث التطبيقي، الفصل الأول تحت عنوان "أساسيات حول التمويل" وتم تجزئته إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول عالجا فيه الإطار المفاهيمي للتمويل، أما المبحث الثاني فيتحدث عن المصادر التمويلية للمؤسسة والمبحث الثالث تطرقنا فيه إلى التكاليف التمويلية والمزيج التمويلي، أما فيما يخص الفصل الثاني الذي كان بعنوان "القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية" تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث حيث تناول المبحث الأول أساسيات حول التمويل والمبحث الثاني خصصناه للحديث عن القرارات الاستثمارية أما بالنسبة للمبحث الثالث فعالجنا فيه النظريات المفسرة للهيكال التمويلي.

أما الفصل الثالث فكان تحت عنوان "دراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال" وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه تقديم مجمع صيدال والمبحث الثاني خصص للدراسة القياسية لأثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية لمجمع صيدال.



الفصل الأول:

أساسيات حول التمويل



تمهيد

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل

المبحث الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة

المبحث الثالث: التكاليف التمويلية والمزيج التمويلي

خلاصة

تمهيد:

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف الأنشطة و الحرص على اختيار الموارد التمويلية المثلى أي تلك التي تتميز بانخفاض تكلفتها، فليس من السهل على المسير المالي اختيار إحدى هذه المصادر التمويلية لان لكل مصدر تكلفة معينة إذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني، وبالتالي تكتسي عملية تقدير تكلفة الأموال درجة كبيرة من الأهمية فعلى المسير المالي أن يقوم بدراسة معمقة ودقيقة لمختلف التكاليف التي تترتب على اعتماد مصدر تمويلي دون آخر بالتالي يجدر بنا التعرف على المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة الذي يحقق أكبر العوائد بأقل التكاليف وعليه سوف نتطرق في هذا الفصل إلى ثلاث مباحث تتمثل فيما يلي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل.

المبحث الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة.

المبحث الثالث: التكاليف التمويلية والمزيج التمويلي.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل

يعتبر التمويل عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدونه تبقى خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ، حيث تحتاج المؤسسات إلى توفير الأموال اللازمة من أجل تسيير عملياتها المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم التمويل

تحتاج المؤسسة للتمويل من أجل تغطية احتياجاتها المالية، وذلك لضمان استمرارية النشاط وعدم التعرض للعجز الذي يمكن أن يفضي إلى التصفية والإفلاس، وقد عرف التمويل لغة على أنه "الإمداد بالمال" أما اصطلاحاً فهو "مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع"¹.

ولقد تطور التمويل خلال العقود الأخيرة تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعاريفه عند الاقتصاديين فنجد من يعرفه على أنه "الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط وهو جزء من الإدارة المالية".

كما يعرف على أنه "عملية تجميع الأموال ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف بتكوين رأس المال الجماعي"².

ويعرف أيضا بأنه "كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقود واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا"³.

ويمكن أن نلخص من التعاريف السابقة على أن التمويل هو عبارة عن عملية تجميع مبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة لتمويل استثماراتها وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة.

ويمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في⁴:

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛

¹ عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل (مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا)، طبعة الأولى، دار النهضة

العربية، الأردن، 2001، ص 11.

² ناصر بن سنة، يوسف قاشي، أهمية القرارات المالية معبر عنها بالعائد على الاستثمار والتكلفة الوسطية في خلق القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة البويرة، المجلد 2، العدد 2021، ص 6، ص 356.

³ هوارى معراج، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013، ص 15.

⁴ رايح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 96-

- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية الإستراتيجية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة، ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة بدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة.

المطلب الثاني: خصائص ومبادئ التمويل

أولاً: خصائص التمويل

للتتمويل خصائص عديدة يمكن تلخيصها فيمايلي¹:

- التمويل يتعلق بالحصول على مبالغ مالية أي النقود وليس السلع والخدمات؛
- التمويل يكون بالمبالغ المطلوبة لا أقل ولا أكثر؛
- الغرض الأساسي للتمويل هو مواجهة التزامات المؤسسة؛
- التمويل يكون في وقت الحاجة إليه؛
- التمويل يكون بمصادر مختلفة منها داخلية وخارجية؛
- يتضمن التمويل تحديد التوليفة المثلى لهيكل رأس المال.

ثانياً: مبادئ التمويل

يرتكز التمويل على العديد من المبادئ التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل²:

- ضرورة الموازنة بين العائد والمخاطرة: حيث لا يجب السعي إلى المبادرة بمخاطر مالية جديدة ما لم يكن هناك عائد إضافي متوقع من هذه العملية؛
- الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود: من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مصاحبة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من الدينار نفسه الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، ولذلك القاعدة تنص على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكرا كلما كان ذلك ممكنا؛

¹ عمر بن دادة ، دور التحليل المالي في تقييم كفاءة القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2016، ص133.

² أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2013، ص75.

- كفاءة أسواق رأس المال: بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية، والسوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيم الأصول والسندات في أي لحظة مقدار المعلومات المتاحة لدى الجمهور؛
- الأخذ بعين الاعتبار التأثيرات الضريبية: عند اتخاذ أي قرار تمويلي يجب على المسير المالي الأخذ بعين الاعتبار تأثيرات الضريبة على هذا القرار، بمعنى أن التدفقات النقدية تحسب بعد خصم الضرائب؛
- إشكالية الوكالة: تنشأ إشكالية الوكالة من مبدأ فصل الملكية عن التسيير ونظرا لهذا الفصل فإن المسيرين قد يتخذون قرارات لا تتفق مع أهداف الملاك في تعظيم قيمة الأسهم على الأقل في الأجل القصير، كذلك فإنهم يحاولون تعظيم منافعهم الخاصة من حيث المرتبات والحوافز وذلك على حساب الملاك كما قد يتجنبون الدخول في المشروعات ذات مخاطر مرتفعة على الرغم من ارتفاع العائد لأنها قد تكلفهم فقدان مناصبهم.

المطلب الثالث: مراحل تمويل المشروع الاستثماري

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى وفقا لاعتبارات عديدة منها الحجم، طبيعة النشاط والبيئة وغيرها وهذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المؤسسات. لكن على الرغم من هذه الصعوبات فإن الخطوات التالية يمكن أن تكون منطقية إلى حد بعيد¹:

- التعرف على الاحتياجات المالية: لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعا والتخطيط على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المؤسسات وهذا الأخير لا يعتبر السبب الوحيد الذي يؤدي إلى فشلها، بل يعتبر أحد أشكال التمويل الخاطئ للمؤسسات ولهذا على أصحاب المؤسسات التعرف على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والمستقبلية القريبة والبعيدة ثم ترتيب هذه الاحتياجات وفقا لأهميتها وأولويتها؛

- تحديد حجم الأموال المطلوبة: تتميز هذه الخطوة بالصعوبة من حيث تحديد مقدار الأموال بشكل دقيق فقد يتم تقدير دون مستوى أو أقل من المستوى المطلوب ولهذا لا بد من تحديد حدين للتمويل هما " الحد الأعلى والحد الأدنى"؛

- تحديد شكل التمويل المطلوب: قد تلجأ المؤسسة للاعتماد على القروض أو إصدار بعض الأسهم والسندات وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار الأسهم والسندات لأن ذلك يترتب عنه زيادة التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضا ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل؛

- وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية: بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من الأفضل أن يتم وضع جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المؤسسة تكاليف الأموال التي

¹ كنجو عيود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص ص 51-53.

ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع جدول زمني لابد من الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة؛

- وضع وتطوير الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستق بها الأموال والعائدات المتوقعة بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد على الحصول على الأموال اللازمة، وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد وهذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلية والخارجية؛

- تنفيذ الخطة التمويلية و الرقابة عليها وتقييمها: أن تنفيذ الخطة التمويلية يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناتجة عن التنفيذ، ومما لا شك فيه أن الخطة التمويلية تتقدم ولهذا لابد من العمل على تحديثها وكذا تعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

المطلب الرابع: طرق التمويل

تتمثل طرق التمويل في التمويل المباشر و غير المباشر و فيما يلي عرض لهذه الطرق¹:

أولاً- التمويل المباشر

يعبر عن العلاقة بين المقرض والمستثمر دون أي تدخل من وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي ويتخذ هذا التمويل صور متعددة سواء بالنسبة للمشروعات أو بالنسبة للأفراد كما تختلف هذه الطريقة باختلاف المقترضين.

1- بالنسبة للمشروعات: في هذه الحالة تستطيع المؤسسة أن تحصل على قروض وتسهيلات من عملائها أو حتى المشروعات الأخرى إذ تفضل بعض المشاريع طريقة الاقتراض فتصدر سندات لتتحقق لصاحبها عائد ثابت بقيمة القرض، إلا أن هذه الوسيلة تحقق لهم دخل ثابت دون تحمل المخاطر الناتجة عن الاستثمار الجديد وتفضل المشروعات أيضا هذه الوسيلة لما تحقق لها من استغلال أمثل لمواجهة دائئها.

2- بالنسبة للأفراد: إن الحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية عن طريق المؤسسات الوسيطة المصرفية أو غير المصرفية، أي أن التمويل المباشر تتعدد صورته فقد تتم القروض مباشرة بين الأفراد أو بين الأفراد والمشروعات وبمقتضى أوراق تجارية.

ثانيا-التمويل غير المباشر

يعبر التمويل غير المباشر عن الصورة الأخيرة لتمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها، فتقوم هذه المؤسسات بجمع المدخرات النقدية من الوحدات ذات الفائض (أفراد ومشروعات) ثم توزع هذه الإدخارات على الوحدات التي تحتاجها، فالمؤسسات المالية الوسيطة تحاول أن توفّر

¹ مصطفى رشيد شيحة، اقتصاديات النقود والمصاريف والمال، الطبعة السادسة، دار الجامعة الجديدة للنشر، ص ص 446-450 .

بين متطلبات مصادر الادخار ومتطلبات مصادر التمويل فتقوم المؤسسات المالية بطرح سندات جديدة ذات جاذبية معينة كأن تقدم لهم خدمات معينة، وفيما يخص السيولة والمضاربة من هذه الوسيلة في التمويل يمكن استخلاص ما يلي:

- قدرة المؤسسات الوسيطة على تحويل الاكتناز الادخاري إلى توظيف ادخاري؛

- قدرة المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية على مضاعفة حجم القوة الشرائية المقدمة لتوظيف الاستثمار اعتمادا على نسبة معينة من الادخار المتبقية.

المبحث الثاني: المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية

تلجأ المؤسسات من خلال نشاطها إلى البحث عن مصادر تمويل جديدة عندما تكون مصادر التمويل الذاتية غير كافية لمواجهة احتياجاتها أو لأنها لا ترغب في استعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية أو التوقيت.

المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

تلعب مصادر التمويل قصيرة الأجل دورا هاما في استمرارية النشاط الاقتصادي وتوسيعه في المؤسسات، فالتمويل قصير الأجل هو"التمويل الذي مدته سنة إلى سنتين كحد أقصى يهدف إلى تلبية الاحتياجات الاستغلالية للمؤسسات (شراء المواد الأولية، أجور العمال، تسديد الفواتير...) وكذا تمويل الاحتياجات الاستهلاكية للأفراد"¹.

وتتكون مصادر التمويل القصير الأجل من:

أولاً: الائتمان التجاري

1-تعريف الائتمان التجاري: هو الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها المؤسسة والمتمثل في الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة أو المواد الأولية وبين تاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات حيث يتسنى للمؤسسة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال التي احتفظت بها خاصة إذا لم يترتب عن ذلك تكلفة، ويطلق عليه الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة مايزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط أي أنه عادة ما يكون متاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب وتعد هذه من أهم مزايا الائتمان التجاري يضاف إليها انه يتم دون إجراءات أو تعاهدات رسمية².

¹ فاروق بن بلاط، عبد المجيد مباركية، أدوات معالجة مخاطر التمويل قصيرة الأجل في المصارف الإسلامية، مجلة الإحياء، جامعة الوادي، المجلد 22، العدد 30، 2022، ص 595.

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص ص 36-37.

وللائتمان التجاري عدة أشكال تمكن المشتري من الحصول على ما يحتاج إليه من البضاعة بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ أجل للبائع وتتمثل هذه الأشكال في¹:

- الحساب الجاري: هو الأكثر استعمالاً وشيوعاً، فيه يفتح البائع للمشتري حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها أول بأول؛
- الكمبيالة: هي أداة لها قيمة معينة وتاريخ استحقاق معين ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد الاستحقاق في البنوك التجارية؛
- السحب: هو المطالبة بدفع ثمن البضاعة يوجهه البائع للمشتري ويستخدم في حالات التصدير.

2-العوامل المؤثرة في منح الائتمان التجاري: وتتمثل هذه العوامل في²:

- المركز المالي للبائع: و يتمثل في مقدرة البائع على منح الائتمان؛
- مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه؛
- تقدير البائع لمخاطر منح الائتمان: إذا كانت تقديراته متفائلة يتجه نحو منح الائتمان وإذا كانت متشائمة يتجه إلى التحفظ وتضييق منح الائتمان؛
- المدى الزمني الذي يحتاجه المشتري لتسويق السلعة؛
- طبيعة السلعة المباعة؛
- حالة المنافسة.

ثانياً: الائتمان المصرفي

1-تعريف الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل التكاليف الحدية و المتجددة للإنتاج و متطلبات الصندوق و التي تستحق عادة عندما تحصل المؤسسة على عوائد مبيعات منتجاتها، و يأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، يتميز بأنها أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تغفل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم النقدي، كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل، يضاف إلى ذلك انه أكثر مرونة من

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية (إطار نظري ومحتوى عملي التمويل والاستثمار التخطيط والتحليل المالي)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 95.

² أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص 60-61.

الائتمان التجاري إذ انه يأتي في صورة نقدية وليست بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى ذلك أنه لا يتغير تلقائياً مع تغير حجم النشاط¹.

2- أسباب اللجوء إلى الائتمان المصرفي: تتمثل الأسباب التي تؤدي للائتمان المصرفي في²:

- عندما تكون احتياجات البرنامج التشغيلي للمؤسسة تتعدى ماتوفره مصادر التمويل التلقائية؛
- عندما تكون سمعة المؤسسة في السوق في صورة يصعب معها على الإطلاق الحصول على احتياجاتها؛
- أو على الأقل بشروط معقولة؛
- عندما تكون المؤسسة حديثة العهد و هي بذلك ليس لها من السمعة ما يمكنها من كسب ثقة الجهات المانحة للائتمان التجاري فلجأ إلى الائتمان المصرفي.

3 - أنواع الائتمان المصرفي: للائتمان المصرفي نوعان هما³:

- الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان: يعتبر الائتمان المصرفي الغير مكفول بضمان معين كائتمان ذو تصفية ذاتية، بمعنى أن الموجودات المشتراة بموجب هذا الائتمان والأرباح المتحققة عنها ستولد نقدية كافية لتسديد الائتمان وفائدته خلال مدة أقل من سنة.
- الائتمان المصرفي المكفول بضمان: يعتبر الائتمان المصرفي المكفول بضمان الائتمان الذي يقدمه البنك بشرط أن تقدم المؤسسة المستفيدة منه ضمان معين قبل الحصول عليه، وتقسم إلى الائتمان المصرفي المكفول بضمان شخص آخر وائتمان مصرفي مكفول بضمان موجود معين.

ثالثاً: مقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري: يمكن المقارنة بينهما من خلال النقاط التالية⁴

- يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة مقارنة بالائتمان التجاري في حالة عدم الخصم؛
- يعد الحصول على الائتمان المصرفي بمثابة تقييم للمؤسسة لأن البنك لا يمنح الائتمان إلا إذا كان متأكداً من قدرة المؤسسة على تسديد خدمة القرض و إن معايير منح الائتمان المصرفي يقوم في ضوء الدراسات المالية والاقتصادية والتجارية للمؤسسة التي تحصل على الائتمان؛
- يتمتع الائتمان التجاري بالمرونة مقارنة بالائتمان المصرفي سواء من حيث طريقة التسديد أو من حيث الاستخدام أو التوسع في الائتمان؛
- لا يطلب مانح الائتمان التجاري أية ضمانات أو إجراءات روتينية مقارنة بالائتمان المصرفي؛

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص140.

² خالد الراوي، عبد الله بركات، نضال الرمحي، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص50.

³ حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2009، ص ص14-15.

⁴ غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2011، ص22.

- من الممكن الاستفادة من الائتمان التجاري بصورة غير مباشرة عن طريق تأخير معدل التسديد باستخدام الأموال المتاحة في الاستثمارات.

المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

يقصد بالتمويل متوسط الأجل " تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين سواء في صورة أموال نقدية أو أصول، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح من 2 إلى 7 سنوات و تتمثل هذه المصادر عموماً في القروض"¹، والتي تكون موجهة لشراء وسائل الإنتاج المختلفة أي أنها وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة، حيث ينتظر استخدام الربحية المنتظرة من ورائه في تسديده و تتكون مصادر التمويل المتوسطة الأجل من:

أولاً: القروض متوسطة الأجل

عادة يتم تسديد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدة سنوات تمثل عمر القرض ويطلق على إسقاط السداد في هذه الحالة مدفوعات الاهتلاك و بالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من الضمانات الأخرى، و لا شك أن هناك استثناءات لهذه القواعد في بعض الأحيان.

و تمثل البنوك و شركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض، وان كانت قروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة وخمس سنوات فقط في حين قروض شركات التأمين تتراوح بين خمس سنوات وعشر سنوات و هذا معناه أن جزء من قروض شركات التأمين يمكن اعتبارها قروض طويلة الأجل، و عليه فكثيراً ما يتعاون أحد البنوك مع شركة التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أي منها منفرداً لإحدى الشركات، أن يتم السداد للبنك ثم بعد ذلك لشركة التأمين وتطلب هذه الهيئات المقرضة إضافة إلى ضمان القرض بأصل معين بعض الضمانات الإضافية يضمنها عقد القرض لضمان أموالها نظراً لطول مدة القرض ومن هذه الشروط نجد²:

- تحديد حد أدنى معين لنسبة التداول؛
- تحديد حد أقصى للقروض الطويلة الأجل التي يمكن للمؤسسة المقرضة أن تحصل عليها من خلال فترة القرض المتوسط الأجل؛
- وأحياناً يطلب المقرض أن يكون له حق الموافقة على أي تغيير يحدث في إدارة المؤسسة المقرضة خلال فترة القرض متوسط الأجل؛

¹ وليد بقاش، عمر بن دادة، حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة جيجل، المجلد 4، العدد 1، 2019، ص55.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية و التمويل، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص ص 294-295

- أخيرا عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمؤسسة المقترضة على فترات دورية.

ومن المزايا التي يتميز بها هذا النوع من الاقتراض نجد¹:

- السرعة: نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة عن طريق المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكون محددة للغاية وبالتالي تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة.
- المرونة: في حالة حدوث أي تغييرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة بالانتقال المباشر مع المقرض تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل.

ثانيا: الاستئجار

1- **تعريف الاستئجار:** هو عقد يتفق بموجبه طرفان المؤجر والمستأجر بان يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة معينة، على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول مقابل الانتفاع بالأصل².

2-أنواع الاستئجار:

للاستئجار ثلاثة أنواع تتمثل فيما يلي³:

- الاستئجار المباشر: حيث تتمكن الشركة من خلاله الحصول على منافع الأصل الثابت عن طريق استئجاره مباشرة من المالك ودون أن تضطر لامتلاكه بنفسها.
- البيع وإعادة الاستئجار: حيث تقوم الشركة التي تمتلك الأصل ببيعه إلى شركة أخرى وفي نفس الوقت تقوم بإبرام عقد مع المشتري لاستئجاره ومن ثم القيام باستخدام الخدمات التي يقدمها.
- الاستئجار الممول: حيث يكون في عملية الاستئجار ثلاثة أطراف تتمثل في:
 - ✓ الطرف المؤجر للأصل المشتري؛
 - ✓ الطرف المستأجر للأصل المؤجر؛
 - ✓ الطرف الممول للأصل المشتري.

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصيفي، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007 ، ص 241.

² رضا زهواني و آخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الإدارية و المالية، جامعة الوادي، المجلد 1، العدد 1، 2019، ص 246.

³ عبد الحليم كراجة وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 100.

ومما ساعد على اتساع هذا النوع من التمويل هو المزايا التي يستفيد منها كل من المؤجر والمستأجر من مزايا ضريبية وغيرها وهو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل ويعتبر ضروريا في الدول التي تعاني الندرة في الأموال، ومن أسباب ظهور هذا النوع من التمويل نذكر:

- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الإنتاج وضرورة التجديد المستمر؛
- ارتفاع أسعار شراء التجهيزات والمعدات المتطورة؛
- ارتفاع أسعار الفائدة على الديون الطويلة الأجل وما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استقائها.

3-أسباب اللجوء إلى الاستئجار:

هناك عدة عوامل تدعو إلى الاستئجار كبديل تمويلي من أهمها¹:

- مقابلة الاحتياجات المؤقتة: حيث تحتاج المؤسسات أحيانا إلى معدات وأصول معينة من اجل نشاط عرضي (مثل آلة الحفر، سيارة،...الخ) فبذل الشراء تؤجرها لأنها لن تحتاجها مرة أخرى .
- إمكانية إنهاء الاستئجار: تزداد أهمية هذا الشرط في حالة المعدات التي تتميز بالتطور السريع للحسابات الآلية حيث يتم نقل مخاطر التقادم من المستأجر إلى المؤجر .
- المزايا الضريبية: يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا ضريبية كنتيجة لعملية الاستئجار، حيث أن أقساط الإيجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل سداد الضريبة.
- الاحتفاظ برأس المال: يمكن الاستئجار من احتفاظ المؤسسة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل التي تحتاج إليها دون الحاجة إلى شرائه.

المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

تعتبر مصادر التمويل طويلة الأجل الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي للمؤسسة والذي يمثل في نفس الوقت مكونات هيكل رأس المال، وتتمثل أساسا في الأسهم العادية والأرباح المحتجزة والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل بما فيها السندات وسنتطرق لكل نوع على حدى فيما يلي:

¹ جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير في الإدارة المالية، جامعة جيجل ، 2009، صص86-87.

أولاً : التمويل بالأموال الخاصة (الملكية)

ينصرف تعبير التمويل بالملكية إلى مصادر التمويل التي تستند إلى المال المملوك لصاحب المشروع سواء كان هذا المالك شخصاً اعتبارياً أو فرداً من الأفراد، وعلى هذا فإن كل من الأسهم والأرباح المحتجزة والاحتياطات والاهتلاكات تعتبر مصادر تمويل بالملكية.

1-التمويل بالأسهم: من المعروف أن السهم هو " حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري " وتعتبر الأسهم من مصادر التمويل الطويل الأجل حيث أنه ليس له تاريخ استحقاق محدد¹.

إذا كان التقسيم ينصرف إلى حق الملكية وثبوته وكيفية تداوله فإن التقسيم الشائع هو ذلك الذي ينقسم إلى:

• **الأسهم العادية:** هي " صكوك متساوية القيمة تشكل جزء من رأس مال المؤسسة وهي بذلك تعد بمثابة سند ملكية للشركات المساهمة و التوصية بالأسهم²، وللسهم العادي قيمة اسمية، دفترية، سوقية، حيث تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم المنصوص عليها في العقد التأسيسي، أما القيمة الدفترية فهي قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وتمثل القيمة السوقية ما يباع به السهم في السوق وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية³.

تصدر الأسهم العادية بحصص متساوية وتطرح لبيعها للجمهور بسعر الإصدار ويجوز طرح جزء من الأسهم لبيعها في السوق وتسمى بالأسهم المصدرة و تقسم إلى⁴:

- سهم مالي: يحصل عليه كل شريك قدم حصته في صورة مبلغ من المال؛
- سهم عيني: يحصل عليه كل شريك قدم حصته في صورة عينية.

يصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط، ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات وتعتبر المصدر الرئيسي لتمويل شركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس.

✚ حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات والدائنين الآخرين وهي⁵:

¹ و داد متاجر ، علاء الدين قادي، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم ، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الإدارة، جامعة سيدي بلعباس، المجلد 1، العدد 2، 2017، ص 186.

² عقبة خضير ، أهمية التحليل الفني و الأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، مذكرة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2019، ص 126.

³ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص 551.

⁴ علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، دار إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 276.

⁵ فايز تيم ، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 135 -136.

- حق التصويت في الجمعية العمومية والمشاركة في اجتماعات الشركة والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة؛
 - الحق في الأرباح الموزعة بعد توزيع حقوق حملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى؛
 - يحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم عند تصفية المؤسسة، ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً؛
 - يحق لحملة الأسهم العادية بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه وكذلك الأولوية لشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.
- ✚ تقييم التمويل بإصدار الأسهم العادية:**

هناك ثلاث مزايا ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي¹:

- المؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات لحملتها؛
- مصدر دائم للتمويل إذ لايجوز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة التي أصدرتها؛
- إصدار المزيد منها يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمؤسسة.

إلى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب أهمها²:

- احتمال فقدان السيطرة على الإدارة بسبب التبادل السريع للأسهم وإصدار أسهم جديدة ومنه احتمال دخول مساهمين جدد وتشتيت الأصوات في الجمعية العمومية، وإضعاف المركز المالي للملاك القدامى واحتمال تغيير طريقة إدارة المؤسسة بما يتلائم مع توجهات الأعضاء الجدد في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال؛
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة بسبب ارتفاع العائد المطلوب من طرف حملة الأسهم العادية نظراً للمخاطر وكذلك توزيعات الأسهم لاتخصم قبل حساب الضريبة أي لا يترتب عليها وفورات ضريبية.

• **الأسهم الممتازة:** يطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع، و تحمل هذه الأسهم عادة مقسوم أرباح محددة على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم أو مبلغ ثابت لكل سنة³.

✚ خصائص الأسهم الممتازة:

تتمثل خصائص الأسهم الممتازة فيما يلي⁴:

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009، ص205.

² أمين كعواش، مرجع سبق ذكره، ص97.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 254-255.

⁴ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص159.

- الأسبقية في الأصول و الحصول على الأرباح، حيث أنها تمتلك الأولوية على الأسهم العادية كونها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة إفلاس المؤسسة والتصفية، و كذا الأولوية عند توزيع الأرباح على حملة الأسهم؛
- أقل مخاطرة من السندات كون المستثمرين يطالبون بمقدار أكبر من العوائد على الأسهم الممتازة، ويرجع ذلك إلى أنه في حالة إفلاس المؤسسة فإن مستحقات أصحاب الأسهم الممتازة تأتي بعد حصول أصحاب السندات على مستحقاتهم؛
- إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها حيث تتمتع معظم الأسهم الممتازة بخاصية تراكم مقسوم الأرباح لصالحها في حالة حجبها في سنة أو أكثر وذلك بتدويرها إلى السنوات اللاحقة؛
- حق التحول إلى أسهم عادية؛
- هجينة كونها تجمع بين مزايا الأسهم العادية وبين مزايا الأسهم الممتازة؛
- يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ضد المدراء إذا لم تدفع المؤسسة أرباح الأسهم الممتازة لفترة معينة؛
- ذات قيمة اسمية ثابتة تدفع وجوبا إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية الشركة.

✚ أنواع الأسهم الممتازة:

هناك أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة أهمها¹:

- الأسهم الممتازة القابلة للإعادة: أي أنه يحق لحملتها وبناء على طلبهم إعادة الأسهم الممتازة للمؤسسة وقبض ثمنها نقدا.
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: أي أن تشتري المؤسسة الأسهم الممتازة في السوق من مالكيها ومن ثم إلغائها، وأن تدفع قيمة الأسهم لمالكيها من واقع أنها لم تعد بحاجة إلى أموالهم.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بشروط يحددها القانون.
- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: وهي التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة بالكامل أو جزئيا وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.
- الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح: وهي الفئة من الأسهم التي تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

✚ حالات إصدار الأسهم الممتازة:

تصدر الأسهم العادية في الحالات التالية²:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص ص183-184.

² كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، مرجع سبق ذكره، ص 63.

- إذا كانت تكلفتها أقل من كلفة الأسهم العادية، لاسيما أن الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها؛

- عندما لا تتمكن المؤسسة من طرح السندات أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة؛

- عندما تنوي الشركة التوسع في أعمالها أو الزيادة في رأس مالها وكذلك في حالة زيادة الأعباء عليها.

✚ تقييم الأسهم الممتازة:

للأسهم الممتازة عدة مزايا نذكر منها¹:

- لا يؤثر إصدارها على السيطرة في المؤسسة وذلك لانعدام حقها في التصويت؛

- لا تحتاج المؤسسة إلى رهن أصولها عند إصدار الأسهم الممتازة و لا يتطلب إصدارها كضمان، بالتالي

يمكن المحافظة على هذه الأصول لاستخدامها كضمان عند التمويل بالديون؛

- لا تحمل موعد استحقاق محدد.

ولكن الأسهم الممتازة لا تخلو من العيوب التي نذكر منها²:

- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم من ضريبة الدخل؛

- التزام المؤسسة بدفع أرباح محدودة سنوية إذا حققت أرباح لم تحدد؛

- تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.

• **الأرباح المحتجزة:** تمثل جزء من حقوق الملكية الذي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المربحة ويتمثل في المتبقي من الأرباح العامة بعد تجنب الاحتياطات المختلفة و التوزيعات المقررة³.

تمثل الأرباح النقدية مصدر التدفقات النقدية لحملة الأسهم ومصدر معلومات عن الأداء الحالي و المستقبلي للمؤسسة، إن قرار توزيع الأرباح النقدية يعتمد على عوامل محددة خاصة بكل مؤسسة، والتي تختلف وفقا لها سياسات توزيع الأرباح، ثم إن الأرباح التي تحققها المؤسسة هي حق لحملة الأسهم العادية بالكامل، تستطيع المؤسسة تقسيم الأرباح المحققة إلى أرباح موزعة وأرباح محتجزة والتي تمثل أكثر مصادر التمويل الداخلية فعالية، وعليه فإن قرار توزيع الأرباح هو قرار يتم اتخاذه في ضوء تكلفة مصادر التمويل الخارجية الأخرى للمؤسسة والنمو المتوقع للعائد الذي تحققه المؤسسة فعلا.

جعل الأرباح المحتجزة مصدرا للتمويل الداخلي يعتمد على العائد الذي تستطيع المؤسسة تحقيقه، لدى يجب عليها أن تحقق عائدا مساويا أو أكبر من الذي تحققه المؤسسة لحملة الأسهم العادية، من وجهة نظر حامل السهم تمثل الأرباح المحتجزة استثمار جديد في ذات المؤسسة ومنه سيطلب عائد على الأقل مساويا لعائده من الأسهم العادية بالنسبة لحجمها، والذي يحتسب كجزء من نصيب السهم الواحد من الأرباح المحققة

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 85 .

² مبارك لسوس، التسيير المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 182.

³ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل وتحليل المالي (مدخل في التحليل واتخاذ القرارات)، مكتبة الاشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 180.

للسنة فانه يعتمد على غرض المؤسسة من هذا التمويل وهل أن حجم الأرباح المحتجزة سيكون كافيا لتمويل الاستثمارات الجديدة للمؤسسة، كونها تستخدم أحيانا كبديل على إصدار أسهم عادية جديدة فهي تشكل بذلك أحد أهم أنواع التمويل الداخلي للمؤسسة ولا تستطيع المؤسسة توفير هذا النوع من التمويل إلا إذا لم تقم بدفع أرباح نقدية لحملة الأسهم العادية.

بالنسبة للمستثمر فانه من مصلحته أن يستلم أرباحه بشكل نقدي، بدلا من أن تحتجز من قبل المؤسسة وعليه هو لا يفضل احتجاز أرباحه إلا إذا التزمت المؤسسة بتقديم عائد يكون مساويا للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها على أقل تقدير، وهي بالنسبة للسهم العادي استثمار جديد في أسهم المؤسسة نفسها مما يعني أن عائده المطلوب لقاء احتجاز هذه الأرباح هو نفس عائد الأسهم العادية التي بحوزته¹.

✚ تقييم الأرباح المحتجزة:

للأرباح المحتجزة مزايا وعيوب نذكر منها²:

تتمثل أهم المزايا فيما يلي:

- تكلفة الأرباح المحتجزة منخفضة بالمقارنة مع غيرها؛
- لا تحتاج لرهن موجوداتها؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.
- أما عيوبها فتتمثل فيما يلي:
- قد يتعذر على الشركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر؛
- يتطلب من الشركة أحيانا إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.

ثانيا: التمويل بالأموال المقترضة

1- القروض طويلة الأجل: تعرف القروض طويلة الأجل بأنها "القرض التي تحصل عليها المؤسسات لمدة تفوق السبع سنوات بهدف توفير موارد مالية معتبرة لقطاع المؤسسات يتم استغلال هذه الأموال في تمويل مشروعات اقتصادية كبير ولتغطية الاحتياجات المالية لهذه الأخيرة"³.

ويتم سداد القرض بشكل دوري فيما قد يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة، أو قد يتم سداه مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، و لا تختلف آثار ومزايا و عيوب القروض طويلة الأجل

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 167.

² غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006، ص 35.

عن السندات، فكلاهما مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة، غير أن السندات تتميز بإمكانية استدعائها في حالة انخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة والمرونة باعتبارها نتائج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض و المقترض، وتبعاً لذلك تتصف إجراءاتها بالسهولة والبساطة النسبية بما يمكن للمشروع الحصول على احتياجاته بسرعة، وتتصف القروض بخاصية المرونة مقارنة بالسندات وتنتج هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد عن طريق مباشر في حالة حدوث تغييرات في الظروف الاقتصادية تستدعي تغيير هذه الشروط الأمر الذي يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل¹.

يعد هذا النوع من التمويل المقترض بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض (المؤسسة) تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن توقيتات يتم الاتفاق عليها مع المقرض، تتراوح آجال هذه القروض مضمونة بأصل معين أو بضمانات أخرى، وبالنسبة لتحديد الفائدة على القروض طويلة الأجل فهي بالعادة تكون أعلى مما هي عليه في القروض قصيرة الأجل و يحدد معدل الفائدة وفق ما يلي²:

✓ تحديد معدل فائدة ثابت خلال مدة القرض.

✓ الاتفاق على معدل فائدة متغير وذلك وفق المعدلات المعتمدة من قبل المصارف و هنا يتم الاتفاق على تحديد حد أدنى و حد أقصى لمعدل الفائدة.

2-السندات: السند هو عبارة عن ورقة مالية ضمانا لدين وهو عقد التزام يتعهد به مصدر السند بدفع مبالغ محددة خلال أوقات محددة وعادة حامل السند يحصل على فائدة معروفة سلفاً، وهذا خلافاً للأسهم التي لا تحصل على الأرباح إلى إذا تحققت للشركة وعادة تتمتع السندات وخصوصاً القصيرة الأجل مثل أدونات الخزينة بدرجة عالية من السيولة³. كما يعرف أيضاً بأنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة تعتبر دين بذمة الشركة المصدرة له وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركات وحقهم بالحصول على فائدة دونما ارتباط بنتائج أعمالها ربح أم خسارة في مواعيد استحقاقها وتمتاز هذه الصكوك بالقابلية للتداول⁴.

• أسباب اللجوء إلى السندات : تتمثل أسباب اللجوء إلى السندات في⁵:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي: لتحقيق هذه الغاية يشترط أن تكون تكلفة السندات اقل من العائد المتوقع من الاستثمار على الأموال المقترضة حتى يبقى بين التكلفة والمردود بحسب العائد على حقوق أصحاب المؤسسة؛

- التكلفة: تكلفة الاقتراض محدودة والسندات لاتشارك في الأرباح في حال تحقيق المزيد منها؛

¹ عاطف وليم أندرواس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 397.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 167.

³ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 15.

⁴ بن عبيد فريد، قسوري إنصاف، آليات التمويل بالقرض السندي، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة بكرة، العدد 4، 2017، ص 132.

⁵ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 428.

- الميزة الضريبية: تعتبر الفائدة المدفوعة على الإسناد من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح الخسائر للوصول للربح الخاضع للضريبة في حين تعتبر عائدات الأسهم توزيعاً للأرباح وليست من النفقات لدى يتم دفعها من الأرباح المحققة بعد دفع الضرائب؛
 - استعمال أموال الآخرين في الإدارة؛
 - زيادة موارد التمويل المتاحة في الشركة حيث يمكن جذب من لا يرغب في المشاركة في مخاطر الملكية؛
 - توفير المرونة لإدارة الشركة فيما يتعلق بالهيكل المالي من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء.
- أنواع السندات :

للسندات عدة أنواع ومن أهمها مايلي¹:

- السندات العادية: هذا النوع من السندات لا يكون له أي امتيازات خاصة على أصول الشركة، وضمان مثل هذه السندات ينحصر في قدرة الجهة المصدرة لها على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الائتماني للمؤسسة محور ضمان هذه السندات.
- السندات المضمونة: هي سندات مضمونة برهن أصل ثابت كالأرض أو العقار أو الآلات أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى.
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية للشركة المصدرة، تاريخ التحويل ومعادلة التحويل التي تعطي عدد الأسهم التي تمنح في حالة إجراء تحويل للسندات تكون محددة في عقد الإصدار، هذا النوع من السندات يمنح للمؤسسة المصدرة إمكانية القيام برفع رأس المال في المستقبل.
- السندات ذات القسيمة الصفرية (صفرية الكوبون): تباع عادة هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية، ولا يحصل السند على أي كوبون قبل تاريخ الاستحقاق، إنما يحصل على كوبون واحد في تاريخ تسديد السند فهذا السند لا يحصل على أي كوبون وإنما يسدد بقيمة أكبر من قيمة إصداره.
- السندات ذات معدل الفائدة المتغير: قد يكون سعر الفائدة في هذا النوع من السندات غير ثابت ومتذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيير معدل الفائدة بالارتفاع أو الانخفاض تبعاً للحالة الاقتصادية.
- سندات الدخل: لا يحصل هذا النوع من السندات على عائد إلا إذا حققت المؤسسة أرباحاً تسمح بدفع الفائدة المستحقة على السندات، وبالتالي فإن التوقف عن سداد فائدة هذا النوع من السندات لا يؤدي إلى شهر إفلاس الشركة إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة طبقاً لشروط الإصدار.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2008، ص 224-225.

- سندات المشاركة: وتعطي الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، مثل هذا الامتياز يتحقق على ماتبقى من الأرباح بعد التوزيع على حملة الأسهم العادية، مثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.

• تقييم التمويل بالسندات:

من بين مزايا السندات نذكر:¹

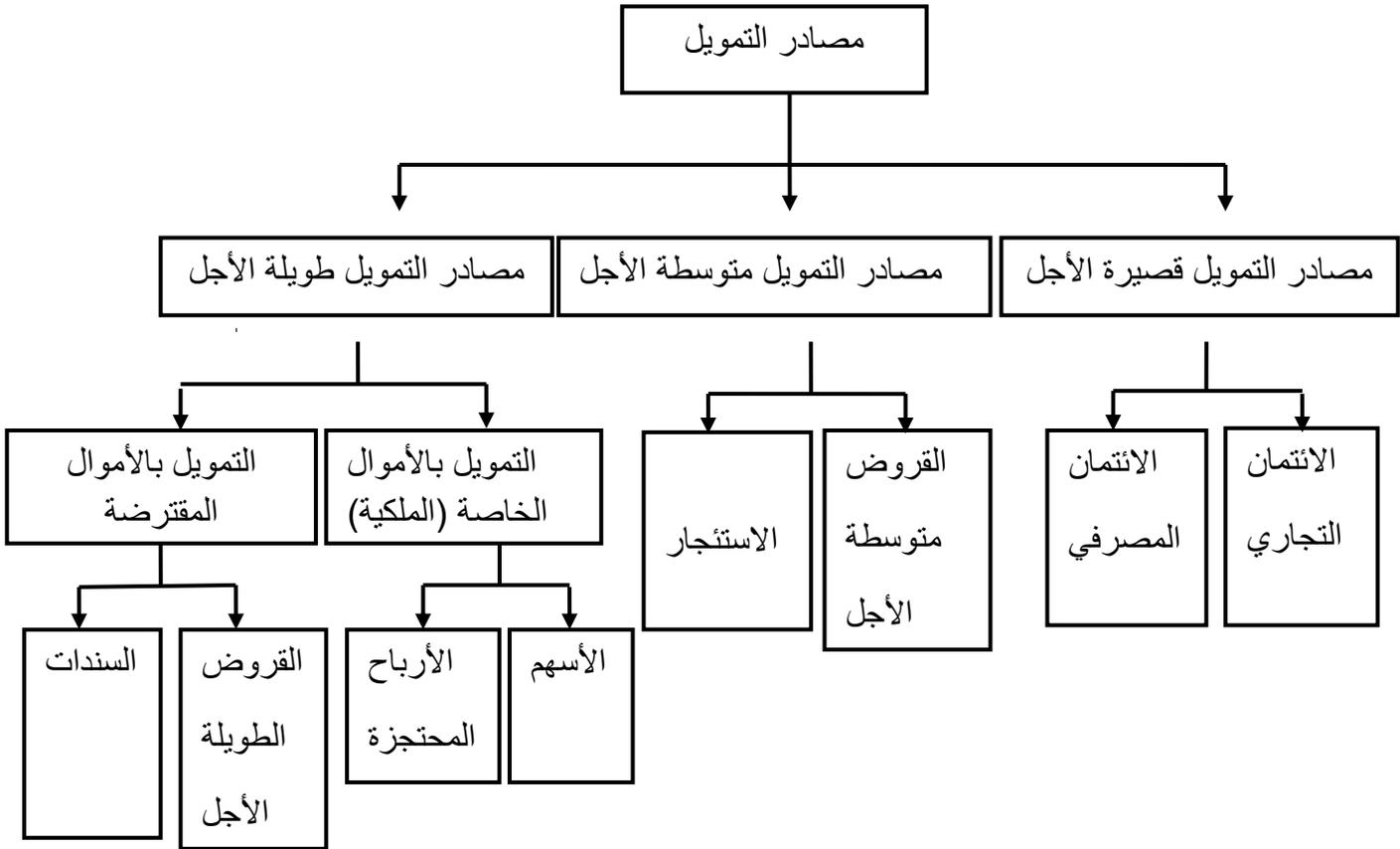
- تمكن المؤسسة من الحصول على مبالغ كبيرة دون وجود سقف محدد لها؛
- تمنح إعفاء ضريبيا للمؤسسة باعتبارها من الأعباء واجبة الخصم من الدخل قبل احتساب الضريبة؛
- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية؛
- أن تكلفة الاقتراض الممثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- توفر المرونة التمويلية للمؤسسة، من خلال خاصية الاستدعاء حيث يمكن استرداد السندات قبل تاريخ الاستحقاق .

أما عيوبها فتتمثل في:

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المؤسسة للإفلاس؛
- يؤدي الإقراض بتعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية؛
- القرض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق لدى ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل الأجل؛
- قد يعطي حق الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة؛
- لايعتبر التمويل عن طريق القرض السندي متاحا للعديد من المؤسسات.

¹ فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص122-123.

الشكل رقم (1-1): يوضح مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الطالبتين (اعتمادا على الكتب).

المبحث الثالث: التكاليف التمويلية والمزيج التمويلي

إن معرفة تكلفة الأموال تعتبر عنصرا مهما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على التمويل وبالتالي إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي السليم والملائم، ونظرا لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال فإن جميع المداخل المختصة بدراسة تكلفة الأموال تعتمد على التنبؤ في تقدير تلك التكلفة وتتركز على مقدار العائد المتوقع ومحاولة أن يكون التمويل باتجاه المصدر لأقل تكلفة والذي يحقق أعلى عائد.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال.

أولا - تعريف تكلفة الأموال: يمكن تعريف تكلفة الأموال بأنها "الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة"¹.

¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق ذكره، ص 166.

أو هي " الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من الأموال الخاصة أو من أموال الاقتراض أو كليهما معا، بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي أو زيادته"¹.

ثانيا- أهمية تكلفة الأموال:

تتجسد أهمية تكلفة الأموال في عدة نقاط أهمها²:

- تلعب تكلفة الأموال دورا رئيسيا في قرارات السياسة التمويلية؛
- تعتبر متغيرا أساسيا في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية لأنها تمثل معدل الخصم المستعمل في إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، لذلك فان تخفيضها يتطلب قياسها بطريقة موضوعية؛
- هي المعيار الذي يمكن اعتماده في معرفة مدى تأثير القرارات الاستثمارية على مردودية المؤسسة ومن ثم اختيار البدائل الاستثمارية التي تحقق أعلى مردودية لها، أي البدائل التي تتحقق بأقل تكلفة ممكنة؛
- هي الحد الأدنى للعائد المتوقع على الاستثمار، حيث أن الاستثمار الذي لا يحقق عائدا يساوي على الأقل تكلفة تمويله هو استثمار غير مرغوب فيه طالما أنه يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية؛
- تحديد تكلفة الأموال والسهر على تدنيها يندرج في إطار الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية المتمثل في تعظيم القيمة السوقية .

المطلب الثاني : حساب تكلفة الأموال

يقتضي حساب تكلفة التمويل الوقوف على كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي للمؤسسة والتي تشير إليها في النقاط التالية:

أولا: تكلفة التمويل قصير الأجل

1- تكلفة الائتمان التجاري:

تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويلي بدون تكلفة تذكر، غير أنه قد ينقلب إلى مصدر تمويلي مرتفع التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه، وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد وعندما تمر الفترة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري، دون قيام المؤسسة بالسداد قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق وقد تخرج كليا من السوق، إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطا يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فان البند الرئيسي لتكلفة

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء ، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2013، ص 193.
جمال قدام، مرجع سابق ذكره، ص ص 44- 45.²

الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي بالتالي تكلفة الائتمان التجاري تكاد تكون منعدمة في هذه الحالة، فيما تزيد عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحقاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي .

تحسب تكلفة الائتمان التجاري بالعلاقة التالية:¹ تكلفة الائتمان

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}}$$

2- تكلفة الائتمان المصرفي:

تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مؤوية من قيمة القرض التي حصلت عليه ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزا لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الإنفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض والمتأثرة أيضا بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة، وهناك 3 حالات بشأن هذه الشروط و هي²:

- أن يطلب من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معين؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد الفائدة مقدما؛
- أن يطلب من المؤسسة سداد القرض على دفعات .

ويمكن حساب الفائدة وفق الأساليب التالية³:

- احتساب الفائدة البسيطة: تحسب على أساس تسديد العميل مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كما يلي:

$$\text{تكلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{القرض} \times \text{المدة}$$

- الفائدة المخصومة: هي التي تخصم من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف ولذلك يسمى بالقرض المخصوم، بموجب هذا الشرط سوف لا يحصل المقترض على كامل قيمة القرض ومنه معدل الفائدة الحقيقي سيكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي، ولمعرفة تكلفة القرض الحقيقي نحسب معدل الفائدة الحقيقي كالتالي:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة المدفوعة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة}}$$

- احتساب تكلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض: تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف تتراوح هذه النسبة من 10 إلى 20 % من

¹ عاطف وليم أندرواس، مرجع سبق ذكره، ص ص 391-392.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ذكره، ص 547.

³ طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 60 .

قيمة القرض والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وأن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل .

ثانيا : تكلفة التمويل متوسط الأجل

تكلفة قرض الإيجار: تتمثل في معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري وهو العائد الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للدفعات بعد خصم الضريبة مضاف إليه ما تنفقه المؤسسة من ضرائب على الاهتلاكات خلال مدة عقد التمويل التأجيري زائد قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي وتحسب بالعلاقة التالية¹:

حيث:

$$V_0 = \sum \frac{L_i(1 - h) + A_{i \times h}}{(1 - r)^t} + \frac{R_n(1 + h)}{(1 - r)^t}$$

V_0 : القيمة الحالية للاستثمار .

L_i : دفعة الإيجار التي تدفع في السنة .

A_i : امتلاك الأصل فيما لو كانت المؤسسة مالكة له.

R_n : القيمة المتبقية للأصل .

h : معدل الضريبة على الأرباح.

ثالثا : تكلفة التمويل طويل الأجل

تكلفة الأموال الخاصة:

• **تكلفة الأسهم العادية :** تتمثل تكلفة الأسهم العادية في تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة، لها نفس الدرجة من المخاطر (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة) ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية أنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم². ويمكن استخدام طريقتين لحساب تكلفة الأسهم العادية و هما³:

¹ مبارك لسوس ، مرجع سبق ذكره،ص222.

² عبد الغفار حنفي، سمية زكي قريقاش، مرجع سابق ذكره، ص 204.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق ذكره، ص318.

- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية: تقوم هذه الطريقة على قسمة الأرباح الموزعة لكل سهم عادي على القيمة الصافية للسهم التي يتم استخراجها بضرب القيمة السوقية للسهم بتكلفة الإصدار للسهم الواحد مضاف إلى نتائج الزيادة المتوقعة في الأرباح لكل سهم و ذلك كما يلي :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{(1 - \text{تكلفة إصدار السهم}) \times \text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم}$$

- طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم: تقيس هذه الطريقة كلفة الأموال بدلالة عائدات الأسهم و الأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس كلفة الأموال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين، وأيضاً بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، حيث أن هذه الاستثمارات سترفع من قيمة المؤسسة و معدل ربحيته ويمكن حسابها بالطريقة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

$$\text{القيمة الصافية للسهم} = \text{سعر البيع} - (\text{تكلفة الإصدار} + \text{تكلفة الخصم})$$

• **تكلفة الأسهم الممتازة:** يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرون على السهم الممتاز وتشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون التزاماً مالياً ثابتاً على الشركة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة، ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة على أساس الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار أو السعر الذي تحصل عليه الشركة بعد خصم تكاليف الإصدار¹:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الممتاز}}{\text{سعر السهم الممتاز} - \text{تكاليف الإصدار}} \times 100\%$$

• **تكلفة الأرباح المحتجزة:** تتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة في معدل العائد الواجب الحصول عليه جراء استثمار الأرباح المحتجزة بحيث يساوي معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين على الأسهم ومن خلال هذا التعريف يمكن توضيح تكلفة الأرباح المحتجزة في الحالات التالية²:

- الحالة 01: مستوى الأرباح على السهم ثابت و لا يخضع للضريبة:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{قيمة السهم الواحد}}$$

يقصد بقيمة السهم الواحد إما القيمة الاسمية أو القيمة السوقية.

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 171-172.

² عبید علي أحمد الحجازي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

- الحالة 02: مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم ينمو بمعدل ثابت ولا يخضع للضريبة

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{قيمة السهم الواحد}} + \text{معدل النمو}$$

- الحالة 03: مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم ينمو بمعدل ثابت وتخضع للضريبة

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم} (1 - \text{سعر الضريبة})}{\text{قيمة السهم الواحد}} + \text{معدل النمو}$$

1- تكلفة الأموال المقترضة:

• تكلفة القروض الطويلة و المتوسطة الأجل:

تتطلب الطبيعة القانونية والاقتصادية (لعقد القرض بفوائد) التدقيق في حساب التكلفة الحقيقية للقرض الذي يأخذ بعين الاعتبار الطرق الخاصة للعملية منها¹:

- سعر الإصدار؛
- المبلغ ومخطط الدفع؛
- الفوائد ومصاريف الإصدار.

للقروض طويلة الأجل تكلفة صريحة مساوية لتكلفة الدين التي تتحملها المؤسسة، وتعريف التكلفة الصريحة يدفعنا لحساب تكلفة القرض والقرض السندي.

✓ **تكلفة القرض:**

- بدون أثر الضريبة ومصاريف الإصدار: تكون تكلفة القرض بالنسبة للمؤسسة المتعاقدة مساويا لمعدل الفائدة التعاقدية، تحدد تكلفة هذا القرض لحل المعادلة التالية:

$$\sum_{t=1} V_0 = ap(1 + re)^{-p}$$

حيث: V_0 : مبلغ القرض.

ap : الأقساط المدفوعة خلال الفترات 1،2،....،p

re : تكلفة القرض.

كذلك مخطط الدفع لأي قرض تحكمه العلاقة التالية:

$$\sum_{n=1}^t V = ap (1 + i)^{-p}$$

¹ خميسي شريحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص ص 150-151.

حيث: i : المعدل التعاقدى وعليه $i=re$.

- اثر الضريبة: تحقق المؤسسة المقترضة اقتصاد ضريبي على الفوائد المدفوعة سنويا للمقرض نذكر أن الدفعة تضم الفوائد وإهلاك القرض.

$$ap = iv_{p-1} + Ap$$

إذا كان: t يمثل معدل الضريبة على أرباح الشركات يؤدي اقتصاد الضريبة المحقق إلى تخفيض قيمة دفعة السداد.

$$e = iV_{p-1} - t$$

نحصل على تكلفة القرض بعد الضريبة من خلال العلاقة التالية:

$$V = \sum [iv_{p-1}(t - 1) + ap] (1 + re)^{-p}$$

- أثر المصاريف (المعدل الحقيقي): زيادة على دفعات السداد، تتحمل المؤسسة المقترضة مصاريف و عمولات، التي تنخفض حسب الحالة من مبلغ القرض (مصاريف حسب الملف مثلا) أو تضاف لدفعات السداد (مصاريف التأمين مثلا).

• **تكلفة السندات:** يترتب عن إصدار السندات كلفة يتحملها المشروع، وهذه الكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات.

ويمكن حساب تكلفة السندات وفق القانون التالي¹:

قيمة السند عند انتهاء المدة - سعر بيع السند الصافي	
المدة	
تكلفة السندات = مبلغ الفائدة +	
قيمة السند عند انتهاء المدة + السعر الصافي لبيع السند	
2	

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص191.

رابعاً: التكلفة المرجحة للأموال

إذا كانت تكلفة كل مصدر على حدا تساعد في المفاضلة بين المصادر البديلة إذا كانت كافة المصادر متاحة فإن المستثمر قد يهتم بالتكلفة الكلية لمصادر التمويل جميعها حيث تساعده في اتخاذ القرار الخاص بالدخول في مجال الاستثمار أو رفض هذا بعد القيام بمقارنة معدل العائد بمعدل التكلفة وإذا كانت تكلفة مصدر من المصادر مرتفعة لدرجة قد تفوق العائد، فإن هذا لا يجعل المستثمر يصرف النظر عن مجال الاستثمار كلية طالما أن التكلفة الكلية أقل من العائد.

عند احتساب التكلفة الكلية ينبغي إتباع الخطوات التالية¹:

- تحديد المصدر التمويلي وتحديد قيمته التمويلية؛
- تحديد الأهمية النسبية لكل مصدر تمويلي وذلك بالنسبة للمجموع الكلي للأموال المستثمرة؛
- تحديد تكلفة كل مصدر على حدى؛
- تحديد التكلفة المرجحة لكل مصدر تمويلي وذلك بضرب تكلفة كل مصدر تمويلي في الأهمية النسبية له؛
- تحديد التكلفة المرجحة الكلية وذلك بجمع التكاليف المرجحة للمصادر التمويلية جميعها.

نصيغ التكلفة المرجحة للأموال بالعلاقة التالية²:

$$CMPS = K_{cp} \frac{cp}{cp + D} + K_D \frac{D}{D + CP} (1 - r)$$

حيث :

CMPS: التكلفة المتوسطة المرجحة.

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة.

K_D : تكلفة الأموال المقترضة.

C_p : الأموال الخاصة.

D : الديون.

r: معدل الضريبة على الأرباح.

¹ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 264.

² مليكة زعيب، ميلود بوشنغير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 204.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال

يمكن التمييز بين نوعيين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال، عوامل مرتبطة بهيكل الأصول أي بالاستخدامات أو الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة وعوامل مرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأس المال، أي تحديد مصادر التمويل طويلة الأجل إما من أموال المقرضين أو الملكية بنوعيتها، ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر وأيضا للحقوق التي يتمتع بها فان درجة المخاطرة التي يتعرض لها تكون أيضا مختلفة ومتفاوتة فالمقرضين أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، حيث لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية المؤسسة أو إفلاسها، أما حملة الأسهم فهم أكثر عرضة للمخاطر من المقرضين غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية، فان كل من حملة الأسهم الممتازة أكثر تعرضا للمخاطر من الدائنين إلى أنهم أقل تعرضا لهذه المخاطر مقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية سواء فيما يتعلق بحصولهم على نصيبهم من الأرباح (إذا قررت المؤسسة توزيع الأرباح) أو حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية إذا تعرضت المؤسسة للإفلاس أما حملة الأسهم العادية فيتحملون العبء الأكبر من المخاطر ونظرا لأن التكلفة التي تتحملها المؤسسة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، يترتب على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان متوسط.

أما فيما يتعلق بالعوامل المرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضا نسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على الاقتراض والأسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط وكل هذا قد يؤثر بالتالي على تكلفة الأموال¹.

المطلب الرابع : مفهوم المزيج التمويلي وكيفية تحديده

يعرف المزيج التمويلي أيضا بأنه الهيكل التمويلي وهو يتمثل في مجموعة من مكونات الأموال التي تستخدمها المنظمة والتي عادة ما تتكون من أموال الملكية، والتي تتضمن رأس المال المملوك والاحتياطات و الأرباح المحتجزة و هو ما يعرف بمصطلح حقوق الملكية، كما يتضمن هيكل التمويل أيضا أموال المديونية والتي قد تكون مديونية طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

أي أن المزيج التمويلي هو المزيج المناسب من الأموال التي يتم الحصول عليها بغية تلبية احتياجات المنظمة التمويلية للأصول المتداولة والأصول الثابتة، و يعتبر تحديد الهيكل التمويلي أو المزيج التمويلي من أهم القرارات التمويلية التي يتخذها المدير المالي، كما أن تحديد هذا الهيكل يحتاج إلى مهارة عالية لما لهذا

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريقاش، مرجع سبق ذكره، ص ص 194-195.

القرار من تأثير على قيمة المنظمة وتكلفة الأموال فيها، لذا فإنه يجب على المدير المالي عند اتخاذ القرارات التمويلية أن يتوصل إلى المزيج التمويلي الذي يعظم إجمالي القيمة السوقية للمنظمة، فهذا الهدف يتفق مع هدف تعظيم ثروة المساهمين، وعند الوصول لهذا المزيج فإننا نكون بصدد هيكل التمويل الأمثل والذي يهدف أساسا إلى تدبير الاحتياجات المالية للمنظمة بأقل تكلفة ممكنة، وتقليل المخاطر، فضلا عن تعظيم الأرباح السنوية¹.

أولا-الاعتبارات المحددة للمزيج التمويلي

هناك العديد من الاعتبارات التي تلعب دورا مؤثرا في تكوين المزيج التمويلي المناسب، يؤدي لتعظيم قيمة المؤسسة لحملة أسهم الملاك، ويحفزهم بالتالي على الاحتفاظ بسهم المؤسسة وعدم التصرف فيه لأطول فترة ممكنة، ولتحديد المزيج الأمثل يجب طرح التساؤل التالي²:

- هل يتم استخدام الديون إلى جانب حقوق الملكية في تكوين المزيج التمويلي أم لا ؟.
 - وإذا كانت الإجابة عن السؤال السابق بالإيجاب فما هي الحدود المناسبة لاستخدام هذه الديون ؟.
- وفي كل الحالات فإن المعيار الأساسي الواجب استخدامه في القطاع بمدى جدوى استخدام الديون وحدود استخدامها من عدمه يتمثل في تعظيم قيمة ملاك المساهمين في داخل نطاق مدروس من المخاطرة، وهذا المنطلق يؤثر في تحديد المزيج التمويلي لكثير من العوامل منها على سبيل المثال لا الحصر:
- نصيب السهم من الربحية والذي ينعكس بصورة مباشرة في مجمل الربح قبل الفوائد والضرائب والعائد على حقوق الملكية؛
 - قدرة المؤسسة على مواجهة متطلبات خدمة الدين، أي سداد التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها دون خسائر وهو ما يطلق عليه درجة أو حالة السير المالي الفني؛
 - سعر الفائدة السائد في السوق، فانخفاض سعر الفائدة وقت صناعة القرار الخاص بالمزيج التمويلي عن طريق الاقتراض والعكس صحيح.

ثانيا-العوامل المؤثرة في اتخاذ قرارات تحديد المزيج التمويلي: يتم توضيح هذه العوامل فيما يلي³:

- أحوال السوق المالية: تؤثر أحوال السوق المالية على اختيار مصدر التمويل المناسب، فمثلا عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة أو أسعار الأسهم المنظمة منخفضة، فمن الأفضل هنا اختيار مصدر التمويل بالديون،

¹ أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر إلى الثراء)، المكتبة العصرية، عمان، 2008، ص 129.

² منصور الزين، آليات تشجيع و ترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2009، ص66.

³ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 130-131.

- فذلك أنسب من التمويل بالأسهم العادية والعكس صحيح تماما، أي عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة أو أسعار الأسهم عالية، فإن بيع أسهم جديدة يكون هو الأنسب.
- السيطرة: قد تفضل إدارة المؤسسة إصدار سندات بدلا من إصدار أسهم عادية وذلك إذا كانت إدارة هذه المؤسسة مهتمة بالسيطرة عليها، ولأن إصدار الديون لا يخفى من درجة سيطرة المساهمين الحاليين.
 - المرونة المالية: قد يلجأ المدير المالي إلى الاحتفاظ بطاقة إقتراضية احتياطية توفر له التمويل أثناء الطوارئ، وتزوده بالمرونة المالية اللازمة، إذ أن قرار التمويل الذي يتخذ اليوم قد يؤثر على قرار اختيار التمويل في المستقبل، ومثال ذلك الاعتماد على قدر كبير من الديون قد يحول دون الحصول عليها في المستقبل.
 - التدفق النقدي في المؤسسة: يعتبر تحليل التدفقات النقدية لمعرفة قدرة المؤسسة على خدمة أعبائها التمويلية الثابتة في ظل ظروف اقتصادية مختلفة أمرا هاما لتحديد مستوى الديون المناسب، حيث أن الديون الإضافية تزيد من أعباء المنظمة التي يجب تغطيتها من التدفق النقدي لديها.
 - الربحية والاستقرار: تستطيع المؤسسة زيادة الرافعة المالية في هيكل تمويلها كلما كانت إيراداتها أكثر ربحية وأكثر استقرارا، والعكس هو الصحيح لو كانت المنظمة أقل ربحية وأقل استقرارا في إيراداتها.
 - مخاطر الأعمال: إن مقدار التمويل بالديون الواجب استخدامه ليتناسب تناسباً عكسياً مع درجة مخاطر الأعمال أو مخاطر درجة التشغيل في المؤسسة، فكلما انخفض مقدار الاعتماد على التمويل بالديون والعكس صحيح فكلما قلت مخاطر الأعمال أو مخاطرة التشغيل كلما أمكن زيادة مقدار الاعتماد على التمويل بالديون.
 - تفضيلات الإدارة: إن الاتجاه نحو المخاطرة عند تحديد هيكل التمويل في المؤسسة يختلف باختلاف المديرين والإدارة، فهناك المدير المتحفظ والإدارة المتحفظة التي تضع قيوداً على استخدام الديون لديها للتقليل من تعرض المؤسسة لمخاطر الرافعة المالية.
 - سيولة الأصول: إن المنظمة يمكنها الاعتماد على الديون بنسبة كبيرة كمصدر للتمويل إذا كانت الأصول الثابتة فيها تمثل نسبة كبيرة من إجمالي الأصول، وذلك على عكس تلك المؤسسة التي تمثل فيها الأصول المتداولة النسبة الأكبر.

خلاصة:

من خلال ما تقدم في هذا الفصل توصلنا إلى أن النشاط التمويلي على مستوى المؤسسة الاقتصادية هو الدعامة الأساسية لتزويدها بالاحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والاستمرارية، فالمؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب، الخصوم في الميزانية سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة أو متوسطة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين فعلى المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة ويكون بأدنى تكلفة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى التكلفة الإجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال (المزيج التمويلي)، والتي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم مردودية المؤسسة، لدى فعلى المؤسسة دراسة إمكانية تمويل المشاريع دراسة دقيقة و ذلك لضمان عدم ضياع الأموال في المشاريع الغير مبرمجة.



الفصل الثاني:

القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية



تمهيد

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار

المبحث الثاني: ماهية القرارات الاستثمارية

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكلة المالي

خلاصة

تمهيد :

تحظى عملية الاستثمار بأهمية كبيرة كونها تمثل العنصر الحيوي والفعال واللازم لتحقيق عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، فعملية الاستثمار لا بد أن يرافقها مستوى معين من المخاطرة وبنفس الوقت لا بد وأن تحقق مستوى معين من العائد.

وإذا كان الأمر هكذا فلا بد أن تخضع عملية الاستثمار للدراسة والتحليل من أجل الوصول إلى قرار استثماري سليم، يمكن من خلاله تحقيق درجة المخاطرة وإيجاد مستوى معين من الأمان للأموال المستثمرة.

وتقييم المشروعات يهدف بالأساس إلى ترشيد القرارات الاستثمارية في محاولة للوصول إلى قرارا استثماري سليم يساعد أو يضمن تحقيق الأهداف المحددة وذلك لكون متخذ القرار يسعى لتحقيق هدف إلا وهو تعظيم قيمة المؤسسة، ففي نهاية الأمر القرار ما هو إلا اختيار بين بدائل مختلفة وعدم اتخاذ قرار اتجاه حالة ما يعتبر قرارا بحد ذاته، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المعايير تتفاوت فيما بينها من حيث درجات الدقة والصعوبة، كما هناك تقنيات تستخدم لقبول أو رفض مشروع استثماري، وعليه سوف نتطرق في هذا الفصل إلى 3 مباحث وهي كالتالي:

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار .

المبحث الثاني: ماهية القرارات الاستثمارية.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المبحث الأول: أساسيات حول الاستثمار

يعتبر الاستثمار أحد العوامل الأساسية التي تدخل في تطور المؤسسة كما يسمح بخلق مناصب شغل جديدة وكذلك مواكبة العصر بما جاء معه من تطور تكنولوجي وتقدم، وباعتبار الاستثمارات تساهم في تقدم الاقتصاد فالدولة تسهر على تنشيطه وتوسيعه حسب أهدافها ومهامها.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

أولاً: تعريف الاستثمار: يقصد بالاستثمار اكتساب الموجودات المالية أو المادية لكن هذا المفهوم يختلف في الاقتصاد عنه في الإدارة المالية، لذلك نميز بين مفهومين¹:

✓ مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي: في الاقتصاد غالباً ما يقصد بالاستثمار بأنه "اكتساب الموجودات المالية"، لأن الاقتصاديين ينظرون إلى التوظيف على أنه مساهمة في الإنتاج والإنتاج هو ما يضيف منفعة أو يخلق منفعة تكون على شكل سلع وخدمات، وهذا الإنتاج له عدة عناصر مادية وبشرية ومالية وبالتالي فإذا كان المال عنصر إنتاج فلا بد أن يكون على شكل خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع طاقة إنتاجية موجودة.

✓ مفهوم الاستثمار في الإدارة المالية: ينظر عادة له على أنه اكتساب الموجودات المالية وحسب، ويصبح الاستثمار في هذا المعنى هو "توظيف المال في الأوراق والأدوات المالية المختلفة كالأسهم والسندات".

ويعرف الاستثمار أيضاً على أنه: "التخلي عن أموال يمتلكها الشخص الطبيعي أو المعنوي الآن بقصد الحصول على تدفقات مالية أكبر في المستقبل، تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد معقول مقابل تحمل المخاطر المتمثلة باحتمال عدم تحقق هذه التدفقات"².

كما يعرف أيضاً على أنه النشاط الذي يترتب عليه القيام بخلق طاقة جديدة للمؤسسة من خلال إضافة وحدات إنتاجية جديدة أو استبدال الأصول الحالية بأصول أكثر كفاءة وطاقة³.

¹ ظاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص ص13-14.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 33.

³ شهناز صياد، الاستثمارات الأجنبية المباشرة ودرها في النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة وهران، 2012، ص 9.

ويعرفه البروفيسور جيتون: "هو الزيادة في أدوات الطاقة المتاحة وهو تحسين المستقبل من خلال التضحية"¹.
و عليه يمكننا تعريف الاستثمار بأنه: " التضحية باستهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك أكبر في المستقبل غير مؤكد".

ثانيا- أهمية الاستثمار:

تتمثل أهمية الاستثمار فيما يلي²:

- توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين؛
- توفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة؛
- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة؛
- زيادة الإنتاج والإنتاجية، مما يؤدي لزيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد مما يؤدي لتحسين مستوى معيشة المواطن؛
- توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمال الماهرة.

ثالثا- أنواع الاستثمار:

للاستثمار أنواع عديدة أهمها³:

- الاستثمار الحقيقي: هو الاستثمار في الأصول الحقيقية كالعقار، السلع، الذهب...الخ.
- الاستثمار المالي: هو الاستثمار في الأوراق المالية كالأسهم والسندات، صناديق المؤشرات...الخ.
- الاستثمار طويل الأجل: وهو استثمار يأخذ شكل الأسهم والسندات، يطلق عليه الاستثمار الرأسمالي.
- الاستثمار قصير الأجل: يطلق على هذا الاستثمار، الاستثمار النقدي يتمثل في الأوراق النقدية مثل اذونات الخزينة والقبولات البنكية وشهادات الإيداع.
- الاستثمار المستقل: وهو الأساس في زيادة الدخل والنتاج القومي من قبل قطاع الأعمال أو الحكومة أو من استثمار أجنبي.
- الاستثمار المحفز: هو الذي يأتي نتيجة لزيادة الدخل.

¹ BOUBAKER Miloudi, investissement et stratégies de développement, Office Des Publications Universitaires ,Alger ,1998,p29.

² ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 13 .

³ سيد سالم عرفة، دراسة جدوى المشروعات، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص 159-160 .

- الاستثمار المادي: هو التقليدي أي الاستثمار الحقيقي¹؛
- الاستثمار البشري: هو الذي يهتم بالعنصر البشري من خلال التعليم والتدريب.
- الاستثمار في مجالات البحث والتطوير: يوجد في الدول المتقدمة على الأخص حيث تقوم هذه الدول بتخصيص مبالغ طائلة للإنفاق على الأبحاث العلمية للعمل على زيادة القدرة التنافسية للمنتجات وإيجاد طرق جديدة للإنتاج.

المطلب الثاني: أهداف الاستثمار

من جملة الأهداف العامة للاستثمار ما يلي²:

- تحقيق العائد أو الربح مهما يكن نوع الاستثمار؛
- تكوين الثروة وتنميتها ويقوم هذا الهدف عندما يخصص الفرد قسطا من أمواله على أمل تكوين الثروة؛
- تأمين الحاجات المتوقعة وتوفير السيولة لمواجهة تلك الاحتياجات وبذلك فإن المستثمر يسعى إلى تحقيق الدخل المستقبلي؛
- المحافظة على قيمة الموجودات حيث يسعى المستثمر إلى توزيع استثماراته حتى لا تتخضع قيمة الموجودات مع مرور الزمن بحكم عوامل ارتفاع الأسعار وتقلبها.
- أما المؤسسة فتقوم بعملية الاستثمار لعدة أهداف نذكرها كما يلي:
- من أجل الطلب المتزايد على منتجاتها، تقوم بزيادة الإنتاج وتغطية هذا الطلب ولا يتم ذلك إلا بزيادة استغلال الطاقات القائمة أو تجديدها أو توسيعها؛
- المحافظة على حصة السوق أو رفعها وذلك بعدم السماح لمنافسي المؤسسة باستغلال هذه الحصص عن طريق الاستثمار؛
- تحسين نوعية الإنتاج حيث أنه إلى جانب الإنتاج الكمي للمؤسسة لا بد من تحسين نوعية هذا الإنتاج حتى يكون مقبولا ومفضلا من طرف الزبائن.

¹ شوقي جباري، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، 2014، ص 8.

² حسين بلعجوز، الجودي ساطوري، تقييم و اختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 9.

المطلب الثالث: محددات الاستثمار

إن الدافع إلى الاستثمار هو تحقيق الربح، وهذا الأخير يتحقق في ظل توقعات وعند مستويات معينة من التكاليف وهذه الفكرة تنطوي على 3 عناصر أساسية هي¹:

1- العائد: يمكن أن يجلب الاستثمار الربح للمؤسسة في حال تمكنها من بيع منتجاتها لقاء مبلغ أكبر مما استثمرته وهذا يعني أن المستوى الإجمالي للإنتاج (إجمالي الناتج المحلي) يشكل عاملا محددًا للاستثمار، وهكذا فإن العلاقة بين الناتج والاستثمار هي علاقة تبادلية، أي أن زيادة الناتج الوطني تتطلب زيادة الاستثمار، كما أن الزيادة في الاستثمار تتولد من الزيادة في الناتج.

2- التكلفة: تشكل تكلفة الاستثمار العامل الثاني المهم الذي يحدد مستوى الاستثمار ويؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري وحساب التكلفة الاستثمارية عملية معقدة، فإذا كانت الآلة المشتراة مثلا تستخدم خلال سنوات طويلة فيتعين حساب تكلفة رأس المال بواسطة سعر الفائدة، توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة وحجم الأموال المعدة للاستثمار حيث كلما انخفض سعر الفائدة كلما شجع ذلك على عملية الاقتراض وبالتالي على زيادة الاستثمار، وتجدر الإشارة على أن العديد من الدول التي تميل في سياستها المالية إلى تخفيض سعر الفائدة خصوصا في أوقات الركود الاقتصادي من أجل تشجيع الاستثمار كما أن السياسة الضريبية التي تتبعها الدولة تؤثر على الاستثمار في هذا القطاع أو ذاك، وهكذا فإن النظام الضريبي يمارس تأثيرا كبيرا على القرارات الاستثمارية و بالتالي على النشاط الاستثماري للشركات التي تسعى إلى الربح.

3- التوقعات: العامل الثالث المحدد للاستثمار يتمثل في توقعات المستثمرين و ثقهم بالوضع الاقتصادي و السياسي والأمني في البلاد أو المنطقة، وهكذا فإن القرارات الاستثمارية تتوقف على التوقعات والتنبؤات بالأحداث المقبلة، فالمستثمرون يبذلون جهدا كبيرا في تحليل الأوضاع محاولين التقليل قدر الإمكان من الخطر و عدم التأكد المرتبطين بالاستثمار.

وعليه يمكن تلخيص محددات الاستثمار على النحو التالي :

✓ الطلب على السلع المنتجة بواسطة الاستثمارات الجديدة.

✓ أسعار الفائدة والضرائب التي تؤثر على تكلفة الاستثمار.

✓ توقعات المستثمرين بشأن وضع الاقتصاد.

¹ حسين عمر، الاستثمار و العولمة، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، مصر، 2000، ص ص 49-50 .

المبحث الثاني: ماهية القرارات الاستثمارية

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات الاقتصادية وأكثرها خطورة على مستوى المؤسسة، فهو يؤثر على جميع الأنشطة الأخرى، سواء التسويقية أو الفنية أو المالية... الخ، وذلك لارتباطه بالعديد من المتغيرات التي يصعب في غالب الأحيان التنبؤ بسلوكها أو اتجاهات تطورها لدى سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى مفهوم القرار الاستثماري وأنواعه ومبادئه بالإضافة إلى مراحل اتخاذ القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة عليه.

المطلب الأول: مفهوم قرار الاستثمار

يمكن تحديد معنى القرار بأنه الاختيار بين عدة بدائل مختلفة، حيث نجد أن متخذ القرار دائما في موقف يطلب منه أن يختار بديلا مناسباً من بين عدة بدائل متاحة، فإذا كان المسؤول فردا عندئذ سوف يتأثر القرار بالدوافع الشخصية لمتخذ القرار، أما إذا كان القرار عملية جماعية عندئذ يكون القرار حصيلة تبادل الآراء بين المجموعات ضمن المؤسسة كالإداري والمنظم والعامل¹.

يستند مفهوم قرار الاستثمار إلى مبدأ الرشادة الاقتصادية، حيث من المفترض أن يتحلى متخذ القرار الاستثماري بالقدرة على حسن التدبير والتصرف في الموارد النادرة أي عملية البحث في كيفية الاستخدام العقلاني أو الأمثل للموارد الاقتصادية والتي يكون لها استخدامات عدة، بحيث نصل إلى توظيفها في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن أخذاً في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة²، وعليه يعرف قرار الاستثمار بأنه "القرار الذي ينطوي عليه تخصيص قدر معلوم من أموال المنشأة في الوقت الراهن على مدار فترة زمنية طويلة لهدف تحقيق ربح في المستقبل وهو يكون عرضة لدرجات مختلفة من الخطر وعدم التأكد"³.

كما يعرف القرار الاستثماري الرشيد بأنه "هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على الدراسة المالية التي تسبق عملية الاختيار"⁴.

وأي قرار استثماري ينطوي على عدة خصائص منها⁵:

¹رضا زهواني و آخرون، مرجع سابق ذكره، ص240.

²مرزاق سليمان، دراسات الجدوى الاقتصادية كأداة لاتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص46.

³حنان طرطار، علي اليازيد، فعالية القرار الاستثماري في ترشيد القرارات، مجلة العلوم الإنسانية لجامعة أم البواقي، المجلد8، العدد3، 2021، ص62.

⁴باية عبيدات، دور الدراسة المالية للمشاريع الاستثمارية في ترشيد قرار الاستثمار، مذكرة ماجستير في علم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص60.

⁵عبد المالك مهري، دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، 2012، ص32.

- أنه قرار غير متكرر، حيث كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة؛
- أن قرار الاستثمار هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة للتطلع للمستقبل؛
- يترتب على القرار الاستثماري تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها؛
- يحيط بالقرار الاستثماري جملة من المشاكل التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد و تغير قيمة النقود، ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي وكلها تحتاج إلى أساليب علمية للتعامل معها؛
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية، وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطر.

المطلب الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من وجهة نظره من جهة أخرى، ضمن هذا الإطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة أنواع¹؛

- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي (س) أقل من قيمة الأداة الاستثمارية (ق) وذلك كما يراها المستثمر (س > ق) مما يولد لديه حافز لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأس مالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا
- يتولد عما سبق ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي ينخفض الفارق بين السعر والقيمة.

- قرار عدم التداول: يترتب عن الحالة السابقة والنتيجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (س) مع القيمة (ق) من وجهة نظر المستثمر، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع. فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول حيث (س=ق)، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتقي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأس مالية

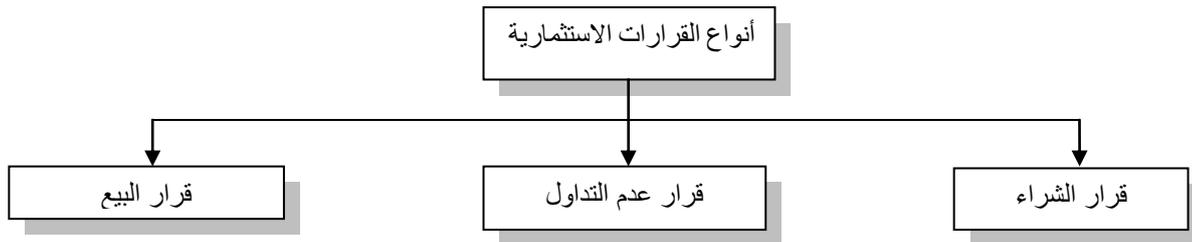
¹ محمد مطر ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية ، الطبعة الخامسة ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، 2009، ص ص38-39.

مستقبلية، كما تنتفي لديه أيضا ولو مؤقتا المخاطر من انخفاض السعر في المستقبل القريب إلى إذا تغيرت الظروف السائدة ولدى يقرر الاحتفاظ بالأداة الاستثمارية.

- قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذجه الخاص بالقرار، أي المستثمر يرى بان (س) في تلك اللحظة مازال أقل من (ق) مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن (ق) وهكذا يرتفع السعر عن القيمة (س<ق) مولدا بالتالي حافزا لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار بيع.

وذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فينتج السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

الشكل رقم (2-1): يوضح أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: من إعداد الطالبتين (اعتمادا على الكتب).

المطلب الثالث: مبادئ و مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

أولاً: مبادئ القرارات الاستثمارية

هناك مجموعة من المبادئ التي يجب على المستثمر أن يقوم بمراعاتها عندما يريد أن يتخذ قرارا استثماريا باختيار احد البدائل المتاحة ومن هذه المبادئ مايلي¹:

¹نور الدين تمجدين ، دور وأهمية دراسات الجدوى في تقييم وتمويل مشروعات القطاع الخاص، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،جامعة بسكرة، 2018، ص23.

- مبدأ تعدد الخيارات: يعتبر هذا المبدأ أحد الأركان الأساسية للقرار الاستثماري، وذلك لأن الموارد المالية المتاحة لدى المستثمر تكون عادة محدودة، في حين أن الفرص الاستثمارية تكون متعددة في معظم الأحيان، لدى على المستثمر أن يراعي هذه الحقيقة، بحيث يتم اختيار الفرصة الاستثمارية المناسبة التي تتفق مع إستراتيجيته وهدفه وذلك من خلال المفاضلة بين تلك الفرص الاستثمارية بدلا من توجيه أمواله إلى أول فرصة استثمارية متاحة، وعادة كلما كانت البدائل كثيرة ومتعددة فإنها تعطي متخذ القرار مرونة أكبر وتمكنه من اتخاذ القرار الصائب.

- مبدأ الخبرة والتأهيل: وهذا يعني أن قرار الاستثمار بما يتضمنه من حيثيات وما يستلزمه من إمكانات فنية وعلمية قد لا تتوافر لدى العديد من المستثمرين، الأمر الذي يستلزم الاستعانة بمشورة المختصين في هذا المجال، من أجل الوصول إلى قرار استثماري سليم.

- مبدأ الملائمة: عند قيام المستثمر باختيار المجال الاستثماري المناسب بين عدة بدائل مقترحة، فإنه يسترشد في تطبيق هذا المبدأ بمنحى تفضيله الاستثماري الذي يتحدد في ضوء مجموعة من العوامل الذاتية التي تتعلق بعمر المستثمر ودخله ووظيفته واختصاصه ومجالات اهتمامه وخبرته وبيئته الاجتماعية وصحته...الخ. ويقوم منحى تفضيل المستثمر على فرضية مفادها أن لكل مستثمر نمط معين يحدد درجة اهتمامه اتجاه العناصر الأساسية في قراره الاستثماري والتي تتمثل في:

✓ معدل العائد على الاستثمار.

✓ درجة المخاطرة التي يتصف بها ذلك الاستثمار.

✓ مستوى السيولة التي يتمتع بها كل من المستثمر وأداة الاستثمار.

- مبدأ التوزيع: أي اختيار عدد من الأدوات الاستثمارية بغية تخفيض اثر المخاطر، وهو ما يطلق عليه بتوزيع المحافظ الاستثمارية، بمعنى عدم استثمار الأموال في مجال أو نشاط واحد.

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين العائد والمخاطرة، فمن البديهي أن المستثمر يربط قراره الاستثماري بمتغيرين أساسيين هما:

✓ العائد المتوقع من الاستثمار.

✓ درجة المخاطرة المرافقة للأداة الاستثمارية.

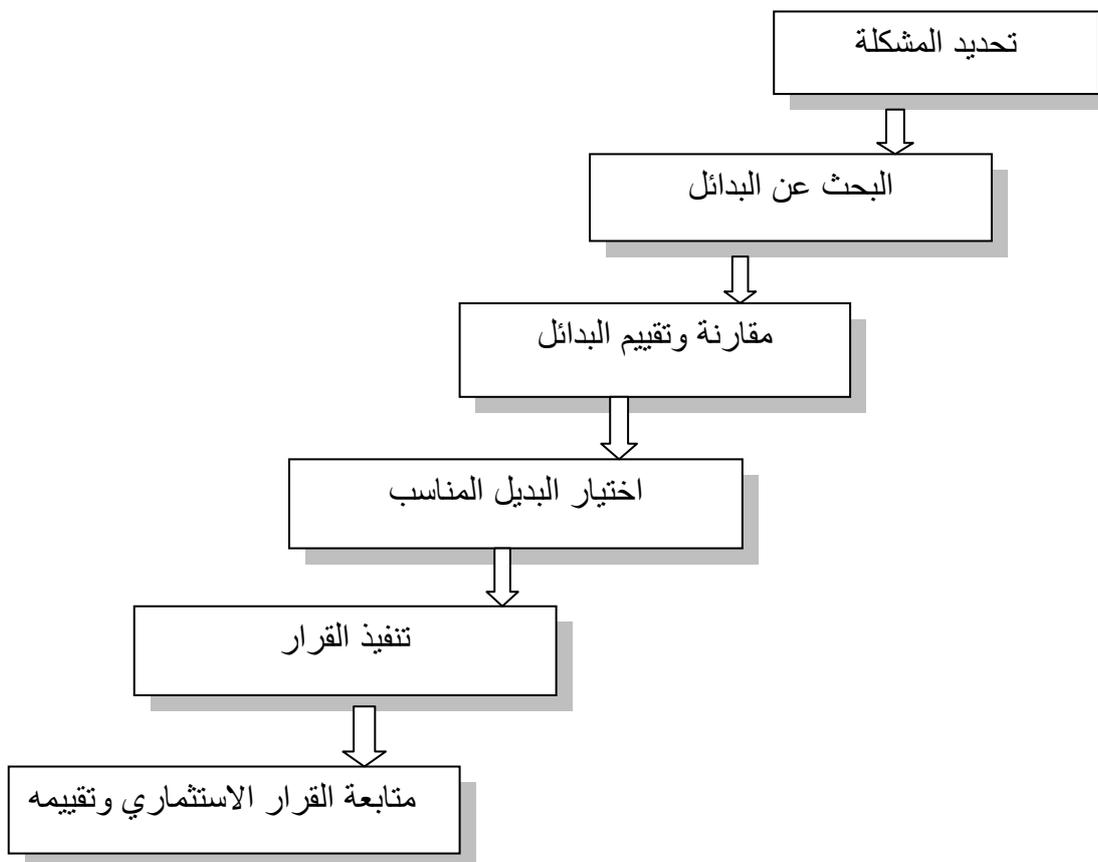
ثانيا: مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري تمر بالعديد من المراحل وهي¹:

- تحديد المشكلة: لتحديد المشكلة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري لابد من دراسة الحالة الكائنة وتحري أسبابها الحقيقية وقيام المدير هنا بالبحث عن طريقة لزيادة الأرباح أو الطاقة الإنتاجية وذلك على اعتبار أن الربح هو المحرك الأساسي لأي عملية استثمار تنشأ في المؤسسة؛
- البحث عن البدائل: ويعنى البحث عن الحلول والطرق المختلفة لحل المشكلة القائمة من خلال إيجاد البدائل التي تحقق له الربح المراد الوصول إليه؛
- مقارنة وتقييم البدائل: بعدما يتضح للمدير البدائل المتاحة وجب عليه بعد ذلك أن يقوم بتقييم كل بديل وذلك يكون في حالة التأكد أو في حالة عدم التأكد والمخاطرة؛
- اختيار البديل المناسب: بعد القيام بالمقارنة بين البدائل وتقييمها نقوم باختيار البديل الأنسب من بين البدائل المتاحة؛
- تنفيذ القرار: عند إيجاد البديل المناسب يبقى أمامنا فقط اتخاذ القرار بشأن تنفيذه؛
- متابعة القرار الاستثماري وتقييمه: في هذه الخطوة نقوم بعملية الرقابة على القرار وذلك لضمان السير الحسن له ونقوم أيضا بتحديد نقاط القوة والضعف.

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، صص 22-23.

الشكل رقم (2-2): يوضح مراحل اتخاذ القرار الاستثماري



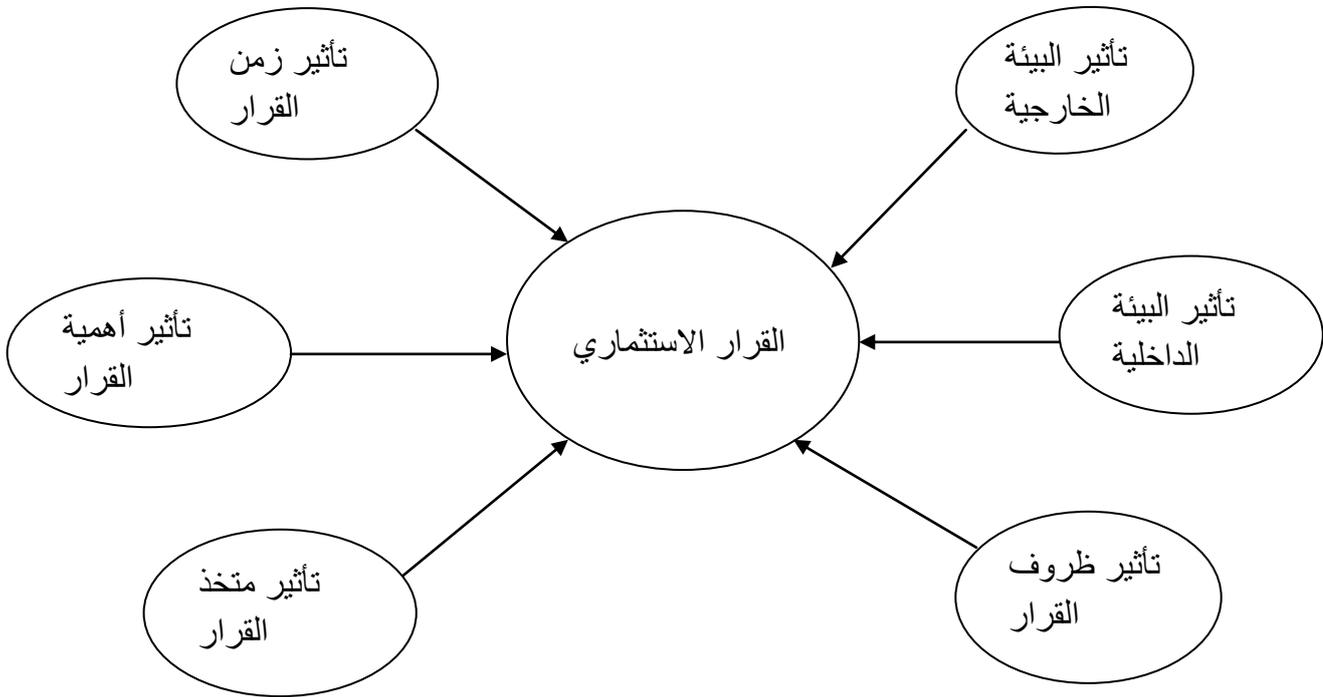
المصدر: من إعداد الطالبتين (اعتمادا على الكتب)

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

إن وقوع أية أخطاء أو عدم الاهتمام الجاد بدراسة البدائل المطروحة يؤدي بمتخذ القرار إلى تحقيق نتائج غير سليمة أو خاطئة، وذلك قد يرجع لوجود عدة عراقيل وعوامل تؤثر على عملية اتخاذ القرار في مراحلها المختلفة، من عوامل داخلية وخارجية أو عوامل متعلقة بمتخذ القرار وظروف القرار عينه، وكذا تأثير مدى أهمية القرار على القرار نفسه وزمن اتخاذ القرار كما يوضح ذلك الشكل التالي¹:

¹ الغالي بن إبراهيم ، تحليل الربحية التجارية لاتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية ، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، 2016، ص ص 169-173.

الشكل رقم (2-3): يوضح العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري



المصدر: الغالي بن إبراهيم، تحليل الربحية التجارية لاتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار الصفاء، عمان، 2016، ص 169.

أولاً- تأثير البيئة الخارجية: و هي العوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري بطريقة غير مباشرة، و تشكل الضغوطات القادمة من خارج المؤسسة ومن المحيط الذي تعمل فيه، ومن العوامل البيئية الخارجية التي قد تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري نجد:

- العوامل الاقتصادية المتعلقة بالركود والرخاء والكساد؛
- العوامل الاجتماعية والسياسية السائدة في المجتمع ؛
- مستوى المنافسة الموجودة في السوق؛
- العوامل الثقافية والتكنولوجية؛
- عدد ونمط المستهلكين؛
- التشريعات والقوانين السائدة.

ثانيا- تأثير البيئة الداخلية: وهي العوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري بطريقة مباشرة، وهي تشكل الضغوطات القادمة من داخل المؤسسة ومن بين هذه العوامل مايلي:

- حجم المؤسسة ومدى نموها؛
- الموارد المالية المتاحة في المؤسسة؛
- الموارد البشرية في المؤسسة؛
- عدد المتعاملين مع المؤسسة؛
- طرق الاتصال والتنظيم الرسمي والغير رسمي في المؤسسة.

ثالثا- تأثير متخذ القرار: إن شخصية متخذ القرار وقيمه، تاريخه المهني، ومكانته الاجتماعية ومركزه المالي في المؤسسة، تتفاعل فيما بينها لتساهم في شكل ونوع القرار الاستثماري وفيما يلي أهم العوامل المتعلقة بمتخذ القرار والمؤثرة في القرار الاستثماري:

- الفهم العميق والشامل للأمور؛
- قدرة متخذ القرار على التوقع؛
- مؤهل متخذ القرار ومجال تخصصه؛
- قدرة متخذ القرار على الابتكار والإبداع.

رابعا- تأثير ظروف القرار: ويقصد بها الظروف والعوامل التي تشوب المشكلة محل اتخاذ القرار، في ظل ظروف عدم التأكد أو التأكد أو في ظل مستويات معينة من المخاطرة، فهي مرتبطة بالمستقبل خاصة عنصري المخاطرة وعدم التأكد، وهذا ما يجعل العائد المتوقع من المشروع الاستثماري غير محدد وربما يكون غير مؤكد الحدوث، على العكس في الحالة التي يكون فيها متخذ القرار في ظل ظروف التأكد على العلم بجميع البدائل ونتائج كل منها.

خامسا- تأثير أهمية القرار: كلما ازدادت أهمية القرار زادت ضرورة جمع المعلومات الكافية عنه، وتتعلق الأهمية النسبية لكل قرار بالعوامل التالية:

- عدد الأشخاص الذين يتأثرون بالقرار ودرجة هذا التأثير؛
- تكلفة القرار والعائد حيث تزداد أهمية القرار كلما كانت التكاليف الناشئة عنه أو العائد المتوقع الحصول عليه نتيجة هذا القرار مرتفعا؛

- الوقت اللازم لاتخاذها، فكلما زادت أهمية القرار احتاج متخذ القرار إلى وقت أطول ليكتسب الخبرة والمعرفة بالعوامل المختلفة والمؤثرة على القرار .

سادسا- تأثير عنصر الزمن: يشكل عنصر الزمن ضغطا كبيرا على متخذ القرار فكلما زادت الفترة الزمنية المتاحة لمتخذ القرار كلما كانت البدائل المطروحة أكثر والنتائج أقرب إلى الصواب، وإمكانية التحليل للمعلومات متاحة أكثر، وكلما ضاقت الفترة الزمنية المتاحة أمامه كلما تطلب منه السرعة في بث القرار مما يقلل البدائل المتاحة أمامه.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

بعد أن تطرقنا في السابق إلى تكلفة مختلف مصادر التمويل سنحاول في هذا المبحث عرض أهم النظريات المفسرة للهيكل التمويلي.

المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل المالي

لقد أثارت مشكلة اختيار الهيكل المالي جدلا حادا في مختلف المدارس التقليدية من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كتاب الإدارة المالية، والتي بدأت بالظهور بعد سنة 1952، ومن أبرز هذه النظريات نجد:

أولاً: نظرية صافي الربح

حسب نظرية صافي الربح فإنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتدنية تكلفة رأس المال عن طريق زيادة نسبة الاستدانة كمصدر للتمويل، أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة، وهي تقوم على الفرضيات التالية¹:

- ثبات تكلفة الأموال الخاصة والديون، كون أن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر؛

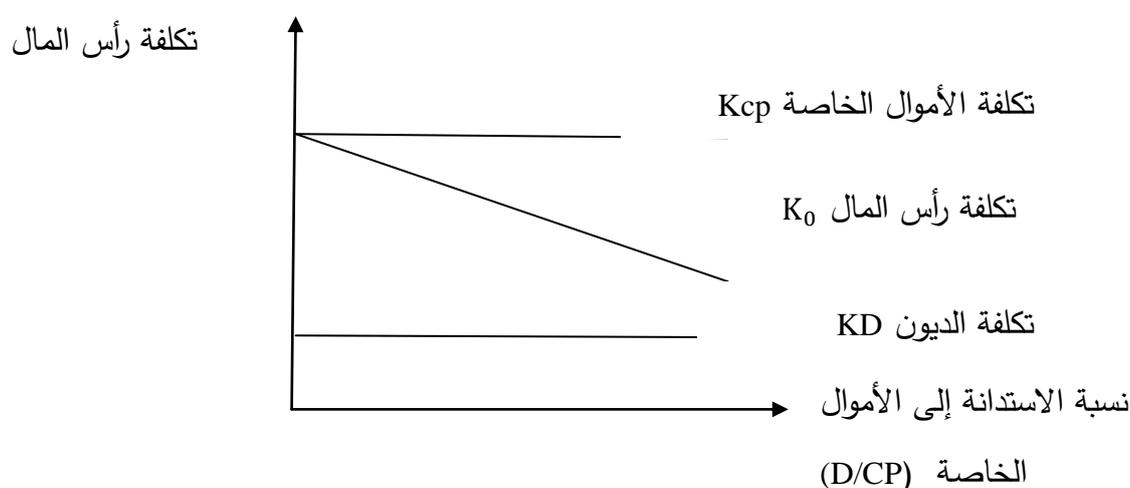
- معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين؛

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص ص316-317.

ومن خلال هاتين الفرضيتين تكون كل من تكلفة الأموال K_{cp} وتكلفة الديون ثابتة، وبما أن تكلفة هذه الأخيرة أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الزيادة في الاعتماد على الاستدانة يعني الاعتماد على مصادر أقل تكلفة نسبياً، مما يترتب عليه انخفاض تكلفة رأس المال K_0 وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة.

ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-4): يوضح العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي الربح.



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص431.

يتضح من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تتخفف كلما زادت نسبة الديون إلى الأموال الخاصة وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية إلى الديون، وبالتالي فإن أفضل هيكل مالي للمؤسسة حسب هذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100%¹.

ولكن يعاب على هذه النظرية تجاهلها للعلاقة الطردية بين المخاطر التي يتعرض لها المالكين والمقرضين، والزيادة في نسبة الاستدانة².

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريفاص، مرجع سبق ذكره، ص193.

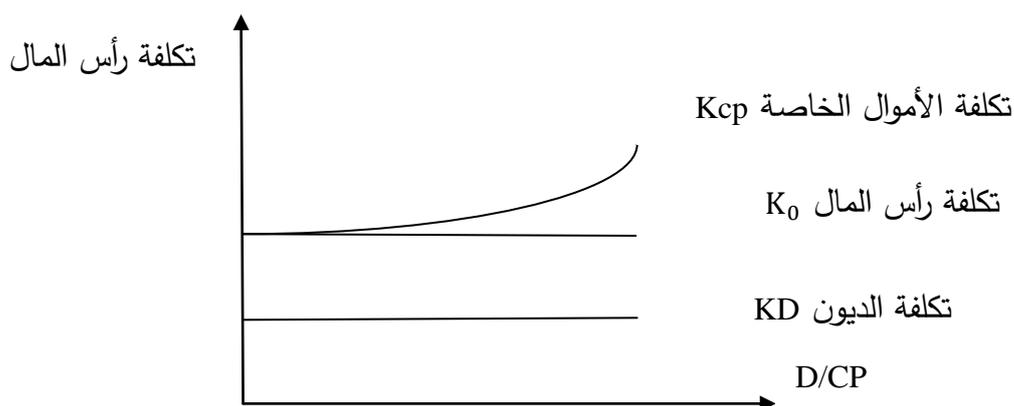
² مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص155.

ثانيا: نظرية صافي الربح العمليات

تقوم هذه النظرية على افتراضين أساسيين، مفادهما أن تكلفة رأس المال K_0 تكون ثابتة أيا كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، وأن تكلفة الاستدانة KD ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل في الاستدانة.

وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية فإن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة وبالتبعية قيمة المؤسسة، هذا ما يقودنا لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل¹، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (2-5): يوضح العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح الاستغلال.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي، مصر، 2003، ص104.

يتضح من خلال الشكل أن كل من تكلفة الاستدانة KD وتكلفة رأس المال ثابتة K_0 ، بينما نجد تكلفة الأموال الخاصة K_{cp} تتزايد بزيادة نسبة الاستدانة، وحسب هذه النظرية لا يوجد ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وبالتالي ستظل تكلفة رأس المال ثابتة، مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص100.

ثالثا: نظرية مودكلياني وميلر

افترض مودكلياني وميلر أن مؤسستين متشابهتين في كل المظاهر عدا الهيكل التمويلي لهما أي يحققان نفس الدخل وينتميان لنفس شريحة الخطر المالي، وبالتالي يجب أن تتساوى القيمة السوقية لهما.

أما وجهة نظر مودكلياني وميلر فقد بررا نفي وجود هيكل تمويلي أمثل من خلال تقسيم فكرة المراجعة بين المؤسسات التي تعتمد في تمويلها فقط على الأموال الخاصة وبين المؤسسات التي تعتمد في تمويلها على خليط من الأموال الخاصة والديون.

تتطوي فكرة المراجعة بافتراض أن المستثمر يستطيع أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض عند تكوين هيكلها المالي، إلى مؤسسة أخرى متشابهة تختلف عنها من حيث اعتمادها بشكل كلي على التمويل بالأموال الخاصة وبالتالي يترتب على ذلك أن المستثمر يمكنه تحقيق العائد الذي كان يحققه من قبل دون زيادة في المخاطرة ولكن باستثمارات أقل، كما أنه ليس هناك مبرر لقيام هذه المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة لتكوين هيكلها التمويلي بالكامل، وذلك بإجراء أي تعديل في هيكلها المالي، أي الحصول على القروض من أجل الاستفادة من مزايا الرفع المالي، طالما أن المساهمين قادرين على تحقيق ذلك دون مساعدة المؤسسة وفي نفس الوقت فإن استخدام فكرة المراجعة سيؤدي في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية لهاتين المؤسستين.

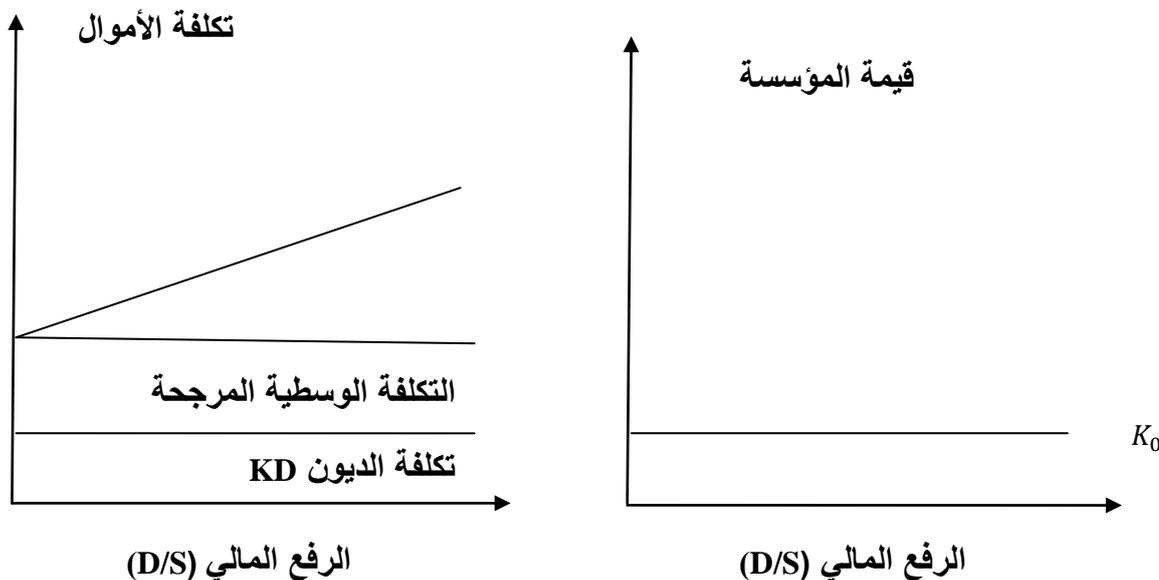
يمكن حصر النتائج التي توصل إليها مودكلياني وميلر من خلال المعطيات السابقة فيما يلي :

- في حالة وجود مؤسستين متماثلتين في كافة المظاهر ماعدا الهيكل التمويلي، كانت القيمة السوقية لإحدهما تفوق القيمة السوقية للآخرى، فغن فكرة المراجعة كفيلة بتحقيق التوازن بينهما؛
- قيمة المؤسسة في السوق أو تكلفة الأموال لها لا تتأثر بالرفع المالي، وبهذا فإن القرارات المالية الخاصة بالهيكل المالي لا يصبح لها أي تأثير على تعظيم قيمة أسهم المؤسسة مما
- يعني عدم وجود هيكل تمويلي أمثل¹.

على ضوء هذه النتائج يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

1 عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003، ص ص98-99.

الشكل رقم (2-6): يوضح الهيكل التمويلي للمؤسسة في حالة غياب الضرائب لدى مودكلياني وميلر



المصدر: عبد القادر بوعزة، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2003، ص 99.

يبدو واضحا من خلال الشكل أعلاه أن قيمة المؤسسة وتكلفة الأموال لا تتأثران بالرفع المالي، بالتالي في حالة غياب التأثير الضريبي لا يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة حيث لا يؤدي التغير في هذا الأخير إلى التغير في مردودية الأصول، وإنما يؤثر فقط على توزيع النتيجة بين المساهمين والدائنين في المؤسسة.

رابعا: نظرية التوازن

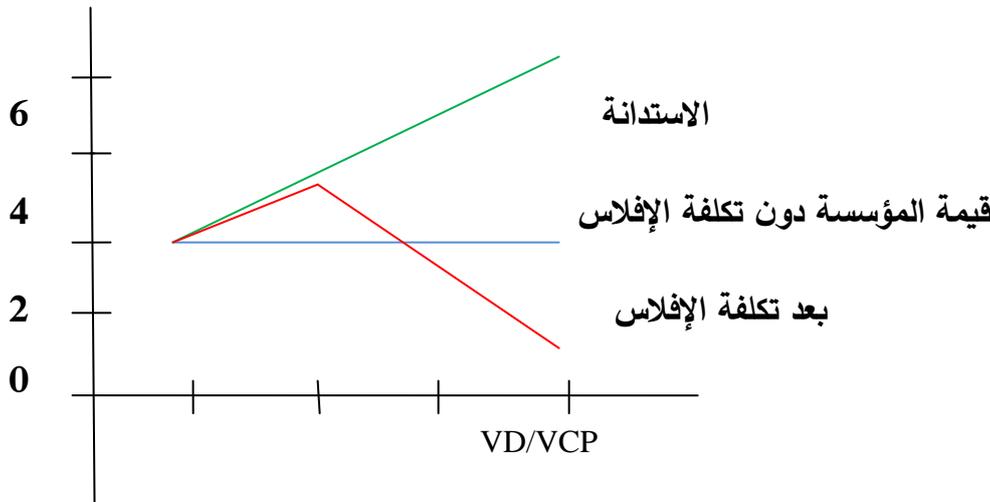
تتضمن هذه النظرية دراسة لكل من تكلفة الإفلاس والوكالة:

1- تكلفة الإفلاس: استبعد كل من مودكلياني وميلر في تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة من الاستدانة، وهي مخاطر تتعرض لها المؤسسات التي يكون هيكلها المالي مكون من أموال خاصة وأموال استدانة، ويكون سبب وجود مخاطر الإفلاس هو عدم قدرة المؤسسة على سداد قيمة القروض والفوائد في تاريخ استحقاقها، أي أن المؤسسة التي لا يتكون هيكلها المالي من أموال استدانة ليست معنية بتكاليف الإفلاس، وعليه كلما زادت نسبة الاستدانة كلما زادت تكلفة الإفلاس، إلى أن تصل إلى نقطة معينة فتبدأ مخاطر الإفلاس بالزيادة بمعدلات كبيرة¹.

¹ الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2011، ص 413-415.

وتحسبا لهذه المخاطر يقوم المقرضون من البداية بتحميل هذه التكاليف على الملاك، وعليه يقوم الملاك بالمطالبة برفع معدل العائد على الاستثمار لتعويضهم من المخاطر التي قد تقع فيها المؤسسة¹.
وكقاعدة عامة هناك علاقة طردية بين تكلفة الإفلاس وتكلفة الأموال الخاصة، كما توجد علاقة عكسية بينهما وبين قيمة المؤسسة.

الشكل رقم(2-7): يوضح القيمة الحالية للمؤسسة في ظل تكلفة الإفلاس



Sours : Pierre Vemimmen, Finance d'entreprise, Editions Dalloz , France, 2014, p761.

2- نظرية الوكالة: هي أن يقوم الموكل باللجوء إلى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، إلى أن العلاقة بينهما تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وعليه تهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل بين المسيرين والمساهمين والمقرضين، وقد أشار Jensen و Meckling إلى نوعين من تكاليف الوكالة.

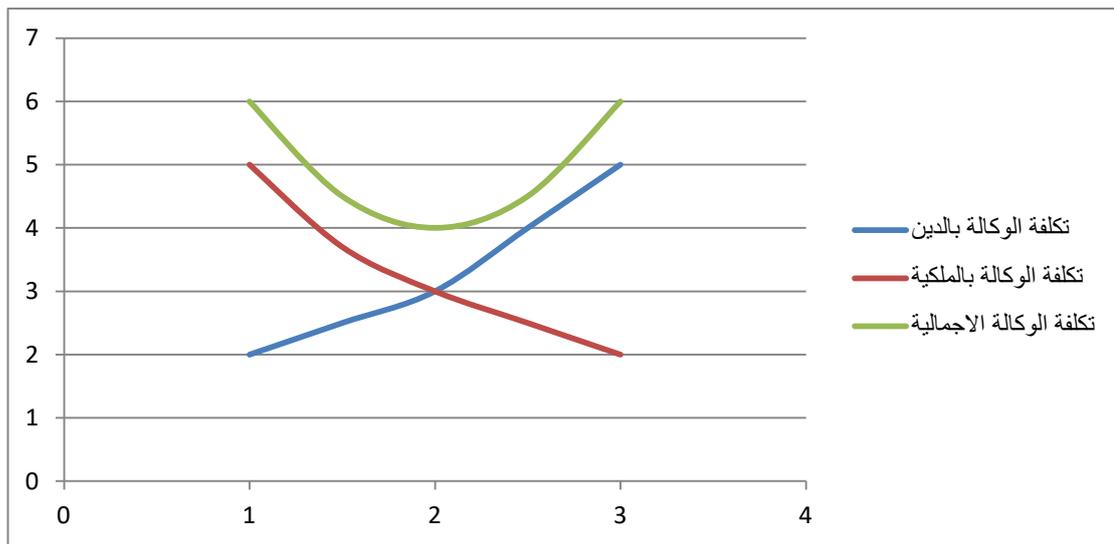
• تكاليف وكالة الديون: تنتج عن تعارض مصالح المساهمين والدائنين، حيث تتزايد مع تزايد مستوى المديونية وتتمثل في الخسائر الناجمة عن القرارات الاستثمارية للمؤسسة والتكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة وتكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.

• تكاليف وكالة الملكية: تكمن في تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين حيث يتحملها المساهمين للحد من تصرفات المسيرين، إذ أنهم يفضلون استمرار نشاط المؤسسة على تصفيتها حتى وإذا كانت أكثر فائدة للمساهمين².

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص572.
² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص232-233.

أوضحت العديد من الدراسات أن تكلفة الوكالة سواء كانت بالملكية أو بالدين تتماشى طردياً مع نسبة الاستدانة وتتأثر القيمة السوقية للمؤسسة عكسياً، حيث يمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية في الشكل التالي:

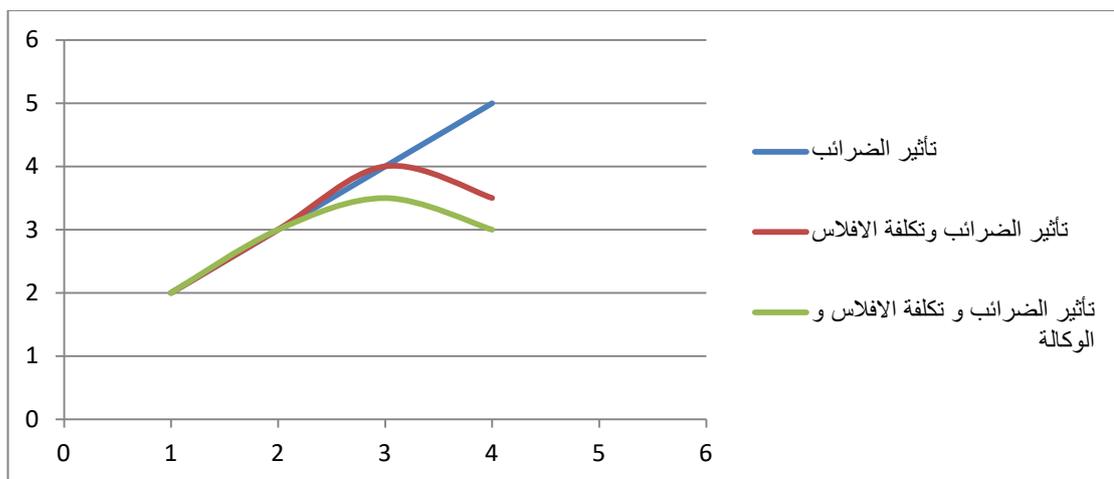
الشكل رقم(2-8): يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة



Source : Ydriss Ziane , La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises francaises :une etude sur donnees de panel, université paris.

أما فيما يخص نظرية التوازن وبوجود تكاليف الإفلاس، الوكالة والضرائب يمكن إنجازها في الشكل التالي:

الشكل رقم(2-9): يوضح قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الافلاس، الوكالة و الضرائب



المصدر: الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص425.

المطلب الثاني: النظريات الحديث المفسرة للهيكل المالي

ظهرت هذه النظريات في منتصف السبعينات حيث أن أهم التيارات التي تنطوي عليها هي نظرية الإشارة و نظرية أفضلية مصادر التمويل، والتي سنتطرق إليها فيما يلي:

أولاً: نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية للمؤلف (Ross) سنة 1977، وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل أو تناظر المعلومات الذي يتصف به السوق، والواقع أن المعلومات التي تبنتها المؤسسة ليست بالضرورة صادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون لدى المستثمرين؛

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها لا تستقبل بنفس الطريقة.

تكون الإشارة المستعملة متعددة الأشكال، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصف لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة) أو إلى شروط الخاصة في مختلف أشكال الهيكل المالي¹.

لكن الإشكال يبقى في مدى صدق هذه الإشارات، فجوهر هذه النظرية يقوم على توفير معلومات للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة، وقيمة مشاريعها، وخاصة فيما يتعلق بجانب تكوين هيكلها المالي (الدين، الأسهم) فحسب ROSS مستوى المديونية يمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة، فهي بذلك ترسل إشارات إلى السوق تعكس التدفقات النقدية المتوقعة. كما أن اعتماد المؤسسة على إصدار الأسهم العادية في تمويل استثماراتها يعتبر كإشارة على أن التوقعات الخاصة بمستقبل المؤسسة تكون سلبية، وهذا لتقلص سعر السهم وبالتالي التأثير على قيمتها السوقية خاصة عند توفر البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وباعتبار أن

¹ عبد الكريم بوحادرة، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2000، ص103.

المستثمر يسعى دائما للبحث عن الإشارات التي تنعكس عليه بعائد مغري، أو تقلص من درجة المخاطرة، فالإدارة بهذا التصرف إنما تهدف إلى مشاركة الخسائر مع المستثمرين الجدد مما يحدث انخفاضا في أسهمها¹.

ثانيا: نظرية أفضلية مصادر التمويل

عالج نموذج (1984) Myers الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد تحت فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المديرون لتحقيقه وتعظيم أرباح المؤسسة وذلك كما يلي²:

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة؛
- عند الاعتماد على التمويل الخارجي فإن الأولوية تكون مع القروض ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة والقروض، ثم أخيرا الأسهم؛
- سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى الاقتراض لأن المديرين على علم بقيمة السهم فمنهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا عن وضعية المؤسسة المالية ويترتب عليها حجز الأرباح وتأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول رفع رأس المال الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد. وعليه ونظرا للأسباب سالفة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي³:

- التمويل الذاتي؛
- اللجوء إلى الاقتراض؛
- قرار رفع رأس المال.

¹ عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص104.

² محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2007، صص 69-70.

³ عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد ، 2015، ص71.

ثالثا: نظرية عدم تماثل المعلومات

يبدو التعارض واضحا بين نظرية مودكلياني وميلر في عالم تفرض فيه الضرائب، ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فالنظرية الأولى تضع الأموال المقترضة في المقدمة بغرض الاستفادة من الوفرات الضريبية بينما تضع النظرية الثانية الأرباح المحتجزة في المقدمة لأسباب سبق ذكرها غير أن الاعتماد عليها لا ينطوي على تكاليف إصدار، ومن هذا التعارض توصلنا ماييرز وماجلوف إلى نظرية أفضلية مصادر التمويل، على النحو الذي سبق الإشارة إليه.

من أجل بناء هذه النظرية أسقطنا ماييرز وماجلوف فرضا أساسيا قامت عليه نظرية مودكلياني وميلر وهو فرض تماثل التوقعات، وهو فرض يقضي بأن المستثمرين وأعضاء الإدارة لهم نفس الرؤية المستقبلية، كما أسقط فرضا جوهريا آخر يتعلق بمفهوم السوق الكامل الذي يقضي بأن جميع المتعاملين لديهم نفس القدر من المعلومات، بعبارة أخرى افتراض ماييرز وماجلوف فرضا ربما أكثر قبولا على أرض الواقع مفاده أن الإدارة قد تكون لديها معلومات أكثر لتلك المتوفرة للمستثمرين ومن ثم فإن إصدار الأسهم العادية هو قرار غالبا ما ينتهي لغير صالح الملاك الحاليين¹.

¹ مريم باي، السوق النقدي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007، ص198.

خلاصة:

تم في هذا الفصل تقديم مفهوم عام حول الاستثمار الذي يقوم على التضحية باستهلاك حالي مؤكد مقابل استهلاك مالي أكبر في المستقبل غير مؤكد، لننتقل إلى تقديم العنصر الأكثر أهمية وهو القرار الاستثماري، ثم معرفة كل من أنواع ومراحل القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه.

وتم التوصل إلى أن القرار الاستثماري من بين أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة لأنه يلعب دورا هاما في تحديد مصيرها مستقبلا، والتعرض إلى أهم النقاط التي يجب مراعاتها عند اتخاذ أي قرار استثماري، والتي تتكيف معها المؤسسة بالقيام بدراسة معمقة ودقيقة قصد الوصول إلى قرار سليم ورشيد.

هذا وقد جاءت العديد من النظريات المفسرة للهيكل المالي، سواء كانت تقليدية أم حديثة فكل منها ساهم في تحديد الهيكل التمويلي المناسب الذي يبقى من بين التحديات التي تواجه المؤسسة، نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة.



الفصل الثالث:

دراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال



تمهيد

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات
الاستثمارية لمجمع صيدال

خلاصة

تمهيد:

بعد أن تطرقنا من خلال الجزء النظري لأهم الجوانب النظرية الخاصة بتكلفة مصادر التمويل والقرارات الاستثمارية، سنحاول من خلال هذا الفصل اختبار مدى تأثير تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية واخترنا في هذا الصدد مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020 لإجراء الدراسة التطبيقية وذلك لاعتباره من أكبر المؤسسات لإنتاج المواد الصيدلانية في قارة إفريقيا.

وسعياً منا لدراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرار الاستثماري لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

قسمنا هذا الفصل الى مبحثين، المبحث الأول خصناه لتقديم مجمع صيدال، أما المبحث الثاني فسنقوم بتقديم نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها.

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe saidal)

يعد مجمع صيدال (Groupe Saidal) من أهم المؤسسات الرائدة في مجال الصيدلة في الجزائر وذات صيت واسع نظرا للنتائج المحققة من طرفه، والتي مكنته من الدخول إلى البورصة واحتلال مركز مرموق في السوق الجزائرية.

المطلب الأول: تعريف و تطور مجمع صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأس مال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80% من رأس مال صيدال ملك للدولة وال20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تتمثل مهمة الشركة في تطوير وإنتاج وتسويق الأدوية¹.

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الاقتصادية والإنتاجية التي أنشأت عن طريق إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية، وبالتالي يكون مجمع صيدال (Saidal) تاريخيا تأسس عن طريق مراحل مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية²:

- سنة 1969 تم إنشاء الصيدلية المركزية الجزائرية بموجب مرسوم رئاسي الذي حدد مهامها بإسترداد وتصنيع المنتجات ذات الإنتاج الإنساني؛
- سنة 1982 تم إنشاء المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية حسب المرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أبريل 1982، وانحصرت مهمتها في ضمان احتكار الدولة لإنتاج وتوزيع الأدوية بهدف تموين السوق الجزائرية بكميات كافية؛
- سنة 1984 تم إعادة تسمية المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني حيث أطلق عليها اسم مؤسسة صيدال (Saidal)؛
- سنة 1987 تم إدماج مركب المدية لإنتاج المضادات الحيوية الذي كان تابعا للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية SNIC؛
- سنة 1989 استغادت مؤسسة صيدال من الإصلاحات الاقتصادية وأصبحت مؤسسة عمومية اقتصادي تتمتع بالاستقلالية في التسيير وذلك طبقا لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم بموجب ذلك تحويل رأس مالها إلى أسهم وأصبحت مؤسسة وطنية ذات أسهم؛

¹ عبد القادر بكحيل، محمد أمين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، العدد37، جامعة الشلف، 2019، ص 166.

² <https://www.saidalgroupdz/ar/notre-groupe/historie.consulté> 12/05/2021 à 13:20H.

- في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل صناعية أوتجارية يمكن أن تكون ذات الصلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات أفرع جديدة تابعة لها؛
- سنة 1997 استناد المخطط إعادة الهيكلة والذي تم بموجبه تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا، تحولت المؤسسة في 1998/2/2 بموجب عقد رقم 97 /085 إلى المجمع الصناعي صيدال (Saidal) يضم ثلاث فروع (فارمال، انتيبويوتيكال، بيوتيك)؛
- سنة 1999 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر، حيث تم فتح 20% من رأس ماله للمساهمين الخواص وقدرت قيمة السهم الواحد ب 800 دج وكان أول تسعيرة لأسهم المجمع؛
- في 2009 رفعت صيدال من حصتها من رأس مال (سوميدال) إلى حدود (59)؛
- في سنة 2010 ، ارتفعت حصة مجمع صيدال في رأس مال شركة (تافكو) من 44.51، كما قامت بشراء 20% من رأس مال شركة (ايبيرال)؛
- في 2011 رفعت صيدال حصتها في رأس مال ايبيرال في حدود 60%؛
- في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروع.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

أولا: تقديم فروع ووحدات ومديريات المجمع

1- تقديم الفروع والوحدات:

تتمثل فروع ووحدات مجمع صيدال فيمايلي¹:

• الفروع:

✚ فرع انتيبويوتيكال (Antibiotical)

يشمل مركب المضادات الحيوية بالمدينة، الذي انطلقت به عملية الإنتاج سنة 1988، ومن المنتجات التي ينتجها هذا المركب نذكر منها: المراهم، الأقراص، الحقن.....الخ، إضافة إلى إنتاج بعض المنتجات التامة الصنع والمواد الأولية.

✚ فرع فارمال (Pharmal)

يقع المقر الاجتماعي لنوع "فارمال" بدار البيضاء حيث يتكون من ثلاث وحدات إنتاج:

- وحدة الدار البيضاء وقد أنشأت خلال الستينيات؛

¹ مصطفى عوادي، منير عوادي، التشخيص المالي لشركة صيدال، مجلة الحقوق و العلوم الانسانية، العدد 2018، جامعة الجلفة، ص ص 9-10.

- وحدة قسنطينة انضمت إلى صيدال سنة 1998 وهي مختصة في إنتاج مضادات السعال؛
- وحدة عنابة انضمت إلى صيدال سنة 1998 تخصص في إنتاج الأقراص، المراهم، معجون الأسنان، المحاليل.

✚ فرع بيوتيك (Biotic)

يقع مقره الاجتماعي بالحراش ويتكون من ثلاث وحدات إنتاج هي:

- وحدة جسر قسنطينة التي بدأت نشاطها سنة 1984 حيث تختص في إنتاج الأقراص والمراهم....الخ؛
 - وحدة الحراش أنشأت سنة 1971 ومن أهم منتجاتها الأقراص والمحاليل؛
 - وحدة شرشال التي انضمت مؤخرا إلى المجمع لتقوم بإنتاج محلول لتصفية الدم.
- الوحدات:

✚ مركز البحث والتنمية (CRD)

يقع مقره بمحمدية الحراش وهو مدعم بوحدة البحث والتسويق الطبي تتمثل مهامه:

- تطوير الأدوية؛
- تحقيق مشاريع البحث متنوعة بالبحوث الأساسية في المجال الصيدلاني؛
- تقديم حاجيات السوق المحلي من أدوات ومواد صيدلانية.

✚ الوحدة التجارية المركزية (UCC)

أنشأت هذه الوحدة سنة 1996 وهي مختصة في تسويق خدمات صيدال، إضافة إلى المنتجات المنتجة من طرف شركاتها تعمل هذه الأخيرة إلى توجيه الإنتاج حسب مراكز التوزيع.

2- تقديم مديريات المجمع

✚ مديرية تسيير المحفظة و الإستراتيجيات المالية

تتمثل مهامها في:

- سبير الإستراتيجيات المالية وكذا تسيير الميزانية؛
- المحاسبة، المالية والتمويل على المدى المتوسط والطويل؛
- متابعة محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوية.

✚ مديرية التسويق و الإعلام الطبي

تتمثل أهم مهامها في:

- إقامة وتنفيذ إستراتيجية التسويق والإعلام الطبي؛

- تطوير دراسات السوق؛

- إعداد مجلة صيدال، النشرة الداخلية؛

- إنشاء شبكة المضربين الطبيين عبر كامل التراب الوطني من لأطباء، صيادلة، بياطرة وجراحي الأسنان.

✚ مديرية تأمين الجودة و الأعمال الصيدلانية

هي مديرية تقنية مكلفة بمراجعة ملفات صنع الدواء ومراقبة وحدة البحث، وتوجيهها بخصوص تشكيل المنتجات المطابقة للأصل.

✚ مديرية الفحص والمراجعة، التحليل والتركيب

تتمثل مهامها أساسا في مراقبة التسيير، فحص الحسابات وكل الأنشطة المتعلقة بالتسويق، التحليل، التركيب.

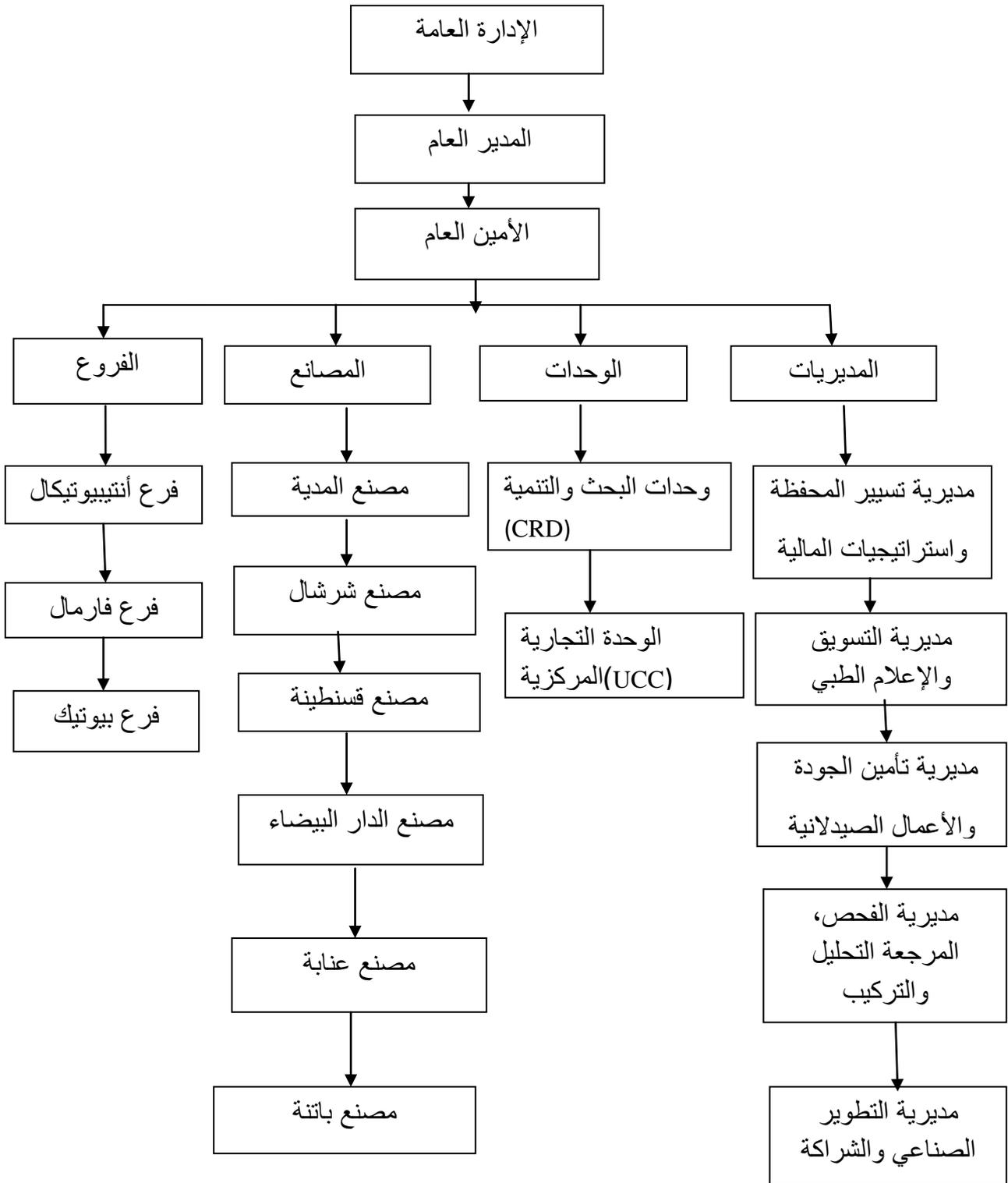
✚ مديرية التطوير الصناعي والشراكة

تهتم هذه المديرية بكل النشاطات المرتبطة بالتطوير الصناعي، خاصة الاستثمار في مجال الشراكة سواء مع الوطنيين أو الأجانب، وهذا التعزيز مكانها لمؤسسة في الأسواق العالمية.

ثانيا - الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

يركز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعها من الوظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافه، والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

الشكل رقم (3-1): يوضح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطالبتين (اعتمادا على المعلومات الموجودة).

المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال

يحترف المجمع الصناعي صيدال في ميدان صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث يطمح إلى تعزيز وضعيته في السوق المحلي والعمل على ترقيتها الى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق مجموعة من الأهداف إلى جانب القيام بمجموعة من المهام¹.

أولاً: أهداف مجمع صيدال

تبرز أهم أهداف هذا المجمع على النحو الآتي:

- عرض منتجاته من الأدوية بنوعيات جيدة وأسعار تنافسية؛
- تكثيف تواجدها في السوق الوطني عن طريق تطوير نظام التسويق لضمان تواجدها وتغطيتها لمختلف مناطق التراب الوطني؛
- تطوير اتفاقيات الشراكة مع الأجانب وتفعيلها ميدانياً؛
- الارتقاء بالإنتاج إلى مستوى أمثل يتماشى مع الطاقات والإمكانات المتاحة؛
- ترشيد استخدام عنصر العمل من تأهيل العمال من أجل تحسين الإنتاجية؛
- التحكم في التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتسيير فعال لمختلف المصالح؛
- المحافظة على مناصب الشغل الموجودة والبحث عن فرص أخرى لخلق مناصب شغل جديدة مع أجور مناسبة لذلك ولمصلحة العمال.

ثانياً: مهام مجمع صيدال

يمكن تقسيم مهام المجمع إلى مهام أساسية وأخرى ثانوية حيث تتمثل المهام الأساسية في:

- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛
- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛
- تأمين الجودة ومراقبة تحليل و تركيب الدواء؛
- المراقبة الإستراتيجية لجميع الفروع والتكيف معها؛
- تسيير المحفظة المالية الخاصة لمجمع صيدال؛
- تحديد استراتيجيات عمليات الإنتاج، تطوير المنتجات الجديدة والاتصال الطبي والتسويق.

بينما تتمثل مهام المجمع الثانوية في الآتي:

¹ فريك يحيى، استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2011، ص108-109.

- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف؛
- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية؛
- عبور ونقل السلع؛
- تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب والتحليل)؛

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال

بعد ما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة ألا وهي "مجمع صيدال" سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في المؤسسة وذلك باستخدام أدوات إحصائية بهدف الوصول إلى نتائج تفسر انعكاسات تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية لمجمع صيدال.

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد عليه

يعتبر الأسلوب الإحصائي في الكثير من الدراسات خاصة في دراسة العلاقة بين المتغيرات ويعرف هذا الأسلوب بنموذج الانحدار الخطي المتعدد وهو عبارة عن "علاقة متعددة مابين متغير تابع واحد و عدة متغيرات مستقلة".

وبهذا يكون نموذج الانحدار الخطي المتعدد على النحو التالي¹:

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

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

U_i : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير؛

β_0 : ثابت المعادلة؛

β_k : معاملات الانحدار الجزئي؛

K : عدد المتغيرات المستقلة.

ويتم اختيار قبول النموذج الخطي المتعدد أو رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات:

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

أولاً: اختبار معنوية المعالم (T) Student

يستخدم اختبار لتقييم معنوية تأثير (T) المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y_i في نموذج الانحدار المتعدد واختبار معنوية (T) تعتمد على فرضيتين أساسيتين :

$$\begin{aligned} \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 \dots \beta_k = 0 & \quad \checkmark \text{ فرضية العدم } H_0 : \\ \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \beta_k \neq 0 & \quad \checkmark \text{ الفرضية البديلة } H_1 : \end{aligned}$$

بعد حساب قيمة تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة الحرية $(n-2)$ ومستوى المعنوية المطلوب (5% - 1%) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم فإذا كانت (T) المحسوبة أكبر من قيمته الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية¹.

ثانياً: معامل التحديد المتعدد (R^2)

هو مقياس يوضح نسبة التغير في المتغير التابع (Y)، الذي سببها في المتغير (X)، أي نسبة الانحرافات الموضحة من قبل خط الانحدار إلى الانحرافات الكلية؛

أو معامل التحديد (R^2) هو تربيع لمعامل الارتباط، هو معادلة ذو دلالة إحصائية وقياسية مهمة جداً حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع وتكون قيمته أصغر من قيمة معامل الارتباط عدا في حالة ($R=1$)، بسبب أن كل كسر هو أكبر من الرقم الأصلي، وأن تربيع الكسر هو أصغر من الكسر الأصلي، وتستخدم معاملي الانحدار والتحديد في اختيار جودة توفيق النماذج القياسية والاستدلال الإحصائي، كما أن له علاقة وثيقة مع الانحدار ومعامل الانحدار (b)²؛

وتكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 فإذا كان³:

$$R^2 = 1: \text{ توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمتغير المستقل ؛}$$

$$R^2 = 0: \text{ لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل ؛}$$

$$0 < R^2 < 1: \text{ وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.}$$

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص161.
² عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 1998، ص230
³ جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص82.

ثالثا: اختبار إحصائية فيشر (F. STATISTIC)

يستهدف هذا لاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k) و المتغير التابع (Y) ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين¹:

فرضية العدم H_0 : وتنص على إنعدام العلاقة الخطية بين كل المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

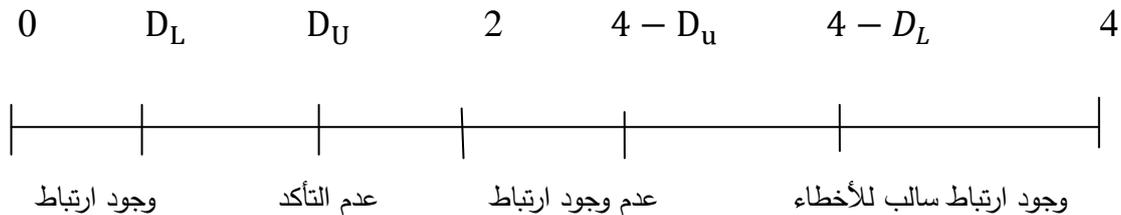
الفرضية البديلة H_1 : تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

يتم اختبار المعنوية الكلية للإنحدار بحساب قيمة الانحدار وبحساب القيمة الإحصائية (F) وتسمى ($F_{C b_s}$) ثم تقارن القيمة المحسوبة ($F_{C b_s}$) مع القيمة الجدولية (F_C) عند مستوى ثقة معين، فإذا كانت ($F_{C b_s}$) أكبر من (F_C) فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم H_0 .

رابعا: الارتباط الذاتي للأخطاء

يستخدم اختبار (Durbin Watson) للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى ويتم حساب الإحصائية (DW) والتي تمثل النسبة بين مجموع فروق الأخطاء ومجموع مربع هذه الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين D_U و D_L بهدف حصر قيمة (DW) لاتخاذ القرار المناسب حول وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى كما يلي²:

الشكل (2-3): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (DURBIN WATSON).



المصدر: جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص103.

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص168.

² جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص82.

خامسا: اختبار (Breuch-Godfrey)

يركز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، فنموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة P يكتب على الشكل التالي¹:

$$\hat{\epsilon}_t = P_1\hat{\epsilon}_{t-1} + P_2\hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + P_p\hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

ليكن النموذج العام حيث الأخطاء مرتبطة ذاتيا:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \beta_k X_{tk} + P_1\hat{\epsilon}_{t-1} + P_2\hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + P_p\hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

وهناك خطوات لإجراء هذا الاختبار:

- ✓ تقدير معادلة النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية للحصول على بواقي ؛
- ✓ تحديد الانحدار المساعد وتقديره؛
- ✓ يتم حساب معامل التحديد R^2 من الانحدار المساعد، حيث لوحظ أن $(n-m)R^2$ يخضع لتوزيع كاي تربيع X_2 ؛
- ✓ يتم تحديد الفرض العدمي والفرض البديل كما يلي:

لا يوجد ارتباط ذاتي

يوجد ارتباط ذاتي

يتم مقارنة قيمة $(n-m)R^2$ مع القيمة الجدولية كاي تربيع X_2 عند مستوى معنوية معين، إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية ترفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة التي تقتضي وجود ارتباط ذاتي، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا لا نستطيع رفض فرضية العدم H_0 وبالتالي فلا يوجد ارتباط ذاتي يبين الأخطاء العشوائية.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

في هذا المطلب سنقوم بالتطرق إلى منهجية المتبعة في دراسة أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية وذلك وفق مايلي:

¹ شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، الجزائر، 2011، ص100.

أولاً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في موضوعنا هذا في مجمع صيدال والذي سبق وقدمنا تعريف له في المبحث السابق.

ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2011 إلى 2020 والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع أما الحدود المكانية فتتمثل في مجمع صيدال والذي يعد من أهم المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في بورصة الجزائر بشكل مستمر.

ثالثاً: مصدر البيانات

إن البيانات والمعطيات التي تم الاعتماد عليها خلال هذه الفترة مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها

(COSOB) لكونها مدقق وتتمتع بمصداقية ويمكن الاعتماد عليها كما تم الاعتماد على برنامج (Eviews) في معالجة واستغلال البيانات و تحويلها وهذا من أجل التوصل إلى نتائج يمكن تحليلها وتفسيرها.

رابعاً: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

1-تحديد متغيرات الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في كل من المتغيرات المستقلة والضابطة التي يفترض أن يكون لها تأثير على القرارات الاستثمارية.

- المتغيرات الرئيسية: تتمثل المتغيرات الرئيسية في كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في القرارات الاستثمارية ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير جسده في التغير في الأصول الثابتة، ومن الدراسات التي اعتمدت هذا المقياس دراسة (Kai Chang et al 2020) ويمكن قياسه عن طريق العلاقة التالية:

$$VR = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

المتغير المستقل: تعتبر تكلفة مصادر التمويل هي المتغير المستقل في هذه الدراسة ويتم قياسها عن طريق حساب تكلفة كل مصدر على حدى:

- تكلفة الأموال الخاصة: يتم حسابها بالاعتماد على التوزيعات السنوية والقيمة السوقية، ومن الدراسات التي اعتمدت على هذا المقياس دراسة (غربي حمزة وبدروني عيسى 2019) وعليه:

$$K_{cp} = \frac{DPA}{V} + g$$

- تكلفة الديون: وهي أدنى قيمة عوائد يجب تحقيقها للمؤسسة والتي تضمن تجنب الوقوع في المخاطر المرتبطة بعدم القدرة على توليد أرباح تفوق الفوائد الخاصة بالديون والالتزامات المترتبة عن المشرع، ومن الدراسات التي استخدمت هذا المقياس دراسة (غسان محمد نومان المشهداني 2017) والذي اعتمد على العلاقة التالية:

$$KD = I(1 - t)$$

- التكلفة الوسطية المرجحة: يتم تحديد متوسط التكلفة المرجحة وفقا لمدخل الأوزان الفعلية إما على أساس القيمة الدفترية أو على أساس القيمة السوقية لمصادر التمويل، ومن الدراسات التي استخدمت هذا المقياس دراسة (شعبان محمد 2009) والذي اعتمد على العلاقة التالية:

$$CMPS = K_{cp} \frac{cp}{cp + D} + K_D \frac{D}{D + cp} (1 - r)$$

- المتغيرات الضابطة: تتمثل في مجموعة المتغيرات المؤثرة في قيمة المتغير التابع (القرارات الاستثمارية) نذكر منها:

حجم المؤسسة: استخدمت بعض الدراسات اللوغاريتم النيبييري للمبيعات كمؤشر لقياس حجم المؤسسة منها دراسة (Fakhfakh & Ben atitallah 2002)، والتي اعتمدت فيها على العلاقة التالية:

$$size = \ln \sum CA$$

حجم السيولة: يرمز لها بالرمز (Dis) ويتم قياسها من خلال نسبة السيولة وقد تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (Anup chowdlury 2010) وتحسب كالتالي:

$$Dis = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

نمو المؤسسة: يعكس معدل النمو الارتفاع في القدرة الانتاجية للمؤسسة بإنشاءها لوسائل انتاجية أو حياة الاستثمارات الجديدة وبالتالي تطورها وزيادة ارباحها ، ولقد استخدمت العديد من الدراسات معدل نمو المبيعات (رقم الاعمال) (Kester 1986 & Kremp et al 1999) وسنعمد على هذا المقياس في دراستنا:

$$Crois = \frac{\text{رقم الاعمال}(n) - \text{رقم الاعمال للسنة}(n-1)}{\text{رقم الاعمال للسنة}(n-1)}$$

ربحية المؤسسة: تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح الناتجة من الأرباح الناتجة عن المبيعات ، أي ما يمكن تحصيله من رقم أعمال معين وقد تكون بالقيمة المطلقة أو بالنسبة المئوية، وهي ترتبط بهامش الربحية التي تحققه المؤسسة وتسمح بالحكم على مستوى المبيعات ومن الدراسات التي استخدمت هذا المقياس (صويح سلمى 2017) ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{الربحية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رقم الاعمال}} \times 100$$

المخاطر التشغيلية: يرمز لها بالرمز Risq وتتمثل في نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد و الضرائب) الى اجمالي الاصول لمستوى المخاطر التشغيلية ، ولقد تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة (Fakhfakh Ben Atitallah 2002).

$$\text{Risq} = \sqrt{\frac{1}{n} (Re - Re)^2}$$

2- عرض متغيرات الدراسة: بعد قيامنا بتحديد متغيرات الدراسة ، سنقوم في هذه المرحلة بقياس هذه المتغيرات وذلك اعتمادا على البيانات و المعلومات المتعلقة بالمؤسسة محل الدراسة وهي مجمع صيدال (انظر الملاحق) خلال الفترة الممتدة من سنة 2011 الى 2020.

الجدول رقم (3-1): يمثل عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة 2011 - 2020

year	CMPS	kcp	VR	kd	Risq	PR	CROIS	DIS	SIZE
2011	0,5097	0,5591	-0,155	0,1022	0,1255	15,258	0,079	2,082	23,326
2012	0,453	0,4999	0,026	0,0984	0,1281	14,143	0,029	2,078	23,355
2013	0,67	0,7843	-0,012	0,0615	0,1236	23,191	-0,175	2,252	23,162
2014	0,1694	0,1962	0,149	0,0335	0,1391	15,096	-0,146	3,374	23,004
2015	0,4274	0,524	0,212	0,0222	0,1423	11,456	0,019	2,866	23,024
2016	0,3367	0,4426	0,93	0,016	0,142	14,762	0,024	2,118	23,047
2017	0,8738	1,211	0,115	0,0122	0,1464	13,406	0,904	2,031	23,052
2018	0,5943	0,9141	-0,268	0,0189	0,1461	11,381	0,005	2,166	23,057
2019	0,5084	0,843	0,078	0,0267	0,1486	8,448	-0,09	2,206	22,963
2020	0,7692	1,1247	-0,036	0,012	0,1527	1,936	0,044	2,326	23,007

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الملاحق.

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

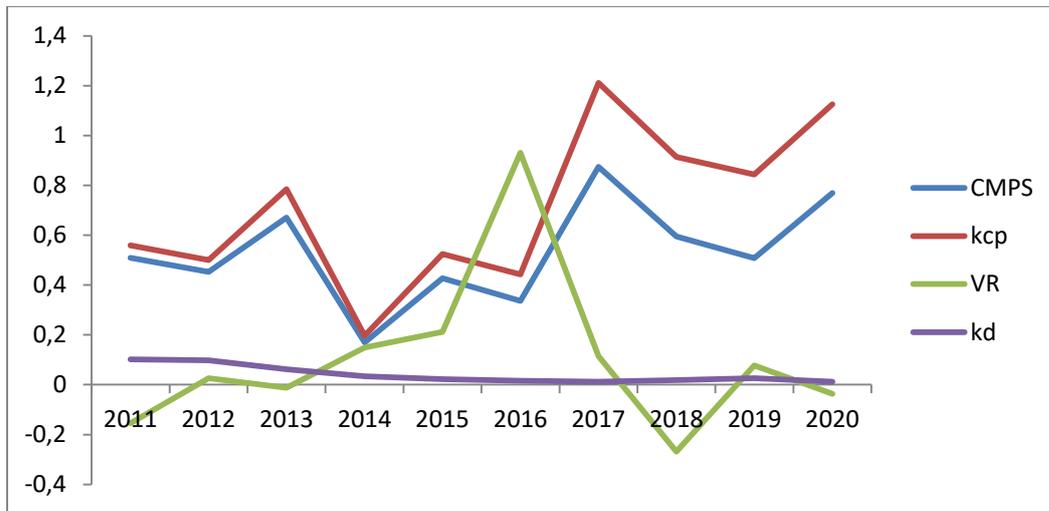
بعد التعرف على المنهجية المتبعة في الدراسة، نهدف الآن في هذه الدراسة إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي

(Eviews12)، مما سمح لنا بالحصول على مخرجات سنحاول تحليلها وتفسير نتائجها.

أولاً: تحليل التمثيل البياني

يمثل التمثيل البياني أدناه علاقة كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة بالتغير في الأصول الثابتة.

الشكل رقم(3-3): يوضح التمثيل البياني لعلاقة كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة بالتغير في الأصول الثابتة



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول رقم (3-1) وExcel

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة في تذبذب مستمر بين ارتفاع وانخفاض، حيث بلغت أقصى نقطة سنة 2017 وأدناها سنة 2014 وتتبعها التكلفة الوسطية المرجحة في الارتفاع والانخفاض، أما الديون فهي في انخفاض مستمر حيث بلغت أقصى قيمة لها سنة 2011 وبعدها استمرت في الانخفاض حتى كادت تنعدم.

أما منحنى التغير في الأصول الثابتة فهو في تزايد مستمر ليبلغ أقصى قيمة سنة 2015 ثم يعود للانخفاض في 2017 ليرتفع من جديد تدريجياً، وعليه فمجمع صيدال يعتمد بالدرجة الأولى في تمويل أصوله الثابتة على الأموال الخاصة وبالتالي كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة انخفضت الأصول الثابتة والعكس أي وجود علاقة عكسية بين تكلفة الأموال الخاصة والتغير في الأصول الثابتة وأيضاً وجود علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة.

ثانياً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول أدناه الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأدنى وأعلى قيمة للبيانات المتعلقة بمتغيرات نموذج الدراسة

الجدول رقم(3-2):يمثل نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variables	VR	KD	Kcp	CMPS
Mean	0.1039	0.0404	0.7099	0.5312
Stat-Dev	0.3234	0.0347	0.3206	0.2065
Minimum	-0.2680	0.0120	0.1962	0.1694
Maximum	0.9300	0.1022	1.2110	0.8738
Jarque-Bera	7.4951	1.8734	0.4221	0.1262
Probability	0.0236	0.3919	0.8097	0.9388

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج (Eviews12)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن متوسط التغير في الأصول الثابتة بلغ 0.1039 وانحراف معياري قدره 0.3234 ولقد تراوحت هذه النسبة بين -0.2680 كحد أدنى و0.9300 كحد أقصى، أما الوسط الحسابي لتكلفة الديون قد بلغ 0.04036 حيث تشير هذه القيمة إلى متوسط تكلفة الديون التي اقترضها مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة المتمثلة بالأعوام مابين 2011-2020 وقد بلغت أعلى قيمة لتكلفة الديون 0.1022 وهي تعود لسنة 2011 في حين بلغت أدنى قيمة لها 0.012 وذلك سنة 2020 وقد بلغ الانحراف المعياري لها 0.0347، وقد بلغ متوسط تكلفة الأموال الخاصة 0.7098 حيث تشير هذه القيمة إلى متوسط تكلفة الأموال الخاصة التي استغلها مجمع صيدال خلال سنوات الدراسة، وقد بلغت أعلى قيمة لتكلفة الأموال الخاصة 1.211 وهي تعود لسنة 2017 في حين بلغت أدنى قيمة 0.196 سنة 2014 الأمر الذي يفسر الانخفاض في قيمة الانحراف المعياري البالغ 0.320، في حين يتضح أن الوسط الحسابي لتكلفة الوسطية المرجحة بلغ 0.531 وقد بلغت قيمة الانحراف المعياري لها 0.206 مايفسر التشتت الحاصل في بيانات مجمع صيدال حول المتوسط الحسابي ويؤكد ذلك أن أعلى قيمة لمتوسط التكلفة المرجحة كان 0.873 في حين أدنى قيمة كانت 0.169.

بمقارنة قيمة Jarque-Bera مع القيمة الجدولية لكاي مربع (X^2) عند درجة الحرية 2 والتي بلغت 5.91 لمتغيرات الدراسة لاحظنا أن المتغير التابع (VR) الذي كانت قيمته 7.4951 أكبر من 5.91 وعليه ترفض الفرضية الصفرية H_0 وتقبل الفرضية H_1 ومنه فالبيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، في حين كانت قيمة Jarque-

Bera للمتغيرات المستقلة (CMPS ،Kcp ،KD) أقل من القيمة الجدولية لكاي مربع عند درجة الحرية 5.91 ومنه تقبل الفرضية H_0 وترفض الفرضية H_1 وعليه فالبيانات تتبع التوزيع الطبيعي.

ثانياً: تحليل نتائج مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج الارتباط قيد الدراسة والتي تظم المتغير التابع (VR) والمتغيرات المستقلة والضابطة.

الجدول رقم (3-3): يمثل مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

	VR	KD	KCP	CMPS	CROIS	DIS	PR	RISQ	SIZE	VIF
VR	1.									
KD	-0.3303 (0.3513)	1								840.21
KCP	-0.3742 (0.2867)	-0.3853 (0.2715)	1							2941.19
CMPS	-0.4074 (0.2425)	-0.1746 (0.6295)	0.9522 (0.0000)	1						2890.04
CROIS	0.0193 (0.9576)	-0.2372 (0.5093)	0.5611 (0.0915)	0.5999 (0.0667)	1					85.64
DIS	0.0669 (0.8542)	-0.2191 (0.5431)	-0.5583 (0.0934)	-0.6085 (0.0619)	-0.3658 (0.2985)	1				5.20
PR	0.1138 (0.7542)	0.4657 (0.1749)	-0.4084 (0.2413)	-0.2133 (0.5539)	-0.1016 (0.7798)	0.0054 (0.9881)	1			566.57
RISQ	0.1426 (0.6943)	-0.8782 (0.0008)	0.4687 (0.1717)	0.2139 (0.5527)	0.2701 (0.4504)	0.0961 (0.7917)	-0.8051 (0.0049)	1		3563.98
SIZE	-0.2752 (0.4415)	0.9377 (0.0001)	-0.2402 (0.5038)	-0.0056 (0.9877)	-0.0251 (0.9451)	-0.4049 (0.2457)	0.4409 (0.2022)	-0.8280 (0.0031)	1	28.39

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج (Eviews12)

من أجل إعطاء نظرة أولية عن وجود علاقة تأثير بين متغيرات الدراسة، سنقوم أولاً بدراسة علاقة الارتباط ما بين هذه المتغيرات، فمن خلال المصفوفة نلاحظ أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم من موجب وسالب، قوي وضعيف حيث بلغ معامل الارتباط بين المتغير التابع وهو التغير في الأصول الثابتة (VR) والمتغيرات المستقلة (CMPS ،Kcp ،KD) -0.33 و -0.374

و-0.407 على التوالي وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة، في حين لوحظ وجود علاقة ارتباط قوية وطردية بين تكلفة الأموال الخاصة (Kcp) والتكلفة الوسطية المرجحة (CMPS) بمعامل ارتباط قدر ب0.952 ، في حين بلغ معامل الارتباط بين تكلفة الديون (KD) والتكلفة الوسطية المرجحة (CMPS) -0.174 ما يدل عن وجود علاقة عكسية وضعيفة، أما معامل ارتباط تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة (Kcp) بلغ -0.383 وهو ما يدل عن وجود علاقة ارتباط ضعيفة وعكسية بينهما.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن قيم معاملات تضخم تباينات معاملات النموذج (VIF) أكبر من 5 وهذا ما يدل على وجود مشكلة التعدد الخطي وعليه سوف يتم استبعاد بعض المتغيرات خلال عملية التقدير.

ثالثاً: تحليل الانحدار المتعدد

سنقوم من خلال هذا النموذج بعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد وتقدير معاملات الدراسة من خلال مخرجات برنامج (Eviews12) ثم نقوم بتحليل وتفسير هذه النتائج:

الجدول رقم(3-4): يمثل نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل

Dependent Variable: VR
Method: Least Squares
Date: 05/24/22 Time: 19:21
Sample: 2011 2020
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	51.85785	81.91924	0.633036	0.6407
KD	34.34463	59.47996	0.577415	0.6666
KCP	-12.38081	12.05605	-1.026937	0.4915
CMPS	16.45257	18.54868	0.886994	0.5381
SIZE	-3.872719	2.768439	-1.398882	0.3951
DIS	-1.082292	0.376079	-2.877830	0.2129
RISQ	263.3243	416.0100	0.632976	0.6407
CROIS	-1.103770	2.159937	-0.511020	0.6992
PR	0.175854	0.312021	0.563596	0.6733

R-squared	0.951449	Mean dependent var	0.103900
Adjusted R-squared	0.563042	S.D. dependent var	0.323414
S.E. of regression	0.213785	Akaike info criterion	-0.750274
Sum squared resid	0.045704	Schwarz criterion	-0.477947
Log likelihood	12.75137	Hannan-Quinn criter.	-1.049015
F-statistic	2.449619	Durbin-Watson stat	2.624193
Prob(F-statistic)	0.459272		

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات برنامج (Eviews12)

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$VR = 51.8578 + 34.3446KD_t - 12.3808Kcp_t + 16.4525CMPS - 3.8727Size - 1.0822DIS + 263.3243Risq - 1.1037CRois + 0.1758PR$$

اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل:

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:

الجدول رقم(3-5): يمثل نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل.

المتغيرات	قيمة Student (T)	قيمة الاحتمال (Prob)
KD	0.5774	0.6666
Kcp	-1.0269	0.4915
CMPS	0.8870	0.5381
Size	-1.3989	0.3951
Dis	-2.8778	0.2129
Risq	0.6330	0.6407
Crois	-0.5110	0.6992
PR	0.5636	0.6733

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews12)

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- قيمة الاحتمال Prob للمتغيرات السابقة أكبر من مستوى المعنوية 5%.
- قيمة إحصائية Student بالقيمة المطلقة للمتغيرات (KD، Kcp، CMPS، Size، Dis، PR، Crios، Risq) أقل من (T) الجدولية (Tc) والتي تساوي $Tc = 12.706$ عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 ، أي أن المتغيرات ليست معنوية احصائيا.
- وبغية الحصول على نموذج أفضل قمنا بإجراء تعديلات على النموذج الأولي عن طريق استبعاد المتغيرات التي لها أكبر قيمة احتمالية (Prob) مكنتنا من الوصول الى نماذج أخرى كالتالي:

الجدول رقم (3-6): يمثل مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	Student (T) القيمة الاحتمالية	قيمة الاحتمال (Prob)
1	Crois	-0.5110	0.6992
2	PR	0.5636	0.6733
3	Risq	0.6330	0.6407
4	CMPS	0.8870	0.5381

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews12)

من الجدول أعلاه نلاحظ أن:

-قيمة الاحتمال prob الخاصة بنمو المؤسسة في النموذج الأول بلغت 0.6992 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، فيما كانت القيمة الاحتمالية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة 0.05110 وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي $T_c=4.3027$ ، ما يعني عدم معنوية العلاقة بين نمو المؤسسة والتغير في الأصول الثابتة (VR) لمجمع صيدال، وبما أن المتغير لديه أكبر قيمة احتمالية قمنا باستبعاده من النموذج.

-أما النموذج الثاني توصلنا إلى قيمة الاحتمال prob للمتغير (PR) والذي يمثل ربحية المؤسسة قد بلغ 0.6733 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت احصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة 0.5636 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c=3.1824$ ، وعليه فإن المتغير ليس له معنوية وبالتالي فربحية المؤسسة (PR) لا تفسر التغيرات التي تحصل في التغير في الأصول الثابتة (VR) لمجمع صيدال وبالتالي قمنا باستبعادها من النموذج.

-أما النموذج الثالث فقيمة الاحتمال prob الخاصة بالمخاطر التشغيلية بلغت 0.6407 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وقدرت احصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة 0.6330 وهي أقل من القيمة الجدولية المقدر ب $T_c=2.5706$ ما يعني عدم معنوية العلاقة بين المخاطر التشغيلية (Risq) والتغير في الأصول الثابتة (VR) لمجمع صيدال، لدى تم استبعاده من النموذج.

-في النموذج الرابع توصلنا إلى قيمة الاحتمال prob للمتغير (CMPS) والذي يمثل التكلفة الوسطية المرجحة قد بلغ 0.5381 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت احصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة 0.8870 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c=2.4470$ ، وعليه فإن المتغير ليس له معنوية وبالتالي فالتكلفة الوسطية المرجحة (CMPS) لا تفسر التغيرات التي يمكن أن تحصل في التغير في الأصول الثابتة (VR) لمجمع صيدال وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج وتحصلنا على النموذج الخامس.

اختبار النموذج قبل التعديل:

نلاحظ من خلال النتائج الموجودة في الجدول أن معامل التحديد R-Squared قدر بالقيمة $R^2 = 0.9514$ وهو ما يدل على أن النموذج له جودة قوية جدا وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 95.14% من التغير الحاصل في المتغير التابع ألا وهو التغير في الأصول الثابتة لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية 4.86% فتعود الى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

تقدير النموذج بعد التعديل:

بعد التعديل للنموذج الأول باستخدام برنامج (Eviews12) ظهرت نماذج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كالتالي:

الجدول رقم (3-7): يمثل نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل

Dependent Variable: VR
Method: Least Squares
Date: 05/27/22 Time: 23:41
Sample: 2011 2020
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KD	-9.519846	2.724848	-3.493716	0.0129
KCP	-1.220213	0.335732	-3.634489	0.0109
DIS	-0.607734	0.233317	-2.604752	0.0404
SIZE	0.120455	0.035297	3.412593	0.0143
R-squared	0.721833	Mean dependent var		0.103900
Adjusted R-squared	0.582749	S.D. dependent var		0.323414
S.E. of regression	0.208909	Akaike info criterion		-0.004663
Sum squared resid	0.261858	Schwarz criterion		0.116372
Log likelihood	4.023313	Hannan-Quinn criter.		-0.137437
Durbin-Watson stat	2.144413			

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews12)

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

اختبار معنوية معاملات الانحدار بعد التعديل:

قدرت نتائج معاملات الانحدار للنموذج النهائي على النحو التالي:

الجدول رقم (3-8): يمثل نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار بعد التعديل

المتغيرات	القيمة الاحتمالية	(Prob) قيمة الاحتمال
KD	-3.4937	0.0129
Kcp	-3.6345	0.0109
Dis	-2.6047	0.0404
Size	3.4126	0.0143

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews12)

من خلال الجدول نلاحظ أن:

-قيمة الاحتمال Prob بالنسبة لكل المتغيرات هي أقل من مستوى المعنوية 5% وهذا يدل على أن متغيرات الدراسة المتمثلة في (Size ،Dis ،Kcp ،KD) تفسر التغيرات الحاصلة في الأصول الثابتة لمجمع صيدال عن مستوى المعنوية 5%.

-قيمة احصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة لكل المتغيرات في النموذج الخامس

(Size ،Dis ،Kcp ،KD) هي أكبر من (T) الجدولية والتي قدرت ب $Tc = 2.5706$

عند مستوى المعنوية 5%، ومنه نستنتج أن التغيرات في النموذج الخامس هي متغيرات ذات معنوية إحصائية ومنه تقبل الفرضية H_1 وترفض الفرضية H_0 .

اختبار جودة النموذج بعد التعديل:

نلاحظ من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن معامل التحديد R-Squared

قدر ب $R^2 = 0.7218$ وهو ما يدل على جودة النموذج ومنه فالمتغيرات (Size ،Dis ،Kcp ،KD) تفسر 72.18% من التغير الحاصل في الأصول الثابتة لمجمع صيدال، أما النسبة الباقية 27.82% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء Breush-Godfrey

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستعمل Breush-Godfrey

الجدول رقم (3-9): يمثل نتائج اختبار Breush-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.571306	Prob. F(2,4)	0.6050
Obs*R-squared	2.221851	Prob. Chi-Square(2)	0.3293

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات برنامج (Eviews12)

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية Prob.F و Prob.Chi-Square والمساوية (0.3293)، 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 (2.2218) أكبر من 0.05 نقبل فرضية العدم

H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

رابعا- مناقشة نتائج الدراسة:

بعد قيامنا بهذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج تتمثل فيما يلي:

- وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، حيث كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة تنخفض تكلفة الديون وهذا ما يثبت الفرضية التي جاءت بها نظرية صافي الربح، والتي تقوم على أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض إليها ، وهذا ما يتوافق أيضا مع دراسة زليخة علال (2014)، سليم حسام (2015)، شيما جنة (2016) التي توصلت إلى أن التمويل عن طريق الاقتراض يتميز بانخفاض تكلفته مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة.

- وجود علاقة ارتباط طردية وقوية بين تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة على اعتبار أن مجمع صيدال يعتمد في تمويل استثماراته على الأموال الخاصة أي التمويل الذاتي، ما يبيّن توافق مع ما جاءت به نظرية أفضلية مصادر التمويل والتي تنص على أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم وتكاليف الوكالة وحرية التصرف في أي استثمار، وبالتالي فإن قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية تكون للتمويل الذاتي بالدرجة الأولى، وأيضا تطابقت مع ما جاءت به دراسة إيناس ناصلي (2018)، قدام جمال (2006) التي توصلت إلى أن التمويل الذاتي له علاقة باتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال ما يحتويه من مكونات واعتباره قليل التكلفة والمخاطر فهو المصدر الأول للتمويل في المؤسسات الاقتصادية.

إن تكلفة مصادر التمويل تؤثر بشكل ملحوظ على القرارات الاستثمارية لمجمع صيدال وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها، حيث أن المتغيرات المستقلة المتمثلة في تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة تفسر

72.18% من التغيرات التي تطرأ على القرارات الاستثمارية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة أما القيمة المتبقية المتمثلة في 27.82 % فترجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

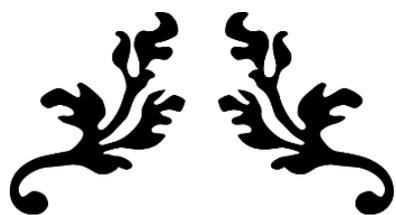
- كما أن تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة لها أثر سلبي على التغير في الأصول الثابتة الذي يعبر عن قرار الاستثمار، وعليه كلما زادت تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ب1% على التوالي يؤدي هذا إلى انخفاض التغير في الأصول الثابتة ب0.951% بالنسبة لتكلفة الأموال الخاصة و0.122% بالنسبة لتكلفة الديون، وعليه كلما زادت تكلفة التمويل أدى هذا إلى انخفاض ربحية المشروع ومن ثم نفور المستثمرين عن اتخاذ قرار الاستثمار وهذا ما يتوافق مع دراسة الأغا(2005) ونظرية مدكلياني وميلر.
- وتوصلنا كذلك إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة ليس لها تأثير على القرار الاستثماري داخل مجمع صيدال وذلك لاعتماده على الأموال الخاصة بشكل الكبير، هذا ما يتعارض مع دراسة الأغا(2005)، Yale (2010) الذين توصلوا إلى أن التكلفة الوسطية المرجحة لها تأثير على اتخاذ القرار الاستثماري، كما تتوافق دراستنا مع دراسة كل من Al-Hammad (2003)، Tamimi&Obeidat (2013).
- اعتمادا على النموذج الأخير فإن كل من المخاطر التشغيلية، نمو المؤسسة، ربحية المؤسسة، لا يساهمون في تفسير التغير في القرار الاستثماري خلال فترة الدراسة لمجمع صيدال ولهذا تم حذفها من النموذج.

خلاصة:

سعت هذه الدراسة إلى معرفة تأثير تكلفة مصادر التمويل على اتخاذ القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة 2011-2020، من خلال الاعتماد على التغيير في الأصول الثابتة كمتغير ثابت والذي يفسر قرار الاستثمار معبر عنه ب(VR) في حين تمثلت المتغيرات المستقلة في تكلفة مصادر التمويل المعبر عنها ب(KCP ، KD ، CMPS)، وقد تم الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة والتي يحتمل أن يكون لها تأثير في القرار الاستثماري لمجمع صيدال.

باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد واعتمادا على البرنامج الإحصائي (Eviews12) تبين لنا من خلال النموذج النهائي للدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من تكلفة مصادر التمويل والقرار الاستثماري حيث التأثير كان قوي وبشكل موجب في حدود 72.18 %

أما النسبة المتبقية فترجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج والمقدر ب27.82 %، كما تبين من خلال نتائج اختبار المعنوية أن المتغير المستقل التكلفة الوسطية المرجحة و كذلك المتغيرات الضابطة المتمثلة في المخاطر التشغيلية، نمو المؤسسة، ربحية المؤسسة ليست لها معنوية ولهذا تم إزالتها من النموذج.



خاتمة



خاتمة:

بعد دراسة وتحليل موضوع تكلفة مصادر التمويل على اتخاذ القرارات الاستثمارية وبهدف الإجابة على إشكالية الدراسة المتمثلة في: " أثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية في مجمع صيدال" وبناءا على أهداف الدراسة و الفرضيات الموضوعية تم تناول هذا الموضوع من خلال دراسة العناصر الرئيسية التي تضمنتها فصول البحث منها فصلين نظريين وآخر تطبيقي ، حيث خصص الفصل الأول لدراسة تكلفة مصادر التمويل كمتغير مستقل والفصل الثاني اختص بالقرارات الاستثمارية كمتغير تابع ، أما الفصل الثالث فقد خصص للدراسة القياسية لأثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية لمجمع صيدال، وعلى ضوء ما ورد سيتم عرض مجموعة من النتائج:

النتائج النظرية:

تتمثل النتائج الخاصة بالجانب النظري فيما يلي:

- تقسم مصادر التمويل إلى مصادر قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل.
- عملية المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة تكون وفقا لآليات ودراسات معمقة لاتخاذ القرار التمويلي السليم.
- تكاليف مصادر التمويل لها أهمية بالغة في اتخاذ القرار الاستثماري مما يوفر التوافق بين تغطية الاحتياجات التمويلية وتكلفة الحصول على هذه الأموال.
- يتم تقدير التكلفة الوسطية المرجحة انطلاقا من تحديد الوزن النسبي لكل مصدر تمويلي على حدا.
- تختلف أنواع التمويل باختلاف العوامل المحددة له و الغرض من التمويل يكون لمواجهة التزامات المؤسسة.
- تسعى المؤسسة لتمويل نشاطها ذاتيا من أجل التمتع بالاستقلالية المالية وكونه لا يشكل خطرا ماليا عليها.
- يعتبر اتخاذ القرار الاستثماري من أهم القرارات التي يتم اتخاذها داخل المؤسسة.
- القرار الاستثماري هو ذلك الذي يتم اتخاذه عن طريق المفاضلة بين البدائل المتاحة وتخصيص الموارد المالية اللازمة لتمويله تحت تأثير بعض العوامل.

النتائج التطبيقية:

تتمثل أهم النتائج التطبيقية فيما يلي:

- يتكون الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة من أموال الملكية وأموال الاستدانة، مما يمكن ملاحظته هو غياب أساليب التمويل الحديثة كالأسهم الممتازة وقرض الإيجار...، وهذا راجع إلى افتقاد الإدارة المالية لمجمع صيدال إلى دراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها، والاكتفاء فقط بما هو

مألوف منها، وهذا ما يمكن أن يضيع فرص استثمارية على المجمع، التي كان ممكن الاستفادة منها عن طريق اللجوء لمصادر تمويل حديثة؛

- يعتمد مجمع صيدال على أمواله الخاصة بشكل كبير في تمويل المشاريع الاستثمارية ما يجعله يتمتع باستقلالية مالية؛
- يوجد تأثير سالب ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة (Kcp) وتكلفة الديون (KD) على القرار الاستثماري لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة وهذا راجع للعلاقة العكسية بين هذين التكلفةتين وقرار الاستثمار، حيث أنه كلما انخفضت تكلفة التمويل ازدادت فرص الاستثمار؛
- عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الوسطية المرجحة (CMPS) على القرار الاستثماري لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة وذلك أن كل مصدر تمويلي يؤثر على حدا؛
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لحجم المؤسسة (Size) وحجم السيولة (Dis) على القرار الاستثماري لمجمع صيدال وهذا ما يتوافق مع ما جاء به الفكر المالي فزيادة حجم المؤسسة والسيولة يعني بالضرورة زيادة حجم المبيعات وتوسع حجم نشاط المؤسسة وبالتالي كبر حجم الاستثمارات.

اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا للموضوع توصلنا لمجموعة من النتائج التي يتم من خلالها اختبار مدى صدق الفرضيات أو نفيها وذلك كالتالي:

الفرضية الأولى: وتنص على أنه " تتمثل مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام مجمع صيدال في الأموال الخاصة والديون"، فرضية صحيحة فمجمع صيدال يعتمد في تمويل استثماراته على الأموال الخاصة بالدرجة الأولى ثم تليها الديون.

الفرضية الثانية: وتنص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لتكلفة الديون على القرار الاستثماري داخل مجمع صيدال"، ومن خلال نتائج تقدير نموذج الدراسة توصلنا إلى أن معامل تكلفة الديون يساوي 9.51- % وهو معنوي عند مستوى المعنوية 5% ومنه يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية، وعلى ما تقدم نقبل الفرضية.

الفرضية الثالثة: وتنص على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لتكلفة الأموال الخاصة على القرار الاستثماري داخل مجمع صيدال"، ومن خلال نتائج تقدير نموذج الدراسة توصلنا إلى أن معامل تكلفة الأموال الخاصة يساوي 1.22- % وهو معنوي عند مستوى المعنوية 5% ومنه يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية، وبالتالي نقبل هذه الفرضية.

الاقتراحات والتوصيات:

بناء على ما سبق ارتأينا بعض التوصيات التي من الممكن أن تعيد المؤسسة في إيجاد الحلول لنقائصها و إنعاش عملية اتخاذ القرار الاستثماري، ويمكن إدراجها فيما يلي:

- ضرورة التنوع في مصادر التمويل للسماح للمؤسسة من اتخاذ قرار الاستثمار الجيد، وجعل عدة خيارات لمتخذ القرار لأجل استغلالها بما يتوافق مع أهداف المؤسسة، والتقليل من الاعتماد على المصادر الخارجية التي تجعل المؤسسة في خطر دائم جراء فقدان الاستقلالية في اتخاذ قراراتها الاستثمارية.
- ضرورة القيام بدراسة مسبقة قبل اتخاذ قرار الاستثمار أو قرار التمويل من أجل تحقيق كفاءة الهيكل المالي للمؤسسة.
- محاولة الربط بين القرار الاستثماري والقرار التمويلي، بهدف تحقيق انسجام بين القرارين للوصول بتكلفة رأس المال إلى أدنى حد.

آفاق الدراسة:

إن البحث في موضوع التكلفة وأثرها على اتخاذ القرارات الاستثمارية لا يزال واسعاً، كما لا تزال بعض النقاط التي يشوبها بعض الغموض يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة منها ما يلي:

- دراسة مقارنة لأثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار بين القطاعين العام والخاص.
- دراسة مقارنة لأثر تكلفة التمويل على مصادر التمويل في المؤسسات الاقتصادية.
- أثر تكلفة رأس المال على إختيار المزيج التمويلي.
- أثار سعر الفائدة وانعكاساتها على القرارات الاستثمارية بالمؤسسات الاقتصادية.

إلى غير ذلك من المواضيع التي تحتاج لبحوث أخرى لمعالجتها.

وبذلك نكون قد توصلنا إلى إجابة على الإشكالية الرئيسية وإثبات الفرضيات المطروحة في بداية هذه الدراسة وهي أن تكلفة مصادر التمويل والقرارات الاستثمارية في المؤسسات الاقتصادية تربطهما علاقة عكسية وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تعد من أبرز وأشد المحددات تأثير على قرارات الاستثمار.



قائمة المراجع



قائمة المراجع

أولاً : المراجع باللغة العربية

أ-الكتب:

- 1) أحمد يوسف عبد الوهاب، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، عمان، 1997.
- 2) الزبيدي حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر، الأردن، 2008.
- 3) الحجازي عبيد أحمد علي، مصادر التمويل (مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضربياً)، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، الأردن، 2008.
- 4) الحناوي محمد صالح، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 5) الحناوي محمد صالح، سلطان إبراهيم إسماعيل، إدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية للنشر، مصر، 1999.
- 6) الحناوي محمد صالح و آخرون، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 7) المرسي جمال الدين، اللوح أحمد عبد الله، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 8) العامري محمد علي إبراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء، الأردن، 2010.
- 9) الراوي خالد و آخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر، عمان، 2002.
- 10) آل شبيب دريد كامل، الاستثمار التحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 11) الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية و العلمية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
- 12) الشواورة فيصل محمود، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري و محتوى عملي التمويل و الاستثمار و التخطيط و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2013.
- 13) الشنطي أيمن، شقر عامر، مقدمة في الإدارة و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، عمان، 2007.
- 14) بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، الجزائر، 2008.

- 15) بلعجوز حسين، صاطوري الجودي، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- 16) بن الساسي الياس، قريشي يوسف، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011.
- 17) بن إبراهيم الغالي، تحليل الربحية التجارية لاتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر، الأردن، 2016.
- 18) بخيت حسين علي، فتح الله سحر، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية، عمان، 2007.
- 19) جيلاطو جيلالي، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الثانية، دار الخلدونية، الجزائر، 2009.
- 20) داوود حسام علي، السواعي خالد محمد، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2013.
- 21) هواربي معراج، عمر حاج سعيد، التمويل التأجيري المفاهيم و الأسس، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية، الأردن، 2013.
- 22) هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي، مصر، 2003.
- 23) وليم أندراس عاطف، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 24) زغيب مليكة، بوشنقير الميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2016.
- 25) حردان طاهر، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر، عمان، 2008.
- 26) حنفي عبد الغفار، قريفاص رسمية زكي، أساسيات الاستثمار الرأسمالي و تقييم الأداء، الدار الجامعية، مصر، 2013.
- 27) كراجة عبد الحليم و آخرون، الإدارة و التحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر، عمان، 2006.
- 28) كنجو عبود كنجو، فهد إبراهيم وهبي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 1997.
- 29) لسوس مبارك، التسيير المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 30) مطر محمد، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 1999.

- 31) مطر محمد، إدارة الاستثمارات الإطار النظري و التطبيقات العلمية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان، 2009.
- 32) محمد عبد القادر، عطية عبد القادر، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- 33) عمر حسين، الاستثمار و العولمة، الطبعة الأولى، دار الكتاب الحديث، مصر، 2000.
- 34) عرفة سيد سالم، دراسة جدوى المشروعات، الطبعة الأولى، دار الولاية للنشر، عمان، 2011.
- 35) عطا الله ماجد احمد، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر، عمان، 2011.
- 36) عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل، التحليل المالي، الأسواق المالية الدولية)، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2008.
- 37) عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، دار اجنادين للنشر، عمان، 2006.
- 38) عبد العزيز سمير محمد، اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي (مدخل في التحليل و اتخاذ القرارات)، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
- 39) عباس علي، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر، الأردن، 2008.
- 40) شبيخة مصطفى رشيد، اقتصاديات النقود و المصارف المالية، الطبعة السادسة، الدار الجامعية الجديدة.
- 41) شقيري نوري موسى، سلام عزمي أسامة، دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، 2009.
- 42) شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، الجزائر، 2011.
- 43) تيم فايز، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار إثراء للنشر، عمان، 2013.
- 44) خوني رابح، حسني رقية، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار أتراف للنشر، مصر، 2008.
- 45) غنيم أحمد محمد، الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر إلى الثراء)، المكتبة العصرية، عمان، 2008.
- ب - المقالات

- 1) بومدين نبيلة، خليفاني جمال، معيار صافي القيمة الحالية المرتبطة بالزمن أحد أهم طرق تقييم المشاريع الاستثمارية في ظل حالة التأكد، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، المجلد 11، العدد 3، 2013.

- (2) بكحيل عبد القادر، بوبري محمد أمين، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق و العلوم الإنسانية، جامعة الشلف، العدد37، 2019.
- (3) بن بلاط فاروق، مباركية عبد المجيد، أدوات معالجة مخاطر التمويل قصيرة الأجل في المصارف الإسلامية، مجلة الإحياء، جامعة الوادي، مجلد22، العدد30، 2020.
- (4) بن طواف كوثر، بن عامر عبد الكريم، تقييم المشاريع الاستثمارية بتطبيق طريقتي التحليل متعدد المعايير، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد9، العدد3، 2021.
- (5) بن سنة ناصر، قاشي يوسف، أهمية القرارات المالية معبر عنها بالعائد عن الاستثمار و التكلفة الوسطية في خلق القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية، جامعة البويرة، المجلد2، العدد6، 2021.
- (6) بن عبيد فريد، قسوري إنصاف، آليات التمويل بالقرض السندي، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد4، 2017.
- (7) بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسة للتمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية و الإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة جيجل، المجلد4، العدد1، 2019.
- (8) زهواني رضا، وصيف فائزة خير الدين، بوعافية سمير، دور الادارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الإدارية و المالية، جامعة الوادي، المجلد1، العدد2، 2019.
- (9) متاجر وداد، قادري علاء الدين، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد و الادارة، جامعة سيدي بلعباس، المجلد1، العدد2، 2017.
- (10) ناصح عادل حاتم، البدران عبد الخالق ياسين، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية و الإدارية جامعة بغداد، 2015.
- ج-المذكرات
- (1) الزين منصور، آليات تشجيع و ترقية الاستثمارات كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، اطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2009.
- (2) باي مريم، السوق النقدي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2007.
- (3) بوحدرة عبد الكريم، أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2011.

- 4) بوعزة عبد القادر، التأثير الجبائي على اختيار مصادر تمويل المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003.
- 5) بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011.
- 6) بوشوشة محمد، مصادر التمويل و أثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، الجزائر، 2007.
- 7) جباري شوقي، أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2014.
- 8) كعواش أمين، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2013.
- 9) كعواش جمال الدين، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2009.
- 10) مهري عبد المالك، دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية و مساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة تبسة، الجزائر، 2012.
- 11) سليمان مرزاق، دراسة الجدوى الاقتصادية كأداة لاتخاذ القرار الاستثماري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- 12) عبيدات باية، دور الدراسة المالية للمشروعات الاستثمارية في ترشيد قرار الاستثمار، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- 13) فريك يحيى، استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2011.
- 14) صياد شهيناز، الاستثمارات الأجنبية و دورها في النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في علوم الاقتصاد، جامعة وهران، الجزائر، 2012.
- 15) شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2010.
- 16) تمجدين نور الدين، دور و أهمية دراسات الجدوى في تقييم مشروعات القطاع الخاص، مذكرة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2018.

17) خيضر عقبة، أهمية التحليل الفني و الأساسي في تحديد القرار الاستثماري للأسهم في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2009.

18) غربي حمزة، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة ماجستير في علوم التجارية و المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009.

د-المدخلات

1) دادان عبد الغني و آخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع لمالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الندوة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، الجزائر، أيام 25-28 ماي 2003.

ثانيا:المراجع باللغة الفرنسية

1) Cabane pierre, l'essentiel de la finance(à l'usage des managers), éditions d'organisation, paris, 2004.

2) Chiha khmici, finance d'entreprise, édition Houma, Algérie, 2009.

3) Miloudi boubaker, investissement et stratégies des développement, office des publication universitaires, Alger, 1998.

4) Vemimmen pierre, finance d'entreprise, édition Dalloz, France, 2014.

5) YDriss zaine, la structure entêtement des petites et moyennes entreprises françaises :une étude sur donnees de panel, université paris.

-المواقع الالكترونية

1) <https://www.saidalgroupdz/ar/nite-groupr/historie>.consulté 12/05/2021 à 13:20H.



الملاحق



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	1,9626	3,0777	6,3137	12,706	31,821	63,656	127,32	636,58
2	0,1421	0,2887	0,4447	0,6172	0,8185	1,0607	1,3862	1,8856	2,92	5,3027	6,9845	9,925	14,089	31,6
3	0,1366	0,2767	0,4242	0,5844	0,7649	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	2,7785	3,7469	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	1,4398	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	2,3646	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	2,2291	2,7638	3,1893	3,5814	4,5868
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	2,1318	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	2,1098	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	2,0796	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	2,0595	2,4851	2,7874	3,0782	3,7251
26	0,1269	0,256	0,3896	0,5309	0,684	0,8557	1,0575	1,315	1,7056	2,0556	2,4786	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	2,0518	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	2,0484	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	2,0452	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	2,0423	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	2,0395	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	2,0369	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	2,0345	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	2,0322	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	2,0301	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	2,028	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	2,0262	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	2,0244	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	2,0227	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	2,0211	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	2,0195	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	2,0181	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	2,0167	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	2,0154	2,4141	2,6923	2,9555	3,5258
45	0,1264	0,2549	0,3878	0,5281	0,88	0,8497	1,0485	1,3007	1,6794	2,0141	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	2,0129	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	2,0117	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	2,0106	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	2,0096	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	2,0086	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	1,9818	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	1,0364	1,2816	1,6449	1,96	2,3264	2,5759	2,8072	3,2908

الملحق رقم 2

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 3

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
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	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
	PASSIFS NON COURANTS		
	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
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملاحق رقم 4

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 5



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

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
<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%
<i>Immobilisations corporelles</i>	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>	15 900 746 959,15	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%
<i>Immobilisations financières</i>	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	225 042 010,23	115 898 709,75	121%
<i>Autres actifs 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			
<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>Tresorerie</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%

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>Écarts 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>Tresorerie 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%

Production

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



الملحق رقم 6

COMPTES 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	0,00	
Subvention d'exploitation	0,00	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 amortissements 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%
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments 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 Stees 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%

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

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

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

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

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

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

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

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

Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

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

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

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

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

Sixième résolution : Jetons de présence

Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

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

Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

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

Le Président du Conseil d'Administration
Boumediene DERKAOUI

الملحق رقم 7

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 8

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 9

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 10

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 11

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
Ecart 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 12

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM - 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 13

GRUPE 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	7 492 164 949,94
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	48 760 055,87
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	352 717 927,73	0,00	352 717 927,73	329 960 563,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 412 120 994,95	21 609 143 952,34	25 802 976 942,60	26 773 20 678 36
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 191 892 769,17	641 539 237,02	6 550 353 532,15	6 887 530 621,19
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 911 859 706,26	1 887 229 726,08	4 024 629 980,18	3 177 533 740,40
Autres débiteurs	1 316 384 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 436 859 091,79
Impôts	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 336 344,63
Autres actifs courants	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	2 868 002 018,68	82 435 666,36	2 785 566 352,32	1 918 151 410,71
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 499 749 566,29	2 611 212 129,46	14 888 536 532,32	13 650 971 197,94
TOTAL GENERAL ACTIF	64 911 870 561,24	24 220 356 081,80	30 691 513 474,92	40 424 178 876,27



الملحق رقم 14

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020



BILAN CONSOLIDÉ 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
Ecart 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	21 776 273 416,42
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712,04	1 446 788 017,73
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 054 977 890,45	12 464 710 757,10
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Impôts	175 915 917,23	116 625 268,50
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Trésorerie passif	922 010 265,30	810 706 531,25
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GENERAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 178 877,27

الملحق رقم 15

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 AJOUTEE 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	329 421 601,86	995 109 063,74
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 098,91
VI - RESULTAT FINANCIER	25 745 818,96	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:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة اثر تكلفة مصادر التمويل على القرارات الاستثمارية للمجمع الصناعي صيدال (Groupe SAIDAL) خلال الفترة الممتدة من 2011-2020 باستخدام الانحدار الخطي المتعدد عن طريق صياغة نموذج قياسي باستخدام برنامج (Eviews12)، لدراسة العلاقة بين التغير في الأصول الثابتة الذي يعبر عن قرار الاستثمار كمتغير تابع و تكلفة مصادر التمويل كمتغير مستقل بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

وقد خلصت دراستنا هذه إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون على القرار الاستثماري، في حين أثبتت نتائج الدراسة أن السيولة لها تأثير سلبي على القرار الاستثماري في حين أن حجم المؤسسة له تأثير ايجابي، بينما المخاطر التشغيلية، نمو المؤسسة، ربحية المؤسسة، التكلفة الوسطية المرجحة لا يساهمون في تفسير التغيرات الحاصلة في قرار الاستثمار لمجمع صيدال.

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل، تكلفة مصادر التمويل، الهيكل التمويلي، القرارات الاستثمارية.

Abstract:

In this study, we investigate the effect of the cost of financing sources on the investment decisions of the industrial group (SAIDAL Group) over the period from 2011 to 2020 using multiple linear regression by formulating a standard model using the program (Eviews12), to study the relationship between the change in fixed assets that expresses the investment decision as a dependent variable, and the cost of financing sources as an independent variable, based on the financial statements of the group.

Our study concluded that there is a statistically significant effect of the cost of internal funds and the cost of debt on the investment decision, while the results of the study proved that liquidity has a negative impact on the investment decision, and the size of the institution has a positive effect. However, the operational risks, the growth of the firm, the profitability of the firm the weighted average cost of capital does not contribute to explaining the changes in the investment decision of SAIDAL Group.

Keywords: sources of financing, cost of financing sources, financing structure, investment decisions.