

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
عنوان المذكرة

أثر قرار التمويل على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية
_ دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL) _

مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

- د/قدام جمال

من إعداد الطالبتين:

- بن مريومة إيمان

- بوملطة عادة

أعضاء لجنة المناقشة

| | | | |
|--------------|------------|-------------------|---------------|
| رئيسا | جامعة جيجل | أستاذ محاضر ب | مختار بن عمر |
| مشرفا ومقررا | جامعة جيجل | أستاذ محاضر أ | قدام جمال |
| ممتحنا | جامعة جيجل | أستاذ تعليم أساسي | إلهام بوحبيبة |

السنة الجامعية: 2021_2020

سُبْحَانَكَ اللَّهُمَّ رَبَّ السَّمَاوَاتِ السَّبْعِ وَالْأَرْضِ وَالْعَرْشِ الْمَغِيدِ

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بفضلہ تتم الصالحات

له الفضل و المنة على توفيقه لإنجاز هذا العمل، فان أصبنا من عنده وإن أخطأنا فمن أنفسنا، نسأل الله عز وجل أن يجعله خالصا لوجهه الكريم، وأن يوفقنا لما يحبه ويرضاه في الدنيا والآخرة.

شيء جميل أن يسعى الإنسان إلى النجاح والتفوق فيحققه، لكن الأجل والأروع أن لا ينسى من كان السبب في ذلك.

ننقدم بالشكر والامتنان إلى الأستاذ المشرف الذي أعطانا من وقته، جهده و أفادنا بنصائحه و توجيهاته القيمة، غير متناسين رفعة أخلاقه وقمة تواضعه

الأستاذ: "جلك فضل"، وفقه الله و أدامه ذخرا للعلم و طلابه.

لا يفوتنا أن ننقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الذي ساعدنا على إتمام العمل "في شك لهي لير".

كما لا ننسى في هذا المقام كافة الأساتذة الذين تتلمذنا على أيديهم لبلوغ هذه الدرجة من التحصيل العلمي، جزيل الشكر إلى كل من أمدنا بالأمل ومهد طريق العمل وشجعنا إلى المضي في سبيل ما نصبو إليه ولو بكلمة طيبة.

إلى كل هؤلاء عرفانا منا بجميلهم ننقدم بتحياتنا الخالصة مع أسمى عبارات الشكر والتقدير.

إهداء

إلى من أضاعت لي الطريق وبسرت لي كل عسير إلى من علمتني معنى الحياة ورسمت مستقبلتي على كفها وربتني أحسن تربية.

إلى من شقت وسهرت طويلا لتشهد يوم نجاحي وتراني في أعلى المراتب إلى أعلى ما عندي في هذا الوجود إلى يوم الخلود أُمي الحبيبة والغالية " حسيبة " حفظها الله وأطال في عمرها وأدام عليها الصحة والعافية.

إلى الذي كبرت بين أحضانه و تعب من أجل راحتي و سعادتي إلى من منحني الحب و الحنان وألبسني خصال العفة والطهارة إلى من دفعني بقوة للوصول إلى هذه المكانة إلى من علمني الطموح وعدم الاستسلام، قرة عيني وسر وجودي أبي الغالي " رابح " .

إلى سندي في هذه الحياة إلى من نال من حب الأخوة الصادقة أخي الغالي " ياسر " حفظه الله وأبقاه مشعلا يضيء حياتي.

إلى روح جدي "مسعودة" وجدتي "عبد الله" الطاهرة رحمهما الله وأسكنهما فسيح جناته.

إلى التي شاركتني دربي وتقاسمت معي مشقت هذا الدرب صديقتي الوفية الغالية "غادة" .

وإلى كل أفراد عائلتي وصديقاتي " غادة1، هبة، أمينة، غادة2 " في مشواري الدراسي و كل طلبة قسم علوم التسيير و أخص بذكر طلبة تخصص إدارة مالية دفعة 2021.

إلى كل من وسعتهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكرتي وأفنكرهم قلبي ونسيهم قلبي.

إهداء

الحمد لله وكفى والصلاة والسلام على الحبيب المصطفى وأهله ومن وفي أما بعد

أهذي ثمرة الجهد والنجاح بفضلته تعالى إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله أطال في عمرهما

إلى التي جعلت الجنة تحت أقدامها إلى بحر الحنان والعطاء إلى الصدر الحنون الذي أزال كل متاعبي، إلى التي أرى في عينيها سعة الدنيا حين تضيق، إلى من تألمت لألمي وفرحت لفرحي، والتي بدعائها نجاحي وتوفيقي، زهرتي الغالية إلى أجمل ابتسامة في حياتي أُمي الحبيبة الغالية " ملكة "

إلى من علمني أن الدنيا كفاح وسلاحها العلم والمعرفة إلى الذي لم يبخل علي بأي شيء إلى من سعى من لأجل راحتي ونجاحي إلى أعظم وأعز رجل في الكون أبي العزيز " محمد "

إلى جميلتي ووحيدتي ملاكي أختي الغالية " لينا "

إلى جدتي الحبيبة الغالية أطال الله في عمرها "ماما رحيمة "

إلى روح جوهرتي جدتي العزيزة رحمها الله وأسكنها فسيح جناته جدتي " الجواهر "

إلى كل أفراد عائلتي من كبيرهم إلى صغيرهم " زينب "

إلى رفيقة المشوار صديقتي العزيزة " إيمان "

إلى أخوات ولدهم لي الزمان " هبة، أمينة، غادة، إيمان "

إلى كل من كان له أثر على حياتي، إلى كل من أحبهم قلبي ونسيهم قلبي.

فهرس المحتويات

شكر

إهداء

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الصفحة

العنوان

مقدمة.....أ

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل التمويلي

تمهيد.....07

المبحث الأول: عموميات حول التمويل والهيكل التمويلي.....08

المطلب الأول: مفهوم التمويل والهيكل التمويلي.....08

المطلب الثاني: مكونات الهيكل التمويلي.....10

المطلب الثالث: محددات الهيكل التمويلي.....14

المطلب الرابع: معايير اختيار الهيكل التمويلي الأمثل.....18

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة الأموال.....20

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال.....20

المطلب الثاني: تأثير تكلفة التمويل الأموال على اختيار الهيكل التمويلي والعوامل المؤثرة فيها...22

| | |
|---------|--|
| 23..... | المطلب الثالث: تقدير تكلفة الأموال..... |
| 26..... | المبحث الثالث:عموميات حول قرار التمويل..... |
| 26..... | المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل..... |
| 28..... | المطلب الثاني: خطوات قرار التمويل والعوامل المتحكمة فيه..... |
| 31..... | الطلب الثالث: السياسات التمويلية في المؤسسة..... |
| 35..... | خلاصة..... |

الفصل الثاني: علاقة قرار التمويل بالمرودية المالية في المؤسسة الاقتصادية

| | |
|---------|--|
| 37..... | تمهيد..... |
| 38..... | المبحث الأول: مدخل إلى المردودية المالية..... |
| 38..... | المطلب الأول: مفهوم المردودية..... |
| 43..... | المطلب الثاني: أنواع المردودية..... |
| 45..... | المطلب الثالث: مفهوم المردودية المالية..... |
| 46..... | المطلب الرابع: قياس المردودية المالية..... |
| 50..... | المبحث الثاني: المحددات الرئيسية للمردودية المالية..... |
| 51..... | المطلب الأول: المردودية الاقتصادية..... |
| 55..... | المطلب الثاني:نسبة الاستدانة..... |
| 56..... | المبحث الثالث: تحليل أثر قرار التمويل على المردودية المالية..... |
| 57..... | المطلب الأول: مفهوم أثر الرفع المالي..... |
| 60..... | المطلب الثاني:علاقة قرار التمويل بالمرودية المالية..... |
| 61..... | المطلب الثالث:تحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية..... |

65.....خلاصة

الفصل الثالث: دراسة أثر علاقة قرار التمويل على المردودية المالية في مجمع صيدال

67.....تمهيد

68.....المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

68.....المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال

68.....المطلب الثاني: التطور التاريخي لمجمع صيدال

70.....المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

74.....المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر قرار التمويل على المردودية المالية لمجمع صيدال

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

78.....المطلب الثاني: منهجية الدراسة

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

90.....خلاصة

92.....الخاتمة

96.....قائمة المراجع

.....قائمة الملاحق

الملخص

قائمة الجداول

| الصفحة | عنوان الجدول | الرقم |
|--------|--|-------|
| 80 | عرض متغيرات الدراسة | 1-3 |
| 81 | مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة | 2-3 |
| 83 | نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل | 3-3 |
| 84 | نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل | 4-3 |
| 84 | مراحل استبعاد متغيرات الدراسة | 5-3 |
| 86 | نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل | 6-3 |
| 87 | نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار بعد التعديل | 7-3 |
| 88 | نتائج اختبار Breush-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد | 8-3 |

قائمة الأشكال

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|---|-------|
| 14 | مصادر التمويل | 1-1 |
| 32 | سياسة التمويل المثالية | 2-1 |
| 33 | سياسة التمويل المحافظة | 3-1 |
| 34 | سياسة التمويل الجريئة | 4-1 |
| 53 | تحليل المردودية الاقتصادية إلى مركبتين | 1-2 |
| 54 | العلاقة بين متغيرات المردودية الاقتصادية | 2-2 |
| 56 | أثر الاستدانة على المردودية المالية | 3-2 |
| 61 | توزيع الثروة في المؤسسة | 4-2 |
| 73 | الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال | 1-3 |
| 77 | مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار Durbin Watson | 2-3 |

قائمة الملاحق

| العنوان | الرقم |
|--|-------|
| جدول توزيع (Student) | 1 |
| جدول توزيع (Fisher) | 2 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010 | 3 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010 | 4 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010 | 5 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011 | 6 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011 | 7 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011 | 8 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012 | 9 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012 | 10 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012 | 11 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013 | 12 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013 | 13 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013 | 14 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014 | 15 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014 | 16 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014 | 17 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015 | 18 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015 | 19 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015 | 20 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016 | 21 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016 | 22 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016 | 23 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017 | 24 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017 | 25 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017 | 26 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018 | 27 |

| | |
|--|----|
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018 | 28 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018 | 29 |
| ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019 | 30 |
| ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019 | 31 |
| جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019 | 32 |

قائمة الرموز و المختصرات

| الرمز | الدلالة |
|--------------|--------------------------------|
| AE | الأصول الإقتصادية |
| CA | رقم الأعمال |
| CP | الأموال الخاصة |
| D | الديون |
| DIS | حجم السيولة |
| i | المصاريف المالية |
| IS | معدل الضريبة على أرباح الشركات |
| P.I.D | إجمالي الناتج الداخلي |
| RC | المردودية التجارية |
| RCP | مردودية الأموال الخاصة |
| RE | المردودية الإقتصادية |
| RISQ | المخاطر التشغيلية |
| RF | المردودية المالية |
| SIEZ | حجم المؤسسة |

مقدمة

يعتبر التمويل من أهم التحديات الأساسية للمؤسسة الاقتصادية خاصة في ظل البيئة التنافسية وندرة رأس المال حيث أن أول ما يفكر فيه المسير المالي هو كيفية إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة سواء لإنشائها أو لتوسيعها إضافة إلى اختيار أفضل بديل تمويلي من أجل تحسين وضعيتها المالية لأنه ويقدر ما يكون حجم التمويل مناسباً بقدر ما يكون العائد أو المردود الذي يعتبر أهم هدف للمسير ونشاط اقتصادي مرتفعاً.

وقد شكلت قرارات التمويل إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسس، إذ أخذت، وهذا ما جعل من مسألة تأثير هذه القرارات على مختلف المؤشرات المالية يشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، إذ أخذت الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع تتعدد وتتنوع، كما اختلفت وجهات النظر بين مؤيد حول إمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية والذي يضمن لها أعلى مردودية ممكنة.

ونظراً لاختلاف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة فإن هذه الأخيرة تجد صعوبة في اتخاذ القرار التمويل الذي يضمن لها تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، خاصة بعد ظهور أساليب وطرق تمويل لم تكن متاحة من قبل وبالنظر إلى تمتع كل مصدر من هذه المصادر بقدر معين من المخاطر فإن أصحاب هذه الأموال سيطلبون بمستويات متفاوتة من العوائد وذلك تبعاً لمستوى المخاطر المحتملة.

وبما أن التكلفة هي الوجه الأخر للعائد فإن تكلفة الأموال تختلف باختلاف طبيعة ونسبة كل مصدر ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة لذلك تصبح قضية تكوين هيكل تمويلي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة، وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى من أهم المشكلات المطروحة حالياً.

1- إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة والتي تتمحور التساؤل الرئيسي التالي:

❖ كيف تؤثر نسبة الاستدانة في الهيكل المالي على المردودية المالية لمجمع صيدال؟

انطلاقاً من هذه الإشكالية قمنا بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي مصادر التمويل التي يعتمد عليها مجمع صيدال؟
- كيف يتم اتخاذ القرار التمويلي في مجمع صيدال؟
- كيف يؤثر قرار التمويل بالاستدانة على المردودية المالية لمجمع صيدال؟

2- فرضيات الدراسة:

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة قمنا بطرح الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لقرار التمويل بالاستدانة على المردودية المالية لمجمع صيدال؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لقرار التمويل بالاستدانة على المردودية المالية لمجمع صيدال؛

3- أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية الموارد المالية في نشاط واستمرارية المؤسسة الاقتصادية من جهة، وتعدد وتنوع المصادر التمويلية من جهة أخرى، حيث تعد مسألة اتخاذ قرار التمويل داخل المؤسسة من أهم المواضيع وأكثرها حساسية وهذا لارتباطها الوثيق بالأهداف الإستراتيجية للمؤسسة الاقتصادية، إذ يتعلق اتخاذ قرار التمويل بالإستراتيجية المالية للمؤسسة والتي تهدف من خلاله للبحث عن المزيج الأمثل لمختلف عناصر التمويل لتشكيل هيكلها المالي والذي تحقق عنده أعلى مردودية مالية ممكنة.

حيث أن أي خطأ في اختيار التوليفة المناسبة من شأنه أي يعرض المؤسسة إلى مشكلات ومتاعب قد تعصف بمستقبلها وهو ما يقضي ضرورة معرفة الأسس والمحددات التي على أساسها يتم اختيار المزيج الملائم.

4- أهداف الدراسة:

من خلال هذه الدراسة نهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف من الناحية النظرية نذكر منها:

- الوقوف على مختلف المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل وبيان أهميته ومكانته في المؤسسة؛
- معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة وكيفية الاختيار بينها؛
- التعرف على المعايير الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على ماهية المردودية المالية، وكيفية قياسها؛
- التوصل إلى درجة تأثير قرار التمويل على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية؛
- اختبار العلاقة التي تربط قرار التمويل بالمردودية المالية ، اعتمادا على دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال فترة زمنية معينة؛

5- منهج الدراسة:

بغية الإلمام و الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع و تحليل أبعاده و الإجابة عن الإشكالية المطروحة، اتبعنا المنهج الوصفي من أجل عرض المفاهيم الخاصة بكل من قرار التمويل و مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة و كيفية المفاضلة بينها هذا من جهة، و المردودية المالية من جهة أخرى، كما انتهجنا في الجانب التطبيقي المنهج الإحصائي والذي من خلاله نتمكن من تطبيق المعلومات المتوفرة لدى المؤسسة، و بعض المعلومات الأخرى في تقييم مرد وديتها المالية.

6 - أدوات الدراسة :

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

- **المسح الكتابي:** الكتب التي تخدم موضوع الدراسة، الأطروحات و الرسائل الجامعية، المقالات و المجلات، الوثائق الخاصة بمجمع صيدال و المتحصل عليها من موقع (COSOB)؛
- **البرامج المعلوماتية:** البرنامج الإحصائي Eviews10، وبرنامج Excel؛

7- أسباب اختيار الموضوع :

تم اختيار هذا الموضوع لعدة اختبارات أهمها ما يلي:

- طبيعة التخصص و الرغبة في معالجة هذا النوع من المواضيع؛
- تعد مسألة إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة من المواضيع التي تحظى بأهمية بالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- الندرة الواضحة في المواضيع التي تربط بين متغيري الدراسة؛

8- حدود الدراسة :

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الموضوعية، الحدود المكانية و الزمانية:

- **الحدود الموضوعية:** تسعى هذه الدراسة إلى توضيح أثر قرار التمويل على المردودية المالية.
- **الحدود المكانية:** تم تطبيق الدراسة على مؤسسة اقتصادية عمومية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر، و المتمثلة في مجمع صيدال (SAIDAL).

- **الحدود الزمانية:** تغطي الدراسة الحالية فترة عشرة سنوات الممتدة من 2010 إلى 2019.

9- الدراسات السابقة:

- دراسة الباحثة بوطغان حنان تحت عنوان "تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية" والتي قامت بدراسة حالة الشركة الوطنية للبتروكيمياء "ENIP"، وهي عبارة عن رسالة ماجستير غير منشورة جامعة سكيكدة سنة 2007، حيث اهتمت هذه الدراسة بتقدير المردودية التي يطالب بها المستثمر ومدى تأثيرها على مختلف قرارات المؤسسة الاقتصادية، وتوصلت الباحثة إلى أن تحليل المردودية المحاسبية هو الأساس والمنبع الذي يتيح للمساهمين بمعرفة وضعيتها في السوق وتطلعاتها المستقبلية، وهذا من خلال قدرتها على تحقيق عوائد مردودية مالية واقتصادية تسمح لها من تحقيق أهدافها المسطرة.
- دراسة على بن الضب 2009 بعنوان "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة" تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ماعدا القطاع المالي كما خلصت الدراسة إلى أن الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة كما أن هناك متغيرات أخرى لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، حجم السيولة، والمخاطر التشغيلية، وتوصل الباحث إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي.
- دراسة الباحث بن نوار عمار الموسومة بعنوان "أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة"، والتي هي عبارة عن رسالة ماجستير غير منشورة مقدمة بجامعة الأغواط سنة 2013، حيث قام بدراسة حالة مجمع صيدال كنموذج، واهتم الباحث بدراسة المعايير التي يتم على أساسها التوليف بين مختلف مصادر التمويل من أجل اختيار هيكل تمويلي معين، وقد انتهى الباحث إلى أن التمويل الداخلي يعتبر من أفضل مصادر التمويل للمؤسسة وهذا لما يمنحه لها من استقلالية وإمكانية تحقيق أكبر مردودية في المستقبل، خاصة وأنه مورد متاح عكس الموارد الأخرى، كما توصل أيضا إلى أنه يمكن الوصول إلى هيكل مالي أمثل يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الأموال إلى حدودها الدنيا.

10 - صعوبات الدراسة:

يمكن حصر الصعوبات التي واجهناها أثناء إعدادنا لهذه الدراسة في ما يلي:

- نقص المراجع التي تخص الجانب النظري المتعلقة بمرادودية المالية للمؤسسة الاقتصادية؛
- ضيق الفترة الزمنية المخصصة لإعداد هذه الدراسة؛
- نقص الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المنشورة في البورصة؛
- توقيت إغلاق المكتبة الذي شكل لنا العائق الأكبر و أضاع لنا الكثير من الوقت؛

10- خطة الدراسة:

من أجل بلوغ أهداف الدراسة تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول حيث تم تخصيص فصلين نظريين و الثالث للجانب التطبيقي.

فيما يتعلق بفصل الأول تحت عنوان "الإطار النظري للهيكل التمويلي " وتم تجزئته إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول عالجا فيه مفاهيم بتمويل والهيكل التمويلي، أما المبحث الثاني فيتحدث عن تكلفة التمويل و العوامل المؤثرة فيها، والمبحث الثالث تطرقنا فيه إلى عموميات حول قرار التمويل.

أما فيما يخص الفصل الثاني الذي كان بعنوان " علاقة قرار التمويل بمرادودية المالية في المؤسسة الاقتصادية " وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى ماهية المرادودية المالية وكيفية قياسها ، والمبحث الثاني فخصصناه للحديث عن المحددات الرئيسية للمرادودية المالية، أما بنسبة للمبحث الثالث فعالجنا فيه أثر قرار التمويل على المرادودية المالية.

فيما يخص الفصل الثالث كان بعنوان دراسة أثر قرار التمويل على المرادودية المالية لمجمع صيدال SAIDAL، وتم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول من خلال قمنا بالتعريف بهذا المجمع ومراحل تطوره إضافة إلى ذكر أهم فروعها، وفي المبحث الثاني قمنا بتقديم نتائج الدراسة تفسير و تحليل هذه النتائج.

الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل التمويلي

المبحث الأول: عموميات حول التمويل والهيكل التمويلي

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة الأموال

المبحث الثالث: عموميات حول قرار التمويل

تمهيد:

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، لذلك فإن وظيفة التمويل تعد من أهم الوظائف داخل المؤسسة والعصب المحرك لجميع الوظائف الأخرى مهما كان حجم هذه الأخيرة أو نشاطها، من خلال إمدادها بالأموال الأزمنة في الأوقات المناسبة، خاصة في ظل ندرة هذه الأموال وتفاوت درجة تكلفتها وكذلك تفاوت درجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل.

إن قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية يعد من أخطر القرارات التي قد تدخل المؤسسة خطر الإفلاس أو جعلها في الزيادة، لذلك يجب عليها تحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن إستمراريتها ويعظم ثروة ملاكها، من خلال رفع مردوديتها بأقل تكلفة تمويلية ممكنة، لكن قبل إتخاذ قرار التمويل يجب عليها البحث عن المصادر التمويلية المناسبة سواء كانت أموال ذاتية من مصادر داخلية أو مقترضة من مصادر خارجية (طويلة ، متوسطة أو قصيرة الأجل) لتشكيل الهيكل التمويلي الأمثل ومحاولة إيجاد التوازن بين العائد والمخاطرة وبالحدث عن قرار التمويل في المؤسسة استلزم منا تناول في هذا الفصل ثلاث مباحث:

المبحث الأول: عموميات حول التمويل والهيكل التمويلي.

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة التمويل.

المبحث الثالث: عموميات حول قرار التمويل.

المبحث الأول: عموميات حول التمويل والهيكل التمويل

تتاح أمام المؤسسات بمختلف أنواعها وأشكالها مجموعة من البدائل التمويلية فجزء منها يتمثل في مصادر تقليدية متعارف عليها في التمويل والبعض الآخر هي مصادر مستحدثة ثم استحدثتها خصيصا لتتماشى مع خصوصيات هذه المؤسسات.

المطلب الأول : مفهوم التمويل والهيكل التمويلي

يعتبر التمويل من أهم أنشطة الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية بمختلف أحجامها ومجالات نشاطاتها وطبيعتها.

الفرع الأول: مفهوم التمويل

أولاً: تعريف التمويل

لقد وردت عدة تعاريف في التمويل وأهميته كما سنوضحه في مايلي :

يعرف التمويل على أنه "التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام وأنه بإعتبار التمويل يقصد به حصول على أموال بغرض إستخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كما يمثل نظرة تقليدية حيث ترتكز الوظيفة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصادر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد"¹.

كما يعرف بأنه: "الإمداد بأموال في أوقات الحاجة إليها"² وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:

-تحديد دقيق لوقت الحاجة إليها؛

-البحث عن مصادر الأموال.

كما يعرف أيضا على أنه "الوظيفة التي يقوم بها المسيرون الماليون وذلك من أجل الحصول على الموارد

المالية ثم استخدام هذه الموارد بشكل يؤدي إلى تحقيق أهداف المؤسسة"³.

¹ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص 24.

طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 21. ²

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 33.

ثانياً: أهمية التمويل

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها لديها استخدام دائم لجميع مواردها المالية فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الإلتزامات من هذا المنطق يمكن القول إن التمويل أهمية بالغة تتمثل فيما يلي¹:

- ✓ تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- ✓ يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل إقتناء أو إستبدال آلات؛
- ✓ يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- ✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية اللازمة لمواجهة الإلتزامات المترتبة عليها عند إستحقاقها)، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة كبيرة.

الفرع الثاني: مفهوم الهيكل التمويلي

لا بد من التفريق بين مفهومين لبنية التمويل في المؤسسة هما الهيكل المالي وهيكل رأس المال

أولاً: تعريف الهيكل التمويلي

يعرف الهيكل التمويلي كما يلي: " كل مصادر التمويل طويل الأجل ومصادر التمويل قصير الأجل وهو ما يعرف محاسبياً بالخصوم أو المطلوب بالميزانية العامة والتي تمثل مجموع الإلتزامات التي يترتب على المنشأة مقابل الحصول على مجموع الأصول"².

كما يعرف أيضاً: "بأنه مجمل الخصوم ورأس المال أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية أو أموال الاقتراض أو من مصادر قصيرة الأجل أو مصادر طويلة الأجل"³.

¹ رايح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار إيتراك للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008، ص ص 96، 97.

² خالد الراوي، عبد الله بركات وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج، عمان، 2002، ص 17.

نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 201. ³

ويعرف أيضا " بأنه هو ذلك الخلط المتجانس من مصادر التمويل والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد".¹

ثانيا : خصائص الهيكل التمويلي

للهيكل التمويلي مجموعة من الخصائص والمميزات التي يختص بها يمكن ذكر منها مايلي²:

_ **الربحية** : يجب أن يعود الهيكل التمويلي للمؤسسة بالنفع عليها . عن طريق الوصول إلى أقصى إستخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة .

_ **السيولة**: يجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات هذا الإقراض وفي نفس الوقت يجنب الملاك أي مخاطر إضافية.

_ **المرونة**: بمعنى عدم اتصاف الهيكل التمويلي للمشروع بالجمود و إنما يتعين تميزه بالقدرة على تعديل

مصادر الأموال (أموال الملكية و الاقتراض بأنواعها) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال

_ **الرقابة**: يجب أن يتضمن الهيكل أقل مخاطرة ممكنة فقدان السيطرة على والرقابة على إدارة المؤسسة.

المطلب الثاني :مكونات الهيكل التمويلي.

يمكن تقييم المصادر الرئيسية للتمويل والمتاحة أمام أي مؤسسة اقتصادية كانت كمايلي:

➤ **أموال الملكية**: وهي تتكون من:

▪ **الأسهم العادية**³ :هذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المنشأة يحق لصاحبها الحصول

على الأرباح بعد تسديد الإلتزامات اتجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت وكل سهم يمثل صوت واحد تصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل شركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس إذ تقوم الشركة بتحديد حجم رأس المال المطلوب تقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحه للجمهور من خلال بنك الاستثمار في السوق الأولية وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة تتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف الشركة الاقتصادية والمالية.

¹ عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2017، ص 65.

² سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 216.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 82.

ويكون للسهم قيمة اسمية وتوثيقية (دفترية) وسوقية ويتمتع أصحاب الأسهم العادية بحقوق جماعية وحقوق فردية كحقوق المشاركة في أعمال الجمعية العمومية، حق التصويت، حق الموافقة اندماج الشركة وغيرها من الحقوق.

▪ **الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة

إن التمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين صفات التمويل بالأسهم العادية و السندات فالأسهم الممتازة تعتبر من

أموال الملكية إلا أنها تستحق نسبة ثابتة منت الأرباح وسميت بالأسهم الممتازة لأن لهذه الأسهم امتياز

(الأولوية) في الحصول على قيمتها في حالة التصفية قبل الأسهم العادية كما لها امتياز الحصول على أرباحها

قبل الأسهم العادية.¹

▪ **الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا لتمويل الاحتياجات المالية الطويلة الأجل للمؤسسة وتمثل

الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره.

تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم الأرباح المحتجزة في

حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كذلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه

ظروف اقتصادية متقلبة وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.²

➤ **القروض:** تعتبر القروض من أهم مصادر التمويل للمؤسسات لاسيما الكبيرة منها وذلك لإمكانية الحصول

عليها بمبالغ كبيرة وإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب والنقد المتوقع تحقيقه من الأصل الذي سيتم تمويله.

و تأخذ هذه القروض عدة أشكال منها: قروض مباشرة، قد تكون قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، كما يمكن

أن تكون على شكل ائتمان مصرفي أو سندات.

▪ **قروض مباشرة:** عادة ما يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات بالإضافة إلى

ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى ولا شك أن هناك

بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان وتمثل البنك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه

القروض وإن كانت قروض البنوك عادة تتراوح ما بين سنة و 5 سنوات فقط، في حين أن قروض شركات

¹ عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي(أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 60.

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية(التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، دار الفتح لتجديد الفني، الإسكندرية، 2008، ص 250.

التأمين تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنة وهذا معناه أن جزء من قروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل¹.

■ **الائتمان المصرفي²**: يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل الهامة في التمويل القصير الأجل ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري من حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي يمكن اعتباره مصدر لتمويل الأصول الثابتة أيضا وهو الأكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما الائتمان التجاري يتم الحصول عليه على بضاعة ويمكن أن تكون القروض المصرفية على شكل قروض غير مضمونة مثل الاعتماد المفتوح وعلى شكل قروض مضمونة وهي مضمونة بأحد الأشكال التالية:

❖ القرض المضمون بضمان شخص آخر؛

❖ القرض المكفول بضمان أصل معين مثل حسابات العملاء المدنية.

■ **السندات** : هي قروض ضخمة مجزرة إلى أقسام صغيرة يدعى كل منها سند ويعرف السند بأنه مستند دين يستفيد حامله من كل الحقوق التي يستفيد منها الدائنين الآخرين وخاصة الفائدة (دخل ثابت ومعروف مسبقا) وتستحق هذه الورقة المالية عند حلول أجل الاستحقاق ولا يحق لأصحابها المشاركة في التسيير أما في حالة التصفية فإن أصحاب السندات هم أول من يحصلون على مستحقاتهم قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية³.

➤ **الائتمان التجاري**: يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه قرض قصير الأجل الذي يمنحه التاجر للمستهلك عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها⁴.

وقد يكون ناتج عن بيع دين بين الشركات ويسجل كذمم من قبل البائع وحساب مدين من جانب المشتري

وهناك نوعين أساسيين للائتمان التجاري⁵:

■ **الائتمان التجاري المجاني**: وهو ذلك الائتمان الذي يتم سداه في موعد استحقاقه حسب ما هو متفق عليه من 30 إلى 60 يوم حيث يحصل المشتري (المدين) على الخصم المسموح به 2% عند السداد في تاريخ المحدد؛

¹ محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 294.

² كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997، ص ص 54،55.

³ زغيب مليكة، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج المالي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 196.

⁴ على عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص 265.

⁵ على عباس، مرجع سبق ذكره، ص 267.

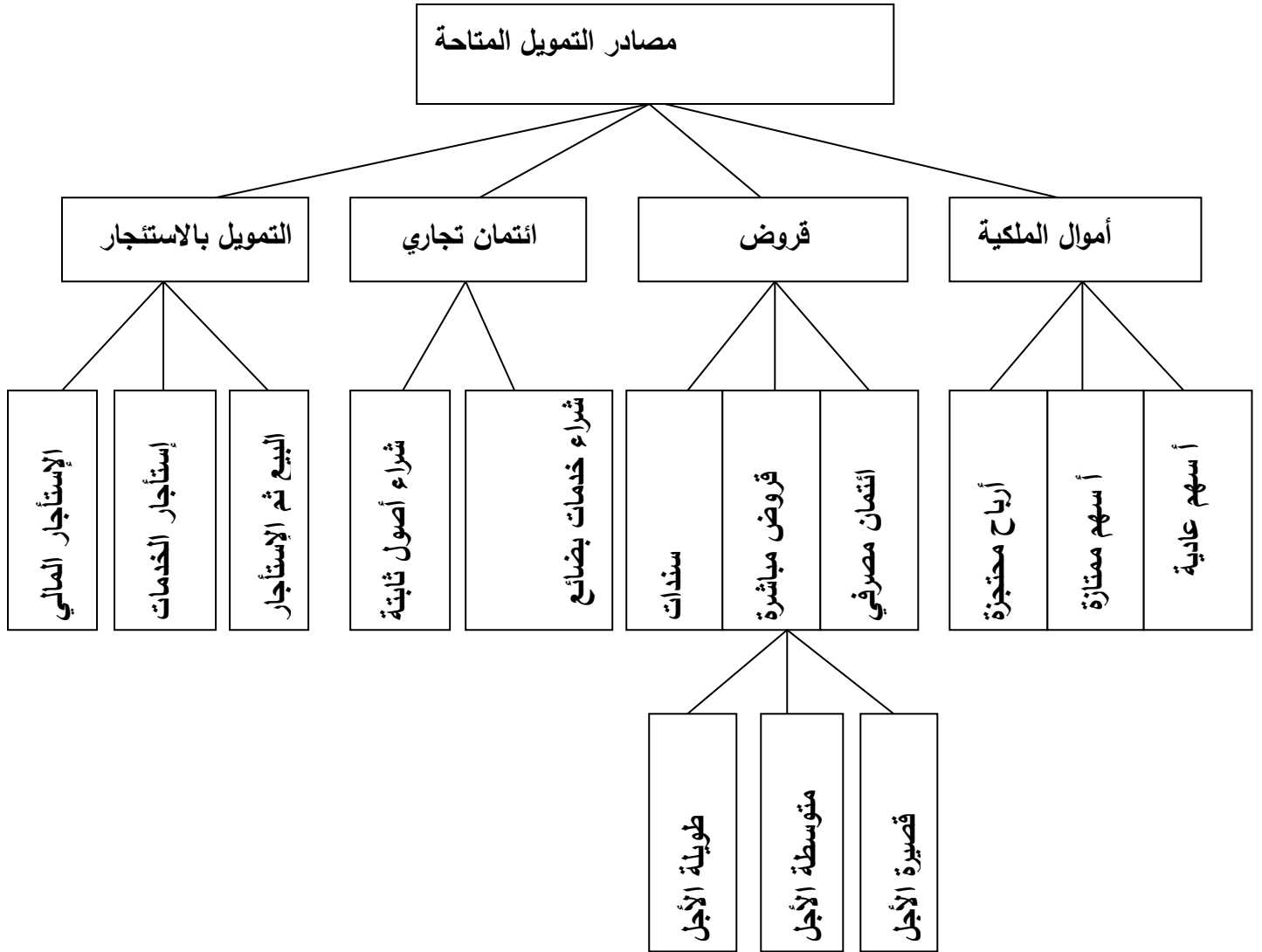
- **الائتمان التجاري المكلف:** وذلك الائتمان الذي يعتمد فيه المشتري تأجيل الدفع فترة تزيد عن تاريخ الاستحقاق ويمكن استخدام هذا النوع من الائتمان التجاري بعد تحليل التكلفة للتأكد من أن كلفة تأجيل الدفع أقل من تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من مصادر أخرى وعموماً يمكن تجنب استخدام هذا النوع.
- **التمويل باستئجار:** هو أسلوب من التمويل ويعتبر كبديل لشراء أصول ثابتة وبذلك يتفادى المشروع دفع ثمنها¹ ويتخذ هذا النوع أشكالاً مختلفة أهمها:²
 - **البيع ثم الاستئجار:** يكون الأصل في هذه الحالة مملوك للمستأجر ثم يتم شرائها من قبل المؤجر لإعادة تأجير نفس الأصل للبائع؛
 - **الاستئجار الخدمات:** كما يطلق على هذا النوع من الاستئجار اسم استئجار التشغيلي يتسم هذا النوع من العقود باقتناع المؤسسة المستأجرة من الأصل المؤجر وعلاوة على ذلك ينتفع بخدمات الصيانة التي تأخذ تكلفتها في الحساب عند تقدير الإيجار، بينما تتحمل المؤسسة المستأجرة أقساط الإيجار و تكلفة تشغيلها؛
 - **الاستئجار المالي:** يتضمن عقد الاستئجار المالي حق انتفاع المؤسسة المستأجرة بأصل غير أن المؤجر لا يقدم خدمات الصيانة.

و يمكن تلخيص مصادر التمويل السالفة الذكر في المخطط التالي:

¹ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997، ص 135.

² زغيب مليكة، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5، جامعة فرحات عباس، 2005، ص 177.

الشكل رقم (1-1): مصادر التمويل



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل و التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص

.135

المطلب الثالث : محددات الهيكل التمويلي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة لأخرى فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المفترضة بأنواعها المختلفة ولكن السؤال الذي يطرح نفس هو ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات في هياكل التمويل بين المؤسسات والجواب هو أن هذه الاختلافات تكون نتيجة العديد من العوامل المتنازعة التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين:

عوامل الداخلية وعوامل و عوامل خارجية على النحو التالي:

➤ العوامل الداخلية المحددة للهيكل التمويلي:

تختلف العوامل الداخلية المحددة لتوليفة الهيكل التمويلي من مؤسسة لأخرى وحسب البيئة التي تنشط فيها وهناك معايير أخرى وعليه فإنه يتم تقديم بعض المحددات بصفة عامة والتي يمكن توضيحها فيما يلي:

• **هيكل أصول المؤسسة:** هيكل الأصول يعتبر الجانب المقابل للهيكل التمويلي (هيكل الخصوم) من ميزانية المؤسسة ولهذا فإن تأثير هيكل الأصول له صور عديدة على كيفية اختيار توليفة مصادر التمويل المناسبة وعلى هذا الأساس فإن المؤسسة التي تتمتع بأصول ثابتة تعيش لفترة أطول فإنها لن تجد صعوبة في الحصول على التمويل وخاصة القروض البنكية طويلة الأجل المرفقة بضمانات ولهذا فإن أغلب المؤسسات تفضل الاقتراض بضمان الأصول لأنه يجنبها من تحمل تكلفة الوكالة الناتجة بين الحصول على القروض أما في حالة المؤسسات التي تتمتع بأصول متداولة (بضاعة) فإنها في الغالب تجد صعوبة في الحصول على القروض طويلة الأجل ويضطرها ذلك إلى الاعتماد على القروض قصيرة الأجل.¹

• **حجم المؤسسة²:** يعتبر الحجم عامل مهم في تحديد شكل الهيكل المالي ويرتبط حجم المؤسسة بقيمة الاستثمارات الموضوعة فيها و رأس المال المكون لها وعلى هذا الأساس ما تلجأ المؤسسة الكبيرة إلى الاقتراض نسبة كبيرة نظرا لكبر وتنوع مصادرها التمويلية إضافة إلى الثقة التي يمكن أن تتمتع بها اتجاه المقترضين على العكس من ذلك فإن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بضعف رأس مالها و استثماراتها عادة ما تلجأ إلى التمويل الذاتي الذي يكون متاح بشكل أسهل وأيسر و في هذا الشأن فقد أثبت العديد من الدراسات هذه الفرضيات حيث أشارت إلى أن حجم المؤسسات له تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل التمويلي فقد كشف دراسة كاردون "Gordon" عن وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وحجم المؤسسة كذلك كشف دراسة مارتين وسكوت "Martin et Scott" عن وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبية الاقتراض حيث تقل نسبية الاقتراض في المؤسسات صغيرة الحجم عن نسبة الاقتراض في المؤسسات كبيرة الحجم.

• **الشكل القانوني للمؤسسة:** لكل مؤسسة طبيعية شكلها القانوني إما مؤسسة عمومية أو خاصة وقد تكون ضمن مؤسسات الأصول (مؤسسات المساهمة ومؤسسات التوصية بأسهم) أو ضمن مؤسسات الأشخاص

¹ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009، ص 63.

(مؤسسات التضامن ومؤسسات ذات المسؤولية المحددة) ولكل شكل من الأشكال السالفة الذكر هناك نوع التمويل.¹

• **السيطرة والتحكم:** في أغلب الأحيان نجد المالكين الحاليين للمؤسسة يلجؤون إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة أو السندات من أجل تفادي التدخل في الإدارة من المالكين جدد لأن حملة الأسهم الممتازة والدائنين لا يشكلون تهديد مباشر على سيطرة المالكين للمؤسسة.² وتلجأ المؤسسة إلى الاستدانة أو إصدار أسهم عادية جديدة لأن اللجوء إلى الاستدانة يعرضها إلى مخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي خطر الإفلاس.³ أما توفير أموال الاستدانة بنسب عالية قد يجعل المؤسسة خارج إمكاناتها في تسديد الفوائد ومبلغ القرض وهذا يؤدي إلى فقدان سيطرتها بالكامل.⁴

• **معدل نمو المؤسسة:** تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم العادية والأسهم الممتازة مقارنة بتكاليف الاستدانة إلا أنه في الوقت نفسه الاستمرار في الاستدانة قد يشكل مخاطر كبيرة على المؤسسة ينص عدم القدرة على السداد في الوقت المناسب وارتفاع تكاليف الوكالة للقروض وهذه الأخيرة قد تكون مرتفعة خاصة في المؤسسات التي تتسم بسرعة النمو والتي تعاني في الأخير ارتفاع تكلفة القروض وعلى ما سبق فإن المالكين قد يغطون الاعتماد على مواردهم الذاتية على الاستدانة.⁵

• **المخاطر التشغيلية:** يقصد بالمخاطر التشغيلية تلك المخاطر الناتجة عن عمليات الاستغلال في المؤسسة الناتجة أصلاً عن التقلبات في المبيعات وعدم الاستقرار وفي هذه الحالة فإن المؤسسة تفضل عدم المجازفة بالاعتماد على التمويل عن طريق الاستدانة من أجل الحد من التعرض لخطر عدم القدرة على السداد ومن ثم خطر الإفلاس.⁶

• **عمر المؤسسة:** إن المؤسسات الحديثة النشأة يتوقع أن تلجأ أكثر إلى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية في مرحلة الانطلاق وصعوبة لجوءها إلى السوق المالية لإصدار أسهم بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار.⁷

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 317.

² فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى علمي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 83.

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 402.

⁴ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 405.

⁵ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 67.

⁶ منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 606.

⁷ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 56.

• **مرودية المؤسسة:** يقصد بها نتيجة الدورة لهذه السنة لدرجة فعالية وسائل الإنتاج أي ماتحققه المؤسسة من نشاطها الاستغلالي ، ارتفاع مستوى المرودية يعطي المؤسسة قدرة أكبر من المرونة من أجل تغطية التزاماتها المالية.¹

➤ العوامل الخارجية المحددة للهيكل المالي:

• **المنافسة:** تعتمد القدرة على الوفاء بالتزامات المؤسسة عند تواريخ استحقاقها على الربحية وأيضاً على حجم المبيعات ومن ثم فإن الاستقرار في هوامش الربح يكون هاماً بنفس القدر لاستقرار المبيعات إلا أن سهولة دخول مؤسسات جديدة لصناعة ما أو القدرة على منافسة المؤسسات بالتوسع في الطاقة يؤثران على هوامش الربح إذ يحتمل أن تنخفض هوامش الربح بصورة كبيرة إذا كانت الصناعة واحدة من الصناعات التي يسهل دخول مؤسسات جديدة لها.²

• **اتجاهات المقرض:** إن اتجاهات وأراء المقرضين تلعب دوراً في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزناً كبيراً لرأيه و كثيراً ما يفرض المقرض الزيادة الغير طبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في الشركة فهيكلي المالي إذن لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط بل أن ظرف خارجياً وهو المقرض يلعب دوراً هاماً في تحديد هذا الهيكل.³

• **خصائص الصناعة:** ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلع تحتاج إلى خدمات مابعد البيع وذلك بسبب انصراف عملاءها عنها بعد تعرضها لصعوبات أثناء دورة الاستغلال وهذا ما يؤدي بهذه المؤسسة إلى تخفيض نسبة الإستدانة تحسباً لمخاطر الإفلاس.

أما بالنسبة للمؤسسات التي تستطيع التنبؤ بالتدفقات تستطيع تحمل مستويات عالية من الاستدانة، أما المؤسسات التي تعاني من تقلبات في التدفقات المحصلة فلا تستطيع تحمل الإستدانة فتلجأ إلى التمويل عن طريق أموالها الخاصة.⁴

¹ المرجع السابق.

² لامية بوتسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الإقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2008، ص ص 101، 102.

³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 326.

⁴ محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 22.

• **المخاطر النظامية:** يتمثل تأثير هذا النوع من المخاطر عندما تواجه المؤسسة حالة عدم التأكد من العوائد المستقبلية بسبب التقلبات التي يتعذر السيطرة عليها في السوق الإقتصادية و لها الأثر المباشر على السوق المالي.¹

• **الضرائب:** إن الفوائد التي تفرض على الديون هي السبب الرئيسي الذي يدفع المؤسسة إلى الإستدانة ولأن هذه الفوائد عبارة عن تكاليف تقتطع أو تخصم من النتيجة قبل الضريبة مما يؤدي إلى فقدان الإستدانة لمزاياها، فقدان الوفر الضريبي و قد تمنح لها حوافز جبائية مخفضة لمعدل الضريبة على الأرباح المعاد استثمارها وهذه الخاصية الأخيرة تعطي الميزة المفقودة في التمويل الذاتي.²

المطلب الرابع: معايير اختيار الهيكل التمويلي الأمثل

إن الاختيار والمفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة، أي الاعتماد على مصادر الأموال المقترضة أو مصادر الأموال المملوكة أو تحديد المزيج منها بنسب مختلفة لا يتم عشوائيا وإنما يخضع لمجموعة من المعايير التي تعتبر في ذات الوقت أهداف للإدارة المالية وهي تعظيم ربحية السهم، تدنية المخاطر المالية، تدنية التكلفة الكلية للأموال والتي سنتناولها بالدراسة فيما يلي:

❖ معيار الربحية (تعظيم ربحية السهم العادي):

يمكن الإستناد إلى معيار الربحية في المفاضلة والاختيار بين الهياكل التمويلية البديلة و ذلك في ضل مستوى معين من المخاطر إلا إن الاعتماد على هذا المعيار يقتضي أولا قياس العائد الصافي الذي يحصل عليه السهم العادي في ضل كل هيكل تمويلي مقترح ثم مقارنة العائد الصافي لسهم في ضل هياكل التمويلية البديلة و المفاضلة بينها اعتمادا على ربحية السهم العادي حيث يتم تفضيل الهيكل التمويلي الذي يحقق أقصى ربحية موجبة للسهم العادي.³

ويمكن حساب ربحية السهم العادي في ضل هياكل مالية بديلة استنادا إلى المعادلة التالية:

$$PA = \frac{(E - F)(1 - T) - D_{AS}}{N}$$

¹ طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 307.

² عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 69.

³ لامية بوتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 106.

حيث:

PA : ربحية السهم العادي؛

E : صافي ربح العمليات؛

F : الفوائد المدفوعة على القروض والسندات؛

T : معدل الضريبة؛

D_{AS} : توزيعات الأسهم الممتازة؛

N : الأسهم العادية.

بافتراض وجود هياكل تمويلية بديلة تتضمن نسب مختلفة من حقوق الملكية، القروض، الأسهم الممتازة، فإن عملية الاختيار بين الهياكل تتم بما يسمح بتعظيم ربحية السهم العادي وباعتماد على المعادلة السابقة يتم الاختيار الهيكل التمويلي الذي يحقق أكبر ربحية للسهم العادي، ويلاحظ أن ربحية السهم العادي تتأثر بكل العوامل الموجودة في المعادلة السابقة (نسبة الإقراض، حجم ربح العمليات، معدلات الضريبة). إذ أن حجم ربح العمليات يمكن أن يؤثر على قرار الاختيار والمفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة، كما تجدر الإشارة إلى ثبات العوامل الأخرى على حالها فإن الاقتراض يعتبر عنصر تمويلي رخيصا نسبيا بالمقارنة مع المصادر التمويلية الأخرى ومن ثم تصبح الهياكل التمويلية التي تتضمن نسبة معينة من الاقتراض الأكثر تفضيلا من الهياكل التي تتضمن أموال مملوكة وبصفة خاصة في ظل وجود الضرائب على الأرباح.¹

❖ **مقياس المخاطرة (تدنية المخاطر المالية)²:** إن قرار المفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة يتعين أن يستند إلى درجة المخاطرة المرتبطة بتنفيذ كل هيكل تمويلي بديل و بافتراض إمكانية قياس درجة المخاطرة يمكن القول أنه في ظل مستوى معين من الأرباح للهياكل التمويلية المختلفة سوف يتم اختيار الهيكل التمويلي الذي يترتب عليه درجة أقل من المخاطرة.

❖ **مقياس التكلفة:** يعتبر مقياس التكلفة أحد المعايير الهامة التي يتم على أساسها المفاضلة بين المصادر التمويلية البديلة و بين الهياكل المالية البديلة، إذ يتم اختيار المصدر الذي يمكن الحصول عليه بأقل تكلفة طبعا

منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 143. ¹

² محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 107.

في ظل ثبات العوامل الأخرى، كما يتم اختيار الهيكل المالي الذي يؤدي إلى تدنية التكلفة الكلية لتمويل المقترحات الاستثمارية.¹

المبحث الثاني: عموميات حول تكلفة التمويل

فيما سبق تناولنا الهيكل التمويلي ومصادر الحصول على هذا التمويل، وفي هذا المبحث سنتطرق لكيفية تقدير تكلفة الأموال لكل مصدر على حدى.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال

يعتبر مفهوم تكلفة الأموال من أصعب المفاهيم في الإدارة المالية ذلك أن تقدير تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لا يخضع لمعادلات رياضية واضحة ومحددة بل يخضع لعملية التقدير وسنتطرق في هذا المطلب إلى المفاهيم الأساسية في تكلفة الأموال التي ستساعدنا فيما بعد على فهم عملية تقدير تكلفة الأموال.

أولاً: تعريف تكلفة الأموال:

تعرف تكلفة الأموال على أنها: "يتوقع المستثمرين الذين يحصلون على القروض ورأس المال المملوك لشركة الحصول على مقابل أو مكافأة نتيجة استخدام هذه الأموال في شكل فائدة (على القروض) أو أرباح (إذا كان التمويل بأسهم رأس المال)".²

كما يعرف أيضا بأنه: "معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها، وعلى هذا الأساس فإن قبول أو رفض المقترحات الاستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء أو نسبة أو معدل تكلفة رأس مال الشركة ويمكن للمؤسسة أن تحافظ على قيمتها فقط بقبول الإستثمارات التي يكون لها معدل عائد أكبر من تكلفة رأس المال وفيما عدا ذلك فإن أي قرار استثماري سيساهم في تخفيض قيمة المؤسسة، ولا بد أن يعمل استخدام مفهوم تكلفة رأس المال على تحقيق أحد الأهداف الرئيسية للمؤسسة و المتمثل في تعظيم الثروة".³

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 110.

عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 353.²

³ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة جيجل،

2006، ص 42.

كما يعرف كذلك بأنه: "الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للإستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الإشهارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين و هو كذلك معدل العائد المطلوب على الإشهارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير".¹

وتعرف أيضا:² "التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل ويتم حساب هذه التكلفة بحساب كلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل وبشكل منفرد لكي تتمكن من الوصول إلى حساب التكلفة الإجمالية المرجحة لتلك المصادر".

ثانيا: أهمية تكلفة الأموال

ويمكن إجمال ما يمكن أن تحققه الإدارة المالية من أهمية عند حسابها لتكلفة الأموال فيما يلي:³

- ✓ إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يمكن الإدارة المالية من إختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة حيث يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر أن يختار المصدر الذي يحمل الشركة أقل تكلفة ممكنة؛
- ✓ تستخدم تكلفة التمويل كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الإستثمارية ذاتها وتحديد مدلولها إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة الشركة في الأسواق وبين هيكلها المالية؛
- ✓ إن تعظيم القيمة السوقية كهدف إستراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات الشركة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا لذلك وبغرض تخفيض تكلفة التمويل فإن المنطق يتطلب حسابها؛
- ✓ إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات، القرارات المتعلقة بإستئجار و إسترداد السندات وسياسة رأس المال العامل، يستخدم حسابا دقيقا لتكلفة التمويل؛
- ✓ إن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم و درجة المخاطر لأرباح الشركة لذلك فإن معرفة تكلفة رأس المال وكيفية تأثره بالرفع المالي يعتبر أمرا مفيدا في إتخاذ قرارات تتعلق بهيكل رأس المال.

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، 2012، ص 39.

² المرجع نفسه.

³ جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص ص 44، 45.

المطلب الثاني: تأثير تكلفة الأموال على إختيار الهيكل التمويلي والعوامل المؤثرة فيها

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي أي الخليط المكون لمصدر التمويل من مصادر طويل الأجل إلى مصادر قصيرة الأجل، إذ نجد أن هذه التكلفة تتأثر بعوامل عامة تؤثر على كافة عناصر الهيكل التمويلي بالإضافة إلى عوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدى إضافة إلى قرار إختيار الهيكل التمويلي و نسبة كل مصدر فيه.

أولاً: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال

ويمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال، عوامل مرتبطة بهيكل الأموال أي الإستخدامات أو الإستثمارات التي تقوم بها المنشأة وعوامل مرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل راس المال أي تحديد مصادر التمويل طويل الأجل المناسبة لإحتياجاتها الإستثمارية. وبصفة عامة تكون مصادر التمويل طويل الأجل إما من أموال المقرضين أو الملكية بنوعيتها. ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر و أيضا للحقوق التي يتمتع بها فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون أيضا مختلفة ومتفاوتة ومقرضين أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم حيث لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح أو عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية الشركة أو إفلاسها، أما حملة الأسهم فإنهم أكثر تعرضا للمخاطر من المقرضين ، غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة أكثر تعرضا للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل تعرضا لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية. فحملة الأسهم الممتازة لهم أولوية على حملة الأسهم العادية سواء فيما يتعلق بحصولهم على نصيبهم من الأرباح (إذا قررت المنشأة توزيع الأرباح) أو حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية إذا تعرضت المنشأة للإفلاس.

أما حملة الأسهم العادية فيتحملون العبئ الأكبر من المخاطر، ونظرا لأن التكلفة التي تتحملها المنشأة (وهي تمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة يترتب على ذلك أن للإقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة أما الأسهم الممتازة فتقع في مكان متوسط.¹

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص 332،

أما فيما يتعلق بالعوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشكل الهيكل التمويلي عادة ما تضع سياسة محددة لشأن الخليط الذي يتكون ضمن الهيكل التمويلي ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المنشأة مثلا الإعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل إشارتها وتستبعد الأسهم للممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الإعتماد عليه في تمويل إستثماراتها، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لإختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف كافة الأموال وفق لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل التمويلي نسبة كل عنصر فيه.¹

ثانيا: تأثير تكلفة الأموال على إختيار الهيكل التمويلي

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل المالية إذ تعكس هذه الأخيرة الإستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها أو بعبارة أخرى الحياة على أصولها وهنا تعددت العناصر التي تشملها هذه الهياكل، قرار الحصول عليها له إرتباط مباشر بقرار التمويل، لأن قبول أي مشروع يتوقف على كيفية تمويله.

فإذا كان هناك مشروع يحقق عائد 15% وكان هذا المشروع مقدر له أن يتم تمويله بأموال تكلفة الحصول عليها 15% فإن هذا المشروع سيرخص من المنظور المالي حيث هذا معناه أن ثروة صاحب المشروع ستندهور، نتيجة هذا القرار والعكس صحيح.

فلو كانت تكلفة الأموال التي سيتم بها تمويل المشروع هي 8% فإن المشروع هنا يكون سليما من الناحية المالية وهنا تتبع أهمية حساب تكلفة الأموال من جهة ترجيحها ومقارنتها مع مصادر التمويل من جهة أخرى، لأن أساس المفاضلة بين هذه المصادر أي مصادر التمويل يتم على أساس حجم التكلفة المرتبة على كل مصدر.²

المطلب الثالث: تقدير تكلفة الأموال

تختلف مصادر التمويل من حيث خصائصها وتكاليف الحصول عليها، وبالتالي يتعين على المدير المالي حصر البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة وتحديد تكلفة كل مصدر من أجل المفاضلة بينها وإختيار أنسبها لتحديد المزيج الأمثل من الأموال الذي يؤدي إلى تحقيق الأهداف المسطرة للمؤسسة، وفيما يلي سنعرض طريقة حسابها كالتالي:

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص ص 563، 564.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 347.

✓ **تكلفة الأموال المملوكة:**¹ سنتناول بالتحديد توضيح فكرة الأموال المملوكة المتكونة من الأسهم الممتازة والأسهم العادية ولأرباح المحتجزة وتعرف تكلفة الأموال المملوكة بأنها: "الحد الأدنى من معدل العائد الواجب نسبه على الإشهارات المملوكة بأموال مملوكة بحث لا تتأثر قيمة الأموال المملوكة الموجودة في الأصل" وتمثل فيما يلي:

❖ **تكلفة التمويل بأسهم ممتازة:**

تمثل الأسهم الممتازة التزاما محددًا على المشروع بدفع مبالغ دورية معينة ولها الأولوية على باقي الأسهم في رد قيمتها عند التصفية، إلا أنه عند عدم دفع الأرباح بشكل دوري على حملة الأسهم الممتازة فإن ذلك يؤدي إلى إفلاس المشروع وتمثل تكلفة الأسهم الممتازة وهو بمثابة الربح للسهم مقسوماً على صافي الدخل الذي يحصل عليه المشروع جراء إصدارها وبيعها سهماً ممتازاً جديداً أي:

$$\text{تكلفة السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الواحد}}{\text{صافي بيع سهم ممتاز جديد}}$$

❖ **تكلفة التمويل بأسهم العادية:**

إن تحديد تكلفة الأسهم العادية يعتمد على إذا ما كان بصدد إصدار أسهم عادية إضافية جديدة في شركة تأسست ابتداءً بإصدار أسهم عادية أو ما إذا كنا بصدد إصدار أسهم عادية إضافية جديدة في شركة تأسست ابتداءً بإصدار أسهم عادية أو إذا ما كنا بصدد إصدار أسهم عادية لشركة قيد التأسيس ففي الحالة الثانية ستكون جميع النتائج معتمدة على التنبؤات والتقديرية لذا فإن التكلفة قد لا تكون بالدقة المطلوبة. تعتبر تكلفة الأسهم العادية أكبر من تكلفة الأرباح المحتجزة بفارق مصاريف إصدار هذه الأسهم وبمعرفة تكلفة الأسهم العادية الجديدة نستخدم المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة السهم العادي الجديد} = \frac{\text{معدل العائد المطلوب للأسهم الجديدة}}{1 - \text{تكلفة إصدار الأسهم الجديدة}}$$

❖ **تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:**

وتمثل معدل العائد الواجب الحصول عليه جراء استثمار الأرباح المحتجزة بحيث يساوي معدل العائد المتوقع من قبل المستثمرين على الأسهم.

¹ عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر، عمان، 1997، ص ص 246، 248.

ولنفرض أن شركة تحقق عائداً مقداره 20 دينار لكل سهم وتعتمد توزيع نسبة 50% من الأرباح، وبيع السهم بمقدار 20 دينار وقد بلغ معدل نمو أرباح وأسعار الشركة 5% سنوياً ويتوقع استمرار هذا النمو.

ويمكن حساب معدل العائد المتوقع على السهم كالتالي:

$$\text{معدل العائد المتوقع أو المطلوب} = \frac{\text{الربح الموزع}}{\text{سعر بيع السهم}} + \text{المعدل النمو المتوقع}$$

✓ **تكلفة الأموال المقترضة:**¹ تعرف تكلفة الدين بأنها عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض المؤسسة ويقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيللة الأموال التي يتم الحصول عليها بالإقراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ودفوعات تسديد المبلغ الأصلي للمقترض.

تتحمل المؤسسة التي تحصل على قروض طويلة الأجل من أجل تمويل نشاطها بعض التكاليف، مع العلم أن هناك حالتين من هذه القروض على شكل سندات مطروحة للإكتتاب العام أو على شكل قروض طويلة الأجل متعاقد عليه فإن عملية الإقراض على القرض وتدفقات نقدية داخل المؤسسة عند بيع السند أو التعاقد إلى المبلغ الأصلي المقترض والذي ينبغي سداه في تاريخ الإستحقاق وفي ضوء ذلك توجد حالتين لحساب تكلفة السندات وهي:

▪ إذا كان السند يباع في السوق بعلاوة فتكون تكلفته كالتالي:

$$R_i = \frac{I - Z}{N} / \frac{P + M}{2}$$

I: الفائدة السنوية المدفوعة؛

N: عدد السنوات في الإستحقاق؛

M: القيمة الإسمية للسند؛

P: القيمة السوقية للسند؛

Z: قيمة العلاوة.

▪ إذا كان السند يباع في السوق بخصم فتكون التكلفة كالتالي:

$$K_i = \frac{I + D}{N} / \frac{(P + M)}{2}$$

¹ لامية بوتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 41، 42.

حيث:

D : معدل الخصم.

أما في حالة وجود ضريبة فتضرب القيمة المتحصل عليها في $(1 - T)$ حيث T هي معدل الضريبة وأن استخدامنا لتكلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية للمؤسسة التي تسعى إلى تعظيمها تعتمد بشكل كبير على التدفقات النقدية بعد الضريبة وبما أن الفوائد هي نفقات تطرح من الإيرادات فإنها بذلك تؤدي إلى وفورات ضريبية تقلل من كلفة الدين.

أما في حالة القروض المصرفية طويل الأجل فإن تكلفة الدين تحسب كالتالي:

$$Rd = \frac{I}{E}$$

I : الفائدة السنوية؛

E : المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف.

المبحث الثالث: عموميات حول قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل بمثابة المزيج المناسب من مصادر التمويل المختلفة والتي تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، حيث تلجأ الإدارة المالية إلى إتخاذ القرار التمويلي وفقا لإستراتيجيات مجددة توضح طبيعة وأنواع مصادر التمويل، حيث كلما كان قرار التمويل صائبا كلما زاد من القدرة التنافسية للمؤسسة ومكناها من إستغلال الفرص المتاحة أمامها لتوسيع نشاطها.

المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل

أولا: تعريف قرار التمويل

لقد تعددت التعاريف التي أسندت لقرار التمويل وهي كالتالي:

يقصد بقرار التمويل أنه: "أحد أنواع القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة حيث تستعين بأدوات التحليل المالي لإتخاذ تلك القرارات، ويتم الحصول على مصادر التمويل من مصادر قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل".¹

¹ Team. Pierre Jabard et Patrick Navette, Finance ,2^{ème} édition, Dalloz Paris, 2003, P : 123.

ويعرف أيضا بأنه: "القرار الذي يدور حول كيفية الحصول على الأموال لتمويل الإستثمارات (هيكل التمويل)، أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة المقترضة والممتلكة وأيضا تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويل الأجل، وبالتالي تحديد المزيج الأمثل المناسب للتمويل، وكل ذلك يكون في إطار هدفها العام الذي يمثل حصرا في تعظيم القيمة الإقتصادية للمؤسسة".¹

كما يعرف كذلك بأنه: "القرار المتعلق بكيفية إختيار المصادر التي سوف يتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل الإستثمار في موجوداتها".²

ويعرف كذلك بأنه: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل إستثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية إستثمارات المؤسسة".³

ومن خلال التعريفات السابقة يمكن وضع التعريف التالي: "هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختبار وتقييم تلك الطرق للحصول على المزيج الأفضل من بينها بشكل يتناسب مع احتياجات المؤسسة".

ثانيا: أهمية قرار التمويل

تتمثل أهمية قرار التمويل في النقاط التالية:⁴

- ✓ دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة طبقا لخطتها الإستراتيجية وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط والوقت المناسب للحصول عليه؛
- ✓ دراسة الإمكانيات المتوفرة لدى المؤسسة على الأموال المطلوبة، بحيث تعمل على مقارنة الإختيارات الممكنة وإقتراح أحسن مردودية، أي أقل تكلفة بمراعاة مختلف طرق التمويل حيث تكون في شكل مزيج بين مختلف المصادر؛

¹ فاطمة الزهراء قرامز، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الإقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، ديسمبر 2016، الجزائر، ص 312.

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 59.

³ حمزة الشبيخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998، ص 20.

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 370.

✓ نجد أن قبل عملية التمويل تضع المؤسسة دراسة مستقبلية وذبك بدراسة الوسائل اللازمة لتنفيذ برامج وخطط المؤسسة وهذا شيء جيد ومهم داخل المؤسسة؛

✓ كلما كان قرار التمويل صائبا كلما زاد من القدرة التنافسية للمؤسسة، حيث تمكنها من إستغلال الفرص المتاحة أمامها لتوسيع نشاطها؛

✓ كما يمكن قرار التمويل من المفاضلة بين سياسة شراء الموجودات وكذا بين إستثماره.

المطلب الثاني: خطوات قرار التمويل والعوامل المتحكمة فيه

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى وفقا لإعتبارات كثيرة منها الحجم وطبيعة النشاط و البيئة وغيرها، وهذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المؤسسات كما تعتمد هذه الأخيرة على مصادر تمويل مختلفة وهذا راجع إلى عدة عوامل.

أولا: خطوات قرار التمويل:

إن الخطوات الأساسية التي يمكن أن تضعها متخلف المؤسسات لتنفيذ قرار التمويل تتمثل في الآتي:¹

➤ التعرف على إحتياجات المالية للمؤسسة:

لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الإقتصادية شيوعا هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي المتواجد لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سببا في فشل المشروعات الإقتصادية فحسب، بل تعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخاطئ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون، ولهذا فإن على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على الإحتياجات المالية في الفترة الحالية والمستقبلية القريبة منها والبعيدة وبعد ذلك يجب ترتيب هذه الإحتياجات وفقا لأولويتها وأهميتها لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطط مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التغيير وعند تأسيس أي مشروع فإنه لا بد من تحديد متطلبات المشروع من أصول رأس مالية ضمن قائمة تحتوي على الأصول الثابتة.

إن التعرف على الإحتياجات المالية للمؤسسة لا يتم فقط عند التأسيس وبداية عمل المشروع فحسب وإنما يستمر أيضا طالما أن هناك مستجدات يخضع لها المشروع بإستمرار ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الإحتياجات.

¹ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، مرجع سبق ذكره، ص ص 51، 52.

- **تحديد حجم الأموال المطلوبة:** بعدما يتم التعرف على الإحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الإحتياجات وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق فقد يتم تقديره دون المستوى أو أقل من المستوى المطلوب ولهذا لا بد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية هما الحد الأعلى والحد الأدنى ومحاولة الإلتزام بهاذين الحدين بإستناد إلى حساب التكلفة والأصول الرأسمالية وتحديد رأس المال العامل والنفقات الأخرى الضرورية.
- **تحديد شكل التمويل المرغوب:** قد تلجأ المؤسسة إلى الإعتماد على القروض أو إلى إصدار الأسهم والسندات وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية ذات دفعات موسمية وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم لأن ذلك يترتب عليه التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضا، ولذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.
- **وضع برنامج زمني للإحتياجات المالية:** بعد أن يتم تجديد الإحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من الأفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني لتدفق هذه الأموال تتكبد المؤسسات تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الإعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة من طرف المؤسسة.
- **وضع وتطوير الخطة التمويلية:** تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنتفج بها الأموال والعائدات المتوقعة منها، بإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد. وإن هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم عندما يعلمون مواعيد استردادها.
- **تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها:** إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الإنحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطيء أو أسباب أخرى، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم لهذا لا بد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

ثانياً: العوامل المتحكمة في قرار التمويل

تحصل المؤسسة عادة على الأموال اللازمة لتسيير أنشطتها من مصدرين رئيسيين هما:¹

- المصادر الخارجية (External sources): أي عن طريق الديون المباشرة وغير مباشرة.
- المصادر الداخلية (Internal sources): عن طريق الملاك.

وعند المفاضلة بين هذين المصدرين سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس مال المستثمر إلى الحد الأدنى المناسب لابد من الأخذ بعوامل التالية بعين الاعتبار:

- ✓ تكلفة المصادر المختلفة للتمويل أي تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر؛
- ✓ عنصر الملائمة (Relevance) بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائماً للمجال الذي يستخدم فيه الأموال فإذا كان تمويل رأس المال العامل مثلاً هو الهدف من قرار التمويل ليس من الحكمة حينئذ أن يكون تمويله بقرض طويل الأجل بل بقرض قصير الأجل سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة للأموال إلى الحد الأدنى أما إذا كان الهدف من قرار التمويل هو التوسع أو شراء أصل مالي من الحكمة حينئذ أن يتم تمويله إما عن طريق الملاك أو بقرض طويل الأجل؛
- ✓ وضع السيولة النقدية في المؤسسة لدى إتخاذ قرار التمويل وسياستها المتبعة في إدارة هذه السيولة فإذا كان هذا الوضع حرجاً قد تضطر المؤسسة لتجاوز كامل التكلفة والبحث عن مصدر تمويل طويل الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل وهكذا يصبح تاريخ الإستحقاق (Maturity) عاملاً متحكماً في مثل هذه الظروف؛
- ✓ القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة: والتي تتحقق عادة بالضمانات المقدمة أو سياسات توزيع الأرباح أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى؛
- ✓ المزايا الضريبية فمصادر التمويل الخارجي بشكل عام تحقق وفورات ضريبية (Tax savings) تحفظ من تكلفة الأموال وهو ما لا تحققه مصادر التمويل الداخلية ذلك على أساس أن الفوائد المدفوعة عن القروض تعتبر عبئاً يحمل لربح المؤسسة، على عكس التوزيعات (Dividends) التي تدفع للملاك والتي تعتبر توزيعاً للربح لا عبئاً عليه وبالتالي لا تدخل في احتساب الوعاء الضريبي؛
- ✓ مقدار الأموال التي تحتاج إليها المؤسسة والفترة الزمنية التي ستحتاج من خلالها إلى الأموال؛
- ✓ تكلفة التمويل مقارنة مع الكلفة السائدة في الأسواق ومع عائد الإستثمار المتوقع؛

¹ محمد مطر، الاتجاهات الحديثة لتحليل المالي والإئتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص ص 287، 288.

✓ مواعيد التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من الموجودات الممولة.¹

المطلب الثالث: السياسات التمويلية في المؤسسات الإقتصادية

تختلف سياسة التمويل التي يتبعها المدير المالي من مؤسسة لأخرى فهناك مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة وهناك من تتبع السياسة المعتدلة ويتم إتباع أحد هذه السياسات من أجل إختيار مصدر التمويل الملائم للمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة.

أولاً: سياسة التمويل المثالية (المعتدلة)

يقصد بالسياسة التمويل المثالية في هذا الصدد تلك السياسة التي تقوم على الإلتزام الحرفي لمبدأ التغطية

(Hedging Principe) ويقضي هذا الأخير بضرورة موائمة توقيت إستحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر التمويل الطويل الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به الأصل إلى نقدية.

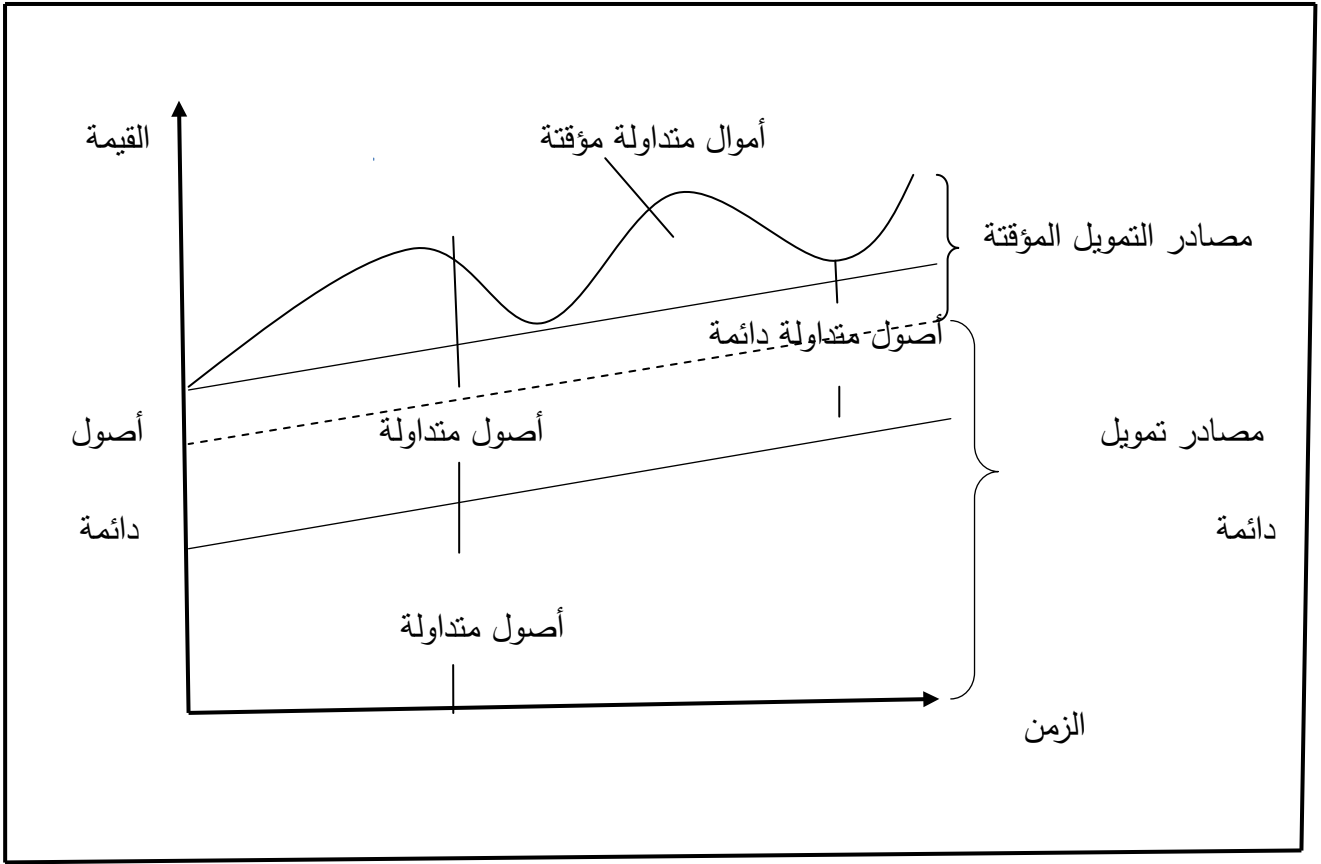
أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.²

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة كما يلي:

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان 2010، ص 151.

² منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، ص ص 209، 215.

الشكل رقم (1-2): سياسة التمويل المثالية



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 201.

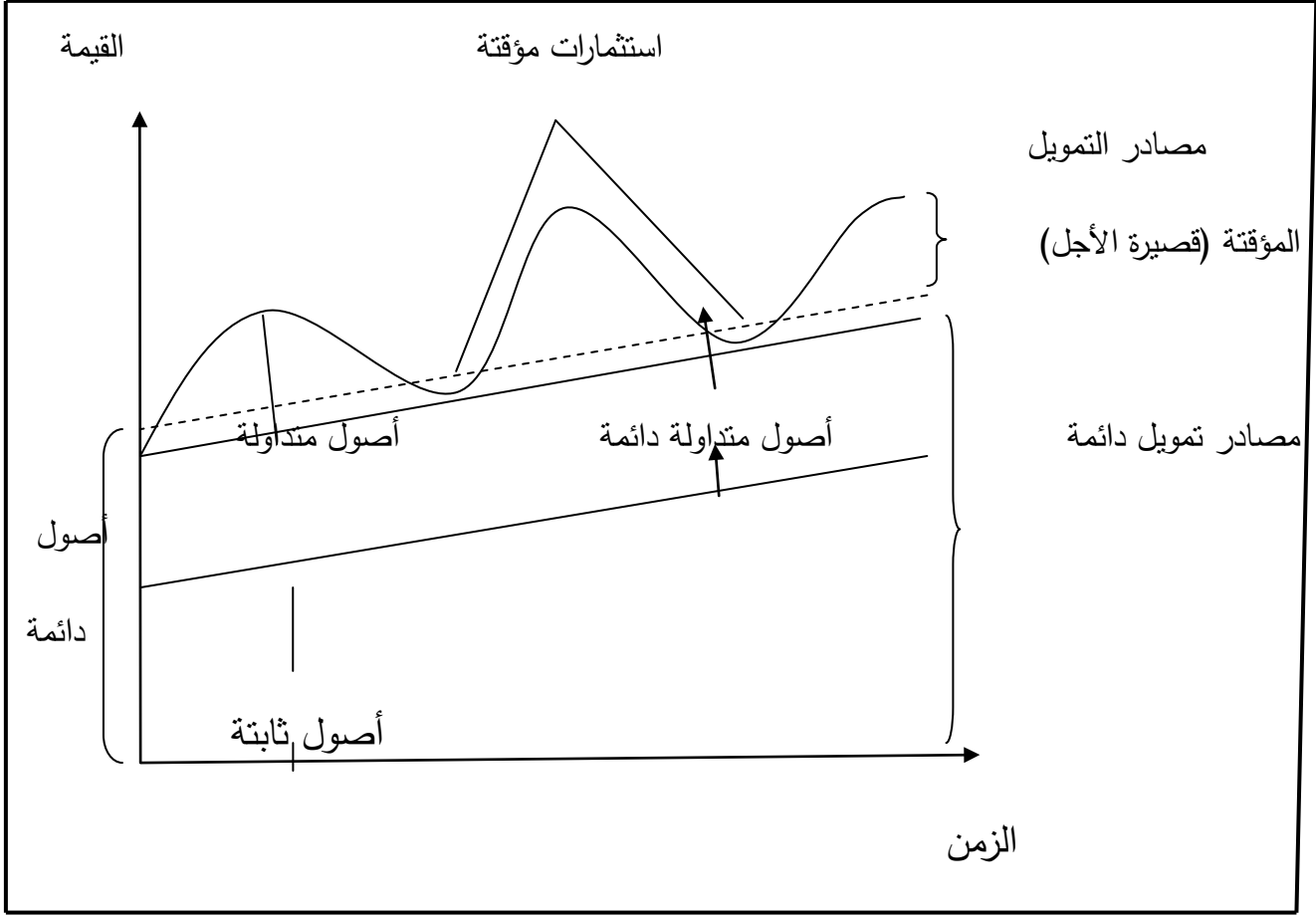
وبالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة الأجل وبين مصادر التمويل الطويلة الأجل لا تتوقف فقط على مدى استعداد إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر بل يتوقف كذلك على هيكل الأصول المتداولة فتطبقاً لمبدأ التغطية، كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل.

ثانياً: سياسة التمويل المحافظة:

حسب هذه السياسة فإن المؤسسة تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الطويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المتداولة، وهذا قصد تخفيض العسر المالي رغم الأثر العكسي على العائد.

والملاحظ على هذه السياسة أنها تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطر بسبب ارتفاع درجة السيولة وأيضاً تخفيض العائد على الإستثمار في الأصول المتداولة نظراً لارتفاع تكلفة التمويل طويل الأجل مقارنة بالتمويل قصير الأجل والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المحافظة كما يلي:

الشكل رقم (1-3): سياسة التمويل المحافظة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 201.

توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل وبين الخط الغير متقطع المائل الذي يليه حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل.¹

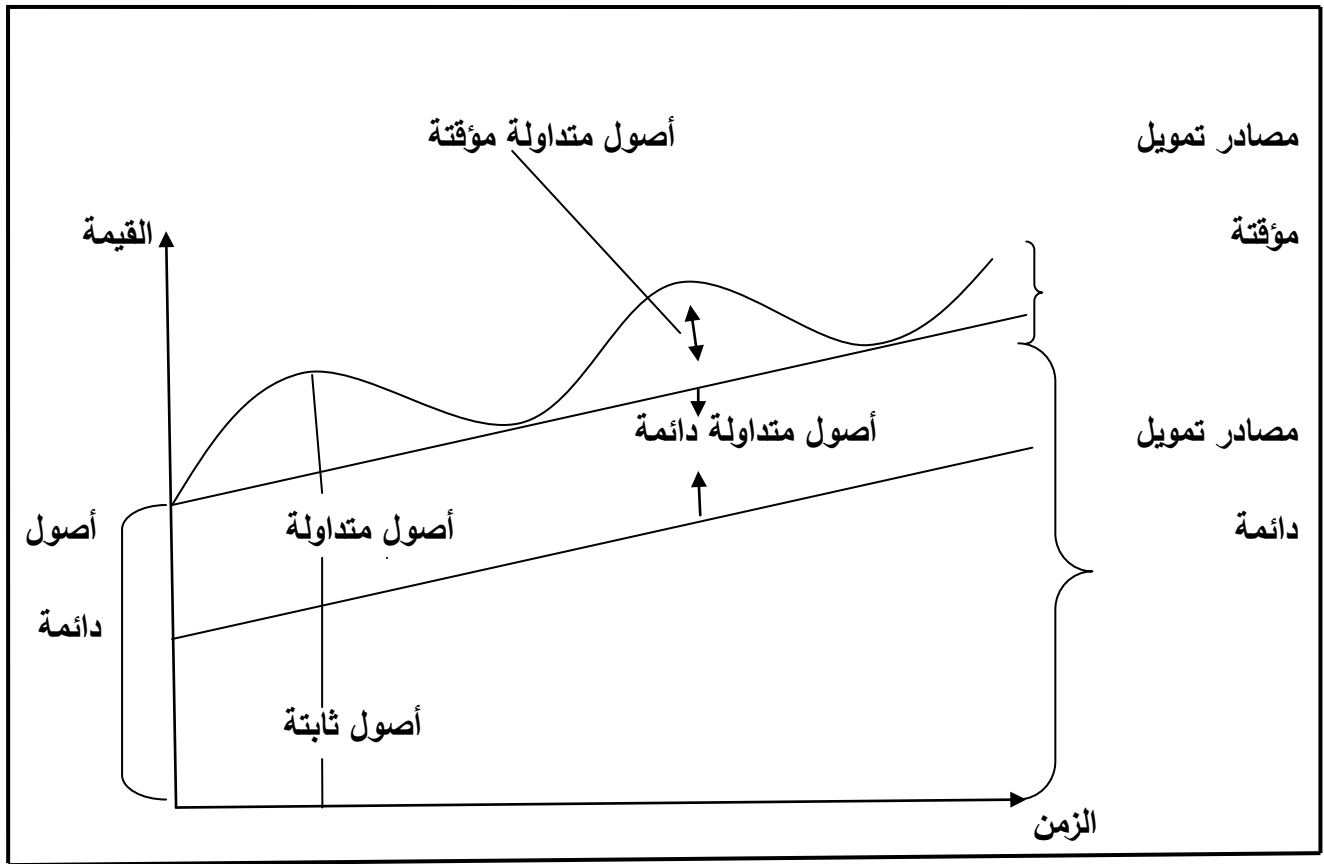
¹ منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 211.

ثالثاً: سياسة التمويل الجريئة (المغامرة)

يقصد بالسياسة الجريئة تلك السياسة التي تعتمد فيها الإدارة إلى استخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل ليس فقط لتمويل الأصول المؤقتة بل و أيضاً لتمويل جزء من الأصول الدائمة و ذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة المخاطر.¹

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة الجريئة (المغامرة) كما يلي:

الشكل رقم (1-4): سياسة التمويل الجريئة (المغامرة)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: دخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 213.

توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط الغير متقطع الذي يظهر أعلى الخط المتقطع و حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر التمويل قصيرة الأجل.

¹ محمد إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 217.

خلاصة:

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى أنه من أجل أن تقوم المؤسسة الاقتصادية بجميع أنشطتها على أكمل وجه يجب أن تتوفر فيها بعض الدعائم الأساسية، و يعتبر قرار التمويل من بين أهم هذه الشروط المؤثرة على نشاطها حيث يعتبر الدعامه الأساسية لتزويد المؤسسة باحتياجات المالية التي تتمكن من خلالها من تحقيق أهدافها، و منه نستخلص أن قرار التمويل هو قرار يتطلب من المؤسسة الدراية الشاملة و الدراسة المعمقة و الدقيقة لجميع المعطيات الموجودة في محيط المؤسسة.

فمؤسسة عادة ما تلجأ إلى مصادر مختلفة بغرض تمويل نشاطها و التي قد تكون على شكل حقوق ملكية المتمثلة في التمويل الذاتي أو في شكل قروض، و على هذا الأساس على الإدارة المالية للمؤسسة اختيار أفضل مصادر التمويل للحصول على هيكل تمويل يضمن التوافق بين تغطية الاحتياجات المالية و تكلفة الحصول على الأصول بشرط أن تكون هذه الأخيرة في حدودها الدنيا و ذلك بغرض تعظيم المردودية المالية للمؤسسة.

الفصل الثاني: علاقة قرار التمويل بالمرادودية المالية في
المؤسسة الإقتصادية

المبحث الأول: مدخل إلى المرادودية المالية

المبحث الثاني: المحددات الرئيسية للمرادودية المالية

المبحث الثالث: تحليل أثر قرار التمويل على المرادودية المالية

تمهيد:

إن موضوع المرادودية المالية باعتباره أحد المواضيع الأساسية في التحليل المالي فقد لقي اهتماما كبيرا من قبل الباحثين الاقتصاديين و المسيرين الماليين إذ أنه من بين الأهداف الأساسية للمؤسسة العمل على تحقيق مرادودية مالية عالية و ذلك ما يترجمه حرص المؤسسة على تحقيقها بشتى الوسائل و الإمكانيات ، حيث تعمل على تسخير كل طاقاتها المادية و البشرية من أجل ضمان استمرارها و بقاءها في السوق لذلك يجب على المؤسسة أن تحقق نتائج موجبة خلال مختلف دوراتها الاستغلالية و ذلك بمراقبة مرادوديتها و متابعتها فمن خلال المرادودية المالية تستطيع المؤسسة تحديد العلاقة بين النتائج المحققة و قيمة الوسائل المستعملة و من خلال هذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول : مدخل إلى المرادودية المالية**المبحث الثاني : المحددات الرئيسية للمرادودية المالية****المبحث الثالث : تحليل أثر قرار التمويل على المرادودية المالية**

المبحث الأول : مدخل إلى المرادودية المالية

تعتبر المرادودية المالية من بين أهم مؤشرات الأداء المالي التي تسعى كل مؤسسة إلى تحقيقها و ذلك لما لها من أهمية بالغة في تطوير المؤسسة و التي تمس مختلف الجوانب المتعلقة بها ما يعكس الأنواع و الصور التي تتجسد فيها.

إذ سيتم في هذا المبحث التطرق على مفهوم المرادودية و المرادودية المالية، أهميتها بإضافة إلى أنواعها مع تبيان كيفية حسابها.

المطلب الأول : مفهوم المرادودية

يعد مصطلح المرادودية من المصطلحات الأكثر استعمالا في الميدان المالي و لقد تباينت وجهات النظر في تفسير مدلوله، لهذا سوف نحاول سرد أهم التعاريف الواردة عن المرادودية.

أولاً: تعريف المرادودية

تعرف المرادودية على أنها: "المقارنة بين النتيجة المتحصل عليها و الوسائل المستعملة".¹

كما تعرف على أنها عبارة عن: "الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين العمليات الخارجية و الداخلية للمؤسسة، و تطبيق على كل الأنشطة الاقتصادية أي هي عبارة عن العلاقة بين النتيجة المحققة و حجم تكلفة الأموال المستثمرة".²

تعرف كذلك على أنها ذلك: "الارتباط بين النتائج و الوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية".³

كما تعرف على أنها: " قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها".⁴

يتضح لنا من خلال التعاريف السابقة مدى تطور مفهوم المرادودية الذي كان أول الأمر مرتبط باستغلال الأرض ليشمل بعد ذلك كل العمليات المالية التي تقوم بها المؤسسة، أي أن مفهوم المرادودية في المؤسسة يتضمن بشكل أساسي بعدا ماليا.

¹ سليم مجلغ، ياسر بن يونس، وآخرون، أثر الهيكل المالي على المرادودية المالية دراسة تطبيقية في مؤسسة عمر بن عمر، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 2، 2010، ص 473.

² المرجع نفسه، ص 473.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

⁴ زغيب مليكة، بوشنغير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 87.

ثانيا: بعض المفاهيم المرتبطة بالمرادودية

يوجد الكثير من المفاهيم المرتبطة بالمرادودية نذكر البعض منها:¹

✓ **الربحية:** تعبر الربحية عن مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح الناتجة عن المبيعات أي لا يمكن تحصيله من رقم أعمال معين، وقد تكون بقيمة المطلقة أو بنسبة المئوية وهي ترتبط بهامش الربحية التي تحققه المؤسسة وتسمح بحكم على مستوى المبيعات ويعبر عن الربحية بصورة عامة بالعلاقة التالية:

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

✓ **الفائدة:** تستخدم الفائدة كانعكاس جيد لنجاح أو فشل المؤسسة، لكن تواجه بعض المشاكل المتعلقة بقياسها بإضافة إلى أنها يمكن تطبيقها بشكل مرضي إذا كانت هي المحدد الوحيد، لذلك يمكن فحص الأرباح داخل مضمون مرجعي في ضوء الموارد المستثمرة.

أما فيما يتعلق بالعائد فهو يمثل قدرة الاستثمار على توليد نتيجة ما خلال فترة زمنية، إذ هو تمثيل نسبة الدخل إلى رأس المال في لحظة زمنية محددة، هكذا يفسر العائد فعالية الاستثمار في شكل مكافأته مثل الفوائد على الأموال المقترضة، أرباح الأسهم لرؤوس الأموال الخاصة.

✓ **الريح:** الريح هو مفهوم في الغالب ضريبي طالما أنه يحدد الضريبة المستحقة لأنه وعاء لها، من وجهة نظر محاسبية يمثل الريح النتيجة النهائية لنشاط اقتصادي مريح وهو الفرق الزائد بين التكلفة والدخل لعملية أو فترة ما.

من وجهة نظر المالية يقابل جزء التدفق للأموال المتولدة من النشاط المريح، يقدم الريح الأثر المتبقي لمختلف القرارات المتخذة.

ثالثا: أهمية المرادودية

تكتسي المرادودية أهمية بالغة من عدة نواحي و ذلك سواء من كونها ضرورة مالية بالنسبة للمؤسسة أو من حيث كونها مصدر ثقة للمتعاملين معها وذلك كما هو موضح فيما يلي:²

¹ صويلح سلمى، أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2017، ص ص 34 35.

² B.Collasse, *la rentabilité de l'entreprise*, 3^{ème} édition, Dunod, paris, 1999, pp :28, 29.

1- المرادودية ضرورة مالية بالنسبة للمؤسسة:

إن تحقيق مرادودية مقبولة يعتبر ضرورة مالية بالنسبة للمؤسسة و ذلك للأسباب التالية:

➤ لضمان نمو المؤسسة و تطورها:

إن رغبة المؤسسة في توسيع نشاطها من خلال رفع الإنتاج والمبيعات يتطلب منها القيام باستثمارات إضافية في شكل أصول ثابتة ورأس المال عامل إذ أمكن ذلك، معتمدة على الموارد المالية المتاحة لديها والمتمثلة في المبالغ المخصصة للإستهلاكات و المؤونات بإضافة إلى الأرباح التي احتفظ بها في شكل احتياطات، أي مجموع الموارد المالية التي يوفر لها تمويلها الذاتي وهو الأمر الذي يسهل تحقيقه إذا كانت المؤسسة تتحصل على مستويات مرضية ومقبولة من المرادودية بحيث تواجه مخصصات الاستهلاك إلى إعادة تكوين الطاقة الإنتاجية التي تقادمت وتآكلت بفعل الاستعمال ومرور الزمن، كما تسمح الاحتياطات بتطوير و تنمية تلك الطاقة عن طريق تمويل شراء تجهيزات إنتاجية أخرى ومن جهة أخرى باستطاعة المؤسسة التي تحقق مرادودية مقبولة أن تجد الموارد المالية اللازمة لها من خلال مصادر خارجية بسهولة وفي أحسن الظروف أي بأحكام المطلوبة وبمعدلات فائدة معقولة.

➤ للحفاظ على استقلاليتها المالية:

تلعب الأرباح التي تحتفظ بها المالية لنفسها في شكل احتياطات دورا هاما في نمو الأموال الخاصة و تعزيزها أكثر، وهي تمثل موارد مالية إضافية يمكن استعمالها لاقتناء أصول جديدة، حيث تعمل هذه الأموال على تحسين الاستقلالية المالية لمؤسسة معينة مما قد يجنبها اللجوء الإضطراري أو المفرط إلى مصادر التمويل الخارجية أما في حالة ما إذا كانت المؤسسة تحقق مستويات متدنية للمرادودية أو لا تحقق إطلاقا فإن ذلك لا يعني أن الإحتياطات التي احتفظت بها سابقا ستأخذ في التقلص تدريجيا (نتيجة لتعويض الخسائر المحققة وتغطيتها بواسطة الإحتياطات) مما قد يؤثر سلبا على الأموال الخاصة، فتفقد المؤسسة تدريجيا حيزا معتبرا من استقلاليتها المالية.

2- المرادودية المالية مصدر ثقة بالنسبة للمتعاملين مع المؤسسة:

تلعب المرادودية المحققة من قبل المؤسسة دورا هاما في رفع درجة الثقة التي تتمتع بها المؤسسة لدى المتعاملين الاقتصاديين والاجتماعيين وذلك كما هو موضح فيما يلي:

➤ بالنسبة للمساهمين:

يعتبر المساهمون أول وأهم مصدر لرؤوس الأموال في المؤسسة وهم بذلك يخاطرون بضياع حصصهم (أو سهمهم)، ولذلك يجب أن تبلغ مرادودية المؤسسة المستويات الكافية التي تسمح بمكافأتهم من خلال ضمان جزء من الثروة (الأرباح) التي تخلفها المؤسسة يخصص لمكافأتهم في شكل عوائد أو أرباح لخصصهم (أسهمهم)، وبما أن سلوك المساهم تتحكم فيه بالدرجة الأولى رغبته في الاستثمار في المجال الذي يسمح له بالحصول على أكبر ربح ممكن فإن قرار الاحتفاظ بحصته (أو أسهمه) أو رفعها أكثر يتوقف أساسا على مدى اقتناعه بأن تلك المؤسسة ستوفر لها الاستعمال الأمثل وأن ذلك سيعود عليه بقدر كافي من الأرباح وعليه فإن ثقته ستعزز أكثر كلما زادة مرادودية المؤسسة وسيجعله متمسكا بالاستثمار فيها والعكس صحيح إذا تدهورت مرادودية المؤسسة.

➤ بالنسبة للمقرضين:

يبحث المقرضون بالدرجة الأولى على إمكانية الحصول على مكافأة كبيرة وتسييد أكبر للقروض التي يقدمونها للمؤسسة، لذلك نجدهم يهتمون كثيرا بمستويات المرادودية المحققة من قبل المؤسسة قبل الموافقة على إقراضها أي مبلغ، ومن الطبيعي أنهم يتعاملون مع المؤسسة التي تحقق أرباحا بدلا من المؤسسة التي لا تقوى على ذلك وبإضافة إلى ذلك فهم يراقبون تطور قيم أسهمها في البورصة فطالما كانت مرتفعة وفي تزايد منتظم اتخدو ذلك كمؤشر على القدرات الإقتصادية والمالية الجيدة لمؤسسة معينة الشيء الذي يعزز ثقنتهم فيها و يشجعهم على الاستثمار في إقراضها الأموال التي تحتاجها.

أما إذا كانت مستويات المرادودية متدنية فإن ذلك يدفع بالمقرضين في حالة موافقتهم على توفير المبالغ المطلوبة من طرف المؤسسة إلى فرض شروط مشددة كمعدلات فائدة مرتفعة مثلا تماشيا مع ارتفاع درجة الخطر الذي يتعرضون له، لأن زيادة تدهور مستويات المرادودية التي تحققها المؤسسة يزيد من احتمال عدم قابليتها للوفاء بالالتزامات التسديد، بالمقابل نجد أن ارتفاع معدلات الفائدة يعني بالنسبة للمؤسسة ارتفاع التكاليف المالية التي تأثر سلبا على نتائجها، مما يترتب عنه في نهاية الأمر صعوبة في تدارك النقص المسجل في مستويات المرادودية لتلك المؤسسة.

➤ بالنسبة للموردين:

يفضل الموردون التعامل مع المؤسسة التي تحقق أرباحا لاعتبارهم أن مردودية المؤسسة تعد مصدر ثروة بالنسبة لهم و ذلك لأنها تضمن استمرارهم في تمويل المؤسسة المعينة بمبيعاتهم بصفة منتظمة و تتزايد أهمية تلك المبيعات عندما تقرر المؤسسة توسيع نشاطها و تطويره، و في الغالب تكون شروط القروض التجارية الممنوحة من طرف الموردين للمؤسسة مرتبطة بدرجة ثقتهم فيها حيث أن هذه الثقة ترتفع كلما كانت مردودية المؤسسة مرتفعة و تنخفض بإنخفاض مردوديتها المالية.

➤ بالنسبة للزبائن:

من الضروري أن تكون العلاقة بين المؤسسة والزبائن علاقة وثيقة، فإذا كان هناك أي تقصير من قبل المؤسسة فيما يخص الكميات أو المواصفات والجودة التي يطلبها الزبائن، أو عدم احترامها الآجال المتفق عليها لتسليم طلبياتهم فإن ذلك من شأنه أن ينعكس سلبا على سمعتها وبتالي قد تنقطع العلاقة بينهم ما يترتب عن ذلك تقلص معتبر في أرقام المؤسسة وبتالي انخفاض في نتائجها ومردوديتها.

➤ بالنسبة للأجراء:

من المهم جدا بالنسبة للأجراء أن تتمكن مؤسساتهم من تحقيق نتائج إيجابية ومستويات مرتفعة للمردودية حيث تعتبر في نفس الوقت كسبب وكنتيجة لسياسة الأجور المرتفعة التي تطبقها المؤسسات.

➤ بالنسبة للدولة:

إن لمردودية المؤسسة أهمية كبيرة للدولة وتكمن هذه الأهمية بالخصوص فيما يلي:

- استفادة الدولة من الجزء المقطع من النتيجة الإجمالية للسنة المالية (الإيجابية) التي تتمثل في الضريبة على الأرباح.
- مساهمة المؤسسة في تكوين إجمالي الناتج الداخلي (P.I.B) عن طريق الثروة التي تخلقها في شكل قيم مضافة.

المطلب الثاني: أنواع المرادودية

عادة ما نتكلم عن مرادودية المؤسسة و نقصد بذلك قدرتها على تحقيق النتيجة حيث تقاس المرادودية على ثلاث مستويات: المستوى (التجاري، الاقتصادي، المالي) وعليه تظهر لنا ثلاث أنواع رئيسية للمرادودية و هي:

- المرادودية التجارية: (RC)
- المرادودية الاقتصادية: (RE)
- المرادودية المالية: (RF)

و هي مفصلة كالتالي:

✓ المرادودية التجارية (الاستغلالية):

هي المرادودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها و تحسب وفق العلاقة التالية:¹

$$\text{معدل المرادودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

تبين النتيجة الربح المحقق عن كل وحدة نقدية من المبيعات الصافية، هي تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة.

المرادودية التجارية (الاستغلالية) هي المرادودية من وجهة نظر الاستغلال العادي التي تمارسه المؤسسة و هي عبارة عن مقدار الأرباح التي حققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات بما يسمح لإدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة، كما يمكن مقارنة النسبة بنسبة مجمل الربح إلى صافي المبيعات (هامش الربح الإجمالي) للحكم على كفاءة إدارة المؤسسة في الرقابة على المبيعات.²

¹ مليكة زغيب، بوشنيقر ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 87.

² حنان بوطغان، تحليل المرادودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة البتروكيميا، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص 71.

✓ المرادودية الاقتصادية:

تهتم المرادودية الاقتصادية بنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية.

تقاس المرادودية بمعدل المرادودية الاقتصادية كالتالي:

$$\text{معدل المرادودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الإستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

أي تقاس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.¹

✓ المرادودية المالية:

في إطار اقتصاد السوق، على المؤسسة تحقيق مرادودية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح للمساهمين أرباحا كافية، تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهماتهم في رأس مال المؤسسة و تحسب كما يلي:²

$$\text{معدل المرادودية المالية (Rf)} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وتبين النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعود على المستثمرين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة و كلما كان هذا المعدل مرتفع كلما كان أفضل للمؤسسة، و تعتبر المرادودية الممثل الرئيسي للمرادودية العامة للمؤسسة.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

² المرجع نفسه، ص 268.

المطلب الثالث: مفهوم المرادودية المالية

أولاً: تعريف المرادودية المالية

توجد عدة تعاريف للمرادودية المالية نذكر منها ما يلي:

"تهتم المرادودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر و الحركات المالية حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية" ويمكن حساب المرادودية المالية بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المرادودية المالية (Rf)}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق النتائج الصافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة ويمكن بقراءة معمقة تعريف المرادودية المالية على أنها "معدل المرادودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معدوم".¹

كما تعرف المرادودية المالية: "على أنها ذلك المقياس الذي يشير إلى مدى قدرة المؤسسة على تحقيق

الأرباح وتوفير الأموال الكافية لضمان استمرار نشاطها".²

وتعرف أيضا: "على أنها ذلك المقياس الذي يعطينا مدى قدرة المؤسسة على توفير الأموال اللازمة لضمان الاستمرارية في أنشطتها وذلك بتحديد عقاراتها المنقولة والغير منقولة".³

وتعرف أيضا: "بأنها النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين فنتيجة هذه النسبة تمثل ماتقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين في الربح الصافي وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات"⁴ وتحسب هذه النسبة وفق العلاقة التالية :

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ، ص 268.

² زكرياء لشهب، دور عتبة المرادودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، 2014، ص 101.

³ فوزي عبد الجليل، التحليل المالي، دار العالمين، الإسكندرية، 2000، ص 25.

⁴ مبارك لسوس، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 52.

$$\text{نسبة المرادودية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

ثانيا: أهمية المرادودية المالية: ¹

إن المستثمرين يهتمون بالدرجة الأولى بما ينجم من عائد الأموال المستثمرة في المؤسسات وما حققته من قيمة مضافة في مقابل المخاطر التي يمكن أن تتجر عن ذلك فالمساهم الحالي يبحث عن المفاضلة بين الاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها في المؤسسة أو التخلي عنها أما المستثمر المرتقب فيحاول أن يفاضل بين شراء أسهم المؤسسة أو لا مرادودية المالية بالنسبة لهم وهذا ما يعكس أهمية المرادودية المالية بالنسبة لهم، حيث أن قراراتهم بهذا الشأن تبني بالدرجة الأولى على هذه النسبة ومدى رضاهم عنها وهذه القرارات هي التي تحدد مستقبل المؤسسة سواء إيجابا أو سلبا، إذا فالمرادودية المالية كل مؤسسة سواء كانت تجارية أو صناعية فتتحققها يعبر عن سلامة مركزها المالي من جهة وصحة أسلوب التسيير الذي تنتهجه من جهة أخرى وهي أيضا من أهم المؤشرات التي تقيس الفعالية الكلية للمؤسسة.

إن المرادودية المالية ليست مجرد هدف فقط بل هي أيضا وسيلة لتحقيق الإستراتيجية كتطوير وتوسيع المؤسسة مثلا أو خلق منتجات جديدة ولها دور كبير تكميلي للحفاظ على توازن المؤسسة وهي أساس لتقييمها وبالتالي التعرف مراكز القوة والضعف فيها وكذا تحديد ومعرفة وضعيتها داخل القطاع الذي تنشط فيه وتساعد في عملية اتخاذ القرارات وتتخذ كأساس لتصحيح الانحرافات وتجدر الإشارة إلى أن من بين الوسائل التي تعتمد عليها المؤسسة هي الموارد الداخلية ولا يمكن لهذه الأخيرة أن تتجمع إذا لم تحقق المؤسسة دوريا مرادودية مالية وتكمن أهميتها في هذا الإطار القضاء على مشكلة التمويل أو على الأقل التخفيض من حدتها والقضاء تدريجيا على المخاطر المالية الخارجية.

المطلب الرابع: قياس المرادودية المالية

يمكن قياس المرادودية المالية بطريقتين:

- المرادودية المالية بمصطلح التدفق النقدي : حسب هذه الطريقة تسمح المرادودية المالية بالحكم على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق وتجميع مصادر التمويل الذاتية، فالتدفق النقدي هو عبارة عن الفرق بين الإيرادات

¹ سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص 37.

والنفقات المحققة للدورة المالية لحجم معين من مبيعات المؤسسة وذلك بعد طرح الضريبة على أرباح الشركات ويمكن أن يعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي الإجمالي} = \text{الربح الصافي} + \text{الإهلاكات} + \text{المؤنات}$$

بالتالي فإن الربح ليس المورد المالي الوحيد للمؤسسة لأن هناك الإهلاكات و المؤنات التي لا تشكل خسائر لتبقى داخل المؤسسة، وتساهم في زيادة مواردها الذاتية وتقاس المرادودية المالية من خلال هذا المفهوم بالعلاقة التالية:¹

$$\frac{\text{التدفق النقدي}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{مرادودية الأموال الخاصة}$$

حيث يعبر حاصل هذه العلاقة عن الربحية الكلية للأموال الخاصة وكلما كان كبيرا سهل ذلك على المؤسسة تمويل نفسها وتحقيق مرادودية مالية مقبولة.

• المرادودية المالية بمصطلح الربح:

تعتبر هذه الطريقة الأكثر شيوعا في قياس المرادودية المالية، حيث تمثل عادة نتيجة السنة المالية ذلك الربح الصافي المحقق من قبل المؤسسة في نهاية السنة المالية وتكون على هذا الأساس نسبة المرادودية المالية على هذا النحو:²

$$\text{نسبة المرادودية المالية} = \frac{\text{نتيجة السنة المالية}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

وتسمى كذلك نسبة مرادودية الأموال الخاصة ويجب أن تبلغ أعلى مستوى ممكن وأن تكون على الخصوص " أعلى من معدلات الفائدة المطبقة في الأسواق " وذلك حتى تزداد حظوظ المؤسسة في جلب ادخار المساهمين إليها.

نستعرض فيما يلي مكونات المرادودية المالية بالاستناد إلى الطريقة الثانية لقياس المرادودية المالية أي (بمصطلح الربح) وهي الطريقة الأكثر تداولاً بين أوسط المحللين الماليين فإنه يتم المقارنة بين نتيجة الفئة المالية

¹ ناصر دادي عدون، عبيدات مقدم وآخرون، دراسة حالات في المحاسبة و مالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص83.

² Pierre-Andrè Dufigour, Anne Gazengel, **Introduction à La d'entreprise**, Dunod, paris, 1993, p: 26.

من جهة والأموال الخاصة من جهة أخرى بحيث يتم الحصول على تلك النتيجة من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية المالية وفقا لنظام المحاسبي المعمول به في الجزائر.

✓ **نتيجة السنة المالية:** تتكون النتيجة الصافية للنتيجة المالية على مراحل متتالية من نشاط المؤسسة حيث تساوي الفارق بين مجموع الإيرادات ومجموع أعباء تلك السنة وتوافق الربح في حالة التحقق فائض من المنتجات على الأعباء أو توافق الخسارة في الحالة المعاكسة وتحسب هذه النتيجة بالتسلسل على النحو التالي:¹

أولاً: إنتاج السنة المالية = رقم الأعمال (+ أو -) تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة و المنتجات قيد التصنيع + الإنتاج المثبت + إعانات الاستغلال

ويمثل رصيد جدول حسابات النتائج للدورة وهو النتيجة النهائية للنشاط بعد تأجير جميع عواملها ويمثل قاعدة لتوزيع الأرباح بين المساهمين هذا من ومن جهة أخرى هناك مجموعة من السياسات من شأنها أن تؤثر على هذه النتيجة.

ثانياً: استهلاك السنة المالية = مشتريات + الخدمات الخارجية و الاستهلاك

قيمة هذه النتيجة تعبر عن المصاريف التي تتحملها المؤسسة خلال تلك السنة.

ثالثاً: القيمة المضافة للاستغلال = إنتاج السنة المالية - استهلاك السنة المالية

كما يمكن حسابها بطريقة أخرى كما يلي:

القيمة المضافة للاستغلال = الفائض الإجمالي للاستغلال + تحويل أقساط الإهلاكات و المؤونات - أقساط الإهلاكات و المؤونات - أقساط إهلاك الاستثمار الممولة بالتمويل التجاري

تسمح نتيجة الاستغلال بالتعبير عن زيادة ثروة المؤسسة الناجمة عن نتيجة عمليات التشغيل والاستثمار كما تسمح بقياس النتيجة الصناعية والتجارية للمؤسسة بشكل مستقل عن سياسة الإستدانة والسياسة الجبائية و تسمح بمقارنة المؤسسات التي تنتمي إلى قطاع واحد للنشاط وتقديم عن النتيجة المتولدة عن الاستغلال الأمثل أو لأسوء لوسائل وأدوات الإنتاج وبنفس الطريقة وإذا استطعنا الحصول على تفصيل وتحويل تكاليف الاستغلال فإنه يمكننا أن نضيف الجزء المتعلق بالحسابات التي تدمج في حساب نتيجة الاستغلال ونخص بالذكر تحويل أقساط الإهلاك و المؤونات.

أحمد تيجاني بلعروسي، النظام المحاسبي المالي، دار صومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص203.¹

رابعاً: إجمالي فائض الاستغلال = القيمة المضافة للاستغلال - أعباء المستخدمين - الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة

كما يحسب بالعلاقة التالية:

إجمالي فائض الاستغلال = القيمة المضافة + إعانات الاستغلال + تحويل تكاليف العمال + تحويل الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة

إن الفائض الإجمالي للاستغلال يمثل تدفق نقدياً للاستغلال ويعتبر أداة لتحليل والتنبؤ إذا ما قورن عبر الزمن وقد يكون موجب عبر الزمن في المؤسسة كما يمكن أن يظهر بالإشارة السالبة وتتكلم هنا عن العجز الخام للاستغلال الذي وجدت المؤسسة متخبطة به بشكل خطير، وهذا يعني إذا أمامها أعباء كبيرة ويجب عليها تخطيطها وهي أعباء متعلقة بالاستثمار والتمويل وستكون على حساب خزينتها ومرد وديتها، ولهذا يعتبر الفائض الإجمالي للاستغلال من أهم الأدوات المستعملة في تحليل مردودية المؤسسة.

خامساً: النتيجة العملياتية = إجمالي فائض الاستغلال + المنتجات العملياتية الأخرى + الأعباء العملياتية - مخصصات الإهلاك و المؤونات و خسائر القيمة + استرجاع على خسائر القيمة و المؤونات

سادساً: النتيجة المالية = المنتجات المالية - الأعباء المالية

سابعاً: النتيجة العادية قبل الضرائب = النتيجة العملياتية + النتيجة المالية

النتيجة العادية قبل الضرائب تساوي كذلك مجموع منتجات الأنشطة العادية محذوف منها مجموع الأعباء للأنشطة العادية.

ثامناً: النتيجة الصافية للأنشطة العادية = النتيجة العادية قبل الضرائب - الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية (+ أو -) الضرائب المؤجلة عن النتائج العادية

تاسعاً: النتيجة غير العادية = منتجات غير عادية (+ أو -) أعباء غير عادية

عاشراً: النتيجة الصافية للسنة المالية = النتيجة الصافية للأنشطة العادية + النتيجة الصافية للأنشطة غير العادية.

✓ الأموال الخاصة:

تمثل الأموال الخاصة في نسبة المردودية المالية بالنسبة للوسائل أو الموارد المستعملة من قبل المؤسسة خلال سنة مالية معينة للحصول على النتيجة الصافية لنفس السنة المالية ويمكن تعريفها عموماً بأنها وسائل التمويل المساهم بها أو المتروكة من قبل المالك أو المالكين تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة.

كما تحسب الأموال الخاصة كما يلي:¹

الأموال الخاصة = رأس المال الصادر + رأس المال الغير مطلوب + العلاوات و الإحتياطات (+ أو -) فارق إعادة التقييم (+ أو -) النتيجة الصافية + رؤوس الأموال (الترحيل من جديد).

المبحث الثاني: المحددات الرئيسية للمردودية المالية

ترتبط المردودية المالية وتتأثر بشكل أساسي بالمردودية الاقتصادية ونسبة الاستدانة و هذا ما سنحاول إظهاره من خلال هذا المبحث، و يمكن تحديد العناصر الأساسية المحددة لنسبة المردودية المالية من خلال تجزئة علاقة المردودية المالية كالتالي:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{النتيجة الاقتصادية}} \times \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{رقم الأعمال}} \times \frac{\text{الأصول الاقتصادية}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \times \frac{\text{الأصول الاقتصادية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ومنه يتحدد المستوى المردودية المالية تبعا للمحددات أساسية معينة تتمثل:

- المردودية الاقتصادية؛
- نسبة الاستدانة.

سعدان شبايكي، تقنيات المحاسبة العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، 102. ¹

المطلب الأول: المرادودية الإقتصادية

تسمى بالعائد على الموجودات حيث تعكس هذه النسبة قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من جميع موجوداتها و أصولها، و تقيس أيضا مدى نجاح الإدارة في استعمال هاته الأصول التي عهدت إليها.¹

تهتم المرادودية الإقتصادية بالنشاط الرئيسي للمؤسسة و تستبعد الأنشطة الثانوية و ذات الطابع الاستثنائي حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال المتحصل عليها من جدول حسابات النتائج و الأصول الإقتصادية، و بتالي نستطيع القول أن المرادودية الإقتصادية تقيس فعالية وسائل الإنتاج المستخدمة و التي تسمى بالأصل الإقتصادي مقارنة بنتيجة الاستغلال.²

$$\text{معدل المرادودية الإقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الإستغلال قبل الضريبة}}{\text{الأصول الإقتصادية}}$$

حيث أن:

$$\text{نتيجة الاستغلال} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الضريبة على الأرباح} + \text{المصاريف المالية.}$$

$$\text{الأصول الإقتصادية} = \text{رأس المال} + \text{الديون}$$

أي أن Re تساوي إلى:

$$Re = \frac{Rexp}{AE}$$

أما بعد الضريبة فتعطى بالعلاقة التالية³:

$$Re = \frac{Rexp(1 - t)}{AE}$$

حيث:

Re: معدل المرادودية الإقتصادية؛

¹ عكوش محمد أمين، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المرادودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2007، ص52.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص267.

³ Pierre Vemimen, **Finance d'entreprise**, 9^{ème}, édition dolloz, paris, 2011, p : 296 .

$Rexp(1 - t)$: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة؛

AE: الأصول الاقتصادية.

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال يجب على المؤسسة أن تعمل على تحقيق نسب مستحسنة المرادودية الاقتصادية وذلك من خلال التحكم في أرباحها و نتائجها وكذا حسن استغلال لمجموع أصولها وهذا ما يدخل ضمن أطار الإستراتيجية العامة للمؤسسة حيث أن هذه النسبة تستعمل لقياس فعالية التسيير .

تحليل المرادودية الاقتصادية إلى مركبتين:

يتم تحليل المرادودية الاقتصادية إلى مركبتين كما يلي:¹

$$Re = \frac{Rexp}{AE} = \frac{Rexp}{CA} \times \frac{CA}{AE}$$

حيث:

Re: معدل المرادودية الاقتصادية؛

Rexp: نتيجة الاستغلال؛

AE: الأصل الاقتصادي؛

CA: رقم الأعمال.

ويلاحظ أن معدل المرادودية الاقتصادية يتشكل من نسبتين أساسيتين:

أولا: النسبة الأولى $\frac{Rexp}{CA}$ أي نتيجة (الاستغلال/رقم الأعمال) وتسمى بمعدل الهامش الاقتصادي أو هامش

الاستغلال.

وكتغيير مالي لهذا المعدل فإنه مؤشر لقياس مستوى الربحية أي المرادودية التجارية وبمعنى آخر هو عبارة عن مؤشر للفعالية التجارية للمؤسسة إذ يعبر عن السياسة السعرية وسياسة تسيير الاستغلال للمؤسسة بإعتبار

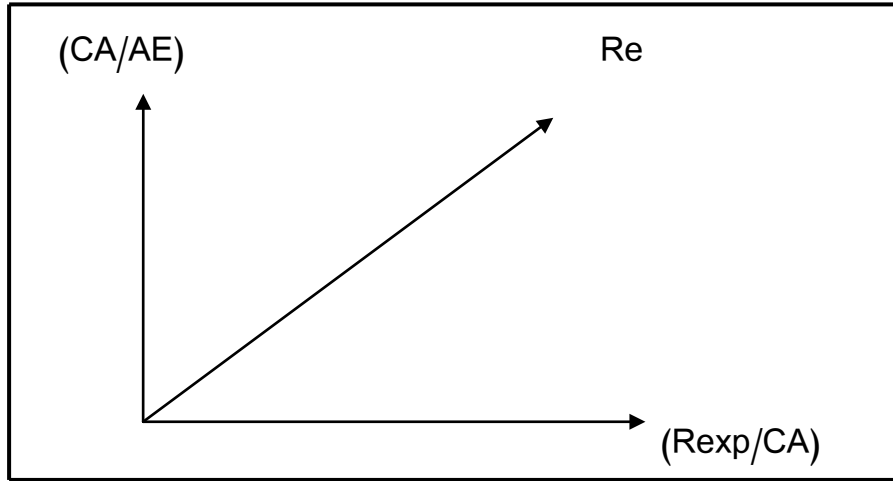
¹ دادان عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص212.

رقم الأعمال رأس المال تجاري مصدر الزبائن فإن معدل الهامش الاقتصادي يسمح بنتجع ما إذا كانت المؤسسة تستعمله بشكل جيد.

ثانياً: النسبة الثانية $\frac{CA}{AE}$ أي (رقم الأعمال / الأصول الاقتصادية) وتسمى بعميل دوران الأصل الاقتصادي فبقدر ما يكون هذا المعدل أكبر بقدر ما كان الأصل المؤسسة على الاستعمال الجيد لمواردها الإنتاجية ومدى قدرتها على ترجمة راس مالها الاقتصادي إلى رقم الأعمال.

ويمكننا أن نعبر عن تحليل المردودية إلى مركبتين تعبيراً بيانياً حيث أنها عبارة عن نقطة في مستويين بعدين ويمكننا توضيحه في الشكل التالي: $\frac{CA}{AE} \cdot \frac{Rexp}{CA}$ فالشعاع المولد بإحداثيتين (0.0) والإحداثيتين

الشكل رقم (2-1): تحليل المردودية المالية إلى مركبتين.



المصدر: دادان عبد الوهاب، مرجع سابق ذكره، ص 216.

- وعليه يمكن القول بأن المردودية الاقتصادية للمؤسسة تتوقف على عنصرين أساسيين:

- معدل الهامش الاقتصادي؛
- ومعدل الأصل الاقتصادي.

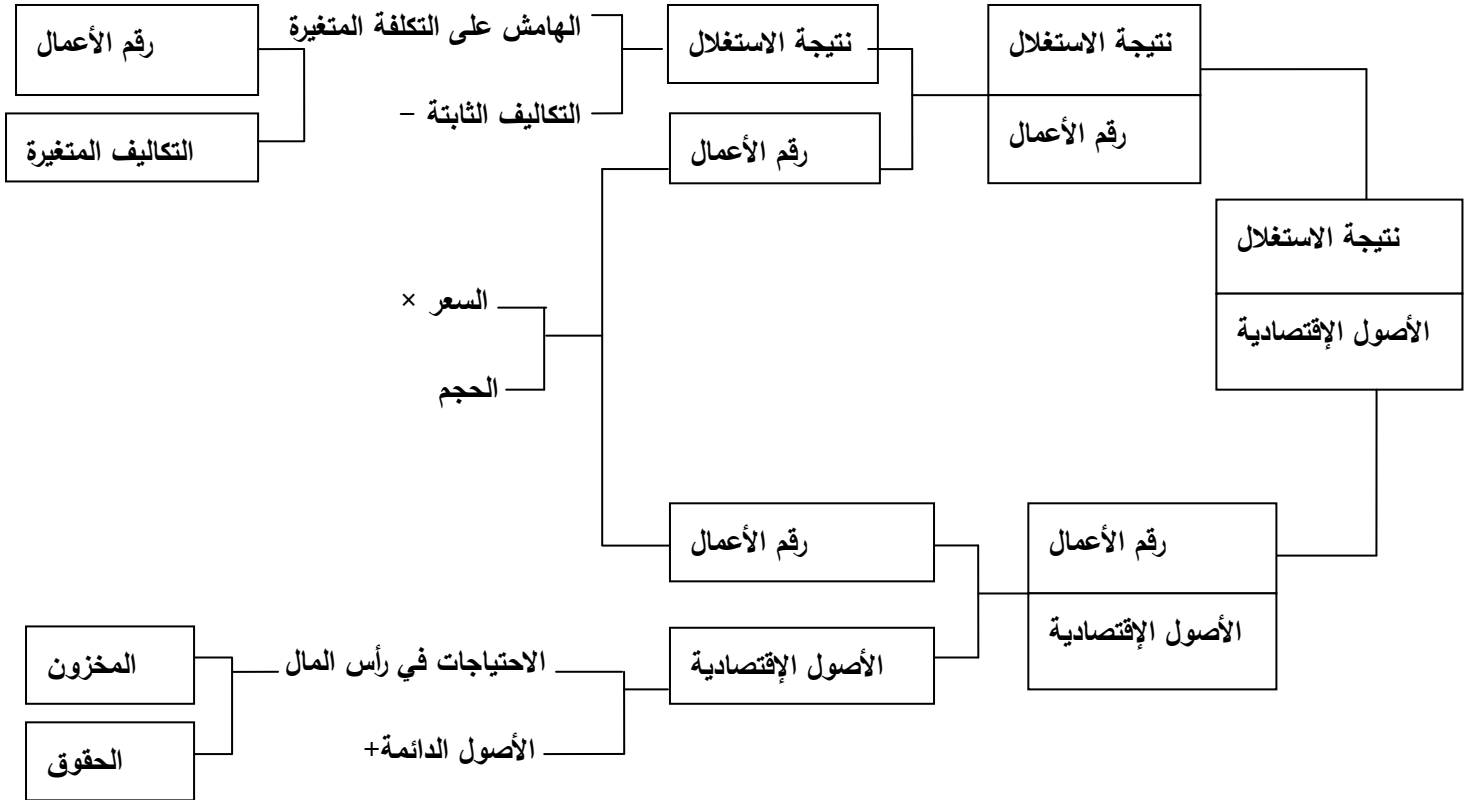
ومن ثم فإن تحليلها إلى مركبتين يمكن الكشف عن سلوكيين:

- السلوك الأول: معدل هامش اقتصادي معتبر مع معدل دوران الأصل الاقتصادي ضعيف؛
- السلوك الثاني: معدل دوران الأصل الاقتصادي معتبر مع هامش اقتصادي ضعيف.

ويمكن من خلال هذا التحليل معرفة مصدر ضعف أو قوة المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة.

❖ العوامل المؤثرة في المرادودية الاقتصادية: يمكن تحديد العوامل المؤثرة في المرادودية الاقتصادية من خلال مخططات "ديون دونمور" كمايلي¹:

الشكل رقم(2-2): شكل يبين العلاقة بين متغيرات المرادودية الاقتصادية



Source: Alain Marion, **Analyse financière concepts et Méthodes**, 3^{ème} édition, Dunod, paris, 2004, p:179.

ونستنتج من الشكل أعلاه، أن تحليل المرادودية الاقتصادية للمؤسسة يتم على مستويين، اثنين يتمثل الأول في تحليلها إلى نسبتين: الهامش الاقتصادي ودوران الأصل الاقتصادي، بينما المستوى الثاني في تحديد مختلف المتغيرات ذات العلاقة بكل نسبة من النسب السابقة حيث أنه:

- تأثر الهامش الاقتصادي أساسا بالمتغيرات المحددة للمبيعات من جهة وبمختلف التكاليف من جهة أخرى؛
- كما يتأثر معدل دوران الأصل بالحجم المطلوب والضروري من الأصول الثانية والمتداولة لسيرورة نشاط المؤسسة.

سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص43. ¹

المطلب الثاني: نسبة الاستدانة¹

من المعلوم بأن تكلفة الديون تعبر عن معدل العائد الذي تدفعه المؤسسة نتيجة الاقتراض، ولها أهمية كبيرة في تفسير أثر الرافعة المالية، من خلال مقارنتها بالمردودية الاقتصادية، من أجل تحديد درجة الخطر المالي.

تعتبر النسبة $\frac{\text{الأصول الإقتصادية}}{\text{الأموال الخاصة}}$ عن نسبة الاستدانة في المؤسسة.

حيث:

مجموع الأصول = مجموع الخصوم؛

مجموع الخصوم = الأموال الخاصة + الديون.

ومنه فالنسبة السابقة تكتب بالشكل التالي:

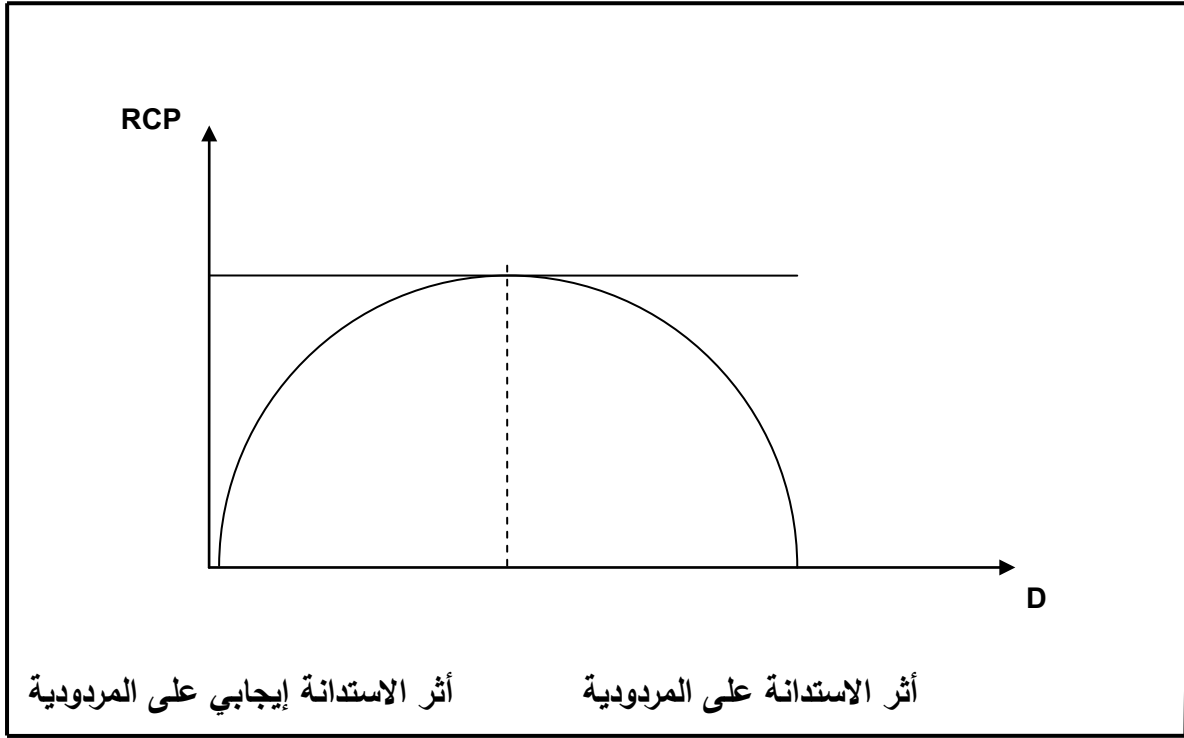
$$\frac{\text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}} + 1 = \frac{\text{الأموال الخاصة} + \text{الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

حيث أن العلاقة بين الأصول الإجمالية والأموال الخاصة تعطي قياس الاستدانة بصورة تظهر المردودية المالية كنتاج للمردودية الاقتصادية من خلال نسبة الاستدانة.

ويمكن إظهار خطر الاستدانة من خلال الشكل الموالي:

سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص44. ¹

الشكل رقم: (2-3) أثر الاستدانة على المرادودية المالية



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 306.

من خلال هذا الشكل بين لنا أن الاستدانة اتجاهات متعاكسان على المرادودية المالية، ففي المرحلة الأولى تتزايد الاستدانة ويكون أثر الاستدانة في هذه الحالة أثر إيجابي إذ ترفع من مرادودية الأموال الخاصة، لكن ابتداء من نسبة محددة للاستدانة والتي تعرف بدورة الاستدانة (كحد أقصى للاستدانة) تصبح ذات أثر سلبي على المرادودية المالية فتبدأ هذه الأخيرة بالتراجع إلى أن تنعدم، وهذا ما استدعي ضرورة مراقبة مستوى الاستدانة باستمرار وذلك من خلال حساب أثر الرافعة المالية.

المبحث الثالث: تحليل أثر قرار التمويل على المرادودية المالية

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل، وبالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير فتحليل أثر الرفع المالي يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية فحسب هذا التحليل يمكن للاستدانة أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة الاستدانة مرادودية الأصول، فيكون تأثيرها إيجابي إذا كانت مرادودية الأصول كافية كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمرادودية كافية من أجل التدليل على ذلك فضلنا أن يكون هذا المبحث لدراسة تقنية أثر الرفع المالي وكيفية عملها.

المطلب الأول: مفهوم أثر الرفع المالي

أولاً: تعريف الرفع المالي

يمكن تقديم التعاريف الآتية لمفهوم الرفع المالي:

يعرف على أنه "إستخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة حيث أن كلاهما له تكلفة ثابتة ويجب على المنشأة الالتزام بدفعها، أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي ويصبح الرفع المالي فعالاً إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة".¹

ويعرف كذلك على أنه: "هو أنه عندما تقوم المؤسسة باستدانة وإشهار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المرادودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة وهذا الفائض سوف يعود على المساهمين ويرفع بذلك مرادودية الأموال الخاصة".²

يقيس الرفع المالي الأثر الايجابي أو السلبي للاستدانة على المرادودية المالية وهذا بمقارنة تكلفة الإستدانة بمعدل المرادودية الاقتصادية.³

يعرف بأنه: "درجة اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء أكانت قروض، أم سندات، أم أسهم ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطر التي يتعرض لها".⁴

وتعرف كذلك: "العلاقة بين المرادودية المالية وهيكل رأس مال المؤسسة وإمكانية الرفع من مرادودية الأموال الخاصة نتيجة إستخدام الديون في هيكل رأس المال مع الأخذ بعين الاعتبار لمستوى المرادودية الاقتصادية المحقق من قبل المؤسسة".⁵

عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص251. ¹

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص270.

سلوى صويلح، مرجع سبق ذكره، ص45. ³

زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص106. ⁴

⁵ المرجع نفسه.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن تغيير الرفع المالي يشير إلى التأثير الممارس من طرف المديونية على مرادودية الأموال الخاصة وهذا من خلال بيان مدى التأثير الإيجابي أو السلبي للقروض في المؤسسة على مرادويتها المالية".

ثانيا: الصياغة الرياضية لأثر الرفع المالي

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرفع المالي، حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب فمؤسسات التي تدفع معدل الضريبة مرتفع تفضل مثلا التمويل باقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر¹.

كما يمكن التعبير عن المرادودية الاقتصادية:

$$\frac{\text{النتيجة الإقتصادية}}{\text{الأصول الإقتصادية}} = \text{المرادودية الإقتصادية}$$

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية:²

Re: نتيجة الاستغلال؛

RN: النتيجة الصافية؛

Re: المرادودية الاقتصادية؛

Rcp: مرادودية الأموال الخاصة؛

CP: الأموال الخاصة؛

D: الاستدانة الصافية؛

I: المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة)؛

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 270.

² المرجع السابق، ص 270، 272.

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا مايلي:

نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال:

$$RN = (Re - ID)(1 - IS) \dots \dots \dots (1)$$

وبقسمة طرفي المعادلة (1) على قيمة الأموال الخاصة CP نجد أن:

$$Rcp = \frac{RN}{CP} = \frac{(Re - ID)(1 - IS)}{CP} \dots \dots \dots (2)$$

$$= \frac{Re - ID}{(CP + D)(1 - IS)(CP + D)} \dots \dots \dots (3)$$

$$= (Re - \frac{CP}{CP} + Re \cdot D$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرفع المالي رياضيا كالتالي:

$$Rcp = \left[Re + [Re - i] \cdot \frac{D}{CP} \right] \cdot (1 - IS)$$

ومن العلاقة نجد:

$\frac{D}{CP}$: يمثل ذراع الرافعة (الاستدانة / الأموال الخاصة)؛

$(Re - I)$: الهامش بين المرودية الاقتصادية وتكلفة الإستهانة؛

$(Re - I) \cdot \frac{D}{CP}$: أثر الرفع المالي.

يمكن البرهنة على هذه العلاقة بسهولة باستخدام المعادلات المحاسبية التالية:

$$\text{الإستهانة الصافية} + \text{الأموال الخاصة} = \text{الأصول الإقتصادية}$$

نتيجة الإستغلال بعد الضريبة - التكاليف المالية بعد الضريبة = النتيجة الصافية

النتيجة الصافية / الأموال الخاصة = مردودية الأموال الخاصة

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية = المردودية الاقتصادية

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) * الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة.

تدعى العلاقة (الاستدانة الصافية/الأموال الخاصة) بالرفع المالي.

والعلاقة (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) * الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة تسمى بأثر الرفع.

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرفع المالي

المطلب الثاني: علاقة قرار التمويل بالمردودية المالية

في اقتصاديات سوف المال المنتشرة بتسارع كبير مؤخرا فان معظم المؤسسات التجارية تسعى إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم، والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية والتي تحسن اعتماد على النتيجة الصافية والأموال الخاصة إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة اكبر ما يمكن أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن وبالتالي يتعاضد الربح على السهم كما تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي هذا من جهة أخرى يمكن التعبير عن المردودية المالية بدلالة كل من نسبة الهيكل التمويلي والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة إذ يعتبر هذا الشكل الجديد للمردودية المالية يحوي العناصر المتحكمة في مصادر التمويل والذي يمكن استخدامه كألية لاتحاد القرار التمويلي، إذ يعتبر الاحتياج لتمويل المشاريع الإستراتيجية دافعا لترشيد عملية استخدام الموارد حيث يتعلق الأمر اولا باستخدام الموارد المتاحة وتلك سياسة تقليل الاحتياج لرأس مال العامل وسياسة تمويل الاستثمارات كما إن ضرورة تحقيق مردودية الأموال الخاصة يدفع المؤسسة تبني سياسة معينة في تمويل استثماراتها والاستخدام المباشر وغير مباشر لهذه الأخيرة دون تحمل تكلفة تمويلها.¹

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 37.

المطلب الثالث: تحليل اثر الرفع المالي على المرادودية المالي

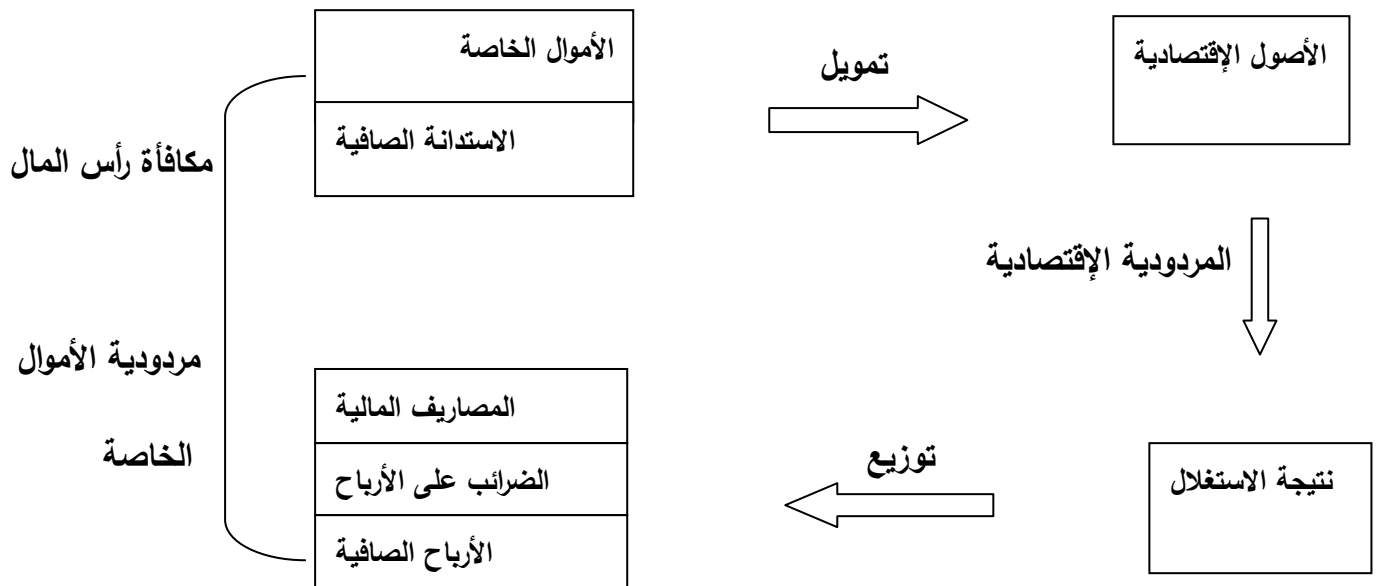
قبل التطرق إلى تحليل أثر الرفع المالي يجب معرفة مبدأ عمل أثر الرفع المالي:

أولاً: مبدأ الرفع المالي¹

يقوم مبدأ أثر الرفع المالي على مبدأ بسيط فهو ناتج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون) فإذا كانت مرادودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين حيث يكون الحديث عن أثر الرفع إيجابي أما في الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المرادودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تتخفض مرادودية المساهمين ويصبح هنا أثر الرفع سلباً إذا يمكننا تفسير أثر الرفع المالي بمعدل مرادودية الأموال الخاصة (المرادودية المالية) بدلاً من معدل مرادودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.

سوف نعتبر في منهجيتنا أن الأموال المستخدمة في حملها تأخذ إما شكل الأموال الخاصة أو الاستدانة هذه الأموال هي أموال مستثمرة في شكل أصول ينتظر منها توليد نتائج فيما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-4): توزيع الثروة في المؤسسة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 268، 269.

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 268، 269.

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تمول مجموع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود على المساهمين في نهاية الأمر عندما نقارن بين مرادودية الأموال الخاصة والمرادودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ومنه نعرف بين مرادودية الأموال الخاصة والمرادودية الاقتصادية بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أبسط أثر الرفع المالي.

أثر الرفع يفسر كيف يمكننا أن تحقق مرادودية أموال خاصة تكون أعلى من مرادودية مجمل الأموال المستثمرة التي نعبر عنها بالمرادودية الاقتصادية لكن علينا أن لا ننساق مع هذا المنطق الذي يقدمه الرفع المالي وهو أنه أن نحصل على ربح مزيد من الأموال بفعل الاستدانة التي يمكن لها أن تؤثر باتجاهين متعاكسين فإذا كان بإمكانها أن ترفع من مرادودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المرادودية الاقتصادية فإنه يمكن أن تكون لها أثر عكسي في بعض الأحيان وتخفض من مرادودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المرادودية الاقتصادية.

إذا مبدأ أثر الرفع المالي هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المرادودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة هذا الفائض سوف يعود على المساهمين ويرفع بذلك من مرادودية الأموال الخاصة فأثر رافعة الاستدانة يرفع مرادودية الأموال الخاصة ومن هذه الخاصة سمي بأثر الرفع المالي فالاستدانة يمكن لها أن ترفع من مرادودية الأموال الخاصة للمؤسسة دون أن تغير من المرادودية الاقتصادية لكن الفرضية الأساسية لهذه الآلية تحقق جدلية أن المرادودية المالية ترتفع عندما تزيد المؤسسة من مديونيتها وأنه يجب أن تكون المرادودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة وفي خلاف ذلك، أي عندما تستدين المؤسسة بمعدل تكلفة (فائدة) أعلى من المرادودية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة يكون هناك عجز سيحمل على مرادودية الأموال الخاصة لأن النتيجة تتخفض وتصبح مرادودية الأموال الخاصة أقل من المرادودية الاقتصادية.

إذا عندما تصبح المرادودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة فإن أثر رافعة الاستدانة ينعكس فتنخفض مرادودية الأموال الخاصة التي تصبح أقل من المرادودية الاقتصادية.

ثانيا : حالات أثر الرفع المالي

يمكن إظهار مبدأ الرافعة من خلال حالتين رئيسيتين:

❖ حالة المؤسسة عديمة الاستدانة¹:

وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع وعندما تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال.

$$D = 0 \leftrightarrow Rcp = Re(1 - IS)$$

في هذه الحالة لا يوجد أثر للرافعة المالية وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

❖ حالة المؤسسة المستدانة²:

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي والتي تعتبر أهم وسائل التمويل.

لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة وهذا ما نحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة المالية (الرفع المالي).

ونميز ثلاث حالات:

➤ حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة ($Re > i$):

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة يكون أثر الرفع المالي موجب

$$(Re - i) > 0 \leftrightarrow Rcp - Re = (Re - i)D/cp$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرفع المالي $\frac{d}{cp}$ أي زيادة اللجوء إلى الاستدانة يؤدي

إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

➤ حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة ($Re = i$):

هذه الوضعية تؤدي إلى تجسيد أثر الرافعة المالية وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية وهي نفس حالة عدم الاستدانة.

➤ حالة المردودية أقل من معدل الفائدة ($Re < i$):

عند تحقق الحالة يكون أثر الرفع المالي سالب

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 274.

² المرجع نفسه، ص ص 275، 276.

$$(Re - i) < 0 \leftrightarrow Rcp - Re = (Re - i)D/CP < 0$$

وتتخفص مرادودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية وهي

حالة أثر الرافعة سالب.

خلاصة:

من خلال ما تم عرضه من مضمون هذا الفصل يمكن القول أن المرادودية المالية تعبر عن العلاقة بين نتيجة السنة المالية والأموال الخاصة وهي تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة والتي تعبر عن مدى قدرتها عن تحقيق نتائج إيجابية، تكون على قدر أهمية الموارد المالية المستخدمة لغرض الحصول عليها خلال فترة زمنية معينة وتندرج ضمن المرادودية المالية كافة العناصر المالية والمتمثلة في: الأموال الخاصة، نتيجة السنة المالية، أما المرادودية الإقتصادية ودرجة المديونية فيعبر مجموعهما عن المرادودية المالية والتي تربطها علاقة بالمصادر التمويلية حيث أن الاقتراض يساهم في تحقيق المرادودية المالية، كما يساهم الرفع المالي في تحقيق زيادة في الأموال الخاصة وبالتالي زيادة في المرادودية المالية.

الفصل الثالث: دراسة أثر علاقة قرار التمويل على المردودية
المالية في مجمع صيدال

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر قرار التمويل على المردودية المالية
لمجمع صيدال

تمهيد:

بعد التطرق إلى الجانب النظري المتعلق بمختلف الجوانب ذات الصلة بالهيكل المالي والمردودية المالية للمؤسسة الإقتصادية.

سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والمردودية المالية لمجمع صيدال من خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019 للإجراء الدراسة التطبيقية سنتناول في هذا الفصل مبحثين أساسيين من خلال التعريف بمجمع صيدال وتطوره التاريخي وهيكله التنظيمي وهذا في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فسنقوم بتقديم نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها.

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe Sidal)

يعد مجمع صيدال (Groupe Sidal) 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: التعريف بمجمع صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأس مال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80% من رأس مال صيدال ملك للدولة وال 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تتمثل مهمة الشركة في تطوير وإنتاج وتسويق الأدوية.¹

المطلب الثاني: التطور التاريخي لمجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الإقتصادية والإنتاجية التي أنشأت عن طريق إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الإقتصادية، وبالتالي يكون مجمع صيدال (Sidal) 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 الاستعمال 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 (Sidal)؛

✓ سنة 1987 تم إدماج مركب المدية لإنتاج المضادات الحيوية الذي كان تابعا للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية SNIC؛

¹ عبد القادر بكحيل، محمد أمين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الإقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37، جامعة الشلف، 2019، ص166.

² <https://www.sidalgroupdz/ar/notre-groupe/histoire>, consulté 17/05/2021 à 10:30H.

- ✓ سنة 1989 استفادت مؤسسة صيدال من الإصلاحات الإقتصادية وأصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية في التسيير وذلك طبقا لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم بموجب ذلك تحويل رأس مالها إلى أسهم وأصبحت مؤسسة وطنية ذات أسهم؛
- ✓ في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات الصلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات أو فروع جديدة تابعة لها؛
- ✓ سنة 1997 استنادا لمخطط 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، انتيببوتيكال، بيوتيك)؛
- ✓ سنة 1999 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر، حيث تم فتح 20% من رأس ماله للمساهمين الخواص و قدرت قيمة السهم الواحد ب 800 دج و كان 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 38.75 إلى 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 فروعيه الأتي ذكرها عن طريق الامتصاص: انتيببوتيكال، فرمال و بيوتيك.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

أولاً: تقديم فروع ووحدات ومديريات المجمع

✓ تقديم الفروع و الوحدات

1-1- 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 و المواد الأولية.

➤ فرع فارمال (Pharmal)

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

✓ وحدة الدار البيضاء وقد أنشأت خلال الستينيات؛

✓ وحدة قسنطينة انضمت إلى صيدال سنة 1998 وهي مختصة في إنتاج مضادات السعال؛

✓ وحدة عنابة انضمت إلى صيدال سنة 1998 تختص في إنتاج الأقراص، المراهم، معجون الأسنان، المحاليل.

➤ فرع بيوتيك (Biotic)

يقع مقره الاجتماعي بالحراش و يتكون من ثلاث وحدات إنتاج هي:

✓ وحدة جسر قسنطينة التي بدأت نشاطها سنة 1984 حيث تختص في إنتاج الأقراص و المراهم
....الخ؛

✓ وحدة الحراش أنشأت سنة 1971 ومن أهم منتجاتها الأقراص والمحاليل؛

✓ وحدة شرشال التي انضمت مؤخرا إلى المجمع لتقوم بإنتاج محلول لتصفية الدم.

1-2- الوحدات:

➤ مركز البحث و التنمية (CRD)

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

- ✓ تطوير الأدوية؛
- ✓ تحقيق مشاريع البحث متنوعة بالبحوث الأساسية في المجال الصيدلاني؛
- ✓ تقديم حاجيات السوق المحلي من أدوات و مواد 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 والإستراتيجيات المالية

تتمثل مهامها في:

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

➤ مديرية التسويق والإعلام 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 الأطباء، صيادلة، بياطرة وجراحي الأسنان.

➤ **مديرية تأمين الجودة والأعمال 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، التركييب.

➤ **مديرية التطوير الصناعي والشراكة**

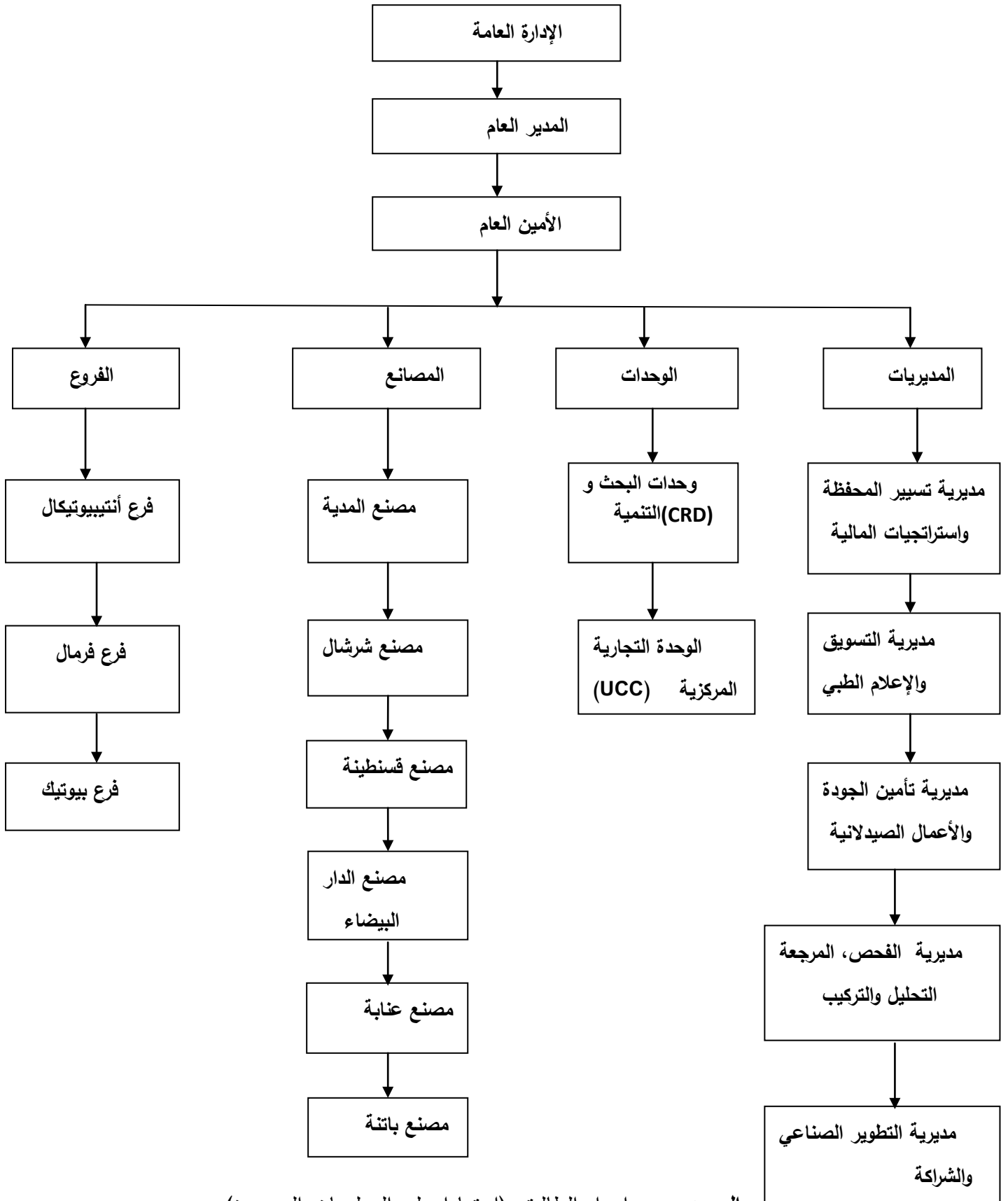
تهتم هذه المديرية بكل النشاطات المرتبطة بالتطوير الصناعي، خاصة الاستثمار في مجال الشراكة سواء مع الوطنيين أو الأجانب، وهذا التعزيز مكانه المؤسسة في الأسواق العالمية.¹

ثانيا - الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال:

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

¹ File://c:/Users/PC/Pictures/ التمويل لمجمع صيدال تعليم الجزائر .Html.

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



المصدر: من إعداد الطالبتين (إعتمادا على المعلومات الموجودة)

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر قرار التمويل في مجمع صيدال (Groupe Sidal)

بعد ما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة ألا وهي "مجمع صيدال" سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر قرار التمويل على المردودية المالية في المؤسسة وذلك باستخدام أدوات إحصائية بهدف الوصول إلى نتائج تفسر انعكاسات قرار التمويل على المردودية المالية 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 ما بين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة".

وبهذا يكون نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على النحو التالي:¹

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

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

U_i : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير؛

β_0 : ثابت المعادلة؛

β_k : معاملات الإنحدار 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 باستخدام Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص156.

أولاً: اختبار معنوية المعامل (T) Student

يستخدم اختبار لتقييم معنوية تأثير 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:

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

بعد حساب قيمة تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة الحرية ($n - 2$) ومستوى المعنوية المطلوب (1%_5%) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم فإذا كانت (T) المحسوبة أكبر من قيمة الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية.¹

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؛²

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 للكسر 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)؛³

و تكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 فإذا كان:⁴

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

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

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

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007، 167، 169.

² حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 87.

³ وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الأهلية للنشر و التوزيع، عمان، 2006، ص 77.

⁴ جيلالي جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، 2009، ص 77.

ثالثا: اختبار إحصائية فيشر ($F \cdot statistic$)

يستهدف هذا لاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة (x_1, x_2, \dots, x_k) والمتغير التابع (Y) و يقوم هذا الاختبار على فرضيتين:

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

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

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

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

يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بحساب قيمة الانحدار وبحساب القيمة الإحصائية (F) وتسمى (F_0bs) ثم تقارن القيمة المحسوبة (F_0bs) مع القيمة الجدولية (F_C) عند مستوى ثقة معين، فإذا كانت (F_0bs) أكبر من (F_C) فإننا نقبل الفرضية البديلة (H_1) أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم H_0 .¹

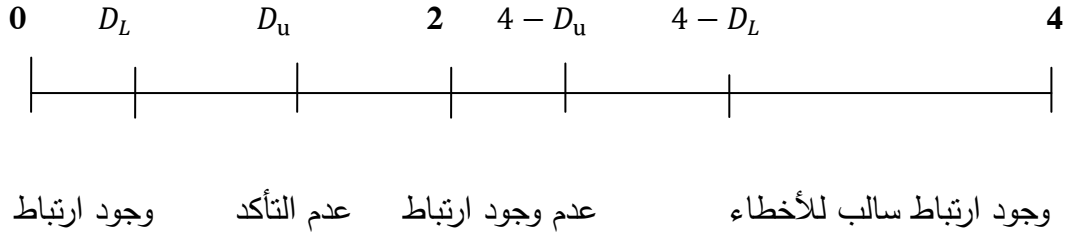
رابعا- الارتباط الذاتي للأخطاء:

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_L و D_U بهدف حصر قيمة (DW) لإتخاذ القرار المناسب حول وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى كما يلي:²

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص167.

² جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص103.

الشكل (2-3): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson):



المصدر: جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص 103.

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

$$H_0 : P_1 = P_2 = P_3 = 0$$

يوجد ارتباط ذاتي

¹ محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، ورقلة، 2011، ص 100.

$$H_1 : P_1 \neq P_2 \neq P_3 \neq 0$$

✓ 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 نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 الذي يقتضي بوجود ارتباط ذاتي، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا لانستطيع رفض فرضية العدم H_0 وبالتالي فلا يوجد ارتباط ذاتي يبين الأخطاء العشوائية.¹

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

في هذا المطلب سنقوم بالتطرق إلى منهجية المتبعة في دراسة أثر قرار التمويل على المردودية المالية وذلك وفق مايلي:

أولاً: مجتمع الدراسة

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

ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى 2019 والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة تأثير التغيرات المستقلة على المتغير التابع أما الحدود المكانية فتمثل 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 وتحويلها وهذا من أجل التوصل إلى نتائج يمكن تحليلها وتفسيرها.

¹ حسام على داود، خالد محمد السواعي، مرجع سبق ذكره، ص323.

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 المردودية المالية

➤ **المتغيرات الرئيسية:** تتمثل المتغيرات الرئيسية في كل من المتغير التابع والمتغير المستقل

✓ **المتغير التابع:**

ويمكن قياس المتغير التابع والذي يتمثل في المردودية المالية عن طريق العلاقة التالية:

النتيجة الصافية

الأموال لخاصة

✓ **المتغير المستقل:**

يمكن قياس المتغير المستقل والذي يتمثل في قرار التمويل عن طريق العلاقة التالية:

الأموال الخاصة

الموارد الدائمة

وتتمثل هذه العلاقة مدى اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة في التمويل.

الديون المالية

الموارد الدائمة

وتتمثل هذه العلاقة مدى اعتماد المؤسسة على الأموال المقترضة في تمويل أنشطتها المختلفة.

➤ **المتغيرات الضابطة:** تتمثل في مجموعة المتغيرات المؤثرة في قيمة المتغير التابع (المردودية المالية)

نذكر منها:

✓ **المردودية الإقتصادية:** ويرمز لها بالرمز (Re) وتتمثل في حاصل قسمة نتيجة الاستغلال قبل الفوائد

والضرائب على إجمالي الأصول ولقد تم الاعتماد على دراسة **علي بن الضب (2009)**؛

✓ **حجم السيولة:** ويرمز لها بالرمز (*Dis*) وتتمثل في حاصل قسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية ويتم قياسها من خلال نسبة السيولة، ولقد تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة

✓ **Anup Chowdlury (2010)؛**

✓ **حجم المؤسسة:** ويرمز لها بالرمز (*Siez*) حيث تعتمد لحسابها على اللوغاريتم النيبيري الإجمالي للأصول؛

✓ **المخاطر التشغيلية:** ويرمز لها بالرمز (*risq*) وتتمثل في نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب) إلى إجمالي الأصول لمستوى المخاطر التشغيلية، ولقد تم الاعتماد على هذا المقياس في دراسة **Fakhfah Ben Atitallah (2002).**

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

2_ عرض متغيرات الدراسة: عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى 2019.

الجدول رقم (3-1): عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019

| Risq | siez ₁ | Dis | Re | Debt ₂ | Cap | Rf | المتغيرات السنوات |
|-------|-------------------|-------|-------|-------------------|-------|-------|----------------------|
| 0.158 | 23.249 | 1.916 | 0.055 | 0.305 | 0.577 | 0.093 | 2010 |
| 0.146 | 23.326 | 1.082 | 0.093 | 0.21 | 0.706 | 0.149 | 2011 |
| 0.143 | 23.354 | 2.078 | 0.085 | 0.211 | 0.699 | 0.133 | 2012 |
| 0.145 | 23.162 | 2.252 | 0.099 | 0.166 | 0.769 | 0.158 | 2013 |
| 0.507 | 23.004 | 3.373 | 0.05 | 0.268 | 0.674 | 0.084 | 2014 |
| 0.517 | 23.024 | 2.866 | 0.04 | 0.222 | 0.724 | 0.055 | 2015 |
| 0.162 | 23.047 | 2.118 | 0.041 | 0.245 | 0.706 | 0.054 | 2016 |
| 0.166 | 23.052 | 2.031 | 0.027 | 0.275 | 0.677 | 0.049 | 2017 |
| 0.526 | 23.057 | 2.166 | 0.028 | 0.327 | 0.604 | 0.059 | 2018 |
| 0.534 | 23.963 | 2.205 | 0,02 | 0.308 | 0.635 | 0.036 | 2019 |

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

بعد التعرف على المنهجية المتبعة في الدراسة، نهدف الآن في هذا المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها، باعتماد على البرنامج الإحصائي (Eviews10)، مما سمح لنا بالحصول على مخرجات سنحاول تحليلها وتفسير نتائجها.

أولاً: تحليل نتائج مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج الارتباط قيد الدراسة والتي نظم المتغير التابع (Rf) والمتغيرات المستقلة

$$(Risq, Siez, Dis, Re)$$

بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة.

الجدول رقم (3-2): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة.

| | RF | CAP | DEBT2 | RE | DIS | SIEZ1 | RISQ |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| RF | 1.000000 | 0.451410 | -0.718508 | 0.986698 | -0.366371 | 0.806637 | -0.585743 |
| CAP | 0.451410 | 1.000000 | -0.923731 | 0.546121 | 0.083134 | 0.096160 | -0.291107 |
| DEBT2 | -0.718508 | -0.923731 | 1.000000 | -0.802071 | 0.091713 | -0.438611 | 0.490457 |
| RE | 0.986698 | 0.546121 | -0.802071 | 1.000000 | -0.342983 | 0.796108 | -0.614984 |
| DIS | -0.366371 | 0.083134 | 0.091713 | -0.342983 | 1.000000 | -0.631105 | 0.625305 |
| SIEZ1 | 0.806637 | 0.096160 | -0.438611 | 0.796108 | -0.631105 | 1.000000 | -0.708800 |
| RISQ | -0.585743 | -0.291107 | 0.490457 | -0.614984 | 0.625305 | -0.708800 | 1.000000 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات برنامج (Eviews)

من خلال النتائج المذكورة أعلاه، نلاحظ أن علاقة الارتباط بين المتغير التابع (Rf) المردودية المالية والمتغيرات المختلفة كانت كالتالي:

✓ معامل الارتباط بين المردودية المالية للمجمع والأموال الخاصة (Cap) تقدر بـ 45,14% وهذا يعني وجود علاقة ارتباط قوية وطردية؛

✓ علاقة عكسية ضعيفة بين المردودية المالية للمجمع والديون المالية (Debt) قدرت بـ -71.85%؛

أما فيما يخص وجود علاقات بين المتغيرات الأخرى المردودية المالية (Rf) للمجمع والتي تتمثل في:

- ✓ المردودية الاقتصادية (Re) لها ارتباط قوي طردي مع المردودية المالية قدر ب 98.66% ؛
- ✓ حجم السيولة (Dis) هناك علاقة ارتباط ضعيفة عكسية قدرت ب -36.63% ؛
- ✓ حجم المؤسسة ($Siez$) هناك علاقة ارتباط قوية طردية قدرت ب 80.66% ؛
- ✓ المخاطر التشغيلية ($Risq$) قدر معامل الارتباط ب -58.57% ويعتبر ضعيف وعكسي؛

أما معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة فيما بينها فقد أخذت عدة قيم منها:

- ✓ علاقة قوية جدا بين المردودية الاقتصادية (Re) وحجم المؤسسة ($Siez$) قدرت ب 79.61% ؛
- ✓ علاقة ضعيفة عكسية بين الأموال الخاصة (Cap) والمخاطر التشغيلية ($Risq$) قدرت ب -29.11% ؛
- ✓ علاقة ضعيفة عكسية بين حجم المؤسسة ($Siez$) والديون ($Debt$) قدرت ب -43.86% ؛

ثانيا- تحليل الانحدار المتعدد:

ستقوم من خلال هذا النموذج بعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد وتقدير معالم الدراسة من خلال مخرجات برنامج ($Eviews$)، ثم تقوم بتفسير وتحليل هذه النتائج.

1_تقدير النموذج قبل التعديل:

ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي :

الجدول رقم (3-3) نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل.

Dependent Variable: RF
Method: Least Squares
Date: 05/30/21 Time: 16:0

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| C | 0.565621 | 0.905281 | 0.624801 | 0.5660 |
| DEBT2 | 0.205767 | 0.090848 | 2.264966 | 0.0862 |
| RE | 1.943634 | 0.235406 | 8.256528 | 0.0012 |
| DIS | -0.002090 | 0.005503 | -0.379801 | 0.7234 |
| SIEZ1 | -0.027349 | 0.039816 | -0.686897 | 0.5299 |
| RISQ | 0.005482 | 0.019084 | 0.287267 | 0.7882 |
| R_squared | 0.990400 | Mean dependent var | | 0.087000 |
| Adjusted R_squared | 0.978401 | S.D. dependent var | | 0.044706 |
| S.E. of regression | 0.006570 | Akaike info criterion | | -6.928789 |
| Sum squared resid | 0.000173 | Schwarz criterion | | -6.747238 |
| Log likelihood | 40.64394 | Hannan-Quinn criter. | | -7.127950 |
| F-statistic | 82.53653 | Durbin-Watson stat | | 2.213481 |
| Prob (F-statistic) | 0.000399 | | | |

المصدر: من إعداد الطالبتين إعتامدا على معطيات برنامج (Eviews10).

من خلال الجدول رقم (3-3) يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$RF=0.5656+0.2057Debt2+1.9436Re-0.0020Dis-0.0273Siez1+0.0054Risq$$

▪ اختبار جودة النموذج قبل التعديل :

يعتمد اختبار النموذج على معامل التحديد **R_squared** والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والذي يجب أن تكون النسبة أكبر ما يمكن من أجل معرفة قبول النموذج الكلي، ومن خلال النتائج الموجودة في الجدول أعلاه نلاحظ أن $R^2=0.9904$ وهو ما يدل على أن النموذج له جودة قوية جدا وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر %99.04 من التغير الحاصل في المتغير التابع ألا وهو المردودية المالية لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية % 0.96 فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

▪ اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:

الجدول رقم(3-4) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل.

| المتغيرات | <i>Prob</i> قيمة الاحتمال | <i>Student (T)</i> القيمة الإحصائية |
|-----------|---------------------------|-------------------------------------|
| Debt2 | <i>Prob</i> = 0.0862 | $T_{Obs} = 2.264966$ |
| Re | <i>Prob</i> = 0.0012 | $T_{Obs} = 8.256528$ |
| Dis | <i>Prob</i> = 0.7234 | $T_{Obs} = -379801$ |
| Siez | <i>Prob</i> = 0.5299 | $T_{Obs} = 0.686897$ |
| Risq | <i>Prob</i> = 0.7882 | $T_{Obs} = 0.287267$ |

المصدر: من إعداد الطالبتين إعتادا على برنامج **Eviews10**

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ :

❖ قيمة الاحتمال *Prob* للمتغيرات السابقة أكبر من مستوى المعنوية 5%؛

❖ قيمة احتمالية *Student* بالقيمة المطلقة للمتغيرات (*RISQ*، *DEBT* ، *RE*، *DIS*،*SIEZ*)

أقل من *T* الجدولية (*Tc*) والتي تساوي $Tc = 2.77$ عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني أن كل

المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض H_1 .

وبغية الحصول على نموذج أفضل قمنا بإجراء تعديلات على النموذج الأولي عن طريق استبعاد

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

الجدول رقم(3-5): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

| النموذج | المتغير المستبعد | (<i>Prob</i>) قيمة الاحتمال | <i>Student(T)</i> القيمة الإحصائية |
|---------|------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 1 | <i>Risq</i> | <i>Prob</i> = 0.7882 | $T_{Obs} = 0.287267$ |
| 2 | <i>Dis</i> | <i>Prob</i> = 0.7234 | $T_{Obs} = -0.379801$ |
| 3 | <i>Siez</i> | <i>Prob</i> = 0.5299 | $T_{Obs} = -0.686897$ |

المصدر: من إعداد الطالبتين.

من الجدول السابق نلاحظ أن:

بلغت قيمة الاحتمال Prob الخاصة بالمخاطر التشغيلية في النموذج الأول 0.7882 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، فيما كانت القيمة الإحصائية Student المحسوبة T_{obs} بالقيمة المطلقة 0.287267 وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي $T_c = 2.5706$ ، ما يعني عدم معنوية العلاقة بين المخاطر التشغيلية و المردودية المالية (Rf) لمجمع صيدال، و بما أن المتغير لديه أكبر قيمة احتمالية قمنا باستبعاده من النموذج الأول.

أما النموذج الثاني توصلنا إلى قيمة الاحتمال Prob للمتغير (Dis) والذي يمثل حجم السيولة قد بلغ 0.7234 وهي أكبر من مستوى 5%، كما قدرت إحصائية Student المحسوبة T_{obs} بالقيمة المطلقة 0.379801 وهي أقل من القيمة الجدولية $T_c = 2.4469$ ، و عليه فإن المتغير ليس له معنوية و بتالي فحجم السيولة (Dis) لا تفسر التغيرات التي يمكن أن تحصل في المردودية المالية لمجمع صيدال وبتالي قمنا بإزالتها من النموذج من أجل الوصول إلى النموذج الثالث.

أما في النموذج الثالث فقدرت القيمة الاحتمالية Prob للمتغير (Siez) ب 0.5299 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت إحصائية Student المحسوبة T_{obs} بالقيمة المطلقة 0,686897 وهي أقل من القيمة الجدولية المقدره $TC = 2,3646$ ومنه (Siez) ليست لها معنوية إحصائية مما يلي أن المتغير المستقل حجم السيولة لا يفسر التغيرات التي تحصل في المردودية المالية لمجمع صيدال، وبتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثالث مما أدى إلى الحصول على النموذج الرابع.

2_ تقدير النموذج بعد التعديل:

بعد التعديل للنموذج الأولي باستخدام برنامج (Eviews10) ظهرت نتائج الإنحذار المتعدد لمتغيرات الدراسة كالأتي:

الجدول رقم (3-6): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل

Dependent Variable: RF
 Method: Least Squares
 Date: 05/25/21 Time: 11:14
 Sample: 2010 2019
 Included observations: 10

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|--------------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| C | -0.053969 | 0.019815 | -2.723649 | 0.0296 |
| DEBT2 | 0.176500 | 0.058690 | 3.007301 | 0.0197 |
| RE | 1.787945 | 0.105598 | 16.93167 | 0.0000 |
| R_squared | 0.988470 | Mean dependent var | | 0.087000 |
| Adjusted R_squared | 0.985175 | S.D. dependent var | | 0.044706 |
| S.E. of regression | 0.005443 | Akaike info criterion | | -7.345540 |
| Sum squared resid | 0.000207 | Schwarz criterion | | -7.254764 |
| Log likelihood | 39.72770 | Hannan-Quinn criter. | | -7.445121 |
| F-statistic | 300.0494 | Durbin-Watson stat | | 1.982679 |
| Prob(F-statistic) | 0.000000 | | | |

المصدر: من إعداد الطالبتين إعتامدا على برنامج **Eviews10**

من خلال الجدول رقم (3-6) يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$R_f = -0,0539 + 0,1765DeBT^2 + 1,7879Re$$

▪ اختيار جودة النموذج بعد التعديل

نلاحظ من خلال النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن معامل التحديد R_squared قدر ب $R^2=0,988470$ وهو مايدل على جودة النموذج ومنه فالمتغيرات (Debt Re) تفسر 98,84% من التغير الحاصل في المردودية المالية لمجمع صيدال، أما النسبة الباقية 1,16% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

▪ اختبار معنوية معاملات الإنحدار بعد التعديل

وقد قدرت نتائج معاملات الإنحدار للنموذج النهائي على النحو التالي:

الجدول رقم (3-7): نتائج اختيار معنوية معاملات الإنحدار بعد التعديل

| القيمة الإحصائية | $Student(T)$ | قيمة الاحتمال ($Prob$) | المتغيرات |
|------------------|----------------------------|--------------------------|-----------|
| | $T_{obs} = 16 \cdot 93167$ | $Prob = 0 \cdot 0000$ | Re |
| | $T_{obs} = 3 \cdot 007301$ | $Prob = 0 \cdot 0197$ | $Debt$ |

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10

من خلال الجدول نلاحظ:

- ✓ قيمة الاحتمال $Prob$ بالنسبة لكل المتغيرات (Re ، $Debt$) هي أقل من مستوى المعنوية 5%؛
- ✓ قيمة إحصائية $Student$ المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة لكل المتغيرات في النموذج الرابع

($Debt$ ، Re) هي أكبر من (T) الجدولية والتي قدرت ب $Tc = 2 \cdot 4469$ عند مستوى المعنوية 5%، ومنه نستنتج أن المتغيرات في النموذج الرابع ($Debt$ ، Re) هي متغيرات ذات معنوية إحصائية ومنه تقبل الفرضية H_1 ونرفض H_0 .

▪ اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية نقوم بمقارنة قيمة إحصائية Fisher الجدولية $F(K, n - K)$ أي $F(2, 8)$ بقيمة فيشر المحتسبة؛

من خلال نتائج الجدول (3-6) نلاحظ أن قيمة فيشر Fisher المحتسبة بلغت $F_{obs} = 300 \cdot 0494$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية التي قدرت ب $Fc = 4 \cdot 45$ عند مستوى المعنوية 5%.
كما أن القيمة الإحصائية المرفقة للإحصائية $Prob(F\text{-Statistic})$ قدرت ب 0،0000 هي أقل من مستوى المعنوية 5%.

▪ اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء $Breush - Godfrey$

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستعمل $Breush - Godfrey$

الجدول رقم (3-8): نتائج اختبار *Breusch – Godfrey* للانحدار الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

| | | | |
|---------------|----------|---------------------|--------|
| F-statistic | 0.560950 | Prob. F(2,5) | 0.6029 |
| Obs*R_squared | 1.832601 | Prob. Chi-Square(2) | 0.4000 |

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج **Eviews 10**.

نلاحظ من الجدول رقم (3-8) أن القيمة الاحتمالية Prob. F و Prob. Chi – Square و المساوية (0.6029، 0.4000) 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 (1.8326) أكبر من 0.05 نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

ثانيا - مناقشة نتائج الدراسة:

لخصنا دراستنا هذه في مجموعة من النتائج نذكرها في التالي:

إن قرار التمويل يؤثر بشكل ملحوظ في المردودية المالية لمجمع صيدال، و ذلك من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج النهائي حيث أن المتغيرات المتمثلة في نسبة الديون (DEBT) والمردودية الاقتصادية (RE) تفسر % 98.84 من التغيرات التي تطرأ على المردودية المالية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة، أما القيمة المتبقية و المتمثلة في % 1.16 فترجع إلى عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

من خلال النموذج النهائي توصلنا إلى أن الديون (DEBT) لها علاقة طردية مع المردودية المالية للمجمع أي أنه عندما ترتفع الديون بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية للمجمع بمقدار (0.176500) ونتائج دراستنا تتطابق مع المنطق وجاءت موافقة للعديد من الدراسات كدراسة عبد الكريم خيرى وحسين بن لعجوز سنة 2017، وهذا راجع إلى أن نسبة الديون في الهيكل المالي لمجمع صيدال أدت إلى خلق وفر ضريبي موجب وبما أن الفوائد (القروض) المدفوعة تقتطع من النتيجة الإجمالية قبل الضريبة وهذا يؤدي إلى رفع النتيجة الصافية، و بتالي تكون النتيجة الاقتصادية أكبر من التكاليف المالية للاستدانة وبهذا سوف تحقق صيدال فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة وهذا الفائض سوف يعود على المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية).

أما فيما يتعلق بمردودية الاقتصادية كان تأثيرها موجب على المردودية المالية لمجمع صيدال، حيث أن زيادة المردودية الاقتصادية (RE) بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المردودية المالية للمجمع بمقدار (1.787945) وهذه النتيجة مطابقة للفكر المالي فزيادة المردودية الاقتصادية يشير إلى تحسن الأداء الصناعي و التجاري للمؤسسة فهي في واقع الأمر مؤشر على فعالية الأصول الاقتصادية للمؤسسة مما يخدم المردودية المالية والتي تزيد بزيادة المردودية الاقتصادية.

واعتمادا على النموذج الأخير فإن كل من المخاطر التشغيلية (RISQ) وحجم السيولة (DIS) و حجم المؤسسة (SIEZ) لا يفسرون التغير في المردودية المالية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة ولهذا تم حذفها من النموذج النهائي.

خلاصة:

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز مدى تأثير قرار التمويل على المردودية المالية لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى 2019 اعتماداً على أن المتغير التابع هو المردودية المالية للمجمع والذي يسمح بتفسير كفاءة مجمع صيدال المعبر عنه بـ(RF)، أما المتغيرات المستقلة المتمثلة في الأموال الخاصة (CAP) و الديون (DEBT)، و كذلك تم الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة التي يمكن أن يكون لها تأثير في المجمع محل الدراسة.

واعتماداً على البرنامج الإحصائي Eviews10 وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد تبين لنا من خلال النموذج النهائي لدراسة أنه توجد علاقة بين قرار التمويل والمردودية المالية للمجمع ذات دلالة إحصائية بمستوى قوي وموجب في حدود 98.84% أما النسبة المتبقية فنرجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج و المقدر بـ 1.16%، كما تبين من خلال نتائج اختبار المعنوية أن المتغير المستقل (الأموال الخاصة) CAP و كذلك المتغيرات الضابطة المتمثلة في المخاطر التشغيلية (RISQ)، وحجم السيولة (DIS)، حجم المؤسسة (SIEZ) ليست لها معنوية و لهذا تم إزالتها من النموذج.

الخاتمة

إن بقاء المؤسسة واستمرارها متوقف على استخدامها الأمثل للموارد المتاحة لديها، من خلال هذا البحث حاولت دراسة أهمية اتخاذ القرار التمويلي السليم في المؤسسة الاقتصادية بغرض الرفع من مردوديتها المالية، والذي يكون عن طريق اختيار هيكل مالي سليم تتخفف فيه تكلفة الأموال إلى أقصى حد.

وقد استهدف الجزء التطبيقي من هذه الدراسة اختبار أثر قرار التمويل على المردودية المالية لمجمع صيدال (GROUPE SAIDAL)، خلال الفترة مابين (2010_2019).

أولاً- نتائج الدراسة:

بعد دراستنا لموضوع أثر قرار التمويل على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية توصلنا إلى مجموعة من النتائج كالآتي:

أ- نتائج الجانب النظري:

تتمثل النتائج الخاصة بالجانب النظري فيما يلي:

- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية والتي تشكل هيكلها التمويلي إلى صنفين هما الأموال الخاصة وأموال الاستدانة، بالإضافة إلى أن هناك العديد من الخصائص التي تميز كل مصدر تمويلي عن الآخر والتي تتيح فرصة كبيرة للمؤسسة للمفاضلة بينها بهدف تمكينها من اختيار مصادر التمويل التي تتماشى مع أهدافها؛
- هناك عوامل كثيرة يمكن أن تتحكم في المؤسسة عند اتخاذها القرارات التمويلية أهمها تكلفة التمويل، حيث يمكن الوصول إلى هيكل مالي أمثل، يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة التمويل إلى حدودها الدنيا؛
- يعد قرار التمويل من أهم الأدوات ضمن السياسة المالية للمؤسسة والتي تسعى من خلالها إلى تحقيق أهدافها، التي تتمحور حول تقديم أكبر مردودية ممكنة لملاكها من جهة وخفض التكاليف من جهة أخرى؛
- إن اختلاف المفاهيم حول المردودية المالية أدى إلى وجود عدة أنواع لها أهمها المردودية المالية؛
- تعبر المردودية المالية عن مستوى مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة، و بنالي فهي تعتبر مقياسا للكفاءة الاقتصادية ويجب دراستها بدقة لوضع نقاط مرجعية لنشاط المؤسسة الزمني والمكاني وهي عدة أنواع منها: المردودية التجارية، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

ب-نتائج الجانب التطبيقي:

يمكن ذكرها في التالي:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مقاسة بالديون (DEBT2) و المردودية المالية للمجمع ،و كانت هذه العلاقة ذات معنوية إحصائية و منه فعندما ترتفع نسبة الاستدانة سيوافقه ارتفاع المردودية المالية بمقدار (0.17650)، وبالتالي فنسبة الاستدانة تؤثر بإيجاب على المردودية المالية مثل ما جاءت بيه الدراسات السابقة ،حيث أن المردودية المالية ترتبط برفع المالي فإذا كان معدل المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة على الديون (مع زيادة أو ثبات الديون و انخفاض الأموال الخاصة) فإن هذا سيؤدي حتما إلى ارتفاع المردودية المالية؛
- يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للمردودية الاقتصادية (RE) على المردودية المالية RF لمجمع صيدال، فعندما ترتفع المردودية الاقتصادية سيوافقه ارتفاع المردودية المالية بمقدار 1.787945 وهو ما يتوافق مع ما جاء به الفكر المالي؛
- كما أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لحجم السيولة DIS على المردودية المالية لمجمع صيدال GROUPE SAIDAL غير أن الأدبيات المالية تؤكد على وجود علاقة بينهما، فالاحتفاظ المفرط بالسيولة قد يؤدي إلى تجميد الأموال وتحمل تكلفة الفرصة البديلة مما يؤدي سلبا على المردودية المالية، من جهة أخرى ضعف السيولة يؤدي إلى تحقيق المؤسسة لخسائر تعرضها إلى مخاطر التوقف والتصفية مما ينتج عنه تراجع مردودية الملاك؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لحجم المؤسسة (SIEZ1) على المردودية المالية لمجمع صيدال GROUPE SAIDAL، وهذا مما يتنافى مع ما جاء به الفكر المالي فزيادة حجم المؤسسة يعني بالضرورة زيادة حجم المبيعات وكبر حجم الاستثمارات وتوسع حجم نشاط المؤسسة ، و هو ما يترتب عنه زيادة المردودية المالية؛
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر التشغيلية RISQ و المردودية المالية RF، فارتفاع المخاطر التشغيلية سيشهد بمقابل ارتفاع المردودية المالية RF (0.05482).

ثانيا- اختبار الفرضيات:

من خلال دراستنا للموضوع توصلنا إلى مجموعة من النتائج التي يتم من خلالها اختبار مدى صدق الفرضيات أو نفيها وذلك كتالي:

❖ **الفرضية الأولى:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون DEBT2 والمردودية المالية لمجمع صيدال واستنادا لنتائج النموذج النهائي الذي اظهر أن القيمة المعنوية للديون هي أقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت ب (0.0197)، كما أن قيمة المعامل تساوي (0.176500)، وهذا يدل على أن لديون أثر معنوي إيجابي على المردودية المالية لمجمع صيدال ومنه نثبت صحة الفرضية.

❖ **الفرضية الثانية:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون DEBT2 والمردودية المالية لمجمع صيدال ولقد تم نفي هذه الفرضية، حيث أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون والمردودية المالية حيث نسبة الاستدانة تفسر التغيرات الحاصلة في المردودية المالية للمجمع وهذا ما يوضحه النموذج النهائي الذي اظهر أن القيمة المعنوية للديون قدرت ب(0.0197)، وهي أقل من مستوى المعنوية 5% وعليه تم نفي هذه الفرضية.

ثالثا - الاقتراحات:

توصلنا إلى مجموعة من الاقتراحات بناء على نتائج الدراسة يمكن ذكرها في الآتي:

- ❖ يجب على المجمع التنويع في مصادر التمويل المستعملة مع الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية لما تحققه من مزايا (وفر ضريبي) أثر (الرفع المالي)، وذلك في الحدود التي يكون فيها الأثر المالي موجب؛
- ❖ يجب على المجمع مراعاة أن تكون المردودية المالية المتوقعة كافية لتعويض حملة الأسهم عن المخاطر التي تتعرض لها العوائد التي يتحصلون عليها؛
- ❖ على إدارة المجمع عند اتخاذها لقرار التمويل الأخذ بعين الاعتبار تدنية تكلفة التمويل إلى حدودها الدنيا مع الحفاظ على مستوى مقبول من العائد.

رابعا - أفاق الدراسة :

لا يزال البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية واسعا وقد تبين لنا أن هناك بعض المحاور التي تستحق المزيد من البحث والدراسة نذكر منها:

- أثر باقي القرارات المالية (قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح)، على المردودية المالية للمؤسسة؛
- محددات الهيكل المالي للمجمع صيدال (SAIDAL GROUP).

قائمة المراجع

❖ المراجع باللغة العربية:

أولاً- الكتب:

- 1- أحمد تيجاني بلعروسي، النظام المحاسبي المالي، دار صومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
- 2- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 3- بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008
- 4- جيلالي جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
- 5- الحاج طارق، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 6- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 7- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 8- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 9- حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 10- خوني رابح، حساني رقية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، دار إيتراك للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2008.
- 11- الراوي خالد، بركات عبد الله وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج، عمان، 2002.
- 12- زغيب مليكة، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج المالي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 13- شبايكي سعدان، تقنيات المحاسبة العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.
- 14- الشخي حمزة، إبراهيم الجزائري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1998.
- 15- شيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، ورقلة، 2011.

- 16- الصيرفي محمد، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 17- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 18- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 19- عبد الحليم كراجة وآخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 20- عبد العزيز سمير محمد، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1997.
- 21- عبد العزيز سمير محمد، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
- 22- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 23- عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر، عمان، 1997.
- 24- على عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002.
- 25- فوزي عبد الجليل، التحليل المالي، دار العالمين، الإسكندرية، 2000.
- 26- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى علمي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 27- كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997.
- 28- لسوس مبارك، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 29- لشهب زكرياء، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، 2014.
- 30- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 31- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

- 32- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، دار الفتح لتجديد الفني، الإسكندرية، 2008.
- 33- مطر محمد، الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي والإئتماني، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 34- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان 2010.
- 35- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 36- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 37- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 38- منير إبراهيم هندي، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 39- ناصر دادي عدون، عبيدات مقدم وآخرون، دراسة حالات في المحاسبة و مالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
- 40- نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 41- وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الأهلية للنشر و التوزيع، عمان، 2006.
- ثانيا- الرسائل الجامعية:
- 42- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، جامعة بسكرة، 2012.
- 43- بوطغان حنان ، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة البتروكيمياة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007.

- 44- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، جامعة جيجل، 2006.
- 45- دادان عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 46- صويلح سلمى، أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2017.
- 47- عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2017.
- 48- عكوش محمد أمين، أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على المردودية المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2007.
- 49- كعواش جمال الدين، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2009.
- 50- لامية بوتوسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2008.

ثالثا- المجالات:

- 51- بكحيل عبد القادر ، محمد أمين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد37، جامعة الشلف، 2019. 52- زغيب مليكة، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5، جامعة فرحات عباس، 2005.
- 53- قرامز فاطمة الزهراء، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، ديسمبر 2016، الجزائر.
- 54- مجلغ سليم ، بن يونس ياسر ، وآخرون، أثر الهيكل المالي على المردودية المالية دراسة تطبيقية في مؤسسة عمر بن عمر، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11، العدد 2، 2010.

❖ المراجع باللغة الأجنبية:

أولاً - الكتب:

- 55- Alain Marion, Analyse financière concepts et Méthodes, 3^{ème} édition, Dunod, paris .
- 56- B.Collasse, la rentabilité de l'entreprise, 3^{ème} édition, Dunod, paris, 1999.
- 57- Pierre-Andrè Dufigour, Anne Gazengel, Introduction à La d'entreprise, Dunod, paris, 1993.
- 58- Team. Pierre Jabard et Patrick Navette, Finance, 2^{ème} édition, Dalloz Paris, 2003.

ثانياً - المواقع الإلكترونية:

- 59- <https://wwwsaidalgroupdz/ar/notre-groupe/histoire>
- 60- File://c:/Users/PC/Pictures/التمويل لمجمع صيدال تعليم الجزائر/التمويل.html.

الملاحق

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر قرار التمويل على المردودية المالية للمجمع الصناعي صيدال (Groupe Saidal) خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019 باستخدام الانحدار الخطي المتعدد عن طريق صياغة نموذج قياسي باستخدام برنامج Eviews10، لدراسة العلاقة بين المردودية المالية كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة للهيكل المالي وهذا بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع.

وقد خلصت دراستنا هذه إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل باستدانة على المردودية المالية لمجمع صيدال (Groupe Saidal) خلال فترة الدراسة في حين أثبتت نتائج الدراسة أن الاستدانة والمردودية الاقتصادية تأثير إيجابي على المردودية المالية، بينما كل من حجم السيولة، حجم المؤسسة والمخاطر التشغيلية لا يفسران التغيرات الحاصلة في المردودية المالية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل، قرار التمويل، الهيكل المالي، المردودية المالية.

Summary

The present study aims at understanding the effect of funding decision on the financial profitability of the industrial centre Saidal from 2010 until 2019, Thus this study is mainly based on the use of multiple linear regression through formulating a standard model using the Eviews 10 program, In addition, it has been relied on the financial statements of the centre in order to study the relationship between financial profitability as a dependent variables of the financial structure.

The results obtained from this study have shown that there is a statistically significant effect of Saidal, the results have also proved that both indebtedness and economic profitability have a positive impact on financial profitability. On the other hand, it has been confirmed that the volume of liquidity, the size of the institution and business risks do not explain the changes that occur at the level of financial profitability of Saidal centre.

Key words: funding sources, funding decision, financial structure, financial profitability.