وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة عمار ثليجي بالأغواط

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير

تخصص: مالية و محاسبة

تـاريخ المناقشة : 02 جويلية 2013

الموضـــوع :

أثر قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية على العائد و المخاطرة
دراسة حالة لمجمع صيدال

من إعداد الطالب :

✓ بن نوار عمـــار

تحت إشراف الدكتور:

✓ إبراهيم بـورنان

أعضاء لجنة المناقشة

- د : ميلود زيد الخير	أستاذ محاضر أ	- جامعة الاغواط	- رئيسا
- د : إبراهيم بورنان	أستاذ محاضر أ	- جامعة الاغواط	- مقررا
- د : إلياس بن الساسي	أستاذ محاضر أ	- جامعة ورقلة	- ممتحنا
- د : محمد عجيلة	أستاذ محاضر أ	- جامعة غرداية	- ممتحنا
- د : عبد القادر حفـاي	أستاذ محاضر ب	- جامعة الاغواط	- ممتحنا

السنة الجامعية: 2013/2012



﴿ وفوق كل ذي علم عليم ﴾

إهــداء

إلى روح جدي و أبي الطاهرتين رحمهما الله؛

إلى أغلى ما في الوجود، أمي العزيـزة؛

إلى إخوتي وجميع العائلة؛

إلى جميع الأصدقـاء؛

إلى كل من لامست أنامله هذه المذكرة ؛

أهدي هذا العمل

شكر وعرفان

الحمد لله أحمده حمدا يليق بجلاله على كل نعمة من بها علي

نحمده ونثني عليه

نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى؛

الأستاذ الكريم : **بورنان إبراهيم**

على إشرافه وحسن توجيهه

كما نتقدم بالشكر والتقدير إلى الأساتذة لتفضلهم بمناقشة هذه المذكرة

أشكر جميع الأساتذة والزملاء على التوجيهات والدعم

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لجميع موظفي كلية العلوم الإقتصادية و التجارية وعلوم التسيير و أخص بالذكر موظفي المكتبة ، و جميع موظفي كلية التكنولوجيا.

تكمن أهمية إختيار القرار التمويلي لما يحدثه هذا الأخير من تأثير على عوائد الملاك و أيضا على المخاطر المالية، لذا على الإدارة المالية في المؤسسة أن توازن بين قرارات التمويل المتاحة للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدنى الحدود و تقل عنده درجة المخاطرة، و بالتالي ينعكس إيجابا على عوائد الملاك و على القيمة السوقية للسهم. ففي حال إفراط المؤسسة في إستعمال مصدر تمويلي ما و ليكن التمويل بالإستدانة مثلا فإنه يجر التكلفة المتوسطة للهيكل المالي إلى الإرتفاع على المستوى البعيد رغم إنخفاضه في المستوى القريب و تحمل مخاطر مالية أعلى، هذا ما يؤدي إلى دخول المؤسسة في دائرة العجز المالي و صعوبة اللجوء إلى التمويل من مصادر خارجية، لذا يجب أن لا تنساق المؤسسة مع المنطق الذي تقدمه أثر الرافعة المالية ، فإذا كان بإمكانها أن ترفع من مردودية أموال الملكية بالمقارنة مع المردودية الإقتصادية، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكسي إذا قلت المردودية الإقتصادية مقارنةمع تكلفة الإستدانة مما يؤدي لحصول عجز سيُحمل على مردودية أموال الملكية. كما أن الإفراط في تمويل إستثمارات المؤسسة بأموال الملكية الذي يعتبر ذو تكلفة عالية نسبيا قد يخفض من عوائد الملاك نتيجة كبر عدد المساهمين، و عدم إهتمام الإدارة بإستخدامات هذه المصادر مقارنة بتلك المتحصل عليها من الغير، مما يؤدي إلى إضعاف العائد.

الكلمات المفتاحية : قرار التمويل ، الهيكل المالي ، أموال الملكية ، أموال الإستدانة ، العائد ، المخاطرة ، المخاطر المالية ، الرافعة المالية.

The importance of the funding-decision selection lies on the impact of owners' income and the financial risk, so the enterprise's financial management needs to set a balance between the available funding-decisions to reach the perfect financial structure, which at that point the cost of funds and the degree of risk will be reduced to the lowest level, the result will be positive on the owners' income and the market value of the share. In the case of the enterprise overuse a funding source "a funding leverage " for example, the leverage funding will drag the average cost of the financial structure to a high level in the long term despite the low level in the near term, and taking higher financial risks, this is what puts the enterprise in a financial deficit situation and the difficulty to depend on external funding resources, so the enterprise should not be over-depending on the concept of the financial leverage impact, if it can raise the profitability of the ownership funds compared with the economic viability, it can have the opposite effect if the economic viability decreased compared with the debt cost, which leads the financial leverage to obtain a deficit and charged on The Owners Funds. The over-financing of the enterprise's investments by the owners' funds, which is considered a highly-cost may reduce the owners' income as a result of the large number of shareholders, and lack of administration attention to the use of these resources compared to those obtained from others, this leads the income to be more weak.

Key words: Financial Decision, Financial Structure, Equity, Debt, Return, Risk, Financial Risk, Financial Leverage.

قائمـــة المحتويـــات

الإهداء.....	III
الشكر.....	IV
ملخص.....	V
قائمة المحتويات.....	VII
قائمة الأشكال.....	X
قائمة الجداول.....	VII
مقدمة عامة.....	أ- ز

الفصل الأول: الخلفية النظرية لقرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد.....	02
المبحث الأول: السياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية.....	03
المطلب الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية	03
المطلب الثاني: سياسات التمويل في المؤسسة	08
المطلب الثالث: الإحتياجات المالية في المؤسسة.....	11
المطلب الرابع: مصادر التمويل في المؤسسة.....	15
المبحث الثاني: إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية.....	21
المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل	22
المطلب الثاني: محددات إختيار قرار التمويل	27
المطلب الثالث: أساليب إختيار قرار التمويل	32
المطلب الرابع: القرار المالي المتوازن	37
المبحث الثالث: تكلفة رأس المال والهيكل المالي في المؤسسة.....	42
المطلب الأول: مفهوم تكلفة الأموال	42

المطلب الثاني: حساب تكلفة رأس المال	45
المطلب الثالث: الهيكل المالي في المؤسسة	51
المطلب الرابع: نظريات الهيكل المالي.....	54
خلاصة الفصل.....	61
الفصل الثاني: العائد والمخاطرة في ظل قرار التمويل	
تمهيد	63
المبحث الأول : العائد في المؤسسة الاقتصادية.....	64
المطلب الأول: مفهوم العائد	64
المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على العائد.....	67
المطلب الثالث: أنواع العائد.....	73
المطلب الرابع: احتساب العائد	78
المبحث الثاني: المخاطرة في المؤسسة الإقتصادية.....	85
المطلب الأول: مفهوم المخاطرة.....	85
المطلب الثاني: أنواع المخاطر.....	89
المطلب الثالث: قياس الخطر.....	93
المطلب الرابع : العلاقة بين العائد والمخاطرة.....	101
المبحث الثالث: إنعكاسات قرار التمويل على العائد والمخاطرة.....	107
المطلب الأول : اختيار قرار التمويل على أساس العائد المتوقع و المخاطرة.....	107
المطلب الثاني : أثر قرار التمويل على المخاطرة.....	114
المطلب الثالث : أثر قرار التمويل على العائد.....	118
خلاصة الفصل.....	123
الفصل الثالث : أثر قرار التمويل في مجمع صيدال على العائد و المخاطرة	

تمهيد	125
المبحث الأول : تقديم عام لمجمع صيدال.....	126
المطلب الأول : نشأة وتطور مجمع صيدال.....	126
المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي.....	130
المطلب الثالث : دخول مجمع صيدال البورصة.....	135
المبحث الثاني : تقييم نشاط المجمع.....	140
المطلب الأول : تقييم أداء الجمع من جانب الإستغلال	140
المطلب الثاني : تقييم أداء الجمع من جانب الشراكة و الصادرات.....	149
المطلب الثالث : أداء أسهم مجمع صيدال في البورصة.....	152
المبحث الثالث : واقع الهيكل التمويلي و العائد و المخاطرة المالية في مجمع صيدال.....	154
المطلب الأول : واقع قرار التمويل بالملكية في مجمع صيدال.....	155
المطلب الثاني : واقع الإستدانة في مجمع صيدال.....	161
المطلب الثالث : واقع العائد في مجمع صيدال.....	167
المطلب الربع : واقع المخاطرة في مجمع صيدال.....	171
المبحث الرابع : تصميم الدراسة القياسية و إختبار الفرضيات.....	178
المطلب الأول : اختبار سكون السلاسل الزمنية	178
المطلب الثاني : اختبار التكامل المشترك	180
المطلب الثالث : تحديد فترات الإبطاء المثلى و إختبار العلاقة السببية بين المتغيرات.....	181
المطلب الرابع : تحليل متغيرات الدراسة و إختبار الفرضيات	182
خلاصة الفصل.....	186
الخاتمة.....	188
قائمة المراجع.....	195
الملاحق.....	201

قائمـــة الأشكـــال

رقم	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	موقع وظيفة الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي	5
(2-1)	سياسة التمويل المتحفظة	9
(3-1)	سياسة التمويل المجازفة	9
(4-1)	سياسة التمويل المطابقة	10
(5-1)	مصادر تمويل المؤسسة	15
(6-1)	أثر الإستدانة على المردودية الإقتصادية	35
(7-1)	خريطة التعادل	37
(8-1)	العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح	55
(9-1)	العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا للمدخل التقليدي	56
(10-1)	العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي ربح العمليات	57
(11-1)	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة	58
(12-1)	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة و وجود تكلفة الإفلاس و الوكالة	59
(1-2)	منحنى عائد موجب الإنحدار	68
(2-2)	منحنى عائد سالب الإنحدار	69
(3-2)	منحنى عائد محدب	69
(4-2)	منحنى العائد الأفقي	70
(5-2)	أنواع سلوك المستثمر إتجاه المخاطرة	89
(6-2)	التوزيع الإحتمالي المنفصل للتدفقات النقدية السنوية للإقتراحين الإستثماريين	95
(7-2)	التوزيع الإحتمالي المستمر للتدفقات النقدية السنوية للإقتراحين الإستثماريين	95
(8-2)	منحنى العلاقة بين العائد و المخاطرة	101
(9-2)	منحنى علاقة العائد مع المنفعة	102
(10-2)	منحنى المبادلة بين العائد و المخاطرة	106
(11-2)	ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات	109
(12-2)	الاقتراض والمخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة	112

(13-2)	المخاطر المحدثة من الإستدانة على المؤسسة	120
(1-3)	مراحل إنشاء مجمع صيدال	127
(2-3)	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	130
(3-3)	نتائج التقسيم النهائي للعرض العمومي	139
(4-3)	توزيع مبيعات المجمع على المراكز التجارية	141
(5-3)	تطور مبيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)	143
(6-3)	توزيع إنتاج المجمع حسب الفروع	146
(7-3)	تطور إنتاج المجمع خلال الفترة (1999-2008)	147
(8-3)	تطور عدد عمال المجمع لفترة (2006-2009)	148
(9-3)	تطور تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2009	153
(10-3)	القيمة للسوقية لأسهم المجمع خلال الفترة (1999-2008)	154
(11-3)	تطور نسبة الأموال الممتلكة إلى مجموع الأصول للفترة (1999-2009)	157
(12-3)	تطور الأموال الممتلكة للمجمع خلال الفترة (1999-2008)	159
(13-3)	تطور نسبة مساهمة الديون في تمويل إجمالي الأصول	162
(14-3)	نسبة الزيادة في مختلف عناصر الديون قصيرة المدى للسنوات المدروسة	166
(15-3)	تطور أهم عناصر جدول حسابات النتائج للمجمع للفترة (1999-2009)	168
(16-3)	تطور النتيجة الصافية للمجمع للفترة (1999-2009)	170
(17-3)	تطور أثر الرافعة المالية لمجمع للفترة (1999-2009)	174
(18-3)	نسبة الإنحراف المعياري من النتيجة الصافية لكل سنة على حدى	176

قائـــمـــــة الجـــــــداول

رقم	عنوان الجدول	الصفحة
(1-2)	القيمة المتوقعة النقدية السنوية لإقتراحيين إستثماريين	94
(2-2)	تقدير الإنحراف المعياري للإقتراحين الإستثماريين	97
(3-2)	تقدير معامل الإختلاف لإقتراحين إستثماريين	99
(4-2)	ربحية السهم و درجة الرفع المالي للبدائل الثلاث	113
(5-2)	أصول و خصوم ثلاث شركات بصورة إجمالية	116
(6-2)	تأثير الرفع المالي على عوائد حملة الأسهم	117
(1-3)	بطاقة معلومات عن المجمع الصناعي صيدال	129
(2-3)	كيفية حساب السعر الاقتصادي لسهم مجمع صيدال	137
(3-3)	تكاليف العرض العمومي	138
(4-3)	نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال	139
(5-3)	مقارنة المبيعات المحققة مع المقدرة لسنة 2009	140
(6-3)	توزيع المبيعات حسب المراكز التجارية	141
(7-3)	توزيع مبيعات المجمع حسب الموردين	142
(8-3)	تطور مبيعات مجمع صيدال خلال الفترة (1999- 2009)	143
(9-3)	نسب تطور مبيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)	144
(10-3)	مقارنة الإنتاج المحقق لسنة 2008 بإنتاج سنة 2007	144
(11-3)	مقارنة الإنتاج المحقق مع المقدر لسنة 2008	145
(12-3)	توزيع الإنتاج حسب الفروع لسنة 2009	145
(13-3)	تطور الإنتاج خلال الفترة (1999-2009)	146
(14-3)	تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة 2006-2009	148
(15-3)	صادرات مجمع صيدال للفترة 2007 ، 2008 ، 2009	152
(16-3)	تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2008	152
(17-3)	تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2009	152
(18-3)	القيمة السوقية لأسهم صيدال خلال الفترة (1999- 2009)	153

(19-3)	نصيب السهم من توزيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)	154
(20-3)	تطور نسبة مساهمة الأموال الملكية في تمويل الأصول لمجمع صيدال الفترة(1999 – 2009)	156
(21-3)	تطور مكونات رأس المال الممتلك لمجمع صيدال للفترة (1999-2009)	158
(22-3)	تطور قدرة التمويل الذاتي لمجمع صيدال للفترة (1999-2009)	160
(23-3)	تطور نسبة الديون إلى مجموع الخصوم لمجمع صيدال للفترة (1999-2009)	162
(24-3)	تطور نسبة نمو الديون طويلة الأجل و نسبتها إلى إجمالي الديون لمجمع صيدال للفترة (199-2009)	163
(25-3)	تطور نسبة نمو الديون قصيرة الأجل و نسبتها إلى إجمالي الديون لمجمع صيدال للفترة (199-2009)	164
(26-3)	تطور الديون قصيرة الأجل لمجمع صيدال للفترة (1999-2009)	165
(27-3)	تطور أهم عناصر جدول حسابات نتائج المجمع في للفترة (1999-2009)	167
(28-3)	تطور النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال للفترة (1999-2009)	170
(29-3)	سعر الفائدة و معدل الضريبة خلال للفترة (1999 – 2009)	171
(30-3)	أثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة (1999 – 2009)	172
(31-3)	تقدير الإنحراف المعياري للنتيجة الصافية مجمع صيدال خلال الفترة (1999 – 2009)	175
(32-3)	تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفق نموذج Kida	177
(33-3)	نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية	179
(34-3)	نتائج اختبار سكون البواقي	180
(35-3)	نتائج اختبار التكامل المشترك	180
(36-3)	نتائج اختبار تحديد فترات التباطؤ	181
(37-3)	نتائج اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات	181
(38-3)	تحليل قرار التمويل	182
(39-3)	تحليل العائد والمخاطرة	183

مقـــــدمة عـامـة

يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، وبالتالي الوسطاء الماليين المعنيين بالعملية التمويلية، بالإضافة إلى هيكل المحيط المالي والذي يعطي تغيره المستمر تنوعا في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، ففي ظل وجود أسواق مالية، تشكل البورصة البيئة الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، وهذا يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذه السوق في الاقتصاد، أما في ظل اقتصاد المديونية أين تهيمن البنوك بصفة تكاد تكونكليّة على تمويل الاقتصاد فلا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل، وبذلك تضطر إلى اللجوء للبنوك لتغطية احتياجاتها التمويلية.ويفترض أنّه كلما تعددت مصادر التمويل تيسرت شروط الحصول عليها.

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم القضايا في مجال الإدارة المالية، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، كما تعتبر أمثلية الهيكل التمويلي أيضا من المواضيع الأكثر تعقيداً وصعوبةً نظرا لارتباطهما بتكلفة الأموال و أثر عنصر عدم التأكد، حيث أن مختلف مصادر التمويل المتاحة قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة ومؤكدة في مواعيد محددة يقيناً. فالمدير المالي يجد نفسه أمام مجموعة من الصعوبات التي تتمثل في مجملها في اختيار وترتيب أولويات مقترحات التمويل وفق الربحية و توازن الهيكل المالي و تحقيق أهداف المؤسسة.

يعتبر التمويل من الوظائف الأساسية للإدارة المالية في المؤسسة، ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية التمويل، ولعل هذه الأهمية تنبع من القرارات المترتبة على التمويل، كالقرارات التي تتعلق باختيار مصادر التمويل و التي تنقسم إلى مصدرين رئيسين الأول :التمويل بحقوق الملكية، والثاني التمويل بالقروض، أو التركيبة التي يتكون منها هيكل التمويل. والتي قد تتغير من شركة لأخرى ومن وقت لآخر، بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال، والمقصود بكمية الأموال هنا هو حجم التمويل المطلوب توفيره ونوعية الأموال هو مجال استثمارها أو إنفاقها سوءا كانت في أصول متداولة أو أصول ثابتة،أي أنّه من المهم جدا أن تكون مصادر التمويل المستخدمة ملائمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه المصادر بتمويلها.

ولكن على الإدارة المالية للمؤسسة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع، ويتوقف اختيار هيكل التمويل على ما يسمى بالرفع التشغيلي والرفع المالي، فمصدر التمويل الذي يتسم بارتفاع تكلفته، تتعرض بسببه المؤسسة لمخاطر أكبر، ولما كانت التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن قرار اختيار هيكل التمويل يصبح محصلة لتأثيره على العائد والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، كما أنّ الأمر مرتبط أيضا بأهداف المؤسسة، فإذا كانت هذه الأخيرة تبحث عن الاستقلالية المالية من أجل المحافظة على سلطة المساهمين الرئيسيين الحاليين، فإنها ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون، حتى لا تزيد من عدد المساهمين. أما إذا كانت المؤسسة تبحث عن المردودية المالية المثلى لأموالها الخاصة، فإنها ستلجأ للمزيد من الاستدانة للاستفادة القصوى من الرفع المالي.

ينتج عن التمويل بالقروض ما يسمى بالرافعة المالية، حيث تعرف الرافعة بأنها مجموع الالتزامات على إجمالي الأصول. وبالرغم من وجود مزايا لاستخدام الرافعة المالية، لما تحققه من وفر ضريبي، حيث إن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، وكذلك إذا كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية مما يجعلها مصدرا مفضلا للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى، إلا أن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة في استخدامها يعرض الشركة إلى عواقب غير محمودة، خاصة إذا فاقت تكلفة هذه الأموال العائد المتوقع من استثمارها.

و منذ أبحاث موديقلياني وميلر سنة 1958 حول أسلوب التمويل الأمثل للمؤسسات، تزايد اهتمام الباحثين بقرارات التمويل، إلا أنه لا يزال من الصعب فهم وتفسير سلوك المسيرين سواء في المؤسسات الكبيرة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خصوصا وأن إتخاذ القرار لم يعد إختياره على حسب تكلفة الأموال أو المخاطر و العوائد المنتظرة التي يحملهما المشروع الإستثماري المراد تمويله، بل دخلت فيه عوامل أخرى تخص الجانب النفسي لمتخذ القرار من خلال الدرجة التي يتحملها لقبول المخاطر.

يجدر بالذكر في هذا السياق أن قرارات التمويل ذات تأثير على قيمة المؤسسة وعلى درجة الخطر الذي تتعرض له، و نقصد بالخطر عدم تحقق التدفقات النقدية المتوقعة. خصوصا بعد تعدد الأخطار الناجمة عن تفتح إقتصاديات الدول على العالم الخارجي و تلاشي مختلف القيود، فإنه يبدوا أن قرار اختيار هيكل مالي يعد عنصرا ذا أهمية كبرى . ذلك أن هذا النوع من القرارات، في مثل هذه الظروف، لها آثار جوهرية على احتمالات إفلاس المؤسسة.

و بناءا على ما تم سرده، نطرح الإشكالية التالية :

ما مدى تأثير قرارات التمويل على العائد و المخاطرة في المؤسسة الإقتصادية ؟

من هذا التساؤل يمكننا طرح مجموعة من الإشكاليات الفرعية التي نحاول الإجابة عنها من خلال هذا البحث:

- كيف يتم إتخاذ قرارات التمويل داخل المؤسسة الإقتصادية ؟ و ما هي المعايير واجبة الإعتبار عند إختيارها لهيكلها المالي ؟
- ماهي مختلف العوائد والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة؟ما مدى مساهمة القرارات المالية في التأثير على العائد والمخاطر المتحققين؟
- ما هو أثر قرار التمويل في مجمع صيدال على العائد والمخاطرة؟

للإجابة على هذه الأسئلة الفرعية، قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

- إن الإفراط في إستعمال مصدر تمويلي على حساب باقي المصادر يؤدي إلى إضعاف العائد المحقق و زيادة حجم المخاطر ؛

- تختار المؤسسة الهيكل المالي المناسب بناءا على الموازنة بين العائد و المخاطرة؛
- لا يوجد أثر لقرار التمويل على العائد في مجمع صيدال؛
- لا يوجد أثر لقرار التمويل على المخاطرة في مجمع صيدال؛

يحض هذا الموضوع بأهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن حصرها في النقاط التالية:

- تتعلق بالإستراتيجية المالية للمؤسسة ؛
- ارتباط الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية والذي يتجه نحو عملية إتخاذ القرارات؛
- التعرف على المزيج الأمثل لمختلف عناصر التمويل في تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة و الذي تنخفض عنده درجة المخاطرة؛
- معرفة طرق اتخاذ القرارات التمويلية الأقل تكلفة وخطر و الأكبر عائد؛
- تحديد آثار المختلفة لقرار التمويل على العائد والمخاطرة في المؤسسة؛
- تشجيع الباحثين على دراسة المواضيع المتعلقة بالتمويل في المؤسسة الاقتصادية للاستفادة منها في المؤسسات الجزائرية.

تتلخّص الأهداف التي نلتمس الوصول إليها من خلال البحث فيما يلي:

- التعرف على المعايير واجبة الإعتبار عند اتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على مكونات هيكل رأس المال وتكلفتها؛
- تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل المختلفة في تشكيل الهيكل المالي؛
- كشف المخاطر المالية للمؤسسة من خلال تحديد نسبة الرافعة المالية ؛
- قدرة تفسير العائد والمخاطرة في اختيار هيكل رأس المال؛
- التوصل إلى درجة تأثير قرار التمويل على درجة العائد والمخاطرة .

الدراسات السابقة:

يعتبر بحثنا حلقة تكمل سلسلة البحوث السابقة، ومحطة جديدة تستند إليها البحوث اللاحقة. فقد تم الإطلاع على عدد من الدراسات الموثقة في المجلات العلمية و الدوريات و كذا بعض الدراسات الجامعية التي تمت ضمن حقل تمويل المؤسسة الإقتصادية، ومن بين أقربها صلة من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

- **"محددات إختيار الهيكل التمويلي مع دراسة حالة مؤسسة فندق الأوراسي"**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحث : رفاق توفيق، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير جامعة الجزائر،سنة 2001، إهتم البحث بدراسة المعايير التي يتم على أساسها التوليف بين مختلف

مصادر التمويل لإختيار الهيكل التمويلي الأمثل . و من أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن للمحيط المالي تأثير على السياسة المالية للمؤسسة و من ثم على إختيارها لهيكل تمويلي معين، إذ في إقتصاديات المديونية تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الجهاز المصرفي لتمويل إستثماراتها و بتكلفة محددة إداريا، بينما في إقتصاديات الأسواق المالية، فإن إحتياجات الإستثمارات تغطى بإصدار الأوراق المالية و بتكلفة تحدد وفق شروط السوق. و بإسقاط هذه النتائج على حالة الجزائر، نجد أن السوق المالية الجزائرية سوق ناشئة، لذلك من المهم تخفيف شروط دخول المؤسسات إلى السوق المالية و تنويع القيم المنقولة، بهدف إتاحة فرص التنويع في ما يخص مصادر التمويل أمام المؤسسة الإقتصادية الجزائرية.

- **"نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية مع دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحث : شعبان محمد، كلية العلوم الإقتصادية، علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة بومرداس،سنة 2010. إهتم البحث بدراسة سبل تقييم و تقويم تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الإقتصادية. و من أهم ما توصلت إليه الدراسة هو دراسة العوامل الأساسية المحددة لتركيبة أموال المؤسسة الإقتصادية و إدخال أساليب التحليل العلمي عند إختيار بدائل التمويل المتاحة، بالموازنة بين العوائد و المخاطر الناتجة عنه لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الإقتصادية، لما للأخيرة من تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة.
- **"تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة مع دراسة حالة مجمع صيدال"**، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير من إعداد الباحثة :طعابة سمية، كلية العلوم الإقتصادية، علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة الأغواط،سنة 2010، إهتم البحث بدراسة وجهات النظر المتباينة فيما يخص وجود هيكل رأس مال أمثل تعتمد عليه المؤسسة، أي مدى وجود تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة. و من أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أنه لا يمكن تحديد كمي دقيق لهيكل رأس المال الأمثل لصعوبة تحديد العوائد المتوقعة و التكاليف المصاحبة للأموال و الإقتراض، و أن هذا الأخير له تأثير ايجابي بما يحققه من وفرات ضريبية ومن جهة أخرى يؤثر سلبا لما يترتب عليه من تكلفة إفلاس ووكالة.

و لقد كانت الدوافع لاختيار هذا البحث عديدة نوجزها في:

الاعتبارات الذاتية و الموضوعية :

- الإحاطة والتمكن الشخصي أكثر من مالية المؤسسة ؛
- الميول الشخصي؛
- جاذبية البحث في هذا المجال الخصب ؛

- أهمية الموضوع في الوقت الراهن بالخصوص بعد إنشاء بورصة الجزائر؛
- عدم الوصول لنتائج موحدة بين الباحثين عند إختيار قرارات التمويل للوصول إلى أسلوب تمويل أمثل للمؤسسة؛
- حداثة الموضوع وقلة المراجع فيه؛
- إمكانية المواصلة في هذا البحث.

الحدود الزمانية و المكانية:

تعمل المؤسسات الإقتصادية في بيئة متباينة المستوى في درجة المخاطرة و العوائد المتوقعة،وتبعاً لذلك فان مستوى التغير في الهيكل المالي يتناسب مع حجم التغيرات التي يفرضها التغير في السلوك المالي الناتج عن تفاوت متطلبات رأس المال، وان لهذا السلوك المالي المتغير آثار واضحة في العائد والمخاطرة . وتنصب هذه المذكرة على دراسة التغيرات الحاصلة في الهيكل المالي لمجمع صيدال و أثرها على العوائد و المخاطر المالية، و تم إختيار مجمع صيدال تحديدا، و ذلك لأنه أحدى المؤسسات الاقتصادية المنخرطة في سوق الأوراق المالية بالجزائر و بالتالي توفر قدر كاف من الإفصاح المالي و المحاسبي للتوصل إلى النتائج المنشودة و الإجابة على الإشكالية المطروحة .

و قد حددنا المجال الزماني للدراسة ما بين سنة 1999 حتى عام 2009، و قد أختيرت سنة الأساس 1999 وهو تاريخ دخول المجمع للبورصة و بالتالي توفر مختلف البيانات إلى غاية السنة المحاسبية 2009، و تم التوقف عند هذه السنة لإختلاف النظام المحاسبي المطبق في الجزائر و بالتالي تجنب التباين في النتائج و المؤشرات المحصلة بعد إنتهاج الجزائر النظام المالي و المحاسبي في سنة 2010 بدلا من المخطط الوطني المحاسبي السابق. و تعتبر السنوات المدروسة الإحدى عشر كافية للقيام بالدراسة و التحليل و الإجابة على الإشكاليات المطروحة و لإثبات أو نفي الفرضيات.

و قد واجهتنا مجموعة من المعوقات نلحصها في الآتي:

- نقص المراجع التي تناولت الهياكل التمويلية عموما، و بالخصوص تأثيرها على العائد و المخاطرة ؛
- صعوبة الحصول على بعض المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة و ذلك لسرية تلك المعلومات، و عدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في بحوث علمية؛
- قلة المؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، ما يجعل عملية تكوين بنك معلومات حول البيانات المالية للمؤسسات الاقتصادية أمرا مستحيلا.

المنهج وأدوات الدراسة المستخدمة في البحث

لمعالجة الموضوع إعمتدنا المنهج الوصفي و ذلك لوصف الظاهرة المدروسة من خلال استحضار المفاهيم العامة و كذا مختلف البيانات و القوائم المالية من المؤسسة المختارة لتطبيق دراسة الحالة .

و أيضا على المنهج التحليلي في دراسة و تفسير التغيرات و الآثار على العائد و المخاطرة الناتجة عن مختلف مصادر التمويل و أيضا على أدائها المالي.

كما إستعنا بالمنهج القياسي الذي يعتمد على الجمع بين المنهج الرياضي و الإحصائي و ذلك في حساب النسب المالية المختلفة و المعادلات الرياضية و كذا التحليل الإحصائي و الإقتصادي لها و دراسة تطورها.

و عمدنا إلى إستخدام المنهج التاريخي في تتبع تطور ملكية الأموال في المؤسسة المدروسة و النتائج المالية المحققة خلال قيامها بنشاطها الإنتاجي وفق التسلسل التاريخي.

أما فيما يتعلق بالأدوات المستخدمة فقد عمدنا إلى المسح المكتبي (مختلف المراجع)، و إستخدام أدوات التحليل الإقتصادي و التحليل الرياضي و الإحصائي مع الإستعانة بمجموعة من التقارير التي تخص المؤسسة سواء كانت مالية أو وثائق تقديم المؤسسة، و البيانات التي تم الحصول عليها من المقابلة الشخصية.

هيكل و تقسيمات البحث كان على النحو التالي:

و على هذا الأساس و سعيا للإجابة على الأسئلة المطروحة و التحقق من صحة الفرضيات، إرتأينا تقسيم البحث إلى ثلاث فصول،فصلين نظريين و الآخر لدراسة حالة في مؤسسة إقتصادية.

فالفصل الأول عبارة عن فصل تمهيدي تناولنا فيه المفاهيم العامه للظواهر المدروسة مقسم لثلاث مباحث،بدءا بذكر أهمية الوظيفة المالية في المؤسسة الإقتصادية و مكانتها بين مختلف الوظائف الأخرى،و تحديد الإحتياجات التمويلية اللازمة للقيام بالنشاط الإقتصادي و مصادر التمويل المحتملة لتغطيتها،بالإضافة إلى إلقاء نظرة على طرق و معايير إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة، حتى نصل هيكل مالي متوازن تنخفض فيه تكلفة الأموال إلى أدنى الحدود.

أما الفصل الثاني فهو مخصص لدراسة أثر قرار التمويل سواء كان التمويل بالملكية أو التمويل بالإستدانة على العائد و المخاطرة و هو بدوره مقسم لثلاث مباحث، ففي المبحث الأول نبدأ بذكر المفاهيم المختلفة للعائد و أهميته لإستمرار المؤسسة و ذكر العوامل المؤثرة فيه، و أيضا التعرف على أنواعه و طرق حسابه، أما الثاني فيتناول مفاهيم المخاطرة و الأنواع المختلفة التي تواجه المؤسسة و طرق قياسها، مع ذكر العلاقة التي تربط بين العائد و المخاطرة، أما المبحث الثالث فيتطرق إلى كيفية إختيار الهيكل المالي بناءا على العائد المتوقع والمخاطرة، و كذا أثر قرار التمويل على العائد المتحقق في المؤسسة من خلال تأثيرها على ربحيتها و كذا تأثيرها على عوائد الأسهم، و أثره أيضا على المخاطر المالية و درجة الرفع المالي في الهيكل التمويلي.

و الفصل الثالث مخصص لدراسة حالة في مجمع صيدال و قسمنا هذا الفصل بدوره لأربع مباحث، بدءا بتقديم عام لمجمع صيدال بتناول نشأته و هيكله التنظيمي و دخوله للبورصة، أما المبحث الثاني فهو خاص بتقييم نشاط المجمع من الجانب الإستغلال و الشراكة و كذا أداء أسهم المجمع في البورصة، فقمنا بتحليل السلوك المالي لمجمع صيدال بذكر واقع الإستدانة و التمليك في الهيكل المالي عبر السنوات المدروسة ثم تحليل التغيرات الحاصلة في العائد و المخاطرة المالية للمجمع، و في المبحث الأخير ننظر لمدى صحة الفرضيات السابقة من خلال دراسة قياسية بإستخدام برنامج إفيوز.

الفصل الأول:

الخلفية النظرية لقرار التمويل

في المؤسسة الإقتصادية

تمهيد:

تعد القرارات التمويلية من أخطر القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسة، لما لها من تأثير مباشر على الهدف الرئيسي للمؤسسة و هو تعظيم أرباح الملاك.

و عادة ما نجد أن الإدارة المالية في المؤسسة تولي إهتمام بقرارات الإستثمار، و التي تنعكس في الجانب الأيمن من الميزانية المحاسبية للمؤسسة و هو ما يعرف بهيكل الأصول، إلا أنه أي قرار يرتبط بهذه الأصول و زيادة حجمها ينطوي على قرار ضمني بمصادر التمويل أو زيادتها، و من ثم نجد أن قرارات التمويل تنعكس في الجانب الأيسر من الميزانية المحاسبية و هو ما يعرف بالهيكل المالي. فالهيكل المالي يمثل جميع أشكال و أنواع التمويل سواء ملكية أو إقتراض، من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة. و يقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الإختيار السليم للمصدر التمويلي المناسب في ضوء العائد المطلوب و الخطر الممكن قبوله. و عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال فقط، بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط و أن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي والذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله و هو تعظيم قيمة المؤسسة، رغم إختلاف علماء الإدارة المالية في تحديد دقيق للعناصر المكونة للهيكل المالي و نسبة كل عنصر منها، و ذلك لوجود إعتبارات عدة يمكن أن تؤثر بنسب مختلفة على المؤسسات، كما أن العامل الشخصي للمستثمر في درجة قبوله للمخاطرة قد يكون له تأثير كبير في قبول إتخاذ قرار تمويلي ما حتى و إن كان مرفوض على ضوء العائد و المخاطرة.

و قد تم تخصيص هذا الفصل لإلقاء نظرة على التمويل في المؤسسة الإقتصادية و مصادره المتنوعة، و كيفة إتخاذ القرار المالي مع التطرق للمعايير الواجب أخذها عند الإختيار بين مختلف المصادر، و كذا حساب تكلفة التمويل لكل مصدر تمويلي لغرض الوصول للهيكل المالي الأمثل.

و هذا من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول : سياسة التمويل في المؤسسة الإقتصادية.
- المبحث الثاني : إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية.
- المبحث الثالث: تكلفة رأس المال و الهيكل المالي في المؤسسة.

المبحث الأول: السياسة التمويلية في المؤسسة الاقتصادية:

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

تُعَنى السياسة التمويلية في المؤسسة بكيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة بأقل تكلفة ممكنة و بأقل مستوى من المخاطرة، و ذلك لتغطية احتياجاتها اللازمة للقيام بنشاطها الاقتصادي الذي يظهر من خلال مجمل القرارات المتخذة من طرف الإدارة و التي تبنى في شكل هيكل مالي تتبناه المؤسسة لتحقيق أهدافها المختلفة و المتمثلة في أقصى ربح ممكن، بالإضافة إلى أهداف النمو و التوسع.

المطلب الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

شهدت الوظيفة المالية تطورات كبرى مع التطور الفكري في مجال الإدارة المالية، فلم تعد تلك الوظيفة قاصرة على القيام بالبحث عن المصادر المختلفة للتمويل لتغطية احتياجاتها المالية اللازمة و مدى اعتمادها على كل مصدر من التمويل طويل الأجل و قصير الأجل ، بل توسعت لتشمل اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار في كل عنصر من عناصر الأصول الثابتة و المتداولة.

و نتيجة لعمليات اتخاذ القرارات اقتضى الأمر إضافة مهمتين جديدتين للوظيفة المالية: التخطيط المالي و الرقابة المالية من خلال وضع معايير لقياس الأداء المالي للمؤسسة و الحكم على سلامة القرارات المتخذة. [1]

أولا – مفهوم الوظيفة المالية:

تعرف **الإدارة المالية:** بأنها "عبارة عن مجموعة من الوظائف الإدارية التي تقوم بتسيير و إدارة النقد لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها و مواجهة التزاماتها المالية في الوقت المحدد". [2]

[1] – منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص ص: 7- 8.

[2] – دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، عمان، 2009، ص: 30.

كما تعرف على أنها:"الوظيفة المالية أو النشاط المالي في المؤسسة، حيث تشمل عملية تحديد الاحتياجات المالية و توفير التمويل المناسب لها، ثم استغلالها في حيازة مختلف أنواع الأصول".

إن الهدف الأساسي للإدارة المالية: هو تعظيم ثروة الملاك و ذلك بتعظيم سعر السهم العادي للشركة، إلا أنه لا ينبغي للمدير المالي أن يتجاهل تحقيق أهدافه الشخصية و الاهتمام برفاهية العاملين في المؤسسة، بالإضافة إلى تحقيق أهداف و رغبات باقي الأعوان الاقتصادية. [1]

ثانيا – مكانة الوظيفة المالية ضمن الهيكل التنظيمي:

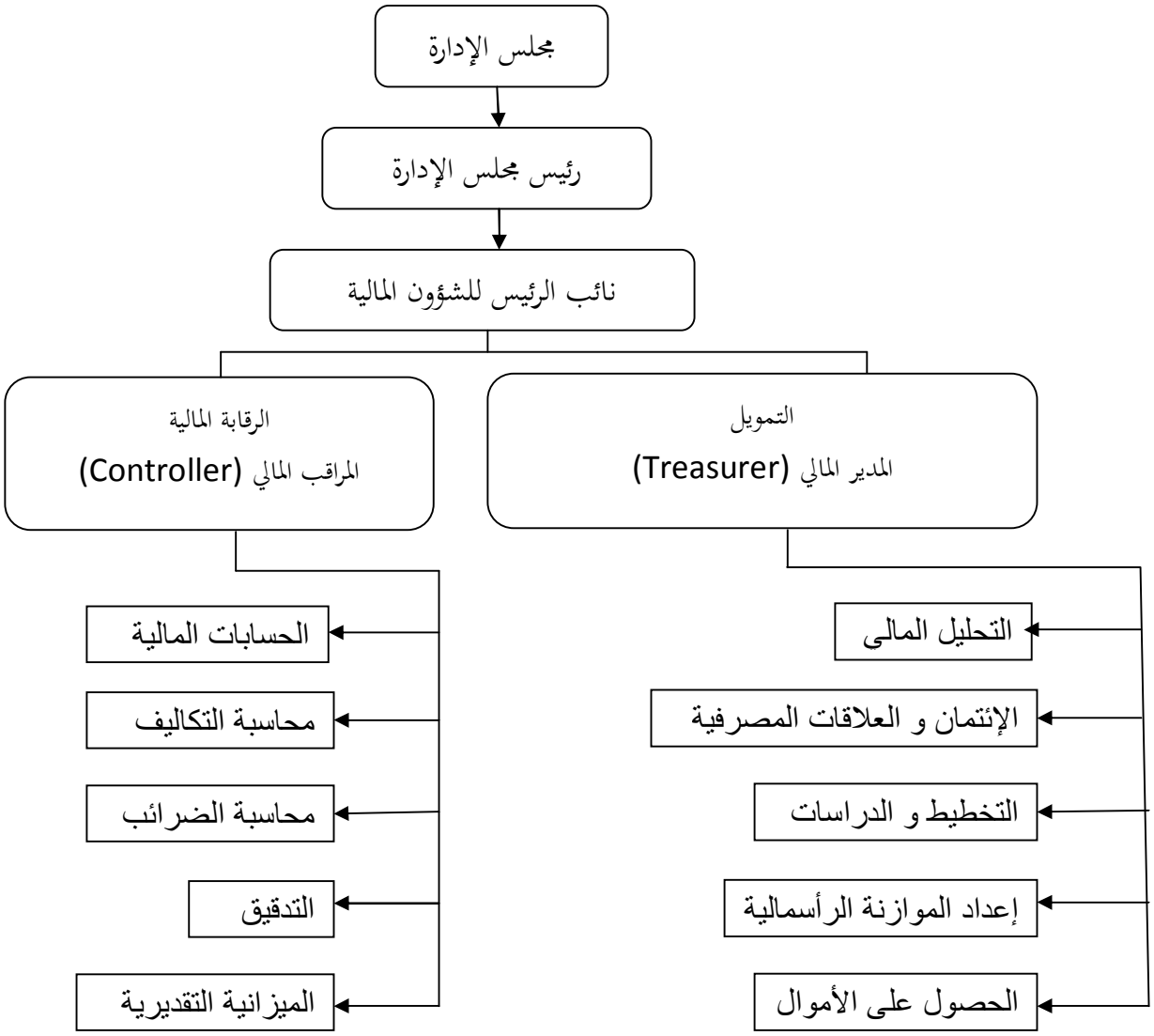
إن الاعتبارات المالية موجودة في جميع المؤسسات بغض النظر عن حجمها و طبيعتها، لذا تعتبر وظيفة الإدارة المالية من الوظائف الهامة في المؤسسة، لكن تفترق في مدى التنظيم و التعقيد التي تمارس به هذه الوظيفة من مؤسسة لأخرى، تبعا لاختلاف الحجم و طبيعة المؤسسة نفسها أيضا.

- فالمالك في المؤسسات الصغيرة يكون هو المسؤول الأول أو ربما الوحيد عن شؤون مختلف وظائف الإدارة حتى المالية منها، فإن كان هناك أشخاص آخرون عاملون معه في مجال الإدارة المالية، يعهد إليهم مهام بسيطة من هذه الوظيفة، كمسك الدفاتر و إدارة النقد و المحافظة عليه و تحصيل الأوراق المالية، في حين يحتفظ المالك لنفسه بالقرارات الهامة التي تخص الإحتياجات المالية و الإستثمار و التمويل و كذلك توزيع الأرباح.
- أما المؤسسات متوسطة الحجم فيتوقع أن تكون إدارتها المالية أكثر إستقلالية في ممارسة الوظيفة المالية، كما يتوقع أن يرأسها شخص يسمى المدير المالي، و يتمتع بصلاحيات أوسع عن المؤسسات الصغيرة ذات الإدارة الفردية.
- في حالة المؤسسات كبيرة الحجم تعهد مسؤولية الأمور المالية لأكثر من شخص، و تتوزع على أشخاص متخصصين يَتولون مراكز إدارية متقدمة، و غالبا ما يكون المسؤول الأول عن الأمور المالية في رتبة نائب المدير العالم (Vice President/Finance)، ويساعده شخصان يطلق عليهما المدير المالي(Treasurer) و المراقب المالي (Controller). [2]

[1]- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص:17.
[2]- المرجع السابق، ص-ص:17-18.

و الشكل رقم 1-1 يبين لنا موقع الإدارة المالية و الأقسام المرتبطة بها ضمن الهيكل التنظيمي لمشروع كبير الحجم:

الشكل رقم 1-1: موقع وظيفة الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي



المصدر: دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2006، ص: 25.

طبقا لما سبق ذكره نجد أن المدير المالي في رتبة قريبة من قمة الهيكل التنظيمي و يرجع ذلك للأسباب التالية:

- الأهمية الكبرى لعمليات التخطيط و الإستثمار و التمويل و التي يعتبر المدير المالي مسؤولا عنها.
- أهمية المعلومات التي تتوافر لدى الإدارة المالية للمؤسسة في عملية إتخاذ القرار.

- أهمية القرارات المالية في حياة المؤسسة و مستقبلها، الأمر الذي يستوجب دقة المعلومات و التاريخ المناسب للحصول عليها.

و كلما زادت أهمية القرار المالي، كانت هناك ضرورة أكبر لإتخاذه من قبل جهات أكثر قربا من الإدارة العليا، لهذا السبب يوجد العديد من الإجراءات الهامة للوظيفة المالية التي تقوم بها الإدارة العليا للمؤسسة (المدير العام أو مجلس الإدارة)، و بالرغم من ذلك يبقى هناك متسع لكي يمارس المدير المالي تأثيره على القرارات المالية في المؤسسة، و ذلك من خلال الإستشارات التي يقدمها للإدارة. [1]

ثالثا – وظيفة المدير المالي في اتخاذ قرار التمويل:

يقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الاختيار السليم للمصدر التمويلي المناسب في ضوء العائد المطلوب و الخطر الممكن قبوله، و نكرر أن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط و أن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة. فغرض المدير المالي هنا التوصل إلى الهيكل المالي المثالي، الذي يُمَكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله و هو تعظيم قيمة المؤسسة.

و يتجه الفكر المالي المعاصر نحو التركيز على عملية إتخاذ القرارات أو التوجيه بإتخاذها. و الذي يفرق بين وظيفتي المدير المالي و مدير الحسابات، حيث أن المدير المالي يغلب على عمله الجزء الفكري أكبر من الإجرائي، و في حالة العكس فإن الأمر يتعلق بنشاط مدير الحسابات و ليس المدير المالي، حيث أن المدير المالي الذي يغلب على نشاطه الجزء التسجيلي و الرقابي لا يصبح مديرا ماليا و إنما مدير للحسابات أو مراقب مالي على أحسن تقدير. [2]

يمكن استخلاص ثلاث **وظائف للمدير المالي** The Functions of Fanancial Manager و هي:

- دراسة و تحليل البيانات المالية Analysing Financial Data
- تحديد هيكل أصول المؤسسة Asset Structure
- تحديد و تشكيل الهيكل المالي Financial Structure

دراسة و تحليل البيانات المالية:

تختص هذه الوظيفة بتحويل البيانات المالية إلى شكل أو نمط معين يمكن من خلاله إستخدامها لمعرفة جوانب القوة و الضعف بالمركز المالي للمشروع، و تخطيط عمليات التمويل في المستقبل، و تقدير مدى الحاجة لزيادة الطاقة

[1] – مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 20.

[2] – عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002،ص:128.

الإنتاجية للشركة، و بالتالي تقدير حجم التمويل الإضافي المطلوب، لذلك فإن الأداء الجيد لهذه الوظيفة ضروري لأداء الوظائف الأخرى الخاصة بتحديد هيكل الأصول و المركز المالي للشركة.

تحديد هيكل أصول المؤسسة:

يحدد المدير المالي نمط و مكونات الأصول المختلفة والتي تظهر بقائمة المركز المالي للمؤسسة و يعني ذلك تحديد عدد الوحدات النقدية المستثمرة في كل من الأصول الثابتة و الأصول المتداولة، و بعد تحديد هيكل الأصول، يسعى بقدر الإمكان لتحديد الحجم الأمثل للاستثمار في كل نوع من أنواع الأصول المتداولة، و أن يحدد أيضا نوعية الأصول الثابتة التي ينبغي إستخدامها، و متى تصبح الأصول الثابتة متقادمة فنيا و متى يتم إستبدالها أو تطويرها. و بذلك يتضح أن مسألة **هيكل الأصول*** ليس بالأمر السهل حيث يتطلب ذلك التعرف على عمليات الماضية للمؤسسة و المستقبلية، و تفهم الأهداف طويلة الأجل.

تحديد الهيكل المالي للمؤسسة:

تتصل هذه الوظيفة بالجانب الأيسر من قائمة المركز المالي، حيث يوجد نوعين من القرارات خاصة بالهيكل المالي، يتصل النوع الأول من القرارات بتحديد المزيج الملائم للتمويل القصير و طويل الأجل و يعتبر ذلك من أهم القرارات لما لها من تأثر على الربحية و السيولة العامة. أما النوع الثاني من القرارات ذات أهمية أيضا كالقرار السابق حيث يدور حول تحديد أيهما أكثر منفعة للشركة، القروض قصيرة الأجل أو الطويلة الأجل في وقت معين، فقد تجبر الظروف أنواع معينة من القرارات وفقا للضرورة التي يقتضيها الأمر، و قد يتطلب البعض منها تحليلا مستفيضا و دراسة متعمقة للبدائل المتاحة، و تكلفة كل بديل و الآثار المترتبة على كل منها في الأجل الطويل. [1]

يتضح مما سبق أن الوظيفة المالية في المؤسسة تعنى بتوفير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الأساسي و إستثمارها في المجالات المناسبة لها. فقيام المدير المالي بتحليل و تقييم الميزانية فهو يحلل و يدرس الوضع المالي للشركة ككل، ففي تحديده لهيكل الأصول فهو يحدد الجانب الأيمن من الميزانية و بإقراره الهيكل المالي و التمويلي فهو يشكل الجانب الأيسر من الميزانية. و كل ذلك يُمكنه من ضبط و تنظيم العمليات المالية للشركة بالبحث عن المناطق أو المراكز التي تعتبر بؤرة للمشاكل و الضعف و تقويمها، و إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمواجهتها.

---

* - **هيكل الأصول Assets Structure** : يرتبط بالجانب الأيمن من ميزانية المؤسسة، حيث يعبر عن المكونات التفصيلية لأصول المؤسسة من حيث توزيع الاستثمارات الإجمالية على كل من الأصول الثابتة ورأس المال العامل والتي ترتبط بطبيعة النشاط الاستثماري التي تعمل به المؤسسة، فإذا نظرنا إلى المشروعات الصناعية فمن المنطقي إن هيكل أصولها يتكون بالدرجة الأولى من الأصول الثابتة في حين المشروعات التجارية يتكون هيكل أصولها بالدرجة الأولى من رأس المال العامل وبدرجة أقل من الأصول الثانية.

[1] - عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، أساسيات الإستثمار والتمويل، شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص-ص :13- 15.

المطلب الثاني: سياسات التمويل Financing Policies

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها مؤسسة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة تنهج سياسة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم و المفاضلة بين مصادر التمويل الممتلكة و مصادر التمويل المقترضة.

و عادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل:

1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy.

2- سياسة التمويل الجريئة المجازفة Aggressive Financing Policy.

3- سياسة التمويل المثلى(المطابقة) Optimal Financing Policy.

و فيما يلي استعراض لماهية هذه السياسات:

أولا – سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy:

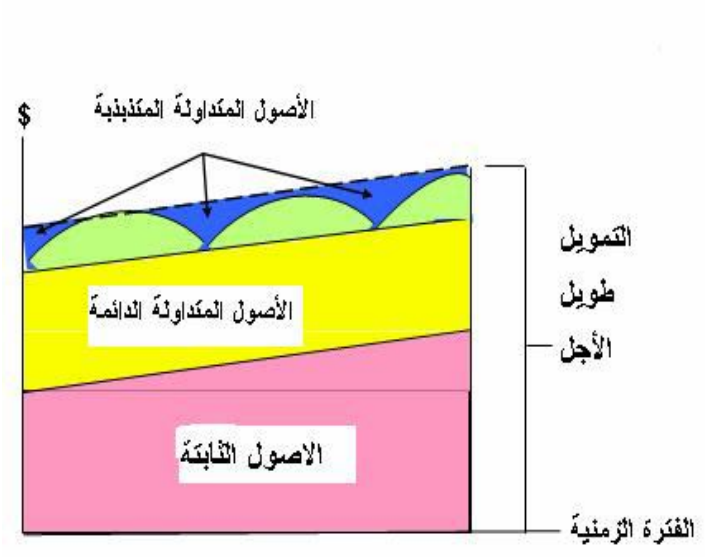
و هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، و هذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي، الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع.[1] كما هو موضح في الشكل أدناه.

فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، و الأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل. غير أن هذا الوضع نادر الحدوث في الحياة العملية. [2]

[1]- محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة الماجستير غير منشورة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص :38.

[2]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

شكل رقم: 1-2 :سياسة التمويل المتحفظة

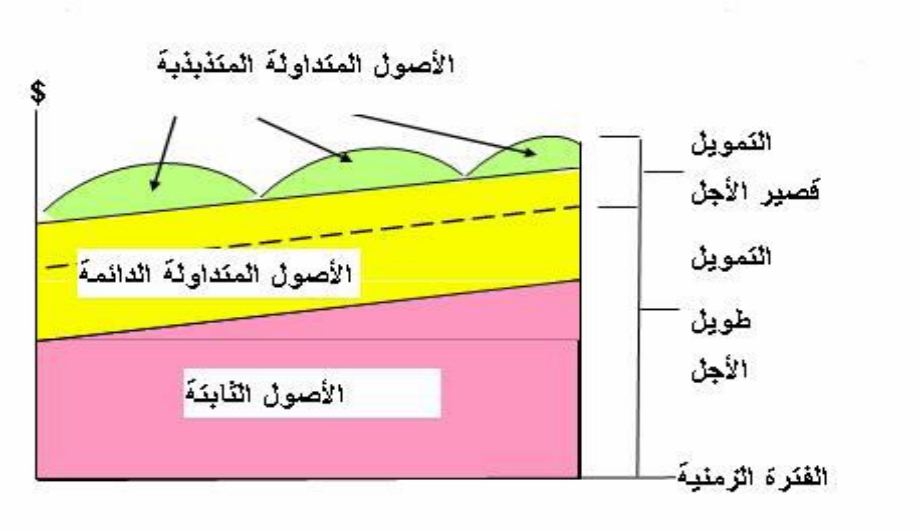


المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

ثانيا – سياسة التمويل الجريئة المجازفة Aggressive Financing Policy:

و هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة فإنها تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة. و ذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر[1]. كما موضح في الشكل رقم 3 –1

شكل رقم 1– 3 سياسة التمويل المجازفة



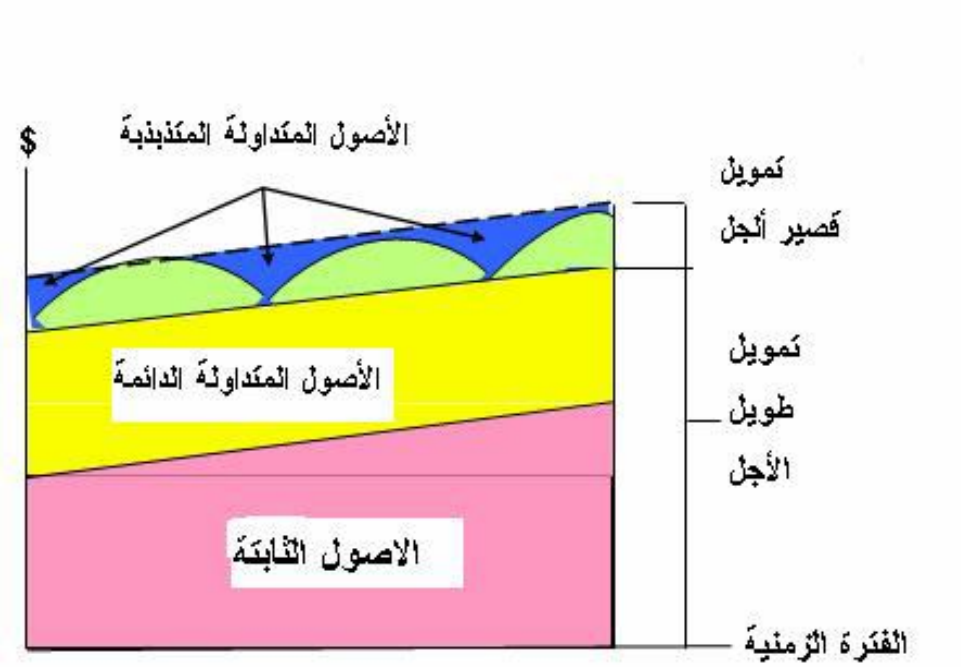
المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

[1] – محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" ،مرجع سبق ذكره، ص :39.

ثالثا – سياسة التمويل المثلى(المطابقة) Optimal Financing Policy:

يقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية (Hedging Principle) الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المؤسسة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل و الأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل، والشكل رقم (1-4) يوضح هذه السياسة. [1]

شكل رقم1-4 سياسة التمويل المطابقة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 230.

تجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملامة بناءا على الظروف المحيطة بالمؤسسة، و على التوقعات الدقيقة لهذه المؤسسة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. [2]

[1] – محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، مرجع سبق ذكره ص :40.

[2] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

المطلب الثالث: الإحتياجات المالية في المؤسسة الاقتصادية

تتحمل المؤسسة مخاطر كبيرة عند إنشائها نتيجة عدم تأكد من حصول المؤسسة على عوائد تقابل إحتياجات الأولية، ثم تتزايد هذه الإحتياجات مع توسع نشاطها إلا أنه في هذه المرحلة تكون درجة تقلب العوائد أقل، وتتاح للمؤسسة مصادر أكبر للتمويل.

وتعرف **الإحتياجات المالية**: بأنها مختلف الإحتياجات الضرورية و المرتبطة إرتباطا مباشرا بنشاط المؤسسة الخاص، و التي قد تكون إحتياجات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، كما أنها تختلف بإختلاف مراحل نمو المؤسسة.

أولا – الإحتياجات المالية حسب الزمن:

1- **الإحتياجات المالية قصيرة الأجل (إحتياجات دورة الإستغلال)**: تعرف إحتياجات تمويل دورة الإستغلال بأنها قسط أو جزء من الإحتياجات الضرورية المرتبطة إرتباطا مباشرا بتنفيذ البرامج و الخطط المتعلقة بالجانب التشغيلي، مثل المخزونات، حقوق العملاء، حقوق الموردين، الرسم على قيمة المضافة، الديون الإجتماعية و الجبائية، و يظهر هذا الإنتاج من خلال التباعد (تحصيل المبيعات).[1]

2- **الإحتياجات المالية طويلة الأجل**: يجب على المؤسسة أن تضمن إستمرارها و تحفز نموها على المدى الطويل بصورة مستقلة من خلال تحقيق عوائد عالية و بصفة مستمرة، و هذه الضرورة لا يمكن بلوغها إلا بقيام المؤسسة بالإستثمار أو إعادة الإستثمار لتجديد أصولها المتقادمة لتحسين القدرة الإنتاجية و تدعيم نمو المؤسسة. [2]

ثانيا – الإحتياجات المالية حسب الزمن:

تستعمل المؤسسات الإقتصادية طرق متعددة من التمويلات، و التي تختلف باختلاف إحتياجاتها المالية، هذه الإحتياجات عادة ما تكون مرتبطة بمراحل تطورها خلال عمرها الإنتاجي، ابتداء من نشأتها فانطلاقها فنموها ثم إلى نضجها. و هنا تكون الإحتياجات عبارة عن تلك الأموال اللازمة للتشغيل، أو لمواجهة الطوارئ، أو لتمويل التوسعات، أو الحصول على إستثمارات جديدة. لذا يعتبر توفير الأموال ضرورة لقيام المشروع و إستمراره و تغطية الإحتياجات المالية المختلفة باستعمال التمويل المتاح و المناسب حسب مراحل تطور المؤسسة، و يمكن إظهار نوع الإحتياجات حسب الأطوار التالية :

[1] – يخلف عثمان، ملخص التسيير المالي و التحليل المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص:14.

[2] – دريد كامل آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة ، مرجع سابق، ص: 263.

1- الإحتياجات في طور التأسيس أو الإنشاء:

تبدأ هذه المرحلة عند ظهور فكرة المشروع في ذهن صاحب المشروع إلى غاية تطبيقها في أرض الواقع، يحتاج صاحب المشروع هنا إلى رأسمال المخاطر Capital Risk، و لأكثر تحديد نميز ثلاث أنواع من الإحتياجات المالية في هذه المرحلة:

- **رأس المال الأولي (التأسيسي)** : في الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق إنطلاقه لإثبات مدى فعاليته و نجاحه في القطاع الإقتصادي. تسمى مرحلة خلق المؤسسة أو بداية نشاطها بمرحلة الصفر. و تعاني المؤسسة في هذه المرحلة مهما كان حجمها صعوبة شديدة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، و لذلك عادة ما يتخوف أو حتى يحجم المستثمرون أو الممولون و كذا البنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الأكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته و لا يعرف مدى كفاءة صاحب المشروع في مواجهة الأزمات، و لا كيف سيستقبل السوق المنتوج الجديد و لا مقاومته للمنافسة المحلية و الخارجية، و غير ذلك من المعوقات و الأمور المرتبطة بمستقبل المشروع. [1]

يقوم في هذه المرحلة صاحب المشروع بإعداد خطة عمل لسير المؤسسة و تطويرها من أجل إقناع المستثمرين و البنوك لتمويل الإنطلاق أو عند بعث منتوج جديد، حيث يتعين عليه بذل جزء من رأسماله لبداية تحويل الفكرة لمشروع. و في هذه المرحلة يستخدم التمويل في القيام بتطوير النماذج المعملية ثم النماذج التجارية للسلعة الجديدة، و كذا تجاوب و إستقبال السوق للسلعة، وتكوين البنية القانونية من إجراءات التسجيل و المقر و العلامة التجارية و حفظ حقوق التأليف. [2]

- **تمويل الإنطلاق الفعلي للمشروع:** و هو التمويل الذي يخصص للسنوات الأولى من حياة المؤسسة، و ذلك بعد أن أتمت المؤسسة تصميم و تطوير المنتوج، و هنا تكون بحاجة للتمويل للبدء في تصنيع المنتوج و توجيهه للأسواق، و منه تتطلب هذه المرحلة توفير جزء من هذا التمويل لمواجهة المصاريف الأولية مثل المصاريف الإعدادية و مصاريف حيازة المعدات، و أيضا مصاريف التشغيل، أي الأموال الضرورية لإنطلاق المؤسسة و ما يكفي لإستمرارها حتى تتمكن العوائد الناتجة عن تصريف المنتجات من تغطية المصاريف الإدارية المتكررة.
- غالبا ما يتوقع أن تكون نتائج المؤسسة خلال هذه المرحلة سالبا نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة و بالتالي تحميلها على حجم ضيق من الإنتاج. و عليه لا الأموال الخاصة أو مصادر التمويل الداخلي المتأتية من

[1] – أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الإقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع ، 2008، ص: 19.

[2] – يوسف قريش و إلياس بن الساسي، التسيير المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 254.

النتائج المتوقعة يمكن الإعتماد عليها في التمويل بهذه المرحلة، مما يضطرها إلى اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية، و في هذا الوقت بالذات و في ظل هذه الظروف التي تتسم بضعف الشهرة و النتائج السيئة و حالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي. و هنا تكمن حساسية هذه المرحلة التي غالبا ما تؤدي إلى فشل المؤسسات الإقتصادية و خاصة الصغيرة و المتوسطة منها. [1]

2- الإحتياجات المالية لمرحلة النمو:

تصل المؤسسة لهذه المرحلة بعد نجاحها في تجاوز مخاطر المرحلة السابقة، وتتميز هذه المرحلة بنمو سريع لمستوى الإنتاج و المبيعات، وكذلك الأرباح نظرا للطلب الكبير على منتجاتها من قبل المستهلكين، و بزيادة المبيعات تقابلها تدفقات مالية موجبة، و من الناحية المالية سينعكس هذا النمو الذي تشهده المؤسسة في إرتفاع الإحتياجات المالية المرتبطة بالإستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية لتمويل إنتاج منتجات بديلة أو تطوير منتجات حالية، إذا قضت ضرورة مواجهة متطلبات المنافسة. وكذا الإحتياجات في رأس المال العامل الناتجة عن نمو و تطور المبيعات و خاصة عندما تكون المؤسسة مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزبائنها إذا ما أرادت كسب سوق معين، الأمر الذي يجعلها في إحتياج مستمر للتمويل قصير الأجل.

لذا تحتاج المؤسسة في المرحلة إلى ما يسمى برأسمال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تمتلكها المؤسسة لتمويل نموها و توسعها أو لإجتياز مرحلة جديدة، كتدعيم و تعزيز سياستها التجارية، الرفع من مستوى إنتاجها، بعث منتجات جديدة أو اللجوء إلى أسواق جديدة... الخ. [2]

عادة ما تكون مصادر التمويل متاحة أكثر من الرحلة السابقة و أكثر يسر في التحصل عليها و بتكاليف أقل، و يجب الحذر بالنسبة للمؤسسات الصغيرة جدا و التي يديرها صاحبها، فبتوسع حجم أعمالها يشعر صاحبها باليسر في وجود المال، فيفرط بإنفاق إيرادات المؤسسة و الأرباح المحتجزة على متطلباته الشخصية، و يغطي النقص في التمويل بالقروض إلى حد تزداد أعباؤه، الأمر الذي يؤدي إلى تدهور وضعية المؤسسة أثناء فترة نموها. [3]

3- الإحتياجات المالية في مرحلة التوسع:

تقييم المؤسسات التي لديها فرص للتوسع عمليات التسيير بالشكل الذي يسمح لها بتحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو شبكتها التجارية. حيث تسجل المؤسسة في هذه الحالة مردودية عالية أو حصولها على مؤشرات إيجابية مستقبلا من خلال التزايد الكبير في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق.

---

[1]- أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الإقتصادية ، مرجع سابق ، ص: 20 .

[2] - المرجع السابق ، ص: 21 .

[3]- إلياس بن الساسي ، الخيارات الإستراتيجية لنمو المؤسسة ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ، 2011، ص: 234.

أضف إلى الإخلاص الذي تلمسه من زبائنها و بالتالي تمتعها بميزة تنافسية واضحة. و منه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدرتها الإنتاجية و قوتها البيعية بهدف تطوير و تمويل منتجات و إستثمارات جديدة.[1]

4- الإحتياجات المالية في مرحلة النضج :

تضمن المؤسسة بعد مرحلة التوسع حصة سوقية معتبرة و تبلغ مستويات عالية من المردودية، و هنا تكون وصلت لمرحلة تتميز بالنضوج من إستقرار و نمو في المبيعات و الأرباح و كذا إستقرار في التدفقات النقدية، و أيضا مستوى الإنتاج في هذه المرحلة يغطي جميع التكاليف و الأعباء الثابتة،و بالتالي إمكانية توفير مصادر تمويل ذاتية، في هذه المرحلة تحاول معظم المؤسسات الإقتصادية مهما كان حجمها الحفاظ على حصتها من المبيعات، و هذا ما يجعلها في إحتياج للتمويل بنسب أقل من مراحل النمو السابقة، سواء كان هذه الإحتياجات قصير لتمويل إحتياجات الدورة الإستغلالية لما تتطلبه من سياسات البيع بالأجل، أو إحتياجات تمويل طويل الأجل لتطوير المنتجات الحالية، ويمكن أن ترتفع نسب التمويل الطويلة إذا إقتضى الأمر مواجهة متطلبات المنافسة أو تمويل منتجات بديلة.

و بالتالي نستخلص أن الإحتياجات التمويلية الإضافية ستعرف إنخفاض كبير لأن على المؤسسة الإبقاء على مستوى رأس المال الثابت و رأس المال العامل و ليست ملزمة بالرفع و الزيادة فيهما.

و نظريا سوف تعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بأي مرحلة سواء السابقة أو اللاحقة.[2]

5- الإحتياجات المالية في مرحلة الإنحدار:

تشهد هذه المرحلة تراجع كبير في مبيعات المؤسسة بسبب إنخفاض الطلب على منتجاتها لفقدان تنافسيتها في السوق بظهور منتجات بديلة أقل تكلفة أو أكبر كفاءة، مما يزيد إحتياجها إلى تمويل إضافي لتحمل التكاليف الثابتة أو طرح منتج جديد في السوق، هنا يتجلى دور المؤسسات المالية كالبنوك و غيرها في دعم هذه المؤسسات بالتمويل المناسب، و أيضا ببرامج إعادة تأهيل الوظائف التي تعاني من عجز داخل هيكل المؤسسة. [3]

و مما سبق يتضح أن الإحتياجات التمويلية للمؤسسة الإقتصادية متعددة و مختلفة تبعا لمراحل التطور التي تمر بها المؤسسة طيلة مدة حياتها منذ تثبيت فكرة الإستثمار لدى صاحب المشروع، حيث يحتاج إلى رأس المال الأولي لتمويل فكرة المشروع و دراسة جدواه الإقتصادية و الفنية، و الذي يتكون أساسا من المساهمات الشخصية لصاحب المشروع

[1]- أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الإقتصادية ، مرجع سابق ، ص: 22 .
[2]- المرجع السابق ، ص ص : 22 – 23.
[3]- المرجع السابق ، ص: 23 .

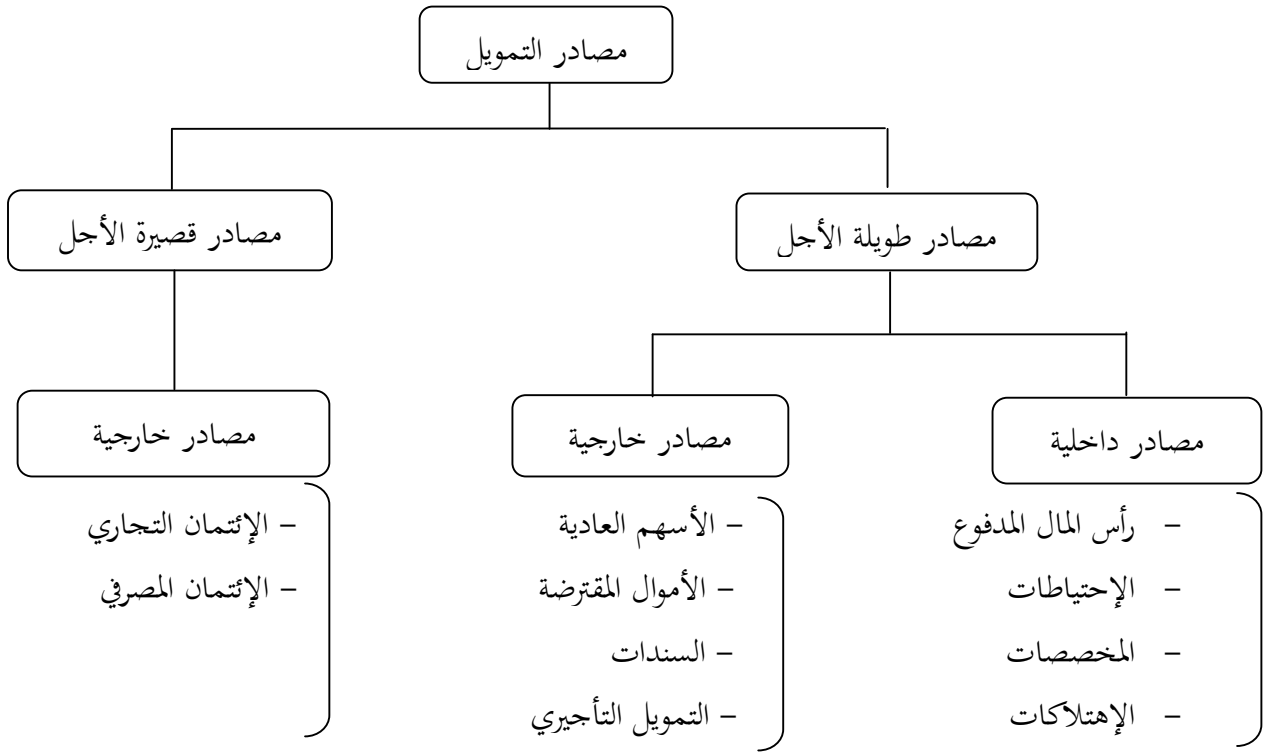
و الإعانات الحكومية، و في حالة إثباته لجدوى هذا المشروع فإنه ينتقل إلى مرحلة الإنطلاق و الإنشاء الفعلي للمؤسسة و تصميم المنتجات، و من هنا تكون حاجته إلى رأسمال الإنطلاق و التمويل الذاتي. وعندما تصل المؤسسة إلى مرحلة نموها في مراحلها الأولى تكون في حاجة إلى ما يسمى برأسمال المخاطر و بعض من التمويلات البنكية، و بعدها تكون بحاجة إلى رأسمال التطور لتمويل توسعاتها و تثبيت مكانتها في السوق، من خلال الدخول في الأسواق المالية بالإضافة إلى حاجتها للتمويلات البنكية. و كلما كانت المؤسسة صغيرة كانت البدائل التمويلية المتاحة أمامها محدودة بسبب أن التمويل المصرفي يتجه أكثر لتمويل المؤسسات كبيرة الحجم، بالإضافة إلى الشروط و البنود التي تضعها الأسواق المالية في سبيل الدخول إليها، و هو ما لا يتوفر في المؤسسات صغيرة الحجم.

المطلب الرابع: مصادر التمويل في المؤسسة:

تتنوع مصادر التمويل التي تتحصل عليها المؤسسة بهدف تمويل إستثماراتها بين المصادر الطويلة و القصيرة الأجل من حيث بقائها في الهيكل المالي للمؤسسة أو بين مصادر تتحصل عليها من الداخل أو من الخارج.

و قام الطالب بوضع مخطط توضيحي يقسم فيه مصادر التمويل في الشكل التالي:

الشكل رقم: 1-5 مصادر تمويل المؤسسة



المصدر: التقسيم من إعداد الطالب بناءاً على المراجع السابقة.

أولا – مصادر التمويل طويلة الأجل:

هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة و توجه للإستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الإحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة،[1] و تتمثل في مكونات هيكل رأس المال و هي في الأساس الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة و القروض طويلة الأجل بما فيها السندات.

و يمكن لنا أن نقسم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى مصادر يمكن إكتسابها من داخل المؤسسة و مصادر أخرى يمكن الحصول عليها من خارج المؤسسة.

1. المصادر الداخلية "الذاتية":

هي تلك الموارد الجديدة التي تشكلت نتيجة النشاط الأساسي للمؤسسة، و إحتفظت بها كمصدر تمويل دائم للأنشطة المستقبلية،[2] يفترض أن يتحقق هذا المصدر بتحقيق الأرباح للمؤسسة بشكل مستمر و هو ما يتكون أساسا من الإهتلاك و الأرباح المحتجزة لإعادة إستثمارها و الإحتياطات و هناك مصادر داخلية أخرى لكنها عريضة مثل بيع الأصول و تخفيض عناصر الأصول المتداولة كالمخزون و الذمم و أوراق القبض.[3]

و من بين أهم مصادر التمويل الداخلية نجد:

أ- **رأس المال المدفوع:** هو مجموع رأس المال الأولي المقدم بمناسبة إنشاء المؤسسة لأول مرة أو تم إضافته سابقا لتغطية الإحتياجات المالية المتزايدة بفعل النمو. و يتحدد في شكلين أساسيين:

– **رأس مال بطبيعته (عيني):** و هو وضع إستثمار مادي أو معنوي تحت تصرف المؤسسة و بالتالي ترتفع قيمة الأموال الخاصة من جهة الخصوم في ميزانية المؤسسة و يقابله الإرتفاع في قيمة الإستثمارات من ناحية الأصول.

– **رأس مال نقدي:** يكون في شكل نقود سائلة توضع تحت تصرف المؤسسة و بالتالي تنعكس بالزيادة في الأموال الخاصة و السيولة المالية في ميزانية المؤسسة.[4]

ب- **الإحتياطات:** و هي المبالغ المخصومة من أرباح الشركة بغرض وضعها تحت تصرف المؤسسة و ضمها إلى الأموال الخاصة، وتكون هذه الإضافة أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة، يلاحظ أن هذا الإجراء لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو يعتبر مجرد توزيع عمودي لموارد المؤسسة إلا أنه يحسن من صورتها أمام المساهمين و نميز بين:

---

[1]- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق ،ص:200.

[2]– يوسف قريش و إلياس بن الساسي، التسيير المالي، مرجع سابق ،ص:240.

[3]– عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية ، دون تاريخ، ص:471.

[4]– إلياس بن الساسي، الخيارات الإستراتيجية لنمو المؤسسة، مرجع سابق، ص: 240.

- ✓ الإحتياطات القانونية و الاحتياطات النظامية (احتياطات تطبق وفق القانون الجبائي).
- ✓ الإحتياطات المنظمة (ينص عليها القانون التأسيسي لشركة) الإحتياطات الاختيارية أو الحرة.[1]

ج- **المخصصات**: و هي المبالغ المشكلة استنادا إلى تنظيمات قانونية و جبائية (على أساس مبدأ الحيطة و الحذر) بحيث تتميز بطابع احتياطي و هو ما يوضح انتمائها للأموال الخاصة، وهي مخصصة لمواجهة حالات معينة مثل الديون المعدومة و غيرها من الحسابات المعرضة للتناقص مستقبلا. [2]

د- **الأرباح المحتجزة** Retained Earnning: عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين و ذلك لأغراض تسديد التزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة[3]، وهناك علاقة عكسية بين معدل توزيع الأرباح وبين معدل الأرباح المحتجزة.

خصائص و مزايا الأرباح المحتجزة[4]:

- ✓ تعد الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل الداخلية في المؤسسة.
- ✓ مصدر مالي يمكن اللجوء إليه من قبل جميع المؤسسات التي تحقق أرباح جيدة.
- ✓ توفر للمؤسسة سيولة سريعة بسهولة و بدون مشقة كبيرة كما في القروض من إجراءات و ضمانات و تأخر الموافقة و مفاوضات و شروط و غير ذلك.
- ✓ تعد مصدرا تمويليا مستقلا، إذ لا يترتب عليه ضغوط أو سيطرة من الجهة الممولة كما في القروض و السندات و لا يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم أو الأصوات التي قد تؤثر على القرارات.

هـ- **الإهتلاك** Depreciation: و يسمى أيضا في مراجع الإدارة المالية "الإندثار"، و يقصد به التدني التدريجي في قيمة الأصل الناجم عن إستخدامه أو تقادمه سواء الطبيعي أو الفني و الإقتصادي. [5] و أيضا يعرف الإهتلاك وفقا لقاموس المورد بأنه التدني من قدر الشيء و أهميته، أو النقص في القيمة نتيجة للإستعمال أو البلى. كما عرف بأنه تلك العملية التي بموجبها توزع التكلفة الفعلية للأصل على سنوات عمره الإنتاجي.

و يظهر الإهتلاك في أصول ميزانية المؤسسة في جانب الأصول الثابتة و التي يزيد عمرها عن سنة مالية واحدة.

---

[1] – يوسف قريشي و إلياس بن الساسي ، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 246.

[2] – دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 77.

[3] – محمد صالح الحناوي و آخرون، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2004 ، ص: 360.

[4] – هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة و النشر والتوزيع، عمان ، 2000، ص:94.

[5] – عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص:87 .

و تهدف سياسة الإهتلاك إلى تحديد المخصصات التي يجب إقتطاعها من قيمة الأصل بشكل سنوي على شكل دفعات لغرض المحافظة على قيمة الأصول الثابتة للمؤسسة أو تحصيل أصل جديد بعد إنتهاء العمر الإقتصادي للأصل القديم. و لا يشترط تساوي أقساط الإهتلاك السنوي غير أنها يجب أن تغطي العمر الإقتصادي للأصل.[1]

2. المصادر الخارجية:

هي مختلف الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الخارج بموجب إتفاق مع المساهمين أو الدائنين يتضمن شروط و إجراءات لا بد من تنفيذها، و تتحدد هذه الشروط في ضوء الحالة الإقتصادية و مدى قوة السوق المالية، و توافر الأموال و عوائد الفرص البديلة المتاحة. [2]

أ- **الأسهم العادية:** صك يمثل حصة في رأس مال الشركات الأموال قابلة للتداول وفق القانون التجاري. [3] أو هو مستند ملكية ذو قيمة دفترية و سوقية إسمية تطرح للإكتتاب العام و لها القابلية على التداول من قبل حاملها و لا تستحق الدفع في تاريخ معين، و يحق لحامل السهم أن يقبض الأرباح إذا ما حقت المؤسسة أرباحا و قررت الإدارة توزيعها، و تعد هذه الأرباح غير ثابتة القيمة و لا محددة في فترات إستحقاق معينة، و في حالة الإفلاس يكون حملة الأسهم في مؤخرة الترتيب من حيث تحصيلهم لأموال التصفية، يتحمل صاحبها مسؤوليته بمقدار مساهمته[4].

ب- **الأسهم الممتازة:** يمثل مستند ملكية له قيمة إسمية و قيمة دفترية و سوقية، و السهم الممتاز أداة مالية مهجنة، يجمع بين صفات الأسهم العادية و السندات [5]. يكون مقدار الربح موزع بنسبة مؤوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم الممتاز في حال إذا ما قررت إدارة المؤسسة في توزيع الأرباح و طبعا إذا حققت المؤسسة أرباح، و لحامل هذه الورقة الأولوية في تحصيل قيمة أرباحه عن حملة الأسهم العادية، كما الأولوية أيضا في الحصول على نصيبه عند التصفية. قد يتضمن عقد المستند لشرط إستدعاء السهم الممتاز في حال إذا رأت المؤسسة ذلك ضروريا مقابل تعويض مناسب. [6]

---

[1]- عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سابق ، ص-ص: 58-59.

[2]- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق ،ص:201.

[3] -Bertrand Jack , Bruno Solnik , marchés financier , Dunod , paris , 2002, p :125.

[4]- دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:201.

[5] - عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان، 2009، ص:362.

[6]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 546.

ج- **أموال مقترضة:** و هي قروض تتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك: شركات التأمين، صندوق التقاعد و غيرها و فق عقد يلتزم بموجبها المقترض "المؤسسة" تسديد معدل الفائدة طيلة سنوات الإستحقاق إضافة إلى أصل المبلغ خلال توقيتات متفق عليها مع المقرض. عادة ما تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين و قد تخف قوة القيود حسب متانة المركز المالي التي يتمتع بها المقرض.

إن معدل الفائدة على القروض متوسطة و طويلة الأجل في الغالب أعلى مما هي عليه في القروض قصيرة الأجل، فقد تتحدد بمعدل فائدة ثابت خلال مدة القرض، أو متغيرة وفق المعدلات المعتمدة من قبل المصاريف خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الإرتفاع. [1]

إلى جانب القروض طويلة الأجل تنشأ القروض متوسطة الأجل و التي تشترك مع القروض طويلة الأجل في تمويل الدورة الإستثمارية لكن لمدة زمنية أقل .[2]

د- **السندات:** أوراق مالية ذات قيمة إسمية محددة في وثيقة الإصدار تصدرها المؤسسات أو الدولة بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل. و هي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة المصدرة للسند بتسديد دفعات دورية من الفوائد إضافة إلى أصل المبلغ عند ميعاد إستحقاقه. [3] عادة مايكون المعدل في شكل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند، و المستثمرون الذين يقبلون على شراء هذه الأوراق هم من النوع المحافظ الذي يبحث عن دخل ثابت، و قد يتم التخلي عن السند بأقل من قيمته الإسمية فيسمى سند بخصم أو قد يتم بيعه بسعر أعلى من قيمته الإسمية يسمى سند بعلاوة. [4]

هـ- **التمويل التأجيري:** يعرف التأجير بأنه "إتفاق متعاقد بين الطرفين يخول لأحدهما حق الإنتفاع بأصل مملوك للطرف الأخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة، فالمؤجر هو الطرف الذي يحصل على الدفعات الدورية مقابل تقديم الأصل في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الإنتفاع بخدمات الأصل مقابل سداده لأقساط التأجير للمؤجر". [5]

أما المشرع الجزائري فيعرف قرض الإيجار في المادة الأولى من الأمر 96-09 المتعلق بالإعتماد الإيجاري المؤرخ في 10 جانفي 1996 أن قرض الإيجار كعملية تجارية و مالية منجزة بواسطة البنوك أو مؤسسة تأجير مؤهلة قانونا مع المتعاملين الإقتصاديين الجزائريين أو الأجانب. كما تنجز عملية القرض الإيجار على أساس عقد إيجاري

[1] – عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره سابق، ص: 354.

[2] -A.Boudinot et J.C Frabot , Technique et pratique bancaires , 4eme édition , édition Sirey , Paris, 1987.p.284.

[3] – عدنان تايه النعيمي و باين كاتب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:172.

[4] – دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:211.

[5] –عبد المجيد تيماوي، " معايير إختيار مصادر التمويل في المؤسسة" ، مذكرة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة الأغواط، 2004، ص:20 .

يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الحيازة بالشراء لصالح المستأجر، و يقع بالضرورة على أصول منقولة أو عقارية ذات إستعمال مهني أو على المحلات التجارية أو المؤسسات الحرفية.

تعتبر هذه التقنية في التمويل حديثة نسبيا إنتشرت بسرعة لما توفره من مزايا، تستعملها المصارف و الشركات المالية المتخصصة في الحصول على أصول منقولة و عقارات لتأجيرها لشركة أخرى، هذه الأخيرة تقوم بشرائها بالقيمة المتبقية عند إنتهاء مدة العقد و يتم تسديد على أقساط متفق عليها تسمى بثمن الإستئجار. [1]

ثانيا – مصادر التمويل قصيرة الأجل:

هي تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الغير، على أن تسدده خلال فترة لا تزيد عن عام واحد.

كما يقصد به ذلك النوع من التمويل المستخدم في الإستثمارات الجارية قصيرة الأجل، أي يستعمل لتغطية الإحتياجات المالية الموسمية قصيرة الأجل الخاصة بتنفيذ الأنشطة التشغيلية للمشاريع. [2] و هناك العديد من مصادر التمويل قصيرة الأجل التي يمكن إستخدامها من قبل المؤسسة، و عموما يمكن تصنيفها إلى مجموعتين:

1- **التمويل قصير الأجل التلقائي:** يتولد تلقائيا خلال دورة التشغيل، و لا يحمل عادة معدل فائدة اسمي و مثال ذلك الإئتمان التجاري ينشأ تلقائيا بمجرد شراء المؤسسة للسلع بالأجل[3].

أ- **الإئتمان التجاري:** هو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين عند شرائها للمستلزمات التي تدخل في عملياتها و أنشطتها التشغيلية على أساس الدفع الأجل لقيمة تلك المستلزمات. و خلال هذه الفترة و من تاريخ تسديد قيمة هذه المستلزمات أو البضاعة فإن المشتري "المؤسسة" تصبح مدينة للمورد، و تسجل قيمة هذه البضاعة في ميزانية المؤسسة تحت حساب الموردين بجانب الخصوم، بينما تظهر قيمة البضاعة في الميزانية الشركة الموردة تحت حساب "الزبائن" في جانب الأصول [4].

2- **التمويل قصير الأجل الإتفاقي أو التفاوضي:** لا يتم تلقائيا و إنما بناء على مفاوضات شخصية لتحديد معدل الفائدة الإسمي. تعتبر القروض المصرفية مثالا لذلك. [5]

[1]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، طبعة الأولى، دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص :323.

[2]- دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:220.

[3]- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار جامعية ،الاسكندرية، 2007، ص :449.

[4]- عدنان تايه النعيمي و ياسين كساب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:145.

[5]- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 449.

أ- **الإئتمان المصرفي**: هي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها المؤسسة من البنك الذي تتعامل معه بموجب إتفاق، على أن تسددها خلال فترة لا تتجاوز السنة مع فائدة عادة ما تكون في صورة نسبة مؤوية من قيمة القروض. [1]

و تظهر القروض المصرفية في بند الخصوم المتداولة في ميزانية المؤسسة. تلجأ إليه لتغطية إحتياجات هذه الدورة مثل شراء مواد أولية، إرتفاع القيم المدينة، تراكم المخزون السلعي أو حاجتها لقرض قصير الأجل [2].

المبحث الثاني: إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية:

تعتبر قرارات التمويل من القرارات المعقدة و الحساسة التي يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة و متأنية، و ذلك لأن عملية إتخاذ القرار المالي يترتب عليه نتائج هامة و قد تكون مصيرية في حياة المؤسسة مثل:

- تحديد المركز المالي للمؤسسة.
- تحديد المركز الإئتماني للمؤسسة.
- تحديد ربحية المؤسسة.
- تحديد إلتزامات المؤسسة.
- تحديد الإنفاق الإستثماري للمؤسسة.

و تقوم الإدارة المالية للمؤسسة بتقييم مصادر التمويل لإختيار البديل الأفضل للمؤسسة، حسب ظروف و معطيات المؤسسة، و التي قد تتغير من شركة لأخرى و من وقت للآخر، بعد أن تقوم بتحديد كمية و نوعية إحتياجاتها من الأموال، و المقصود بكمية الأموال هنا هو حجم التمويل المطلوب توفيره، و نوعية الأموال و مجال إستثمارها أو إنفاقها سواء كانت في أصول متداولة أو ثابتة. ويراعي في قرار اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة تحقيق الهدف الرئيسي لملاكها و المتمثل في تعظيم القيمة السوقية لمؤسستهم.

[1] – عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

[2] – دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص:227.

المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل

تتخذ المؤسسة عدد من الإجراءات و فق أسس علمية لإتخاذ قرار تمويلي واحد من بين عدد كبير من الإحتمالات التمويلية ، والذي تسعى من وراءه إلى الوصول إلى هيكل مالي يتسم بإنخفاض التكلفة المالية لمجموع العناصر المكونة له و درجة مخاطرة مقبولة ، من أجل المساهمة في رفع من قيمة المؤسسة و زيادة أرباح الملاك.

أولا– مفهوم إتخاذ القرار :

عرف Nigro إتخاذ القرار بأنه "الإختيار المدرك بين البدائل المتاحة في موقف معين".

و يعرف أحمد محمد غنيم إتخاذ القرار بأنه "إستخدام بعض المعايير الموضوعية لإختيار بديل ما من بين بديلين محتملين أو أكثر".

أما محمد عبد الفتاح الصيرفي فيعرفه بأنه "عملية عقلانية تتبلور في الإختيار بين بدائل متعددة ذات مواصفات تتناسب مع الإمكانيات المتاحة و الأهداف المطلوبة".[1]

إن كل تعريف من التعاريف السابقة ركز على جانب أو أكثر من الجوانب المتعلقة بإتخاذ القرار و هذا مكننا من تقديم تعريف شامل، حيث نعرفه "بأنه عملية الإختيار الواعي و المدرك لبديل مناسب من بين عدة بدائل لحل مشكلة معينة بإستخدام بعض المعايير الموضوعية ".

يمكننا التمييز بين ثلاث حالات التي يتخذ فيها القرارات على حسب حجم و كمية المعلومات المتوفرة عن الموقف الذي يتخذ فيه القرار.

في **الحالة الأولى** يكون متخذ القرار على علم تام بالنتائج الخاصة بكل بديل متوفر أمامه.

أما في **الحالة الثانية** فهو على جهل تام بالإحتمالات المستقبلية الممكنة، إما لعدم الخبرة، أو لأن القرار جديد من نوعه، أو لصعوبة الحصول على معلومات تساعد على تقدير الإحتمالات.

لكن حالة إتخاذ القرار في عالم الأعمال عموما ليست من هذين النوعين، فالمدير في شركة أو المستثمر في بورصة لا يستطيع أن يتنبأ بنتائج قراراته بدقة كاملة، لأنه يجهل ما سيحدث في المستقبل، و لكنه أيضا ليس في حالة جهل كامل عما يمكن أن يحدث، فهو يستطيع من خلال خلفيته و خبرته و تقديره للأمور أن يقوم بتقدير **إحتمالات شخصية** للنتائج الممكنة للقرار المتخذ، كما يمكن أن يقوم بتقدير **إحتمالات موضوعية** من خلال إستناده أساليب

[1]– فريد كورتل و إلهام بوغليطة، الإتصال و إتخاذ القرارات، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة للنشر و التوزيع، عمان، 2011، ص ص : 152-153.

علمية و إحصائية، كنظرية الإحتمالات، و لذا عادة ما تسمى القرارات في هذه الحالة **بالقرارات الإحتمالية** Probabilistic Decisions، و أيا كانت طريقة تحديد هذه الإحتمالات فإن وجودها يعني أن هناك حالة معرفة جزئية بالمستقبل.[1]

ثانيا – تعريف قرار التمويل:

تعرف على أنها تلك القرارات التي تتعلق بتحديد و صياغة هيكل التمويل الأمثل، و الذي يتحقق من خلال عناصر المزيج الأمثل لمصادر تمويل الإستثمارات و نسب كل منها داخل هيكل المؤسسة.[2] و الذي تتوصل إليه بعد تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم. و ذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل الناتج عن إختيار المزيج الأمثل لمصادر التمويل.

فعلى المدير المالي عند إتخاذ القرار التمويلي التأكد من أن الأموال المطلوبة يمكن:

- توفيرها في الوقت المناسب.
- توفيرها في فترات زمنية متناسبة.
- توفيرها بأقل كلفة ممكنة.
- إستثمارها في المجالات الأكثر فائدة.[3]

ثالثا – الخطوات الأساسية لإتخاذ قرار التمويل في المؤسسة:[4]

تختلف خطوات التمويل من مؤسسة إلى أخرى وفقا لاعتبارات كثيرة منها الحجم و طبيعة النشاط و البيئة و غيرها. و عليه نعرج على الآتي:

1. **التعرف على الإحتياجات المالية:** لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الإقتصادية شيوعا هو التخطيط على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المؤسسات، و هذا الأخير لا يعتبر السبب الوحيد الذي يؤدي إلى فشل المؤسسات الإقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخاطئ للمؤسسات، و لهذا فعلى أصحاب المؤسسات التعرف بشكل مستمر و دقيق على الإحتياجات المالية في الفترة الحالية و المستقبلية القريبة و البعيدة. و بعدها يجب ترتيب هذه الإحتياجات وفقا لأهميتها و أولويتها.

[1]– إسماعيل السيد، الأساليب الكمية في مجال الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص: 4-5-6، بتصرف.

[2]– حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص :15.

[3]– المرجع السابق ، ص:48.

[4]–كنجو عبود كنجو و إبراهيم وهبي فهد، الإدراة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة لنشر و التوزيع و الطباعة عمان، 1997،ص 51-52-53.

2. **تحديد حجم الأموال المطلوبة:** بعد أن تتم مرحلة التعرف على الإحتياجات المالية تأتي المرحلة الثانية و المتمثلة في تحديد الكمية المطلوبة لتغطية هذه الإحتياجات، حيث تتميز هذه الخطوات بالصعوبة من حيث تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديرها دون مستوى أو أقل من المستوى المطلوب و لهذا لا بد من تحديد حدين للتمويل هما الحد الأعلى و الحد الأدنى.
3. **تحديد شكل التمويل المطلوب:** قد تلجأ المؤسسة إلى الإعتماد على القروض أو إصدار بعض الأسهم و السندات، و عادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، و تجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات و الأسهم لأن ذلك سوف يترتب عنه زيادة إلتزامات معينة على المؤسسة و هذا حال القروض أيضا، و لهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل و أسلوب التمويل.
4. **وضع برنامج زمني للإحتياجات المالية:** بعد أن يتم تحديد الإحتياجات و مقدارها و شكل التمويل فإنه من المفضل أن يتم وضع جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المؤسسة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، و أثناء وضع جدول زمني لا بد من الأخذ بعين الإعتبار المدة الزمنية التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة.
5. **وضع و تطور الخطة التمويلية:** تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق بها الأموال، و العائدات المتوقعة منها بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال الازمة، و تجنب المشاكل المتعلقة بالسداد و هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة و الخارجة.
6. و تعتبر الخطة ترجمة رقمية لسياسات الإنتاج. من خلال إستعمال أدوات التخطيط و التنبؤ المالي مثل الموازنة النقدية التقديرية و تحليل التعادل و الروافع، و أدوات الرقابة المتمثلة في التحليل المالي،...
7. **تنفيذ الخطة التمويلية و الرقابة عليها و تقيميها:** إن تنفيذ الخطة التمويلة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة و تصحيح الإنحرافات الناتجة عن تنفيذها من خلال وضع إجراءات رقابة فعالة، و إستخدام أسلوب التحليل المالي لمعرفة جوانب الإيجابية و السلبية و تقييم كفاء التنفيذ المالي و التشغيلي للمشروع من خلال فترة زمنية معينة، مما لا شك فيه أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم و لهذا لا بد من العمل على تحديثها و كذا تعديلها و فق المتطلبات الحديثة.

رابعا – قرار إختيار الهيكل المالي:

إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على أنواع الأموال و إتخاذ قرار التمويل هو تحقيق أكبر عائد لملاك المؤسسة "أي حملة الأسهم العادية" و من ثم يجب على متخذ القرار الإهتمام بمدى تأثير إختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل.

إن أسلوب التمويل سواء بالملكية أو بالإقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة و بالتالي ربحية السهم، و المطلوب إختيار الأسلوب الذي يحقق أقصى قدر من هذه الربحية و إستمرارها في المستقبل و ما يتبع ذلك من أثر على القيمة السوقية للأسهم.

و كقاعدة عامة نجد أن أرباح المؤسسة تزداد بزيادة الإعتماد على القروض، و ذلك إذا كانت الظروف العامة الإقتصادية في تحسن و لكن الخطر الناتج من الإعتماد على هذا المصدر يؤثر على هذه الربحية في المستقبل. مما يتطلب ضرورة تحقيق التوازن بين العائد و المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل نفسه*، فزيادة إعتماد المؤسسة في التمويل على المصادر التي تلزمها بأعباء ثابتة مثل القروض، السندات تؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك و أيضا على درجة المخاطر التي يتعرضون لها.

فيما يتعلق بالعائد نجد أن إعتماد المؤسسة على الاقتراض يترتب عليه زيادة العائد المتاح نتيجة الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة و التي تسهم في تخفيض تكلفة الأموال، بينما إعتماد المؤسسة على الأسهم يترتب عليها إنخفاض العائد المتاح و ذلك لأن العائد من هذه الأسهم لا يمثل عبء و بالتالي لا يتولد عنها وفورات ضريبية.

أما من جانب المخاطر، فإن إعتماد المؤسسة على الإقتراض أو" أي مصدر ينطوي على إلتزام ثابت " ينتج عنه تقلب عائد السهم "الملكية"، و تقاس درجة تقلب هذا العائد "أي المخاطر" الناتج عن إعتماد المؤسسة على أموال الغير بما يسمى بدرجة الرفع المالي أو "الرافعة المالية"، و هناك من يستخدم إصطلاح المتاجرة بالملكية تعبيرا على هذا المفهوم أيضا.

فالمتاجرة بالملكية ما هي إلى قيام المؤسسة بإستخدام أموال الغير "المقرضين" لأجل تحقيق ربح أو عائد أكبر لملاك المشروع. و الملكية في الواقع تعتبر الأساس المالي بناء عليه تتمكن المؤسسة من الحصول على الإقتراض، و من هنا جاءت المتاجرة بالملكية أو "الرفع المالي".

* - يعبر على هذه المخاطر بالمخاطر المالية و هي مرتبطة بقرارات التمويل و أيضا مخاطر النشاط المرتبطة بقرار الإستثمار.

و تعتبر الفائدة المدفوعة هي المحور الذي ترتكز عليها عملية الرفع المالي، فإن زيادة هذا الإلتزام مع بقاء الأرباح قبل دفع الفائدة على حالها تؤدي إلى زيادة المتاجرة بالملكية و العكس صحيح.[1]

يتمثل دور قرار التمويل في تحديد الهيكل المالي في المؤسسة، أي تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل القصيرة الأجل و مصادر التمويل طويلة الأجل، و بالتالي تحديد المزيج المناسب من الدين Debt و الملكية Equity . و يكتسي الإختيار السليم لمصادر التمويل أهمية من ناحية تخفيض تكلفة الأموال و الخطر التمويلي المرتبط بهذا الإختيار.

هناك تأثير مزدوج لكل من قرار التمويل و قرار الإستثمار، فعلى سبيل المثال إذا إختارت المؤسسة مشروع إستثماري نسبة الأصول المتداولة فيه مرتفعة، سيكون لزاما على المؤسسة إنطلاقا من مبدأ التغطية لتحقيق التوازن في ميزانيها أن تمول هذا المشروع بمصادر تمويل قصيرة الأجل، و بالتالي هنا يتجلى تأثير قرار الإستثمار على قرار التمويل. أما التأثير العكسي فنأخذ مثال آخر بإقتراض أن المؤسسة تعتمد على القروض المصرفية و تسهيلات الموردين في تمويل مصادر إستثمارها فإن ذلك سيؤدي بها على إختيار المشاريع ذات الأصول المتداولة، و هذا الأخير من الإستثمارات يتميز بربحية عالية نسبيا يقابله في ذلك سيولة متدينة، و مبرر ذلك يعود لإنخفاض تكلفة تمويل قصير الأجل مقارنة مع تكلفة التمويل طويل الأجل، إلا أنه من شأنه أن يضع قيود على سيولة المؤسسة بقرب أجل تسديد هذه القروض.

إن إستعمال المزيج الأمثل من التمويل بالدين و الملكية يخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد خاصة إذا أستعملت في تمويل مشاريع ذات عائد مرتفع، فينعكس ذلك بالإيجاب على عوائد المؤسسة و قيمتها السوقية. لكن يجب أن تتوخى الحذر من الإفراط في التمويل بالإستدانة لأنه ينتج عليه زيادة المخاطر التمويلية و إرتفاع التكلفة الإجمالية للأموال [2].

للحكم على سلامة أي قرار مالي يجب أن ينظر لمدى تأثيره على ثروة الملاك، فإذا ترتب على هذا القرار تعظيم ثروة الملاك سنعتبره قرار سليما، وإذا كان قرار التمويل سليما لا بد أن يؤدي إلى تعظيم نتيجة السهم السوقية . و من ثم فإن القيمة السوقية للمؤسسة في القيمة الحالية لتدفقاته "أي العوائد" التي يحصل عليها مستقبلا.

[1] – عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار و التمويل، مرجع سبق ذكره، ص–ص:507–509.

[2] – عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، 2008، ص ص:27–28–29.

المطلب الثاني: محددات إختيار قرار التمويل:

هناك العديد من المحددات التي تسمح بالحصول على أنواع محددة من مصادر التمويل، مثلما تعيق هذه المحددات اللجوء إلى مصادر أخرى. من بين أهم المعايير الواجبة الإعتبار عند إختيار هيكل التمويل نجد مايلي:

أولا – هيكل الأصول:

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة.

يشير كل من سكوت و مايرز Scott and Myers إلى أن المؤسسة التي تمتلك أصول ثابتة مرتفعة، يمكن أن تقدمها كضمان للمقترضين، و بالتالي يكون من اليسر أن تعتمد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة ضمن هيكلها المالي.[1]

و أكثر تحديد من ذلك تتميز المؤسسات التي تمتلك أصول ثابتة تدوم لفترة طويلة و الطلب على منتجاتها مؤكد، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات الأصول الثابتة طويلة المدة "مثال على ذلك المؤسسات الإنتاجية". و من جهة أخرى فإن المؤسسات التي تكون غالبية أصولها ذمم و مخزونات و التي تتوقف قيمتها على ضمان تحقيقها للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل أما الطويلة و إن وجدت تكون بدرجة محدودة "مثلا مؤسسات تجارة الجملة و التجزئة".[2]

و كل هذا طبقا لمبدأ التغطية في التمويل، و الذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الثابتة بالموارد الدائمة.

و كشفت نتائج بعض الدراسات لوجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول و نسبة الإقتراض. فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول، كلما زاد إعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة، لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة سوف يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب إنخفاض قيمة تلك الأصول في حالة التصفية، و هو ما توصل إليه Marsh و قدمت دراسة Bevan and Danbolt على أن المؤسسات التي تنخفض فيها نسبة الأصول الثابتة تميل إلى الإستدانة أكثر من غيرها من المؤسسات.[3]

[1] – منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 612.

[2] – عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الادارة المالية، مرجع سابق، ص:153.

[3] – زغيب مليكة و إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الإقتصادية"، ملتقى علمي دولي، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، أفريل 2009، ص : 12.

ثانيا – حجم المؤسسة:

يؤثر حجم المؤسسة بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة الأموال من المصادر المختلفة. فتظهر الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة و بين المخاطر التي تتعرض لها و بالخصوص مخاطر الإفلاس.

فالمؤسسات الكبيرة يتسم نشاطها بقدر من التنويع، و بالتالي تتعرض للمخاطر بدرجة أقل، و من ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال و هو ما أكدته دراسة "هندي، Scott، Bozenetal"[1].

على عكس المؤسسات الصغيرة التي قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على قروض طويلة الأجل. و حتى إذا تمكنت من ذلك فتكون بسعر فائدة مرتفع و بشروط قاسية مقيدة في الإتفاقية، مما ينتزع عن هيكلها المالي المرونة، السيطرة و الرقابة على قرارات الإدارة.[2]

و لهذه الأسباب تتجه المؤسسات الصغيرة أكثر إلى الإقتراض قصير الأجل و التمويل بالأموال الخاصة خاصة الأرباح المحتجزة أهم مصدر في التمويل طويل الأجل، أما فيما يخص إصدار الأسهم و السندات في المؤسسات الصغيرة فهي تتميز بإرتفاع تكاليف الإصدار، إضافة إلى عدم إمكانية المؤسسات الصغيرة الدخول إلى البورصة نظرا للشروط التي تفرضها البورصة على المؤسسات الراغبة في الدخول إليها.[3]

ثالثا – السيطرة و الإدارة:

تعتبر الإدارة حق مطلق للمالكين في شركة الأفراد و حق لحملة الأسهم العادية في شركة الأموال. و لإبقاء الملاك سيطرتهم على الإدارة فهم يفضلون تمويل المشروع عن طريق الأموال المقترضة أو عن طريق الأسهم الممتازة اللذان ليس لهم الحق في الإدارة.[4]

و يعتقد Jensen and Mecklig أن المؤسسات التي تتركز ملكيتها في ذمة شخص واحد أو مجموعة محدودة من الأشخاص، تفضل اللجوء إلى الإقتراض عن زيادة حقوق الملكية، لتجنب التكلفة المرتفعة لوكالة حقوق الملكية، بينما المؤسسات كبيرة الحجم التي تحتوي على العديد من المساهمين فإن هذا العنصر ليس بذات أهمية أو دلالة.[5]

---

[1] – منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 615.

[2] – سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، 2006، ص: 155.

[3] – مليكة زغيب و إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الإقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص : 10.

[4] – محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل، عمان، 2009، ص: 190.

[5] – عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 377.

إلا أن التوسع في التمويل بالإقراض يؤدي للرفع من المخاطر المالية و عدم القدرة لدفع الإلتزامات المالية. لهذا من الأفضل على المالكين التضحية بجزء من السيطرة و التوجه في إدخال مالكين جدد عند الحاجة إلى التمويل.[1]

أيضا تكرار اللجوء إلى إصدار أسهم عادية يحمل في طياته خطر فقد الرقابة، و لهذا يفضل Smith الإعتماد بدرجة أكبر على القروض في التمويل و هو ما أكدته دراسة "Titman and wessels". كما أن استخدام القروض بصفة مبالغ فيها يفقد المؤسسة الرقابة.

رابعا – المرونة:

و هي تعني قدرة الهيكل المالي للمؤسسة على التكيف مع الإحتياجات التمويلية المستقبلية و التي تنشأ من الظروف المتغيرة، و حصول المؤسسة على القروض بشروط ملائمة و أسعار فائدة معقولة تحت الظروف المختلفة.

كما يقصد بها قدرة المؤسسة على تعديل الأموال تبعا للتغير في حاجتها للأموال، أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة و بين مصادر التمويل.[2]

يشير هذا العامل إلى تأثير قرارات التمويل الآنية على بدائل التمويل في المستقبل أمام المؤسسة. لإستعمال مصدر تمويلي محدد في الوقت الحاضر قد يحد أو يقلل من البدائل التمويلية المتاحة في المستقبل. على سبيل المثال، يترتب عن إستعمال الإقتراض في الوقت الحاضر شروط ميسرة تحملها سعر فائدة مرتفع في المستقبل، مما يضطر المؤسسة إلى اللجوء للتمويل عن طريق الملاك.[3]

إذن يؤدي تواجد عنصر المرونة للآتي:

- تمكين المؤسسة للإنتقال بين البدائل عندما تحتاج إلى عمليات التوسع أو الإنكماش، كحق المؤسسة في إستدعاء سندات قبل موعدها كان شرطا قد ضمنته في عقد الإقتراض.
- تكون في موضع قوى عند المساومة للحصول على التمويل بشروط جيدة.
- الإستخدام الأمثل للأموال المتاحة أمام المؤسسة و قدرتها على التخلص من الأموال الفائضة.[4]

[1] – محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

[2] – المرجع السابق ، ص: 192.

3– عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 379.

4– محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص: 193.

خامسا – الوفورات الضريبية: [1]

تعتبر الفوائد الناجمة عن أموال الإقتراض من ضمن المصاريف، و بالتالي تؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة، إذن تخصم الفوائد من الأرباح قبل حساب الضريبة مما يؤدي إلى تخفيض الضريبة التي تدفعها المؤسسة. عكس أموال الملكية الذي لا يخفض من الأرباح قبل إحتساب الضريبة. لذا تتميز الإستدانة بالوفورات الضريبية التي توفرها، و بالتالي يتولد عنها آثار إيجابية تنعكس على قيمة المؤسسة، و نظرا للعلاقة الطردية بين معدل لضريبة و الوفورات الضريبية فإنه يتوقع أن تلجأ المؤسسات التي تخضع لضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى التمويل بالمديونية.

و من المحتمل أن تنخفض نسبة الأموال المقترضة كلما أتيحت للمؤسسة فرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض مثل أقساط الإهتلاك، و الإعفاءات الضريبية الممنوحة لتنفيذ الإستثمارات التي تشجعها الحكومة، أو بمناطق نائية. و قد دعمت دراسة De Angelo and Masulis و التي ترى بأنه كلما أتيح للمؤسسة فرصة لتحقيق وفورات ضريبية من غير أعباء القروض، كلما توقع أن تنخفض نسبة الإقتراض في الهيكل المالي.

سادسا – نمو و إستقرار المبيعات و هوامش الربح: [2]

كلما إتسمت مبيعات المؤسسة بالإستقرار، أدى ذلك لتوجهها أكثر نحو القروض لقدرتها على الوفاء بإلتزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من المخاطر. و يعتبر القرض أكثر مصادر التمويل الخارجي رخصا و نفعا في حالة نمو المبيعات و هوامش الأرباح، عكس التمويل بأموال الملكية التي ترتفع تكلفة وكالته لمستويات عليا، نظرا لتعدد الفرص المتاحة لمصادر التمويل من هذا الاستقرار في المبيعات يفضل الملاك الإعتماد على مواردهم الداخلية في حالة إرتفاع تكلفة الإقتراض.

سابعا – نشاط المؤسسة:

أكدت دراسة Ferri and Jones أن طبيعة الصناعة محدد أساسي لهيكل الأصول و بالتالي الهيكل المالي. و كشفت النتائج أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعة الثقيلة تفوق مثيلتها في الصناعة الخفيفة، و أن المؤسسات التابعة لنفس القطاع لها مستويات إستدانة متقاربة، فيما تختلف هذه المعدلات ما بين القطاعات. و أيدت دراسة هندي

1- سليمان شلاش و آخرون، "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال"، مجلة المنارة، مجلد الرابع عشر، العدد الاول، الأردن، 2008، ص: 61.

2 - Cheng F. Lee , Determinants of Capital Structure Choice A Structural Equation Modeling Approach, The 15th Annual Conference on PBFEAM at Ho Chi Minh City, Vietnam, 2007,P 09.

عن إنخفاض نسبة الإقتراض في المؤسسات كثيفة العمالة.[1] و كلما إتجهت المؤسسة نحو التخصص أدى ذلك لزيادة مخاطر الإفلاس، و بالتالي يتوقع أن تنخفض نسبة القروض في المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد تجنبا لمزيد من المخاطرة.

و صحيح أن الصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، لكن إذا كانت هناك سهولة في دخول شركات أخرى في نفس القطاع سيؤثر ذلك على حصتها السوقية و بالتالي إنخفاض هامش الربح و التقليص من الأموال المقترضة ضمن الهيكل المالي.[2]

ثامنا– توقيت توفر الأموال من مصادرها:

إزدادت أهمية عامل الوقت بسبب التقلبات الحادة في أسواق المال، لذلك وجب على المدير المالي إختيار التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من الأوراق المالية حتى يمكن تسويقها بسهولة. و لكن قد تنشأ في بعض الأوقات حاجة للأموال من الضروري تمويلها و لو بتكلفة مرتفعة مما يلغي عنصر التوقيت، و في بعض الأحيان قد تتوافر الأموال بتكلفة رخيصة نسبيا يتم تجاهلها لعدم الحاجة لها. و قد تلجأ المؤسسة للتمويل الداخلي بحجز أرباحها لتمويل إحتياجاتها في حالة فقدان و عسر الحصول على التمويل بالإقتراض أو من السوق المالي بإعتباره أفضل مصدر للتمويل و فق تسلسل مصادر التمويل.[3]

تاسعا – درجة التحفظ و جرأة الإدارة:

تتكون إدارة المؤسسة من أشخاص تحكمهم عوامل سلوكية مختلفة منهم من يتصف بالجرأة و الإقدام على الخطر، و منهم من يتصف بالتحفظ و الخوف من الخطر.[4] فالمتحفظون من المدراء أو الحريصون على تجنب المخاطرة يفضلون التمويل بالأموال الممتلكة، أما العاشقون للمخاطرة يعتمدون على مصادرة التمويل المقترضة لأنها تعظم عوائد الملاك نتيجة أكثر الرافعة المالية.[5] قد يلغي هذا المعيار قرار تمويلي بني على أساس الموازنة بين العائد و المخاطرة و يقبل قرار مرفوض بناءا على معيار العائد و المخاطرة ، نظرا لتدخل عوامل أخرى غير علمية كالسلوك الشخصي و المعتقدات الدينية.

---

[1]- مليكة زغيب و إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الإقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص : 16.

[2]– عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الادارة المالية، مرجع سابق، ص:156.

[3]- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 617.

[4]– عدنان تايه النعيمي و سعدون مهدي الساقي و آخرون،الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار المسيرة، الأردن، 2008، ص: 244.

[5]– حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

المطلب الثالث: أساليب إختيار قرار التمويل:

هناك مجموعة من المؤشرات التي يبنى عليها قرار التمويل، فمن خلالها نتوصل إلى الحكم بقبول أو رفض القرار التمويلي، بحساب نتيجة هذا المؤشر و التي يمكن قياسها بشكل مضبوط بالإستعانة بالأساليب الكمية.

أولا – قدرة المؤسسة على تغطية التكاليف المالية الثابتة من خلال توليد التدفقات النقدية: [1]

يعد استعمال التمويل بالقروض من أرخص مصادر التمويل تكلفة و بالتالي يكون أكبر مساهمة في تعظيم قيمة المؤسسة، إلا أن الإسراف في استخدامه يؤدي للرفع من المخاطر المالية، كما أن استعمال الأسهم الممتازة يوفر عدة مزايا من بينها حرية المؤسسة في صنع قراراتها، إلا أن المصدرين سالفي الذكر يُحملانها تكاليف مالية ثابتة من خلال دفع فوائد القروض و الأرباح الموزعة على جملة الأسهم الممتازة، و ترتفع هذه التكاليف في حالة إفراط المؤسسة في استخدامهما. لذلك يجب على الإدارة المالية للمؤسسة حينما تفكر في الحصول على قرض إضافي أن تحلل تدفقاتها النقدية المتوقعة في المستقبل لمواجهة المصاريف الثابتة تحت أي ظروف محتملة، لأنه من الممكن أن تواجه المؤسسة التي لا تكون قادرة على توفير أموال كافية لسداد التزاماتها الثابتة خطر الإفلاس المالي، أما المؤسسات التي تتوقع تدفقات نقدية كبيرة و مستقرة في المستقبل مع وضعية اقتصادية مزدهرة يمكنها أن تستخدم قروض بنسبة كبيرة في هيكلها المالي لان ذلك يمكن من زيادة القيمة السوقية لأسهم المؤسسة إلى أعلى ما يمكن.

تعتبر نسبة صافي التدفقات النقدية الداخلة على المصاريف الثابتة من أهم النسب المالية عند وضع هيكل مالي أمثل، فيستدل منها عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بواسطة صافي التدفقات النقدية التي تتولد في المؤسسة. كما إن إعداد جدول التدفقات النقدية المتوقعة من خلال وضع بيانات إفتراضية توضح الحالة المالية للمؤسسة في ظل مختلف الظروف حتى المعاكسة منها، و بالتالي تكون لديها صورة واضحة عن مدى مقدرتها في خدمة التزاماتها المالية الثابتة في ظل الظروف المختلفة و بناءا عليه تقرر مقدار نسبة مساهمة القروض في الهيكل المالي الموضوع.

ثانيا – معيار التكلفة :

تعد تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد الذي يقبل المستثمر تحمله، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، لان قبوله يؤثر سلبيا على ثروة الملاك من خلال انخفاض القيمة

[1] – سمير عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سابق، ص :221.

السوقية للأسهم العادية. لذا على المدير المالي عند إنتقاءه للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي و نسبة كل عنصر من مصادر التمويل فيه أن يراعي تخفيض تكلفة الأموال، لما لذلك من اثر ايجابي على قيمة المؤسسة.[1]

يعتبر الاقتراض ارخص مصدر تمويلي من حيث التكلفة بالنسبة للمؤسسة لتحمل مخاطر اقل من باقي المصادر، إذ أن المؤسسة ملزمة قانونا بدفع الفائدة المستحقة عليها ثابتة المقدار بصرف النظر عن تحقيقها للربح من عدمه. كذلك يمكن لأصحاب القروض من استعادة أموالهم خلال مدة محددة عكس حاملي الأسهم الذين يحصلون أموالهم بتصفية الشركة في حالة عدم السماح بتداول هذه الأسهم أو التنازل عنها. كما أن لهم الأولوية في تحصيل مستحقات أموال التصفية في حالة الإفلاس. و أيضا يحمل وفورات ضريبية من خلال خصم أعباء الفوائد من وعاء الربح الخاضع للضريبة، و بالتالي تنخفض تكلفة الاقتراض و هو ما يصب في مصلحة المؤسسة.[2]

أما تكلفة أموال الملكية فتتضمن تكلفة إصدار أسهم جديدة و تكلفة الفائض المحجوز و عموما إن تكلفة الاقتراض اقل من تكلفة النوعين السابقين من أموال الملكية، إلا أن تكلفة فائض الأموال المحتجزة اقل من تكلفة الإصدار الجديد و ذلك لدفع حملة الأسهم ضرائب شخصية على الأرباح الموزعة في حين تعفي الدولة فوائض الأموال المعاد استثمارها لتشجيع الاستثمار في تلك الدولة.

أما من حيث إصدار الأسهم الجديدة: فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء أسبقيتهم في الحصول مخصصاتهم من الأرباح في حال إذا ما تقرر توزيعها، أو في تحصيل مستحقاتهم من أموال التصفية في حالة الإفلاس.

و بما أن تكلفة الأموال تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا يكون الاقتراض اقل مصادر التمويل تكلفة و الأسهم العادية أكثرها تكلفة.[3]

لا يعتبر معيار تكلفة الأموال لوحده كاف في اختيار مصادر التمويل لتجاهله المخاطر و التأثير على التكلفة الكلية للأموال في المستقبل عند اختيار قرارات التمويل بمصادر منخفضة التكلفة. إذ لا يمكن للشركة أن تستمر في تقليل التكلفة الكلية الأموال باستخدام المزيد من القروض فوق الحد المسموح مما يؤدي لزيادة المخاطر المالية للدائنين و حملة الأسهم، الذين بدورهم سوف يطالبون بعائد اكبر لمواجهة المخاطر المرتفعة طالما أن القروض وصلت إلى

[1] – أحمد بوراس، تمويل المنشآت الإقتصادية، مرجع سبق ذكره ، 2008.ص: 83.

[2] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص : 564.

[3] – سمير عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص : 220.

مستوى معين. و هذا ما يتطلب وجود مزيج مناسب بين أموال الاقتراض و أموال الملكية، يساهم في تقليل التكلفة المتوسطة للأموال إلى اقل قدر ممكن بالمقابل يزيد من إرتفاع القيمة السوقية للسهم.

ثالثا – العائد و المخاطرة: [1]

يعتبر هذا العامل من المعايير الأساسية في عملية المفاضلة بين مصادر التمويل، باعتبار أن العائد والمخاطرة اللذان يتحملها الملاك يتأثران بدرجة اعتماد المؤسسة في التمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت، سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم ممتازة.

عموما نجد أن أرباح المؤسسة تزداد بزيادة الاعتماد على القروض، خاصة إذا ما كانت الظروف الاقتصادية العامة في تحسن مما يترتب عليه زيادة العائد المتاح للملاك نظرا لانخفاض تكلفتها إلى جانب الوفورات الضريبية التي تسهم بدورها في تخفيض تكلفة القروض، على عكس التمويل بإصدار أسهم التي يترتب عليها انخفاض العائد المتاح للملاك و التي تتميز بارتفاع تكلتفها مقارنة مع القروض و ذلك لمقابلة المخاطر التي يتحملها ملاك الأسهم، إضافة أن عوائد هذه الأسهم لا تمثل أعباء و بالتالي لا يتولد عنها وفورات ضريبية. إلا أن اعتماد المؤسسة على الاقتراض أو أي مصدر ذو دخل ثابت يترتب عليه زيادة تقلب عائد السهم العادي "أي المخاطر" و يقاس هذا التقلب في العائد الناتج عن أموال الغير بالدرجة الرفع المالي. [2]

على المدير المالي أن يضبط الهيكل المالي المستهدف من العناصر المكونة لهذا الهيكل و نسبة كل عنصر فيه من خلال اهتمامه بالتأثيرات المختلفة لمصادر التمويل على القيمة السوقية للأسهم على المدى البعيد، من خلال عدم التوسع في استخدام مصادر التمويل منخفضة التكلفة كالقروض، و عليه أن يوازن بين العائد و المخاطر أي أن المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل المكون للهيكل المالي متوازن مع العائد الناتج عنها و المتمثل في زيادة الربحية سواء كان هذا المصدر التمويلي يتميز بانخفاض تكلفته أم لا، حيث يساهم هذا الهيكل في تعظيم قيمة المؤسسة و ثروة الملاك.

رابعا – معيار أثر الرافعة على المردودية المالية:

يظهر مبدأ الرافعة عندما تلجأ المؤسسة إلى الإستدانة لتمويل مشاريعها، فإن هي حصلت جراء ذلك على فوائض و التي تتمثل في: المردودية الإقتصادية أعلى من التكاليف المالية للإستدانة، يكون هذا الفائض في صالح

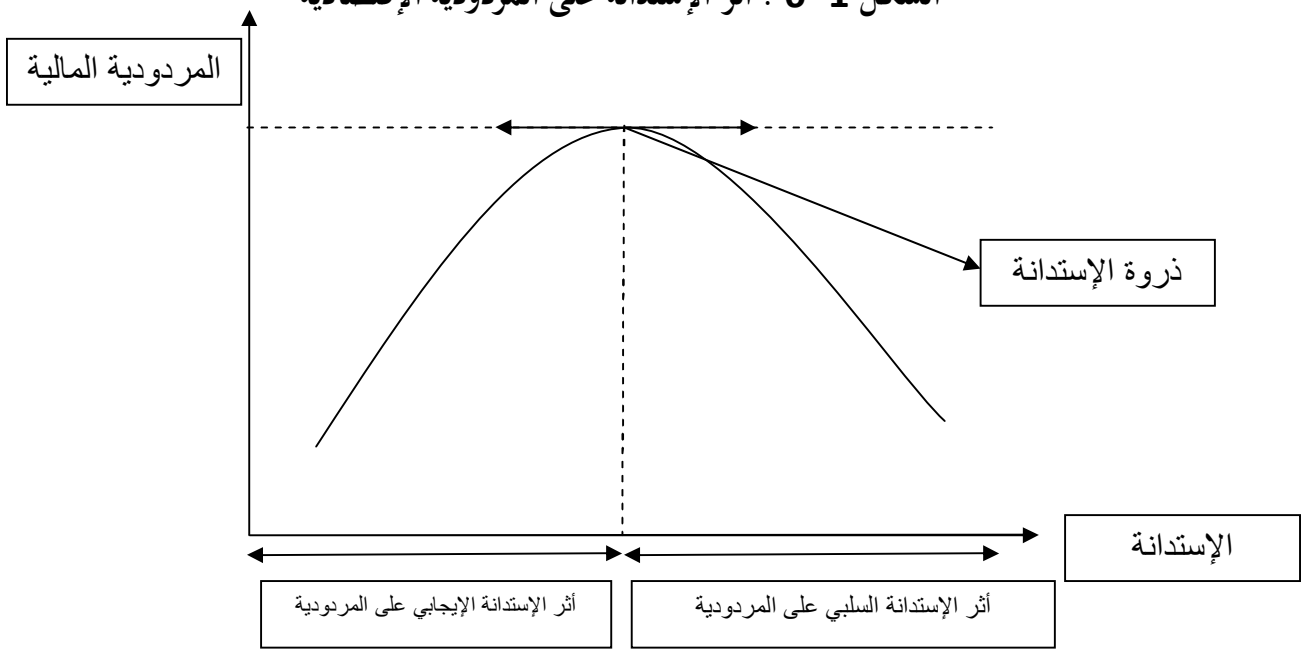
[1]– منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 595.

[2]– عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقس، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص–ص: 507–508.

المساهمين و بالتالي يرتفع معدل مردودية الأموال الخاصة و يصبح هنا أثر إيجابي للرافعة،[1] و حينها يمكن للمؤسسة أن ترتفع من إعتمادها على الاستدانة، و لكن هناك مستويات من تواصل ارتفاع عمليات الاقتراض، و التي يجب أن تتوقف إذا كانت المردودية الإقتصادية للمشاريع أقل من التكلفة المالية للاقتراض لأننا سنكون بصدد أثر سلبي للرافعة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة.

و الشكل التالي يوضح حدود الإستدانة بناء على معدل المردودية المالية.

الشكل 1-6 : أثر الإستدانة على المردودية الإقتصادية



المصدر:إلياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سابق :ص:306.

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن للمؤسسة القدرة إلى اللجوء للإستدانة حتى لو كان مستوى التمويل الذاتي مرتفع، لأن ذلك يمنحها مردودية مالية إضافية بفضل الأثر الإيجابي للإستدانة، كلما كان المردودية الإقتصادية تفوق تكلفة الإستدانة أمكنها ذلك من الإعتماد على الإستدانة لتمويل إحتياجاتها المالية، و بالتالي تحسين المردودية المالية التي تنعكس في زيادة مداخيل المساهمين. [2]

لا يسمح للمؤسسة أن تتعدى ذروة الإستدانة أين تتساوى المردودية الإقتصادية و تكلفة الإستدانة و إلا أنعكس ذلك سلبا على مردودية الأموال الخاصة و أرباح المساهمين، و عليها التوجه نحو المصادر المختلفة من أموال الملكية.

[1]- إلياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سابق، ص:270.

[2]-إلياس بن الساسي، الخيارات الإستراتيجية لنمو المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص-ص:236-237.

خامسا – تحليل نقطة التعادل التمويلي:[1]

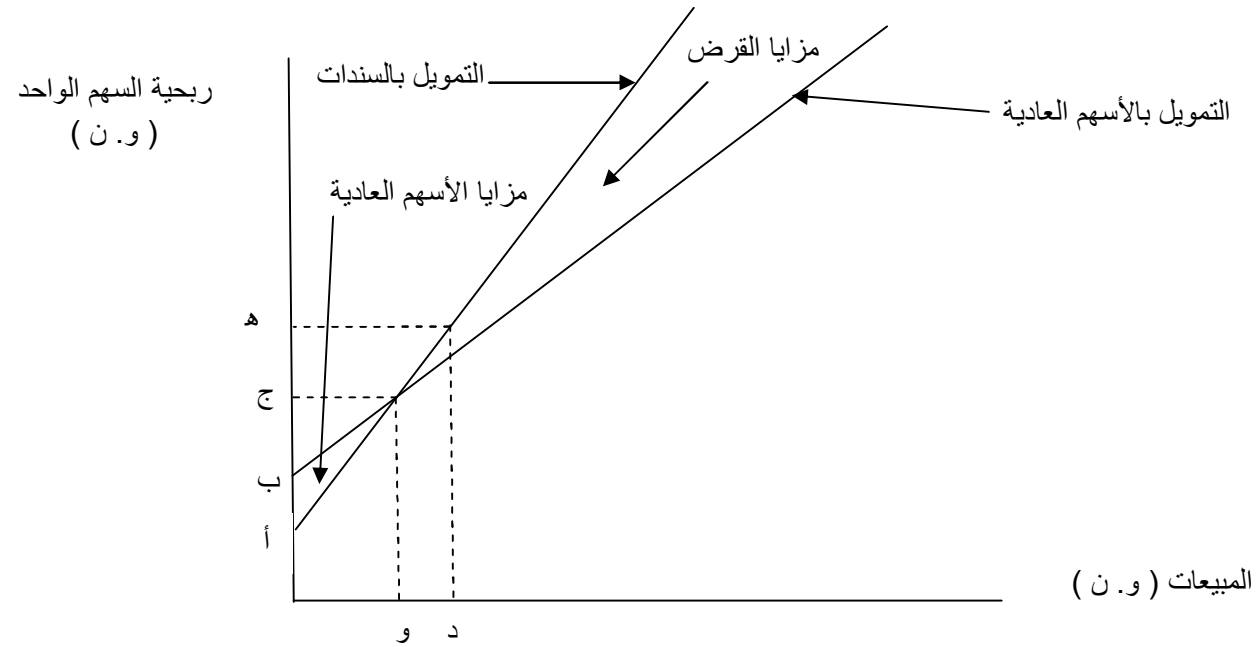
تستعين الإدارة المالية بهذا التحليل بهدف تحديد مزايا كل من التمويل الممتلك و التمويل المقترض و بالتالي إتخاذ قرار التمويل الأنسب لتمويل المشروعات الإستثمارية، حيث يظهر الرسم الهندسي أنه عند مستوى من المبيعات مقداره الصفر فإن خط التمويل يقطع الإحداثي الرأسي "أ"، و هنا المؤسسة سوف تتعرض إلى الخسائر إذ تم تمويل التوسعات الجديدة بالقروض وتكون خسارة السهم الواحد "أ" وحدة نقدية، في حين تنخفض الخسائر في حالة التمويل بالأسهم عند "**ب**" وحدة نقدية في حالة بلوغ نسبة المبيعات مقدار الصفر مقارنة بالقروض، حيث تقل نقطة تقاطع خط التمويل بالأسهم كثيرا عنه بالقروض مع الإحداثي الرأسي.

و يلاحظ أن ميل خط التمويل بالقروض أكبر حدة و يرتفع بسرعة أكبر مع زيادة قيمة المبيعات. حيث يظهر أنه عند هذا المستوى من المبيعات، سوف تتعرض المؤسسة إلى خسائر تقدر بـ:"**ج**" وحدة نقدية إذا تم تمويل الإستثمارات أو التوسعات الجديدة بالقروض في حين يبقى سعر السهم الواحد ثابت أي نتيجة صفر عند التمويل بإصدار الأسهم العادية، و سوف تتغير الصورة عند زيادة المبيعات بـ"**د**" وحدة نقدية.

و يتقاطع الخطان عند مستوى مبيعات "**و**" وحدة نقدية، و هنا تتعادل ربحية السهم الواحد لكل من التمويل بالأسهم العادية و الإقتراض. و عند مستوى يقل عن "**و**" مستوى مبيعات فإنه من الأفضل إصدار أسهم عادية، أما عند إرتفاع مستوى المبيعات عن مستوى مبيعات نقطة التعادل"**و، د**" فإنه يفضل التمويل بالإقتراض، لأنه يترتب على ذلك زيادة الإيرادات للسهم الواحد مقارنة عند التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة. و هنا يأتي تأثير الرافعة المالية على ربحية الملاك في المؤسسة لمستويات مختلفة من المبيعات، فعند مستوى المبيعات **د** وحدة نقدية مثلا نجد أن درجة الرافعة المالية "**1+هـ**" مرة و ذلك عند التمويل بالقروض أي أن 100% زيادة في الأرباح (قبل الفوائد) تنتج "100% + هـ **%** " زيادة في نصيب السهم الواحد من الأرباح. في حين لو تم تمويل الإستثمارات أو التوسعات بالأسهم العادية، فإن درجة الرافعة المالية تصبح "1" مرة و بذلك سيرتفع ربح السهم الواحد بنفس نسبة الإرتفاع في الأرباح، بمعنى أن زيادة 100% في الأرباح (قبل الفوائد) يؤدي إلى زيادة مقدارها 100% في ربح السهم الواحد.

[1]- عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الإدارة المالية، مرجع سابق، ص ص : 143- 144. بتصرف.

الشكل رقم 1- 7: **خريطة التعادل**



المرجع : علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص: 246.

المطلب الرابع: القرار المالي المتوازن:

يتوقع من خلال إختيار هيكل التمويل الأمثل الوصول إلى تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم. و ذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل وفق إفتراض أساس مفاده أنه كلما إنخفضت تكلفة التمويل و الناتج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل كلما إرتفعت القيمة السوقية للسهم، و على ضوء هذا الافتراض تمارس الإدارة المالية في المؤسسة نشاطا وظيفيا غاية في الأهمية تسعى من خلاله إلى تحديد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل. [1]

إن أسلوب التمويل سواء بالملكية أو بالإقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة و بالتالي تحقيق أكبر عائد للملاك "أي حملة الأسهم العادية"، و من ثم يجب على متخذ القرار الإهتمام بمدى تأثير إختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل.

و كقاعدة عامة نجد أن أرباح المؤسسة ترتفع بزيادة الإعتماد على القروض، و ذلك في حال تحسن الظروف الإقتصادية العامة، إلا أن التوسع في إستخدامها يؤثر على العائد الذي يحصل عليه الملاك في المستقبل و أيضا على درجة المخاطر التي يتعرضون لها. مما يتطلب ضرورة تحقيق التوازن بين العائد و المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل.

[1]- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

بخصوص العائد فإعتماد المؤسسة على الإقتراض يرفع من العائد المتاح للملاك نتيجة الوفورات الضريبية التي تساهم في تخفيض تكلفة الأموال، بينما إعتمادها على الأسهم يترتب عليها إنخفاض العائد المتاح، لأن تلك الأسهم لا تمثل أعباء و بالتالي لا يتولد عنها وفورات ضريبية.

أما من جانب المخاطر فالإعتماد الشديد على القروض أو "أي مصدر ينطوي على إلتزام ثابت" ينتج عنه تقلب عوائد السهم و بالتالي زيادة المخاطرة، و تقاس درجة تقلب هذا العائد نتيجة إستخدام أموال الغير بالرافعة المالية Financial Leverage.[1]

و قبل إعتماد أي معيار من المعايير المستخدمة في المفاضلة بين وسائل التمويل للوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل، أي تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة و أقل مخاطر ممكنة، في البداية نحدد الأموال اللازمة فقد تكون هذه الإحتياجات موسمية أو مؤقتة و تحديد حجمها، و كذا الفترة الزمنية التي ستحتاج خلالها المؤسسة إلى هذه الأموال. و ذلك لمراعاة أن تكون مصادر التمويل المستخدمة ملائمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه المصادر بتمويلها، فتغطية إحتياج التمويل لا يعالج بنفس الطريقة إذا كان الأمر يتعلق بإنطلاق المؤسسة، كما تختلف هذه التغطية أيضا إذا كان هناك صعوبات مالية تهدد بقاء المؤسسة، أو أن التمويل يتعلق بأنشطة البحث و التطوير، فكل من الأوضاع السابقة يحتاج إلى تمويلا معين. أو في بعض الحالات قد يكون المصدر التمويلي المستخدم هو المصدر الوحيد المتاح.[2]

قدم التحليل المالي الكلاسيكي بعض القواعد التي على ضوءها نتحصل على هيكل مالي مالي متوازن يجنب المؤسسة خطر العسر المالي، و من بين أهم هذه القواعد نذكر ما يلي:

أولا – قاعدة التوازن المالي الأدنى:

يقصد بهذه القاعدة هو الإلتزام الحرفي بمبدأ التغطية Hedging Principle و الذي يقتضي موائمة توقيت إستحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه.[3] و طبقا لهذه القاعدة ينبغي تمويل الاستخدامات المستقرة بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الإستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمول إستخدامات الإستغلال بموارد الإستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء و المخزون و باقي إستخدمات الاستغلال عن طريق ديون المورد ما يماثلها.

[1]– عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار و التمويل، مرجع سبق ذكره ، ص–ص:507–508. بتصرف

[2]– زغيب مليكة و إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الإقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص: 13.

[3]– منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

و عدم الإلتزام بهذه القاعدة عند إتخاذ القرار التمويلي يسبب مشاكل عدة أهمها عجز مفاجئ في الخزينة و إنخفاض في رأس المال العامل كلإقتناء إستثمار ما بإستخدام القروض قصيرة الأجل. أما تمويل الأصول المتداولة المؤقتة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك آثار عكسية على الربحية.[1]

ثانيا – قاعدة الإستدانة العظمى "الإستقلالية المالية":[2]

يولي الملاك الحاليون أو المحتملون مثلهم مثل المقرضون و الممولون إهتمام خاص بنسب القروض في تمويل إحتياجات المؤسسة، صحيح أن إستعمالها يؤدي إلى تحقيق وفورات ضريبية، إلا أنها تؤدي أيضا إلى زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة من صعوبة الحصول على القروض مستقبلا، و في حالة فشلها في الوفاء بالإلتزامات المتعلقة بسداد القسط و الفوائد و بالتالي ينتهي الأمر بها إلى إعلان إفلاسها و تصفيتها.

ملخص هذه القاعدة أن مجموع الديون المالية بإستثناء الإعتمادات البنكية الجارية يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة. و يمكن التعبير عنها من خلال نسبة الإستقلالية المالية و التي يمكن أن تأخذ شكل من الأشكال التالية:

الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية

و التي يجب أن تكون أكبر من الواحد.

الإستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة

هذه النسبة يجب أن تقل عن الواحد.

الإستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة

هذه النسبة يجب أن لا تتعدى النصف "2/1" قبل إتخاذ القرار أو بعده.

ثالثا – قاعدة القدرة على السداد :

تنص هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب أن لا تتجاوز ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي خلال السنة المالية المقدرة.[3] و مدى توفر السيولة لوفاء المؤسسة بالإلتزامات قصيرة الأجل "الخصوم المتداولة"، بما لديها من نقدية أو أصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبيا "الأصول المتداولة" [4].

[1]– الياس بن الساسي و يوسف قريشي ، التسيير المالي ، مرجع سابق، ص: 301.

[2]– منير ابراهيم هندي ، الادارة المالية ، مرجع سابق ، ص : 96.

[3]– الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 302.

[4]– منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص: 191.

تستخدم النسبة التالية في معرفة مدى إلتزام المدير المالي بتقيده بهذه القاعدة:

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

إلتزام المؤسسة بهذه القاعدة يعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر هذه النسبة عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة و دائنيها و التي تقل عن ثلاث سنوات، و قدرة التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية. [1]

يكمن الهدف من هذه القاعدة هو ضمان الاستقلالية المالية للمؤسسة و حرية إتخاذ قراراتها، بالإضافة إلى أن إرتفاع نسبة الإستدانة عن حصة الأموال الخاصة يعرض المؤسسة لمخاطر العسر المالي Insolvabilité و مخاطر الإفلاس، و كذا القيود التي يفرضها المقرضون بسبب إرتفاع المخاطر المالية مثل الرقابة على التسيير و عدم السماح بالإقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح و المحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الإقتراض.

إضافة إلى ذلك يمكن أن يؤدي إرتفاع المخاطر المالية بسبب الإستدانة العالية إلى مطالبة المساهمين بدورهم برفع معدل العائد المطلوب لتعويضهم عن المخاطر الإضافية. [2]

رابعا – قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:

يجب أن يمول جزء من الإستثمارات ذاتيا و يغطى الباقي عن طريق الإستدانة و تختلف هذه النسبة من مؤسسة لأخرى حسب الظروف الداخلية و الخارجية، على أن لا يقل التمويل الذاتي عن الثلث من مجموع مصادر التمويل و لا تتجاوز نسبة الإستدانة الثلثين.

ففي حالة التمويل الكلي لإستثمار ما بواسطة قرض ، فإن ذلك يضاعف من إحتمال وقوع جملة من المخاطر كتضخم مصاريف الإستدانة مقارنة بمردودية المشروع، أما إذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فقد يفوت على المؤسسة الإستفادة من عدة مزايا أهمها تحقيق وفورات ضريبية. [3]

يتوجب إختيار الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم من قيمة المشروع وعلى قيمة المؤسسة عموما، ويتم ذلك بالموازنة بين كل العناصر المؤثرة في الهيكل المالي وإختيار تشكيلاتها بطرق مناسبة. والهيكل المالي السليم هو الذي يراعي مصالح حملة الأسهم بإعتبارهم الملاك الحقيقين للمشروع، وأيضا لا يتغافل عن مصالح الجماعات الأخرى

[1] – الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 303.

[2] – زغود تبر،" محددات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية"،مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009، ص :42.

[3] – الياس بن الساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص :303.

مثل الموظفين و العملاء و الدائنون و المجتمع و الحكومة، لذلك يجب أن يتسم الهيكل المالي المناسب بالسمات الآتية: [1]

- **الربحية** Profitability: يجب أن يعود الهيكل المالي للشركة بالنفع عليها عن طريق الوصول لأقصى إستخدام ممكن للرفع المالي مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة.
- **القدرة على الوفاء بالدين** Solvency: يجب أن لا تتجاوز نسبة إقتراض الشركة الحد المسموح و الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالإلتزامات الناجمة عنه. و في نفس الوقت يجنب الملاك "حملة الاسهم العادية" أي مخاطر مالية إضافية.
- **المرونة** Flexibility: يقصد به عدم إتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود، و إنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال "أموال الملكية و الإقتراض" تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال و بأقل تكلفة ممكنة.
- **الرقابة** Control: يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة و الرقابة على إدارة الشركة.

و قد تعكس تلك السمات الخاصة بالهيكل المالي بعض الملامح الإضافية الخاصة بالشركة. مثال ذلك قد تعطي شركة ما أهمية أكبر للمرونة عن الرقابة بينما تهتم شركة أخرى بالقدرة على الوفاء بالدين أكثر من أي متطلبات أخرى، بل قد تتغير الأهمية النسبية لهذه المتطلبات مع تغير الظروف. لذلك يجب أن يكون الهيكل المالي للشركة قابل للتكيف بسهولة مع تغيرات الظروف و الإستجابة لها.

إن الحكم على سلامة أي قرار مالي يوقف أساسا على مدى تأثيره على ثروة الملاك فإذا كان هذا القرار يترتب عليه تعظيم ثروة الملاك و يعتبر قرار سليما. و إذا كان قرار التمويل سليما لا بد أن يؤدي إلى تعظيم نتيجة السهم السوقية. إن قيمة السهم في السوق أو سعره يتوقف على التنبؤ بحجم التوزيعات التي يحصل عليها، و من ثم فإن القيمة السوقية في القيمة الحالية لتدفقاته "أي التوزيعات" التي يحصل عليها مستقبلا .

[1] – سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل المالي، مرجع سبق ذكره ، ص:216.

المبحث الثالث: تكلفة رأس المال و الهيكل المالي في المؤسسة

إن تحديد تكلفة التمويل يعد أمر ضروري في إختيار الهيكل المالي المناسب، و الذي تفوق فيه العوائد المتوقعة للإستثمارات تكلفة تمويله مما يسهم في تحقيق أرباح يستفيد منها الملاك. و عموما تعتبر الديون أقل مصادر التمويل تكلفة لتمتعها بمخاطر أقل نسبيا ثم تليها الأرباح المحتجزة ثم حملة الأسهم الممتازة، و في الأخير يأتي حملة الأسهم العادية، إلا أن الإفراط في الإستخدام في المصدر التمويلي الأقل تكلفة يساهم في رفع المخاطر المالية التي يمكن أن تواجه المؤسسة، مما يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال لباقي المصادر من خلال طلب عائد أكبر لكي يقبل المساهمة في رأس المال الحالي للمؤسسة.

إن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار أنسب مزيج تلك المصادر من ناحية التكلفة، حيث يقتضي المنطق المالي و عند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر، أن يتم اختيار المزيج المكون للهيكل المالي الذي يُحمل المؤسسة أقل تكلفة.

المطلب الأول: مفاهيم حول تكلفة الأموال:

إن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص تكلفة التمويل هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي ستدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات المالية. و بخصوص المجموعة القرارات المالية فإننا نستطيع التأكيد على أن تكلفة التمويل و حسابها يعتبر ضرورة بالنسبة للإدارة المالية، فهي توجهها نحو تعظيم حقوق الملكية و ذلك بقبول الاستثمارات التي تكون عوائدها المتوقعة أكبر من تكلفة تمويلها، و في قياس فاعلية استخدام الأموال.

أولا – مفهوم تكلفة الأموال:

يتحمل المستثمر مقابل إستخدام أموال في نشاط المؤسسة تكاليف تسمى بتكلفة الأموال، و هي في نفس الوقت مكافئة لأصحاب الأموال، إما في شكل فوائد لأصحاب القروض أو أرباح إذا كان التمويل بأسهم رأس المال، و بهذا الشكل نجد أن تكلفة الأموال تبين " المكافأة و التكلفة المتوقعة في نفس الوقت". ففي حالة شراء المستثمر لسهم إحدى الشركات فهو يتوقع الحصول على حد أدنى من العائد يساوي تكلفة الأموال للشركة.[1]

كما يقصد بها تكلفة مصادر التمويل التي يستخدمها المشروع في تمويل إستثمارية.[2]

[1]- عبد الغفار حنفي، :الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص: 365.

[2] – دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:313.

و أيضا تعرف **تكلفة الأموال** بأنها "التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل". و بالتالي تختلف تكلفة كل مصدر تمويلي عن الأخر، فمثلا لحقوق الملكية تكلفة معينة.

و تستعمل تكلفة الأموال عادة كمعيار لقبول أو رفض المشاريع الإستثمارية، حيث يتم حساب كافة جميع مصادر التمويل التي تستعملها الشركة، ثم تستخرج منها التكلفة الإجمالية المربحة لرأس المال و بعدها تقارنه مع العائد المتوقع للإستثمار المراد تمويله. فالإستثمار الذي لا يتولد عنه العائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، لأن قبوله يؤثر سلبيا على الوضع المالي للمؤسسة و بالتالي على ثروة المساهمين من خلال إنخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، بينما الإستثمار الذي يحقق عائد يزيد على تكلفة الأموال المرجحة أرباح تساهم في تحسين الوضع المالي لأصحاب الشركة و ترفع القيمة السوقية لأسهم المالكين.[1]

فيما يخص المساهمين فإن لم يحصلوا على الحد الأدنى من العائد المتوقع، فإنهم سيتركون الشركة مما ينعكس بالسلب على أسعار الأسهم، لذا ينبغي على الشركة أن تحقق أرباح مناسبة تعادل على الأقل أرباح مثيلاتها من الشركات المنافسة، فذلك يؤدي إلى رضا المساهمين و زيادة الطلب على أسعار أسهمها.[2]

تحسب تكلفة الأموال بالعلاقة التالية[3]: $Tc = t\frac{K}{K+D} + i\frac{D}{K+D}$ .....(1 – 1)

K قيمة الأموال الخاصة بتكلفة t.

D قيمة الديون بتكلفة تكلفة i.

t الأموال الخاصة .

ثانيا – أهمية تكلفة الأموال:[4]

إن تقدير تكلفة الأموال أمر ضروري في كثير من القرارات المالية بالنسبة للمؤسسات كسياسة رأس المال العامل و قرارات هيكل رأس المال، و قرارات الإنفاق الرأس مالي، كما ترجع أهمية تقدير تكلفة رأس المال بإعتبارها الحد الأدنى من العائد المقبول على الإستثمار، و بالتالي :

- تحدد تكلفة الإستثمار المراد تنفيذها كل على حدى.
- تحسب لغرض تقييم الإستثمارات المقترحة و في مجال القرارات المالية.
- يحافظ على ثروة المساهمين و بقاء قيم الأسهم العادية السوقية مرتفعة.

[1]-قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 329- 330.

[2]- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص:322.

[3]- ددان عبد الغاني ، "قراءة في الآداء المالي و القيمة في المؤسسة الإقتصادية"، مجلة الباحث ،العدد 4، جامعة ورقلة ،الجزائر ، 2006، ص: 44.

[4] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص-ص:330-331-332.

و لموضوع تكلفة الأموال أهمية حيوية للشركات التي تود طرح أسهم للإكتتاب أو تقييم أصولها، حتى تضع الأسعار المناسبة التي تعكس القيمة الحقيقية للأصول المستثمر فيها، فإن كان التقدير منخفض جدا، سيرتفع الطلب عليها حتى تصل إلى قيمتها الحقيقية، و العكس إذا كان التقدير مبالغ فيه فيؤدي لتسارع المساهمين في التنازل عليه لأنه مقيم بأعلى من سعره قبل أن يتنازل عليه غيره و يرتفع عليه العرض و ينخفض سعره.

– و أصبح لدراسة تكلفة الأموال أهمية بالغة في إتخاذ قرار تكوين هيكل رأس المال، و قرارات الإنفاق الإستثمارية، لما للأخيران من تأثير على حجم الإيرادات و المخاطر المقترحات الإستثمارية.

- إن معرفة تكلفة رأس المال و كيفية تأثيره بالرافعة يعتبر أمر مفيد في إتخاذ القرارات التمويلية.
- هناك العديد من القرارات تتطلب تقدير تكلفة الأموال مثل القرارات المتعلقة بالإستثمار و إستراد السندات، و سياسة رأس المال العامل و غيرها.

ثالثا – العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي، و بعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدة.كما تتأثر تكلفة الأموال بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

1– تأثير العوامل العامة: لا يقبل المستثمر "ملاك، دائنين" أن يضحي بأمواله لإدارة المؤسسة إلا إذا حصل على عائد يعوضه عن تأجيل إشاعات حالية من أموال يمتلكها، ويقدر هذا التعويض بمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر.

و أيضا على العائد أن يقابل المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الإستثمار ذاته، و الذي يسمى ببدل المخاطرة.[1]

2– عوامل خاصة بكل عنصر: يعتبر القرض أقل المصادر تعرضا للمخاطرة من باقي المصادر التمويلية الأخرى لأنهم أقل تعرض للمخاطر، ثم يأتي بعد ذلك حملة الأسهم، إذا أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية، و هكذا يتحمل حملة الأسهم العادية أكبر المخاطر من باقي المصادر الأخرى.

3– قرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل: تختلف العناصر المكونة للهيكل المالي و أيضا نسبة كل عنصر فيه، و فقا للقرار الذي تعتمده إدارة المؤسسة أو قد تستهدف عناصر محددة داخل الهيكل المالي بنسب محددة لكل منها.[2]

[1] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص–ص:562–563.

[2] – محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقس، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص–ص:273–274.

المطلب الثاني: حساب تكلفة رأس المال

غالبا ما تستخدم المؤسسة أكثر من مصدر تمويلي، و لكل مصدر تكلفة مختلفة حسب المعروض من كل مصدر و نسبة كل منها في تكوين رأس المال، فمنها ما يحمل تكلفة متغيرة، و منها ما يحمل تكلفة ثابتة. و تتمثل بالأساس العائد الذي يطلبه مقدموا الأموال "المستثمرون" على المصدر المساهم به في ضوء المخاطر المختلفة التي تتعرض لها المؤسسة. و يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي، و سنكتفي في هذا المطلب على تقدير تكلفة التمويل من المصادر طويلة الأجل، و التي تتمثل أساسا في الإقتراض طويل الأجل، و الأسهم الممتازة و الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة.

أولا– تكلفة الإقتراض:

إن تكلفة المديونية بعد الضريبة "Kdt"، و هو معدل الفائدة عن المديونية مطروحا منها التوفير الضريبي الناجم عن ما يوفره من ميزة في تخفيف العبء الضريبي. و هو نفس النتيجة عند ضرب معدل الفائدة قبل الضريبة "Kdt" في (1-T) حيث (T) معدل الضريبة الحدية للمؤسسة و كما يظهر في المعادلة: [1]

تكلفة المديونية بعد الضريبة "Kdt" = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية – الوفر الضريبي

$$(Kdt) = Kd - (kd \times T) = Kd\,(1 - T) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2-1)$$

في حين يعتبر هندي أنه يمكن الإستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الإقتراض. بعبارة أكثر تحديدا، سوف تتمثل تكلفة الإقتراض في معدل الخصم الذي يساوي عنده صافي متحصلات الأموال المقرضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للمقرض، و هذا ما توضحه المعادلة:

$$ص = \sum_{n=1}^{\infty} \left(ق\left(\frac{1}{م+1}\right) + أ\left(\frac{1}{م+1}\right)\right) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (3-1)$$

حيث:

- **ص:** تمثل صافي متحصلات الأموال المقترضة، أي قيمة القرض أو قيمة السند مطروح منها مصروفات التعاقد أو مصروفات الإصدار، و ذلك بعدم خصم الوفورات الضريبية المترتبة على تلك المصروفات.

[1] – عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 368.

- **ق*** تمثل التدفقات النقدية المتمثلة في الفوائد الدورية بعد خصم الضريبة. "أ" تمثل قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الإستحقاق. أما "**م'**" فتمثل معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفي المعادلة السابقة و هو ما يمثل في نفس الوقت تكلفة الإقتراض بالنسبة للمؤسسة.[1]

ثانيا – تكلفة الأسهم الممتازة :

يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرين على السهم الممتازة، و تشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون إلتزاما ماليا ثابتا على الشركة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة.[2]

تتمثل تكلفة الأسهم الممتازة في نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم الممتازة، فإذا ما رمزنا للقيمة التي يباع بها السهم بالرمز "**س**" و لقيمة التوزيعات السنوية بالرمز "**ت**"، فإن معدل العائد الذي يحصل عليه حملة هذه الأسهم[3] هو نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي نحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم.[4]

تتحمل الأسهم الممتازة عند بيعها تكاليف، لذا عادة ما تقل القيمة الفعلية للمقبوضات عن القيمة الإسمية، و يتمثل الفرق في تكاليف الإصدار و هذا ما توضحه المعادلة:

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{صافي سعر السهم}}$$

$$\frac{\text{حصة السهم من الربح}}{\text{سعر بيع السهم–تكلفة الاصدار}} = \frac{ت}{س - س د} = \frac{ت}{س(1-د)}$$

حيث تمثل:

- **د:** المصروفات والمخزونات المصاحبة للإصدار إلى القيمة بيع السهم.
- **س** (1– د) تمثل صافي المتحصلات من بيع السهم [5].

[1] – منير إبراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص–ص: 565–566.

[2] – علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 171.

[3] – منير إبراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص: 567.

[4] – عدنان تايه النعيمي، إدارة مالية متقدمة، مرجع سبق ذكره ، ص: 371.

[5] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 568.

ثالثا – تكلفة الأسهم العادية Comman Stocks Cost:

يسعى حملة الأسهم العادية على الحصول على معدل عائد يفوق أو يساوي معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه من إستثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر و هو ما يسمى بتكلفة الفرصة البديلة*، و بالتالي تعرف الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.[1]

و لحساب تكلفة إستخدام تكلفة التمويل تستعمل نموذج القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، بإعتبار أن التدفقات النقدية المستقبلية هي التي تحدد قيمته السوقية، و لما تتميز الأسهم العادية بشدة تقلب العائد فيها فإن نمو معدل للتوزيعات بها غير ثابت، كما أن العائد الذي تحصل عليه المؤسسة كقيمة صافية تقل عن سعر البيع لما تتحمله من تكلفة إصدار و نفقات التوزيع و غيرها و التي تكون في شكل نسبة مؤوية من سعر بيع السهم. [2] و يعبر عن تكلفة الأسهم العادية بالمعادلة التالية:[3]

$$K_e = \frac{D_I}{P_0\ (1-F_0)} + g \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4-1)$$

حيث:

- K_e: معدل العائد المطلوب لحملة الأسهم العادية.
- D_I: التوزيعات السنوية المتوقعة.
- P_0: سعر بيع السهم العادي.
- g: مصاريف الإصدار.

رابعا – تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا سهلا من مصادر التمويل التي تستخدمها الشركات و يمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة بأنها تكلفة الفرصة البديلة أو معدل العائد الذي يتطلع إليه حملة الأسهم العادية جراء إحتجاز جزء من أرباحهم.[4]

*– مقدار الدخل أو الربح أو عائد المساهمة الضائع أو المتنازل عنة نتيجة لتفضيل أحد البدائل والمتنازل عن بديل اخر وتقاس الكلفة الفرصية بمقدار الربح الخاص بالبديل الثاني الذي تم استبعادة أو المتنازل عنه.

[1]– الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، محمد صالح الحناوي رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره ، ص:282

[2]– عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص:372.

[3] – Richard brealey et al, Principes de gestion financière,édition française dirigée par Christophe Thibierge ,8 eme édition, Pearson éducation, Paris, 2007, p. 72.

[4]- سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ،1997 ، ص: 306.

تختار الإدارة إما دفع الأرباح على شكل أسهم أو حجزها و إعادة إستثمارها من جديد، فإذا قررت الإدارة إحتجاز الأرباح أو جزء منها، فإنه يكون هناك تكلفة فرصة بديلة تتمثل في تحقيق مستوى ربح لا يقل عن العائد في الإستثمارات الأخرى التي تواجه نفس المخاطر. فإذا لم تستطع إستثمار الأرباح المحتجزة و تحقيق ذلك المستوى من الربح فإن عليها دفع المال إلى حملة الأسهم كي يستثمرونها هم أنفسهم مباشرة في موجودات أخرى تحقق لهم ذلك الربح الذي يتطلعون إليه. [1]

بإمكان تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة على أساس الطرق الثلاث التالية:

- طريقة (نموذج) تسعير الموجودات الرأسمالية
- طريقة عائد السند+ علاوة المخاطرة
- طريقة عائد السهم+معدل النمو أو (التدفق النقدي المخصوم)

1- نموذج تسعير الأصل الرأسمالي: يربط نموذج تسعير الأصل الرأسمالي بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي، أي تكلفته، و بين مخاطرته، حيث أنه يفترض بأن المستثمر الرشيد يعمل على تشكيل محفظة منوعة. و عليه نتيجة لهذا التنويع فإنه تتبقى مخاطرة واحدة فقط في المحفظة هي مخاطرة السوق أو مخاطرة النظامية، التي تقاس بمعامل بيتا[2]. و يمكن تصوير العلاقة التي يتضمنها النموذج المذكور كما يلي :

$$E(R_i) = R_F + [\ E(R_m) - R_F] \times \beta \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5-1)$$

R_F: معدل العائد الخالي من المخاطرة

$E(R_m)$: معدل عائد السوق

β : معامل بيتا

من خلال المعادلة نلاحظ أن تكلفة الأموال المحتجزة هي تكلفة الأوراق المالية الخالية من الخطر، مضافا إليها علاوة الخطر و المتمثلة في العلاقة $\beta \times [\ E(R_m) - R_F]$. [3]

[1]- عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 175.

[2]- المرجع السابق، ص: 176.

[3] - Nathalie Mourgues, Financement et coût du capital de l'entreprise, Economica, Paris, 1993, P.115.

2- طريقة عائد السند زائدا علاوة المخاطرة: [1] بموجب هذه الطريقة، غالبا ما يلجأ المحللون الماليون في الشركات إلى تقدير تكلفة رأس المال في الشركة بإضافة علاوة مخاطرة بنسبة 3- 5% سعر الفائدة على الديون الطويلة الأجل. و لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة يمكن لنا الإستعانة بالمعادلة أدناه:

تكلفة الأرباح المحتجزة = عائد السند + علاوة المخاطرة

3- طريقة عائد السهم زائد معدل النمو أو " أسلوب التدفق النقدي المخصوم": بهذه الطريقة يمكن للمساهمين أن يتوقعوا تحقيق العوائد من الربح الذي سيودع عليهم في النهاية السنة،و الزيادة في سعره الحالي "القيمة السوقية للسهم"، بالإضافة إلى ربح الرأس المالي الناتج عن معدل النمو في الموجودات، و تسمى هذه الطريقة المستخدمة أيضا بتقدير تكلفة الأموال بالتدفق النقدي المخصوم. [2]

و على فرض أن" P_0" القيمة السوقية للسهم، "g" معدل النمو المتوقع "D_t" الربح المتوقع دفعه في نهاية السنة، "K_e" معدل العائد المطلوب = تكلفة الأرباح المحتجزة، و إذا كان من المتوقع نمو الأرباح و زيادتها بسعر ثابت "g" فإن المعادلة التي تقيس تكلفة الأرباح المحتجزة بهذه الطريقة تصبح كما يلي: [3]

$$K_e = \frac{D_I}{P_0} + g \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (6-1)$$

خامسا – التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال Weighted Average Cost Of Capital:

التكلفة الإجمالية عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، و المقصود بكلمة المرجحة هي الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التكلفة الأموال من الهيكل الكلي للأموال، و بالتالي يكون لكل مصدر من مصادر الأموال وزن معين مقابل مصادر الأموال الأخرى. [4]

و عند إجراء عملية الترجيح، فإنه يمكن إستعمال واحد من الطرق الآتية لحل المسائل المتعلقة بحساب التكلفة المرجحة لرأس المال:

[1]- علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 175-176.

[2]- المرجع السابق ،ص ص: 177 – 178.

[3] - Josette Pilverdier, latreyet, Finance d'entreprise, 6 eme édition, édition eonomica, Paris, 1993, P.332.

[4]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص-ص:345-346

- **طريقة القيمة الدفترية:** أي تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل الداخلية حسب قيمتها المحاسبية الظاهرة في ميزانية الشركة.
- **طريقة القيمة السوقية:** و يقصد بها تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في السوق و خاصة الأسهم و كذلك السندات كنوعها عرضة للتقلبات في قيمتها السوقية.
- **طريقة الترجيح:** بإستخدام الأوزان النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل في رأس المال الشركة الخالي، أما الأوزان الحدية فتمثل النسبة المئوية للمصادر المختلفة للتمويل و التي تنوي الشركة إختيارها، و تستعمل هذه الطريقة في حالة زيادة رأس المال.[1]

و يتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل التمويل عن طريق إعطائه وزنا، يمثل نسبة العنصر إلى مجموع الأموال المتحصل عليها، ثم يضرب هذا الوزن في تكلفة كل عنصر من عناصر الأموال الذي تقررها الشركة. و الذي يحقق لها أدنى مستوى من التكلفة و الذي يعتبر التمويل الأمثل لرأس المال.

و يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$WACC = Kd \times Wd + Kps \times Wps + Ks \times Ws \dots\dots\dots\dots\dots\dots (7-1)$$

تكلفة التمويل المرجحة=تكلفة الديون بعد الضريبة×وزنها+تكلفة الأسهم الممتازة×وزنها+تكلفة الأسهم العادية×وزنها

التكلفة المرجحة للأموال= (تكلفة القروض) × (الوزن النسبي لهذا المصدر في التمويل) × (1− معدل الضريبة الحدي) + (تكلفة الأسهم الممتازة × (الوزن النسبي لهذا المصدر في التمويل) + تكلفة الأسهم العادية × (الوزن النسبي لهذا المصدر).

و يلاحظ أن تكلفة الأسهم الممتازة و تكلفة الأسهم العادية لا تتأثر بالضرورة لأن التوزيعات أو العائد الخاص بهذا البند لا تتم إلا بعد الضريبة، بينما القروض تعطي إعفاءا ضريبيا، لذلك تحسب تكلفتها قبل الضريبة، الأمر الذي يتطلب تعديل التكلفة إلى ما بعد الضريبة.[2]

[1]- علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص-ص:183 – 184.

[2]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص- ص: 346 – 347.

- **عيوب إستخدام تكلفة الأموال:** [1]

يقبل إستخدام تكلفة الأموال كحد أدنى للعائد المطلوب لقبول الإقتراحات الإستثمارية في حال توفر ثلاث شروط في الإقتراحات الإستثمارية المعروضة:

- جميع الإقتراحات من نفس درجة المخاطرة
- جميع العروض متماثلة من حيث الخصائص
- عدم تغير مستوى مخاطر العمليات اللاحقة في حال قبول إقتراح إستثماري سابق.

و في حال تخلف أحد هذه الإشتراطات لا يصبح إستخدام تكلفة الأموال في عملية التقييم السليم.

غالبا ما يتجنب المستثمر المخاطر إلا إذا تولد عنه عائد مرتفع من وجهة نظره يعوضه عن المخاطر التي قد يتعرض لها لقاء قبوله هذا الإقتراح، كما قد يقبل إقتراح يحمل معدل عائد قليل، إذا ما كانت المخاطرة المترتبة عن ذلك الإقتراح أقل أي يقوم المستثمر بالمفاضلة بين الإقتراحات الإستثمارية على أساس كل من العائد و المخاطرة.

المطلب الثالث: الهيكل المالي في المؤسسة Financial structure

يرتبط إصطلاح الهيكل المالي بالجانب الأيسر من الميزانية المحاسبية لأي مؤسسة، حيث يعني وصفا تفصيليا لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة إلى مجموعها.

أولا– تعريف الهيكل المالي:

يقصد بالهيكل المالي للمؤسسة بأنه التركيبة التمويلية أو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل إستثماراتها، و بالتالي تتضمن هذه القائمة كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء أكانت تلك العناصر طويلة الأجل أم قصيرة. [2]

و يعرفه "الميداني" بأنه الكيفية التي يتم بها تمويل إجمالي موجودات إستثمارات المؤسسة، و يتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات و حقوق المساهمين الذي يبين مصادر التمويل المختلفة الذي تستخدمه المؤسسة. [3]

[1] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:430.

[2] – المرجع السابق ، ص: 531.

[3] – الميداني و محمد أيمن، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة الكبيعات، الرياض، 1999، ص:591.

و يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بأنه هيكل مصادر التمويل و لأكثر تحديدا هو جانب الخصوم و حقوق الملكية في قائمة المركز المالي.

كما يعرف على أنه الطريقة التي يتم عن طريقها تمويل أصول المؤسسة المتضَمنة في فقرات جانب الخصوم و حقوق الملكية من الميزانية، و الذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل "الخصوم المتداولة"، المديونية طويلة الأجل "الخصوم طويلة الأجل"، و حقوق الملكية. [1]

بمفهوم أكثر تحديد لهيكل التمويل يعبر عن المكونات التفصيلية معبرا عنها في صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التي تم الحصول عليها لتمويل إستثمارات المؤسسة المختلفة و التي تتمثل في الجانب الأيمن من ميزانية المؤسسة، و يستلزم الأمر أن ينظر إلى هيكل التمويل على أنه خليط من مصادر مختلفة و ليس مجموعا حسابي لقيمتها، و ذلك لأن الفصل بين العناصر المكونة للمزيج التمويلي يتم بشكل دفتري فقط في حين أن الفصل الفعلي بين تلك المصادر يبدو مستحيلا من الناحية العملية، و مثال ذلك حتمية النظر إلى كوب من الشاي بعد إعداده على أنه خليط من عناصر ثلاث و بنسب مختلفة متمثلة في الماء و السكر و الشاي، حيث أن النظر إلى هذا الكوب على انه مجموع العناصر الثلاثة مجتمعة و لا يمكن القيام بإعادة فصل العناصر عن بعضها و هو الأمر الغير قابل للتنفيذ العملي، و لذا وجب النظر إلى الجانب الأيسر من الميزانية على أنه خليط تمويلي من عدة مصادر مختلفة تقوم بتمويل الإستثمارات المقابلة على هذه الصورة و ليس بصورة منفردة. [2]

يتضح من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من:

- **أموال ملكية:** هي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المؤسسة و مصادرها هي : الأسهم، و الأرباح المحتجزة و الإحتياطات النقدية.
- **أموال مقترضة:** و هي التي يترتب عليها إلتزامات مالية ثابتة و يتم الحصول عليها عن طريق القروض، من أنواعها :الإئتمان التجاري، و القروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل و السندات التي تطرحها المؤسسة كنوع من القروض طويلة الأجل.

و لا بد أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين فبهذا المجال الأول الهيكل المالي Financial Structure و الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة و الثاني هيكل رأس المال Capital Structure و الذي يراد به التمويل طويل الأجل أو الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادة من القروض طويلة

[1] – عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

[2] - نبيل عبد السلام شاكر، " الفشل المالي للمشروعات"، حقوق النشر و التوزيع الإلكتروني محفوظة للموقع الالكتروني www.kotobarabia.com، ص ص:105-106 .

الأجل و الأسهم الممتازة إن وجدت و حق الملكية المكون من كل من الأسهم العادية و الأرباح المحتجزة، و الإستئجار المالي طويل الأجل. و يستبعد جميع أنواع الإئتمان قصير الأجل، و على هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزء من هيكلها المالي[1].

ثانيا – هيكل التمويل المستهدف The Target Financial Structure:

عبارة عن نسب خليط التمويل المرغوب و المكون من الديون و حقوق الملكية، و التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق.

تحدد هنا تركيبة جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة، و المعتمدة في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية [2].

في الغالب تستهدف المؤسسة هيكل مالي معين و تضع له سياسة محددة من المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي، و نسبة كل عنصر فيه، إنطلاقا من تحليلها لمجموعة من العوامل المحيطة و الخاصة بها، ثم تقوم بوضع هيكل التمويل المستهدف، و الذي تحدد فيه مصادر التمويل المختلفة "الممتلكة و المقترضة" و نسبة كل مصدر من هذه المصادر في هذا الهيكل. و يجب أن يأخذ بعين الإعتبار أن الهيكل المستهدف قد يتغير بتغير الظروف المحيطة، و بالرغم من ذلك على الإدارة تحدد هيكل تمويلي مستهدف يمكن للمؤسسة من خلاله تخفيض تكلفة التمويل إلى حدودها الدنيا و تقليل المخاطر. و وجود هذا الهيكل المستهدف من شأنه أن يوضح الرؤية أمام متخذ القرار التمويلي. [3] فعلى سبيل المثال إذا كان معدل القروض الفعلية أقل من المستوى المستهدف فعلى المؤسسة أن تسعى لزيادة نسبة القروض في الهيكل المالي، بينما إذا معدل الدين مرتفع مقارنة بالعائد المطلوب فإنه يتم اللجوء إلى التمويل بحقوق الملكية و إصدار الأسهم، و بما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لإختلاف درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، و بالتالي ستختلف تكلفة الأموال حسب قرار المؤسسة الذي حدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي و نسبة كل عنصر فيه.[4]

[1]- محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات و مبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص:274.

[2]– عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية – النظرية و التطبيق ، مرجع سبق ذكره، ص: 437.

[3]– بسام محمد الأغا، " أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائدعلى الاستثمار" ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية ، غزة، 2005، ص:76.

[4]– محمد ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 566.

ثالثا – الهيكل الأمثل لرأس المال The Optimal Capital Structure:

يقصد بهيكل رأس المال الأمثل "و الذي هو جزء من هيكل التمويل" ذلك المزيج من القروض و حقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد "Return" و المخاطرة "Risk" بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية.

إذن فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة و العائد " A Trade-off Between Risk and Return" فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم و مع ذلك فإن إستخدام المزيد من الديون غالبا ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد على حقوق الملكية "ROE"، كذلك فإن المخاطرة العالية تقلل أسعار الأسهم لكن في نفس الوقت العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها. [1]

هذا يبين مدى صعوبة مهمة الإدارة المالية في الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل، أي أنه يجب عليها أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة و العائد مع تعظيم أسعار الأسهم.

المطلب الرابع: نظريات الهيكل المالي

ظهرت أراء متعارضة و متضاربة إزاء تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة، و بالتالي الوصول لهيكل مالي أمثل تكون فيه تكاليف الأموال في أدنى مستوياتها ويقتصر على حجم محدود من المخاطر و يعظم من قيمة المؤسسة. و تنقسم وجهات نظر المفكرين من خلال المداخل المختلفة المعارضة أو المؤيدة بوجود أو عدم هيكل مثالي لرأس المال.

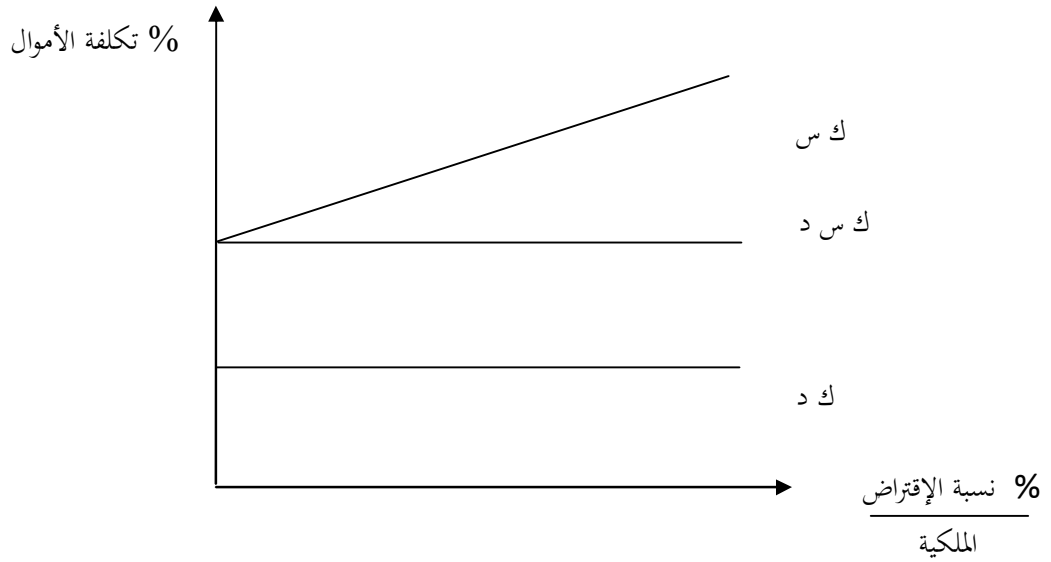
أولا – المداخل التي ترفض تأثير هيكل رأس المال على القيمة المؤسسة:

1– مدخل صافي ربح العمليات: يقوم هذا المدخل على إفتراض أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة أيا كانت نسبة المديونية. و يرى أن نسبة تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير في حين تكلفة الملكية سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض هذه الأخيرة تعوض الإرتفاع في تكلفة الأموال الملكية بإنخفاضها بنفس القيمة، مما يبقي التكلفة الكلية للأموال ثابتة، و بذلك لا وجود لهيكل مالي أمثل. [2]

[1]- بسام محمد الأغا،" أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، مرجع سابق ، ص:78.

[2]- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرار، المرجع سبق ذكره، ص:311.

الشكل 1 –10: العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا للمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص:314.

2– مدخل مدجلياني و ميلر في ظل تجاهل الضرائب: يقوم جوهر هذا المدخل على قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة إستثماراتها، و العائد المتوقع من ورائها وقد تتعرض له مخاطر. و أن قيمة المزيج التمويلي لرأسمال المؤسسة سواء كان بالقروض أو الأموال ملكية لا بد أن يتساوى مع القيمة الكلية للإستثمارات المكونة لها. و هذا يعني أن قيمة المؤسسة في الأخير تتوقف على قرارات الإستثمار لا قرارات التمويل.[1]

يعاب على التحليل السابق لهذه المداخل أنها بنيت وفق فروض غير واقعية مثل فرض السوق الكاملة و عدم وجود تكاليف للمعاملات، كما أن إدخال الضرائب على الشركات يسقط نتائج **مدجلياني و ميلر** بثبات قيمة المشروع و تكلفة أمواله مع تغير درجة الرافعة المالية.[2]

أولا– المداخل المؤيدة:

1– مدخل صافي الربح: يرى أنه يمكن للمشروع أن يعظم من قيمته السوقية و يخفض متوسط تكلفة الأموال الكلية بزيادة نسبة القروض في الهيكل المالي.[3]

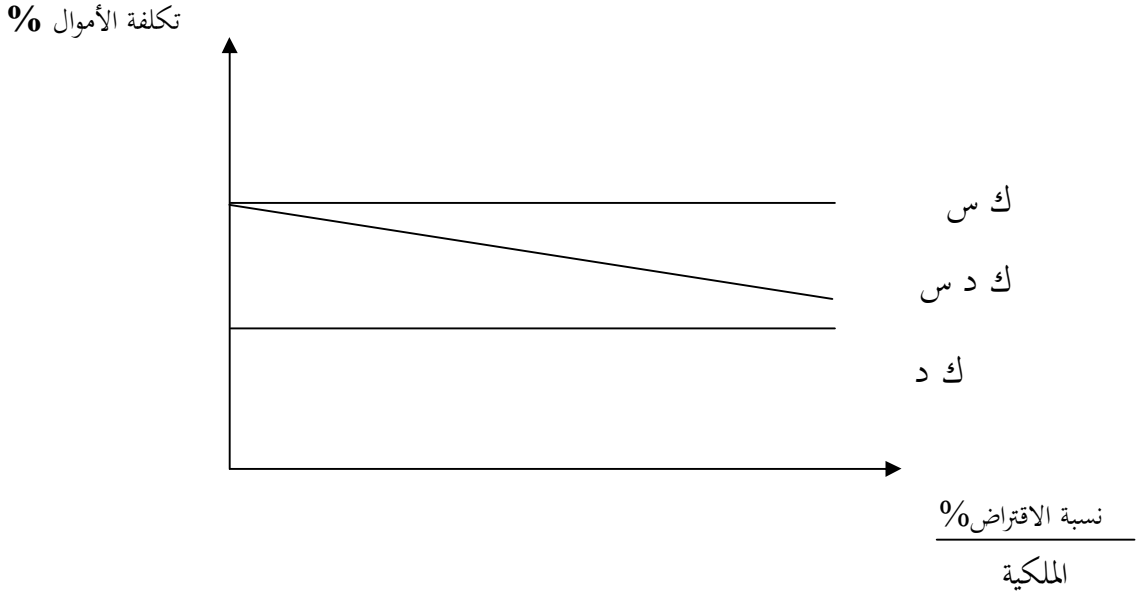
[1] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 645.

[2] – سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص:214.

[3] – المرجع السابق ، ص:214.

من خلال إفتراض أساس و هو أن تكلفة كل من أموال الملكية و أموال الإقتراض ثابتة لا تتغير. مما يعني أن إرتفاع أو إنخفاض نسبة الإقتراض في هيكل رأس المال لا يترتب عليه إرتفاع أو إنخفاض في تكلفة أموال القروض أو الملكية. و بما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة إصدار الأسهم فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل مقارنة بالتمويل بأموال الملكية يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال.[1] و يتواجد الهيكل المالي الأمثل حسب هذا المدخل عند النقطة التي يتعاظم عندها قيمة المشروع و تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن، أي عند تمويل المشروع بالكامل من خلال الإقتراض.[2]

الشكل 1-8 : العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح



المصدر : يوسف قريشي و إلياس بن ساسي، التسيير المالي، مرجع سابق، ص: 353.

حيث:

- **ك د:** تكلفة أموال القروض.
- **ك س** : تكلفة أموال الملكية.
- **ك د س:** متوسط تكلفة الأموال.

[1] – محمد صالح الحناوي و رسمية زكي قرياقس، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع شبق ذكره، ص:303.

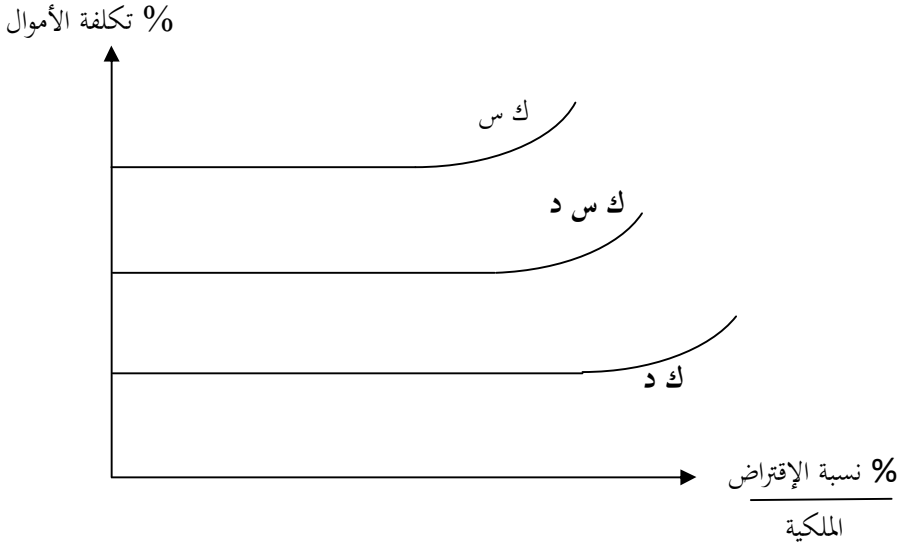
[2] – سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص:214.

يصعب رؤية نتائج هذا المدخل في الحياة العملية و الوصول إلى هذه النقطة إن لم يكن مستحيلا، بالإضافة إلى أن هذا المدخل يهمل أثر الخطر المالي الذي يتزايد مع الرفع المالي، و بالتالي لا يمكن قبول مفهوم هذا المدخل و رفضه بشكل كامل.[1]

2- المدخل التقليدي: يشبه السابق من حيث إفتراضه بوجود نسبة إقتراض مثالية تنخفض عندها الأموال تدريجيا إلى أدنى مستوياتها، إلا أن هذه النسبة سترتفع بعد بلوغها لحد معين من الإقتراض، بعده تزيد المخاطر المالية مما تفرض إرتفاع معدل الرفع.[2]

و الملاحظ أن هذا المدخل يعتبر أكثر واقعية من المداخل السابقة.

الشكل 1 -9 : العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال طبقا للمدخل التقليدي



المصدر : منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص: 644.

3- مدخل مدجلياني و ميلر في ظل وجود الضرائب (النظرية الحديثة): أعاد الكاتبان النظر في التحليل السابق بعد إدراكهما لمدى تأثير الضرائب على قيمة المؤسسة، و دعما نموذجهما الجديد بالآراء التصحيحية التي مفادها أنه سبب خصم الأعباء و المصروفات الناتجة عن فوائد القروض من ضمن قائمة الدخل يتمكن المشروع من خفض تكلفة بإستمرار مع زيادة التمويل بالإستدانة بمقدار الوفورات الضريبية لمحققة. و من هنا فقط أدركا أن الهيكل المالي المكون من قروض و ملكية سوف يفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة ممولة فقط بالأموال الخاصة، لذا على المؤسسة أن توظف أكبر قدر ممكن من القروض.

[1] - سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص:214.

[2] - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره ، ص:307.

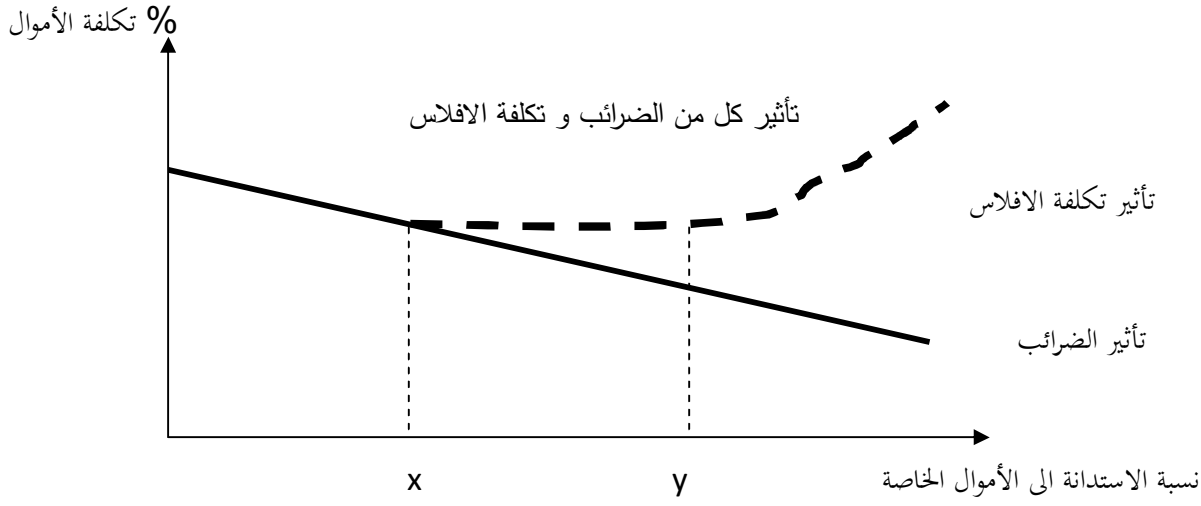
إلا أن الممارسة العملية مخالفة لهذا الرأي لأن المقرضين يمتنعون عن إقراض المؤسسات ذات الدرجة العالية من المالي لما تتحمله من مخاطر الإفلاس العالية، بالإضافة إلا أنها تؤدي لرفع تكلفة الإقتراض و الأموال المملوكة على حد سواء.

لذا أوصى **مدجلياني وميلر** بالعمل لضبط حدود المديونية التي يتحقق من خلال أدنى تكلفة متوسطة للهيكل المالي.[1]

4- التأثيرات الناتجة عن وجود تكلفة الإفلاس:[2]

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس. و لا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصاريف الإدارية و القانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول. و على المؤسسة أن ترفع معدل المردودية لتعويض المستثمر عن المخاطر. هذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة و بين معدل المردودية الذي يطلبه الملاك على الاستثمار.

الشكل 1-11:العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة وبين قيمة المؤسسة



المصدر: يوسف قريشي و إلياس بن الساسي، التسيير المالي، مرجع سابق، ص: 380.

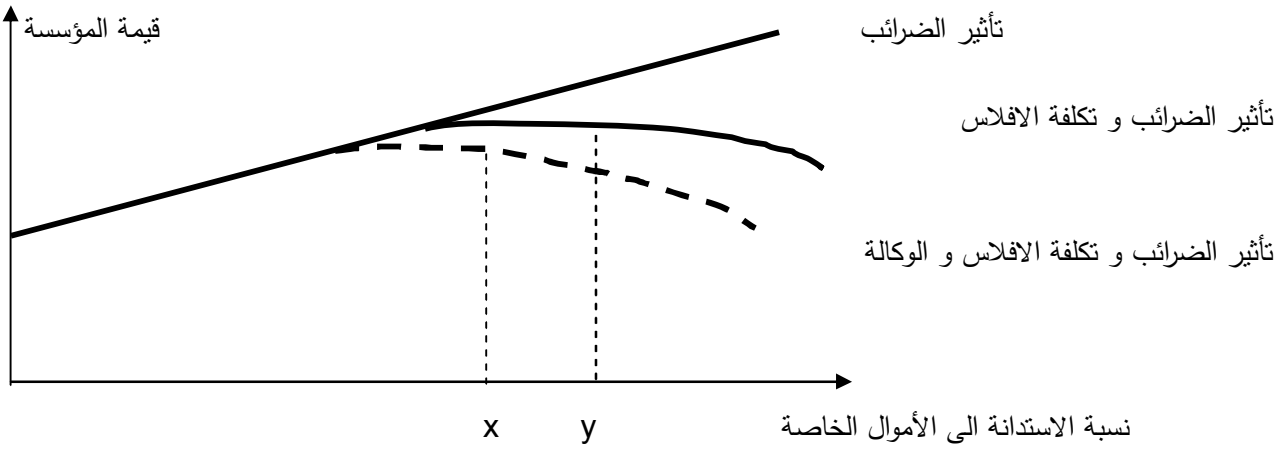
[1]- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص:215.

[2]- يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، اطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر،2005 ، ص: 147.

5- نظرية الوكالة: [1]

ترى أن علاقة الموكل و الوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منها تحقيق منفعته الخاصة على حساب الآخر مما يجعل علاقتهما مصدر للتناقض، و تقترح هذه النظرية تفسيرا لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة، و محاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل. و ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المسير و المساهمين من جهة بتحويل ثروة مالية للصالح الشخصي أو حرصه على إستمرار نشاط المؤسسة بالرغم من أن التصفية أكثر فائدة لصالح الملاك، و بين المساهمين و المدينين "المقرضين" من جهة ثانية لإعتبار أن هذه العلاقة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة مما قد يؤدي لشكوك المقرض في نوايا المساهمين في إستخدام القرض.

الشكل 1-12: قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة و وجود تكلفة الإفلاس و الوكالة



المصدر: منير ابراهيم الهندي، الإدارة المالية، مرجع ذكر سابقا، صفحة :673.

6- النظرية المتعددة الأشكال :

اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية و التي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور، الذي يعرف حاليا بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع، و التي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت للنظريات السابقة. أهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور حسب الأدبيات العلمية و التي تدرس إشكالية إختيار الهيكل المالي:

[1]- يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص ص:153-154.

– **نظرية الإشارة:** تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية. فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة و فعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، و نذكر من بين هذه المؤشرات هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة.[1]

- **نظرية التمويل السلمي** Pecking Order Theory: يذهب هذا التيار إلى ترسيخ مبدأ وجود ترتيب تفضيلي لجملة نماذج تمويل المؤسسة أي حسب هذه النظرية، أن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ إلى الاستدانة و لا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.[2]

[1]– يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

[2]– المرجع السابق ذكره، ص: 391.

خلاصة الفصل:

يعد التمويل ضرورة قصوى في جميع المشروعات الإستثمارية بإختلاف أحجامها للقيام بنشاطها الإقتصادي و تمويل الإحتياجات المتزايدة، لذا تتموقع الوظيفة المالية بالقرب من الإدارة العليا، لما تحويه من قرارات بالغة الأثر على قيمة المؤسسة في المدى القريب و البعيد.

تتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية حيث يمكن تصنيف مجمل هذه المصادر إلى صنفين أساسيين، هما التمويل عن طريق أموال الملكية و التمويل عن طريق أموال الاستدانة.

تساهم القرارات التمويلية في تحديد و صياغة هيكل التمويل الأمثل، و الذي يتحقق من خلال عناصر المزيج الأمثل لمصادر تمويل الإستثمارات و نسب كل منها داخل هيكل المؤسسة، و أن هناك عدة معايير تتحكم في إتخاذ القرار التمويلي و التي قد تحد من الوصول إلى الهيكل المالي المستهدف، وقد تلعب المعايير الشخصية و العقائدية أحيانا بالنسبة لمتخذ القرار المالي الدور الفاصل في إختيار هيكل تمويلي كان قد أستبعِد بناءا على الموازنة بين العائد و المخاطرة.

بعد عرضنا لمختلف مصادر التمويل تطرقنا لتكلفة الحصول على مختلف هذه الموارد و كذا تقدير هذه التكلفة عبر تقدير تكلفة كل عنصر من أموال الملكية و أموال الاستدانة على حدى، لنستخلص في الأخير صيغة التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال التي توفق بين تكاليف مختلف مصادر التمويل المعتمدة.

من خلال ما تقدم يتضح انه من الواجب على المدير المالي الإحاطة بمختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية و كذا بالتكلفة الفعلية لكل مصدر، و ذلك بهدف اتخاذ القرارات المناسبة الخاصة بعملية بناء الهيكل المالي.

الفصل الثاني:
العائد و المخاطرة في ظل قرار التمويل

تمهيد:

تعمل المؤسسات في بيئات عمل متباينة الخطر و درجة عدم التأكد في تحقيق التدفقات النقدية للعوائد المتوقعة، و لا يقبل المستثمر أن يتخل عن مدخراته المالية لصالح المشاريع الإستثمارية المختلفة إلا إذا كان يتوقع الحصول على عوائد أكبر مقابل المخاطر التي سيتعرض لها المشروع.

يختلف المستثمرون بإتجاهاتهم في تفضيل المخاطرة، فهناك المجازف الذي لا يبالي بالخطر و يسعى لتحقيق العوائد فقط و هناك الشخص المتجنب للخطر الذي يرغب في عوائد قليلة مقابل تحمله درجة منخفضة من المخاطر، و هناك الشخص المعتدل و الذي لا يقبل بأي مخاطرة إلا إذا كان يقابلها عائد متوقع مقبول يعوضه عن مقدار المخاطرة.

و تتعدد أشكال العوائد بإختلاف أنواع الإستثمارات فقد تكون إستثمارات حقيقية أو مالية، و بالتالي قد تختلف طرق حسابه حسب الأصل المالي المستثمر فيه. وعموما هناك علاقة طردية بين العائد و المخاطرة، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد.

تتميز مصادر التمويل المختلفة بعدة مزايا، منها التي يمكن أن تؤثر إيجابا على عوائد المؤسسة و على حملة الأسهم العادية، كما يمكن أن تحمل عدة مخاطر قد تدعم حجم المخاطر الكلية في المؤسسة، وسنكتفي في هذا الفصل بدراسة المخاطر المالية التي تنتج عن إستخدام تكاليف التمويل الثابتة (القروض و الأسهم الممتازة).

و من خلال ما أشير إليه في مقدمة الفصل الثاني سنقدم بعض التفاصيل من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: العائد في المؤسسة الإقتصادية
- المبحث الثاني: المخاطرة على المؤسسة الإقتصادية
- المبحث الثالث: إنعكاسات قرار التمويل على العائد و المخاطرة

المبحث الأول: العائد في المؤسسة الإقتصادية

تستثمر مؤسسات الأعمال والأفراد مدخراتهم في مجالات الاستثمار المختلفة على أمل الحصول على مردود أو عائد على هذه الاستثمارات، فالمستثمر يتخلى عن منفعة أو مستوى إشباع معين كان بإمكانه تحقيقه من استهلاك حالي لبعض السلع والخدمات، على أمل الحصول على عائد أو مردود يمكنه من الحصول على منفعة أو مستوى إشباع أكبر من استهلاك مستقبلي.

و يرتبط تحقق العائد المتوقع بالحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، و لكن تحقق هذه التدفقات بالنسبة للقيمة و التوقيت مرهون بعوامل خارج سيطرة المستثمر، لذا يصبح من المستحيل افتراض أن احتمال تحقق هذه التدفقات هو100 % ، و متى انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات عن 100 % تبرز المخاطرة والتي تزيد درجتها ارتفاعًا كلما انخفض احتمال تحقق هذه التدفقات.

تتباين طرق حساب العوائد بإختلاف أنواعها و المجالات المستثمرة فيها، و كلما إرتفعت مخاطر الإستثمار إرتفعت العوائد التي تقابلها.

المطلب الأول: مفهوم العائد Return Concept:

لا يقبل المستثمر التنازل عن أمواله إلا إذا كان ينتج عنها عائد يقبل به، و يعوضه عن كل المخاطر التي يتعرض لها المشروع، و تتنوع أشكال هذه العوائد حسب الأصل المالي الذي يملكه و حسب عوائد الإستثمار المقترح أمامه، و عموما كلما إرتفعت المخاطرة لا يقبل المستثمر إلا بعائد متوقع يقابل درجة المخاطر المحتملة، و تتيح معرفة العائد المفاضلة بين مختلف عوائد الإستثمارات المحتملة.

أولا – تعريف العائد:

يعرف العائد على الإستثمار بأنه " المبلغ الذي يحصل عليه صاحب رأس المال مقابل تخليه عن منفعة حالية لصالح الغير على أن يحصل على منفعة أكبر بعد فترة زمنية مستقبلية".

كما يمكن أن نعرفه بأنه " ثمن تحمل عنصر المخاطرة أو عدم التأكد " و كلما كان هناك طموح كبير لدى المستثمر في الحصول على عوائد فسيواجه بتحمل مخاطر أكبر، أيضا ترتفع درجة هذه المخاطر بزيادة طول فترة

الإستثمار، أي كلما زادت فترة إسترجاع رأس المال المستثمر زادت درجة المخاطرة، و المخاطرة تظهر نتيجة ظروف عدم التأكد بإحتمال تحقيق عوائد أم لا. [1]

هو أيضا "المكافئة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الانتظار و المخاطر المحتملة لرأس المال المستثمر. يعبر عن هذه المكافئة بنسبة مؤوية من قيمة الإستثمار".

أو يعرف بأنه " الدينار المتحقق على كل دينار مستثمر خلال فترة زمنية معينة".[2]

يقصد به عادة صافي الربح بعد الضرائب بالمفهوم المحاسبي، أو صافي التدفق النقدي بعد الضرائب و قبل الإستهلاك بمفهوم التدفقات النقدية منسوبا إلى الأموال التي ولدته.[3]

العائد عبارة "عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الإستثمار خلال فترة زمنية محددة، و هذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي ".

و يعبر عن العائد بمقدار القيمة المضافة (Added Value) التي تحصل عليها المحفظة الإستثمارية، و هو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة".[4]

و هو عبارة عن الزيادة المحققة أو الزيادة المتوقعة للمبلغ المستثمر.[5]

هو صافي الدخل الناتج عن عملية إستثمار الأموال وعادة ما يكون العائد في شكل مبالغ مطلقة. و يعرف الاستثمار الفعال من عدمه من خلال معدلات العائد و ليس العائد.[6]

"هو صافي التدفق النقدي منسوب إلى الأموال التي ولدته. و يعرف العائد بأنه صافي التدفق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معينة. ويتم التعبير عنه بشكل نسبي من خلال تكلفة الإستثمار في بداية تلك الفترة ". و بإعتبار أن العائد ما هو إلا صافي تدفق نقدي فلا بد من توضيح مفهوم صافي التدفق النقدي.

يعبر التدفق النقدي عن مجموع الدخول النقدية الجاهزة إلى صندوق المؤسسة أو حسابها الجاري أو خروجه منها، فما يدخل صندوق المؤسسة من نقد جاهز أو يدخل إلى حسابها الجاري في البنك هو تدفق نقدي إلى

---

[1]- عبد القادر حوة، " بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة" ، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم لاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة الجزائر 3، 2010 ، ص:101.

[2]- عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص:90.

[3]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، 2007، ص: 22.

[4]- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحفظة الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص:61-62.

[5]- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2007 ، ص:73.

[6]- محمد علي العامري، الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص: 413.

الداخل. و العكس في حالة التدفق النقدي إلى الخارج. و بناءا على ما سبق ذكره فإن صافي التدفق النقدي هو الفرق بين ما يدخل لصندوق المؤسسة أو حسابها الجاري من نقد جاهز و بين ما يخرج. فإذا كانت التدفقات للداخل مساوية للخارج، فإن هذا يعني أن صافي التدفق هو صفر، أما إذا كانت التدفقات النقدية إلى الداخل أكبر منها إلى الخارج، فإن صافي التدفق موجب و يسمى هنا فائض، أما إذا كانت التدفقات إلى الداخل أقل من التدفقات النقدية إلى الخارج، فإن صافي التدفق يكون سالب، ويسمى عجز. [1]

ثانيا – أهمية عائد الإستثمار:

تظهر أهمية حساب عائد الإستثمار بالنسبة للمستثمرين في مدى إختياره لأنسب المشاريع التي سيضع فيها أمواله و ما الذي سيجنيه في مختلف المشاريع المتاحة أمامه، إذن كل مستثمر عندما يفكر في وضع أمواله في أي إستثمار معين يأخذ العائد المتوقع للإستثمار بعين الإعتبار بالأساس. كما هو مهم لإدارة الشركات و المسيرين و القائمين عليها من خلال إنعكاسه على قيمة المؤسسة في السوق، و يعتبر الأخير مقياس دقيق و سريع لمسار المؤسسة و تصحيحها في حالة الإنحراف، و مدى التطور و الإنجازات المكتسبة. كذلك يعد معرفة عوائد الإستثمار مهمة لأصحاب القرار القائمين على إدارة الإقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسيا أو إقتصاديا سيتجلى أثره في السوق، و بالتالي سيعكس السوق للمسؤول مدى صحة قراراته أو مدى تحقيقها لتأثيراتها المستهدفة في حالة الإقتصاد الوطني.

و تأخذ في العادة عوائد الإستثمار ثلاثة أشكال التالية:

أ- **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في المؤسسة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، و له الحق في الحصول على العوائد إذا ما حققت نتائج إيجابية و إذا ما قررت الجمعية العامة توزيع هذه الأرباح.

ب- **الفوائد:** إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال إقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، و مبلغ السند يعبر عن قيمة القرض و السند يعطي لحامله الحق في الحصول على فائدة يكون قد إتفق عليها مسبقا مع المؤسسة المقرضة.

[1]- محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص ص: 105-106.

ج- **الأرباح الرأسمالية:** التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السند أو السهم إذا إستطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي إشتراه به يكون الفرق هو ربح رأسمالي.[1]

يساهم سوق الأوراق المالية الكفء في إمكانية تحقيق العائد المتوقع على الإستثمار بالأوراق المالية بإعتبار أن أسعارها في السوق مساوية للقيمة المحسوبة و المتوقعة بناء على المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في السوق و هي أسعار عادلة، إذن تتحقق كفاءة السوق إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي و سعره الحقيقي.[2]

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة على العائد

إن العوائد على الإستثمار سواء كانت في الأسواق النقدية أو في أسواق رأس المال تتأثر بمجموعة كبيرة من العوامل من أهمها:

1- الزمن اللازم لحلول موعد الإستحقاق Time to Maturity

2- مخاطر الإئتمان أو مخاطر عدم الوفاء (Credit Risk (Default Risk

3- قابلية الأداة للتسويق السريع Marketability

4- قابلية الأداة للإستدعاء Callability

5- خضوع عوائد الأداة للضريبة Taxability

6- حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد Risk

تعتبر هذه العوامل بصفة أساسية ذات تأثير واسع على أسعار و عوائد الأدوات التي يتعامل بها المتعاملون في السوق المالية، لذا من الضروري أن يعي المتعامل تأثير كل عامل من هذه العوامل، لأنها قد تجنبه خسائر يمكن أن يقع فيها و توجهه للأدوات المالية ذات الأرباح المرتفعة. وفيما يلي بحث كل عامل من هذه العوامل. [3]

1- الزمن اللازم لحلول موعد الإستحقاق Time to Maturity

هناك علاقة طردية بين زمن حلول موعد إستحقاق الأوراق المالية و عائد تلك الأوراق، و عادة كلما زاد زمن إستحقاق تلك الأوراق أدى إلى إرتفاع العائد، وفي حال إذا ما قررت المؤسسة تمويل أصولها عن طريق إصدار مثل

[1]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 48-49.

[2]- عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة"، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

[3]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص:316.

هذه الأوراق فإن التكلفة ستكون مرتفعة، عكس إذا ما قررت تمويل أصولها بأوراق مالية قصيرة فستنخفض التكلفة نسبيا.

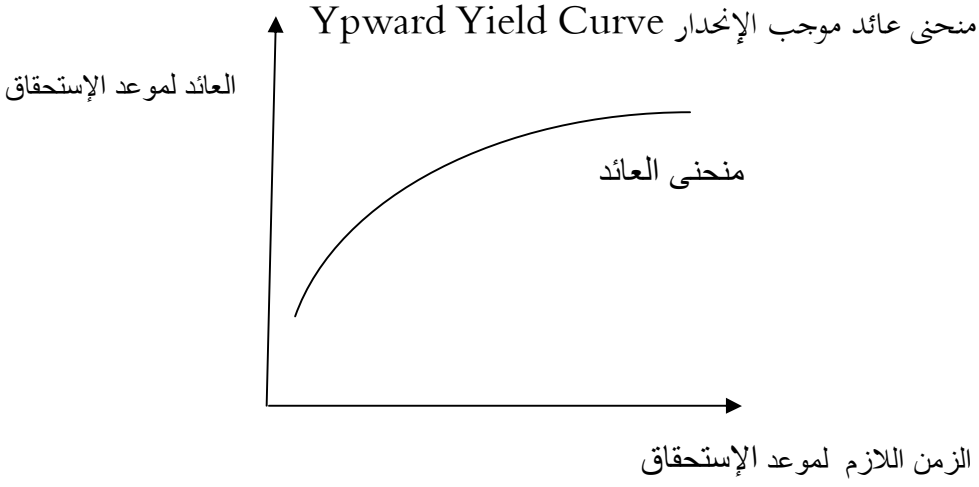
إن العلاقة بين العائد و موعد حلول إستحقاقه يطلق عليها مصطلح هيكل أسعار الفائدة الزمني Term Structure of Intrest Rate و يمكن تمثيلها بيانيا بما يعرف بإسم منحنى العائد The Yield Curve، و يكون منحنى العائد موجب من وجهة نظر المستثمر من خلال حصوله على عوائد أكبر إذا تم الإستثمار بأوراق مالية موعد حلول إستحقاقها أطول. و لكن يقتضي على هذا الأمر أن:

- يكون التعرض لمخاطر أسعار الفائدة بصورة أكبر و ذلك لأن أسعار الأدوات الطويلة الأجل (حساسة أكثر أي تقلب أكثر) من أسعار الأدوات القصيرة الأجل نتيجة تغيرات سعر الفائدة مع مرور الزمن.
- كما يترتب على مُصدر الأوراق المالية طويلة الأجل دفع تكاليف أكثر إذا ما أراد التمويل اللازم عكس الأوراق قصيرة الأجل. [1]

أشكال منحنيات العوائد :

تتغير أشكال منحنيات العوائد تبعا لمراحل الدورة الإقتصادية فالحالة العادية يكون شكل المنحنى هو إنحدار موجب أي يتجه للأعلى كما هو مبين في الشكل أدناه، و الذي يعني أن العائدات طويلة الأجل(عائدات السندات) عادةً ما تكون أكبر من العائدات قصيرة الأجل. [2]

شكل 2– 01: منحنى عائد موجب الإنحدار Ypward Yield Curve



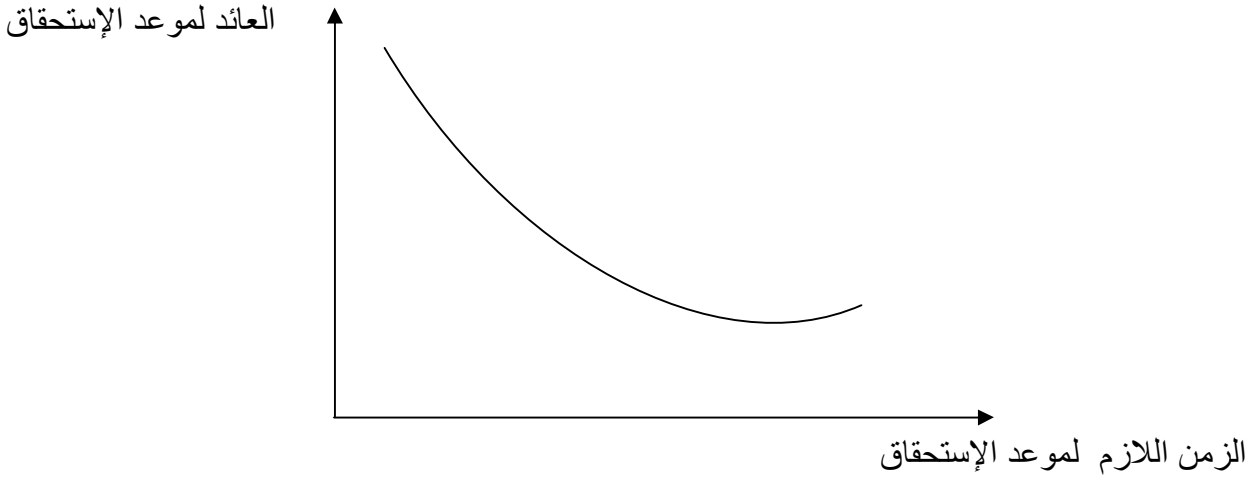
المصدر: زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص: 318.

[1]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص:317.

[2]- بريان كويل ، هيكلة رأس مال الشركات ، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة الأولى ، دار الفاروق للنشر و التوزيع، عمان ، 2006، ص:134.

و يمكن أن يأخذ منحنى العائد إنحدارا سالبا في بعض الحالات خاصة عندما يرتفع الطلب على النقود بكميات تفوق عرضها Tight Money و عندها تكون أسعار الفائدة في أعلى مستوياتها أو قريبة من أعلى مستوياتها، و يكون شكله كالتالي:

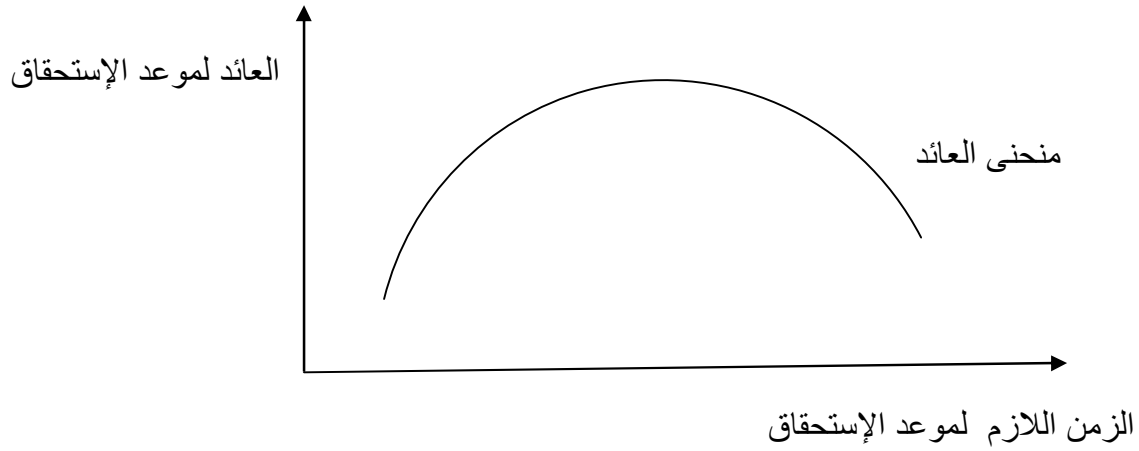
شكل 2– 02: منحنى عائد سالب الإنحدار Downward Yield Curve



المصدر: زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص: 318.

و في بعض حالات يكون هناك إرتفاع الطلب على النقود من قبل المستثمرين يقابله عدم كفاية العرض الذي يقابل الطلب، مما يظهر شكل آخر لمنحنى العائد الذي يأخذ شكل التحدب Humped كما هو موضح في الشكل التالي:

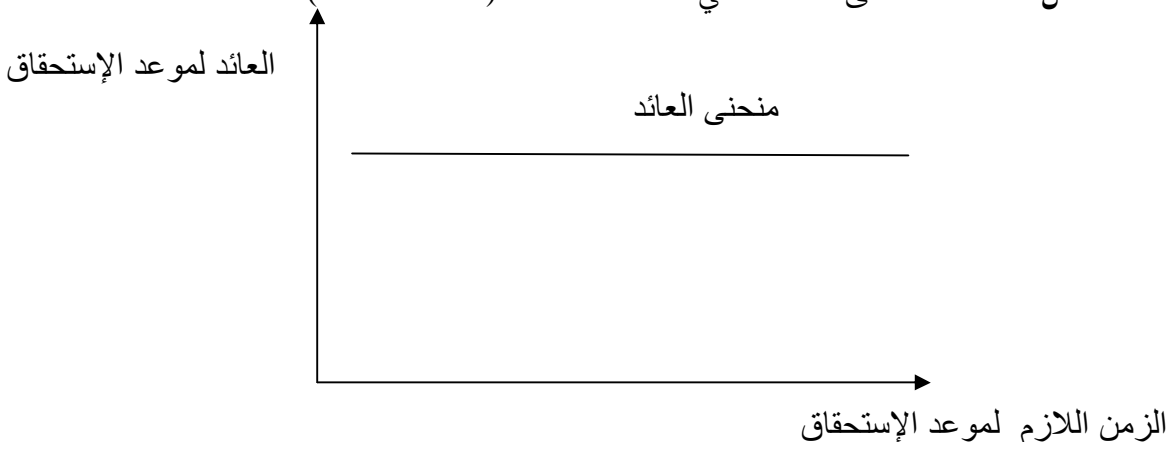
شكل 2 – 03: منحنى عائد محدب Humped Yield Curve



المصدر: زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص ص:319.

و يكون منحنى العائد في حالات أخرى أفقيا Flat كما يلي: [1]

شكل 2– 04: منحنى العائد الأفقي Flat (horizontal) Yield Curve



المصدر: زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مصدر سبق ذكره، ص: 319.

تفسير شكل منحنى العائد: [2]

توجد تفسيرات متعددة للعلاقة بين العائد و موعد الإستحقاق، و سنتطرق لأهم نظريتين تناولت هذه العلاقة:

1 – **نظرية التوقعات Expectations Theory**:

يعتبر تفسير هذه النظرية من أصح التفسيرات لهيكل أسعار الفائدة في حالة الإنحدار الموجب.

و تنص هذه النظرية على أن توقعات المتعاملين في السوق لأسعار الفائدة في المستقبل هي التي تحدد أسعار الفائدة للأجل القصير و أسعارها للأجل الطويل.

فإذا توقع المستثمر بأن أسعار الفائدة في المستقبل ستكون أعلى مما هي عليه أسعار الفائدة الحالية نلاحظ أن منحنى العائد سيتجه إلى الأعلى أي سيكون موجب الإنحدار، أما إذا شعر بأن أسعار الفائدة في المستقبل ستكون أدنى من الأسعار السائدة فسوف يتجه منحنى العائد للأسفل و بالتالي سيكون عائد المنحنى سالب الإنحدار.

و في حال شعور المستثمر أن أسعار الفائدة ستبقى على ما هي عليه فإن المنحنى سيكون أفقيا.

[1]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص ص:318-319.

[2]- المرجع السابق ، ص:319.

2 – **نظرية الأسواق المجزئة Segmented Market Theory** لتفسير أسعار الفائدة:

تقسم هذه النظرية الأسواق المالية حسب الأدوات المالية التي يتعامل بها المتعاملين سواء كانوا في المؤسسات المالية بإعتبارهم كمستثمرين أو في شركات الأعمال بإعتبارهم كمقترضين، كل منهم يرغب في التخصص في أدوات محددة يتم إختيارها حسب موعد إستحقاقها، فالمستثمرين كالبنوك التجارية مثلا تستثمر غالبا في أدوات السوق النقدية وهي أدوات قصيرة الأجل، بينما تقوم شركات التأمين و صناديق الإستثمار بالإستثمار في الأدوات ذات الإستحقاق طويل الأجل و التي تعتبر أدوات سوق رأس المال مثل السندات. أما المقترضين كشركات الأعمال تقوم بإستعمال مختلف الأدوات من خلال مصادر الأموال القصيرة الأجل لتمويل الإحتياجات التشغيلية و مصادر الأموال طويلة الأجل لتمويل التوسع في الأصول الثابتة.

إستعمالات منحنى العائد: [1]

يمكن الإستفادة من منحنى العائد في مختلف القرارات التي يتخذها المدرين الماليين و من بينها:

- يصلح إستعمال منحنى العائد في التنبؤ بأسعار الفائدة التي ستسود في المستقبل من وجهة نظر الذين يأخذون بنظرية التوقعات لتفسير شكل منحنى العائد، فالمنحنى الذي يكون إنحداره موجب يدل بأن أسعار الفائدة سترتفع في المستقبل المنظور.
- يحدد المنحنى أفضل توقيت لإستحقاق الورقة المالية بما يمكن للمصدر لها أو المشتري من إختيار زمن تعظيم عوائد هذه الأوراق، فالمنحنى المحدب مثلا يدل على أنه سيرافق زيادة فترة الإستحقاق زيادة العائد لكن إذا ما إمتد أجل الإستحقاق إلى فترة حدوث قمة المنحنى لن تكون هناك عائد إذا ما إمتد أجل الإستحقاق لما بعد الوصول إلى قمة المنحنى، ويكون من مصلحة مصدر الورقة أو المقترض بوجوب زيادة فترة الإستحقاق في حالة تجاوزها فترة قمة المنحنى.

كما يعتبر إستعمال منحنى العائد في بعض الحالات كعدم كفاءة السوق أكثر تمثيل و مصداقية للتعرف على الأوراق الرخيصة و الغالية عكس الأسعار الحالية التي تكون عوائدها غير متماشية مع منحنى العوائد السائد، فالتي يكون عائدها الحالي أعلى مما يدل عليه المنحنى تكون رخيصة Undervalued و يستحسن الإستثمار بها، لأنها

[1]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص:320.

ستجلب عوائد أكبر من منحنى العائد و هذا ما يمكن قبوله، و التي تكون عوائدها أقل يكون سعرها مرتفع Over Valued ذلك لأن هناك علاقة عكسية بين السعر و العائد.

2- مخاطر الإئتمان أو مخاطر عدم الوفاء Default Risk :

تتجلى مخاطر عدم الوفاء كلما إرتفع العائد لموعد الإستحقاق و التي تتمثل في الفوائد أو أقساط القرض في الأوقات المحددة، و يطلق على هذه العلاقة مصطلح The Risk Structure of Interest Rate أي هيكل مخاطر أسعار الفائدة.

تأتي أذونات الخزينة و سندات الخزينة ذات مخاطر منخفضة لعدم الوفاء بها، باعتبارها مضمونة من طرف الدولة لذلك تكون مخاطرها تقترب من الصفر. و هناك مراتب تدرج عليها السندات حسب مخاطر عدم الوفاء حسب أعلاها و أقلها خطرا، بحيث تترتب من AAA و بعدها فئة AA و بعدها BA ثم BB و هكذا تندرج الفئات حتى تصل إلى ما يسمى سندات سوق الخردة Junk Market Bonds و هي سندات شديدة الخطورة عالية العوائد. ونلاحظ أنه كلما إبتعد ترتيب تقييم السهم عن الفئة AAA كلما إرتفعت مخاطر عدم الوفاء و قابله إرتفاع عائد موعد الإستحقاق للتعويض عن مخاطرها بإرتباط قوي و سالب و هذا ما دلت عليه مختلف الدراسات.

3- القابلية للتسويق Marketality :

إن سرعة تسييل الورقة المالية إلى نقد جاهز دون أن يفقدها الكثير من قيمتها عامل مهم في إجتذاب المستثمرين لها لتوفر الأمان في التعامل بها و قلة المخاطرة، إلا أن الأمر يتطلب سوق ثانوي نشيط لتصريف هذه الأوراق المالية و توفير القابلية للتصريف، وتأتي أذونات الخزينة في المرتبة الأولى من حيث القابلية للتسويق لإنخفاض مدة إستحقاقها من جهة و توفر الأمان بها بإعتبار أن الدولة هي المصدرة لهذة الورقة.

تأتي الأسهم المدرجة في بورصة الأوراق المالية النشطة سواء عدد الشركات المنخرطة أو حجم المعاملات في مقدمة الأسهم من حيث قابليتها للتسويق بالرغم من تغير الأسعار تبعا لعوامل العرض الطلب في السوق.

4- القابلية للإستدعاء Callability :

و هي إمكانية قيام مصدر الورقة المالية إعادة إستدعاء الورقة من المقرض أو مشتري الورقة لإعادة تملكها بالنسبة للأسهم أو سداد قيمة السندات قبل موعد إستحقاقها، و يتم وضع الشروط التي تنص على ذلك عند إصدار و كذلك أسعار إستدعائها.

إن القابلية للإستدعاء خاصة للأوراق ذات الإستحقاق الطويل تعطي الحق لمصدر الورقة في التحصيل الفوري لتلك الأوراق إذا رأت أن لديها إحتياط نقدي مجمد و توقعت أن ذلك من مصلحة المؤسسة و يكسبها عوائد أعلى من أن تكون في يد مساهمين خارج المؤسسة. و يطلب المستثمر عادة مبلغ إضافي على قيمة الورقة الإسمية إذا تم إستدعاؤها قبل موعد إستحقاقها و يسمى هذا المبلغ بعلاوة الإستدعاء Call Premium خاصة إذا ما كانت أسعار الفائدة السائدة في السوق متدنية عن سعر الكوبون للورقة عند وقت إستدعائها، بالتالي سيكون سعر الإستدعاء Call Price مساوي للقيمة الإسمية للورقة مضافا إليها علاوة الإستدعاء، و هذه الأخيرة عادة ما تكون نسبة مؤوية من القيمة الإسمية للورقة، و تنخفض إلى الصفر كلما إقترب موعد الإستدعاء من موعد الإستحقاق.

5- خضوع عوائد الورقة للضرائب Taxability:

عندما تكون عوائد الأوراق المالية معفاة من الضرائب فإن هذه العوائد تكون عادة أقل مما لو كانت هذه العوائد غير معفاة.

6- حجم المخاطر المتعلقة بالعوائد Risk:

إن المشروع الذي تكون مخاطره كبيرة لا بد أن تكون عوائده أيضا كبيرة كي تتلائم مع مخاطره، لكي يرضى به المستثمرون.[1]

المطلب الثالث: أنواع العائد

من اليسير أن يحدد متخذ القرار بدقة عالية العائد المتوقع الحصول عليه لو كان يعمل في ظل التأكد التام، و لأصبح إتخاذ القرار سهل و يسير، غير أن الواقع يشهد العديد من التقلبات و عدم التأكد بشأن المستقبل. و ظل كل هذا يصعب بل يستحيل على المستثمر أن يحدد بدقة حجم العائد المحقق، و إن كان يستطيع وضع إطار للتوزيع الإحتمالي لهذا العائد.[2]

لا يقبل المستثمر الدخول في أي مشروع إلا إذا كان العائد المتوقع أكبر أو يساوي على الأقل العائد المطلوب،لما يعلمه أن هذا العائد كفيل بأن يعوضه عن تأجيله لإستهلاكه الحالي و يغطي له كافة المخاطر التي ينطوي عليها هذا الإستثمار.

[1]- زياد رمضان، مبادئ الإستثمار (المالي و الحقيقي)، مرجع سبق ذكره، ص ص: 320- 324.

[2] - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص: 37.

أولا – العائد المتوقع:

هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلا عند إستثمار أمواله في مشروع معين.[1]

هو الاحتمال غير الأكيد لحدوث هذا العائد، إذ يستحيل التأكد التام من تحصيل ذلك العائد و بالتالي لا يستطيع المستثمر معرفة العائد المتولد من الإستثمار، لذلك يضع نسب إحتمالية تقديرية لوقوع العوائد المتوقعة من خلالها يستطيع صياغة توزيع إحتمالي بمعدلات العائد المحتملة.[2]

يحدد العائد المتوقع إتجاه أو ميل العوائد على الإستثمار، و ليس كل العوائد الممكنة و إنما أفضل خلاصة للعوائد المتوقعة التي تم قياسها.

و أيضا يعرف العائد المتوقع على أنه "قيمة الوسط للتوزيعات الإحتمالية للعوائد من الإستثمار. أو هو القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند الإستثمار في المشروع".[3] إذن يقصد به المتوسط الموزون لإحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لتوقعات متخذ القرار حسب الحالة الإقتصادية المطلوب التنبؤ بها لإستثمارات ذات المخاطر. و يعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$E(r) = \sum_{r=1}^{n} R \times Pr \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (1-2)$$

العائد المتوقع = مجموع (العائد المحتمل × إحتمال حدوثه)

و يتضح من خلال صيغة العائد المتوقع أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الإحتمالات في تحديد العائد المتوقع من الإستثمار، و التي تنص على أن المستثمر يعتمد على توزيعات إحتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكنة طبقا لدرجة إحتمال حدوثها.[4]

و يتم الحصول عليه في حالة إذا كان الإستثمار قائم من خلال المتوسط الحسابي لسلسلة زمنية من العوائد الفعلية التي حصلت في الماضي، أما إذا كان الإستثمار جديد فإنه يتوصل للعائد المتوقع من خلال جمع نتيجة حاصل ضرب عائد كل حالة متوقعة بإحتمال تحققها في المستقبل. [5]

[1] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 59.

[2] يوسف خروبي، " تقدير العائد و المخاطرة بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية"، رسالة ماجيستير غير منشورة، قسم علوم التسيير ،جامعة ورقلة، 2011، ص:52.

[3] – عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة"، مرجع سبق ذكره، ص:103.

[4] – عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

[5] – فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، 2008، ص: 37.

ثانيا – العائد المطلوب Required Return:

هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بالقدر الكاف الذي يعوض المخاطر التي يتعرض لها الأصل أو الأداة، إذن فالعائد المطلوب يمثل العائد الأدنى الذي يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الإستهلاك و درجة المخاطر المصاحبة للإستثمار.[1]

هو أدنى عائد يطلب، أو الواجب تحققه لتحفيز المستثمر لشراء السهم، تعويضا عن تأجيل الإستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلا.

كما يقصد به ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرين على الموجودات ذات المخاطرة، و يعكس هذا المعدل المبادلة بين العائد و المخاطرة.[2]

العائد المطلوب= العائد الخالي من المخاطرة + بدل المخاطرة النظامية

و يتكون هذا العائد من جزئين على الوجه التالي:

العائد الخالي من المخاطرة (بدل التضحية): و هو عبارة عن المعدل الذي تكون عوائد تحقيقه على درجة عالية من اليقين، أي أنه لا يحتمل أي درجة من درجات عدم التحقق.[3]

أو هو معدل الفائدة الذي يفترض إكتسابه من خلال الاستثمار في الأدوات المالية (أدوات الدين) و الحصول على أقساط الفائدة.[4] و عادة ما يكون سعر الفائدة على الإستثمارات الحكومية قصيرة الأجل خاصة حوالات الخزينة الأكثر شيوعا كمعدل تقريبي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة، إذ يتساوى معدل العائد المحقق لهذه الإستثمارات مع معدل العائد المتوقع منها.[5]

بدل المخاطرة: هو معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر الذي يطوي عليه الاستثمار في الأوراق المالية.[6]

[1] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

[2] – أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلامة، الإستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص:48.

[3] – فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص :39.

[4] – عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة"، مرجع سبق ذكره، ص:104.

[5] – محمد علي العامري، الادارة المالية، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص 418.

[6]- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص :39.

أو هو المقدار من العائد الذي يطلبه المستثمر ثمنا للمخاطر النظامية التي يتوقعها عند إختياره لأحد الإستثمارات المتاحة. وبصيغة أخرى هو عبارة عن العائد الإضافي لمعدل العائد الخالي من الخطر مقابل التضحية بالإستهلاك الحالي.

كلما زادت المخاطر زاد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة. نقصد بالمخاطر هنا هي المخاطر النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنويع. أما المخاطر غير النظامية يتحمل مسؤوليتها المستثمر ولا ينبغي له أن يطالب بتعويض كان بإمكانه أن يتجنبه، وهذه المخاطر يمكن تقسيمها إلى مخاطر الأعمال (التقلبات في الإيرادات و التكاليف) و مخاطر التمويل Financial Risk (التقلبات في الأقساط و الفوائد)، و مخاطر السيولة Liquidity Risk (التقلبات في القدرة على السداد قصير الأجل).[1]

جدير بالذكر أن السوق المالي يكون في حالة توازن عند تساوي العائد المطلوب مع العائد المتوقع لجميع الأوراق المالية في وقت واحد و هذا نادر الحدوث، حيث في الغالب يكون هناك عدم التوازن لبعض الأوراق المالية مما يغري بعض المستثمرين بالتعامل. و سوف يقبل المستثمر في الإستثمار بنوع من أنواع الإستثمار المقترحة أمامه، إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من العائد المطلوب، و العكس إذا كان معدل العائد المتوقع أقل أو يساوي معدل العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر في هذه الحالة يرفضه.[2] يعكس معدل العائد المطلوب المبادلة (المقايضة) بين العائد والمخاطرة، و يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأس مالية CAPM من أفضل النماذج تمثيلا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس العائد المطلوب، والصيغة الرياضية لنموذج CAPM كالتالي:

$$\text{ع ط} = \text{ع خ} + (\text{ع س} - \text{ع خ})\ \text{بيتا} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2-2)$$

حيث أن:

ع ط:معدل العائد المطلوب

ع خ:معدل العائد الخالي من المخاطرة (يقاس بالعائد على الأوراق الحكومية)

ع س:معدل العائد المتوقع على محفظة السوق

بيتا:معامل بيتا الورقة المالية وهي مقياس للمخاطر السوقية من خلال نموذج CAPM يتضح أن العائد المطلوب على الموجودات المالية ذات المخاطرة يتكون من العائد الخالي من المخاطرة وهو عائد ظروف التأكد التام، وعلاوة مخاطرة الورقة المالية، وهي تمثل سعر المخاطرة الذي يحصل عليه المستثمر كعائد إضافي لقبوله مخاطر الإستثمار، وبالتالي يقوم

[1] – فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 39.

[2] – عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

المستثمر بعملية المقارنة بين العائد المتوقع و العائد المطلوب لاختيار الأوراق المالية الأكثر جاذبية، بحيث يشتري الأوراق المالية إذا كان العائد المتوقع تحقيقه أكبر من العائد المطلوب، وفي حالة العكس يقوم بعملية بيع الأوراق المالية غير الجذابة.[1]

ثالثا – العائد المحقق Actual Return:

هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة حيازته أو بيعه لأداة من الأدوات الإستثمارية، ويتكون معدل العائد الفعلي من العوائد الإيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجا بينهما. و تعرف العوائد الإيرادية بأنها مقدار الزيادة في الثروة التي حصلها المستثمر نتيجة إحتفاضه بالسهم، أما العوائد الرأسمالية فهي تنتج عن بيع الأصل المستثمر، كما توفر مصادر دخل جارية بالإضافة للدخل الناتج من هذه الإستثمارات، كما أنها لا تخضع للضرائب عند إرتفاع قيمة الأصل إلا في حالة البيع.[2]

و يمكن أن يعرف بأنه نسبة صافي الدخل الناجم عن الإستثمار إلى مجموع الأموال المستثمرة، أي معدل العائد الفعلي الناتج عن الإستثمار، وفي الغالب يكون على شكل نسبة مئوية، كما يمكن أن يحسب شهريا أو ربع سنويا، ولكن في المعتاد يتم حساب العائد المتحقق سنويا.

و نميز بين معدل العائد المحقق لإستثمارات المؤسسة و معدل العائد المحقق من إستثمار الأموال في الأوراق المالية، فمعدل العائد المتحقق على الإستثمار الذي تحققه المؤسسات يحسب بقسمة صافي دخل المؤسسة على مجموع أموالها المستثمرة بما فيها الممتلكة و المقترضة، و بعبارة أخرى معدل العائد السنوي المحقق للمؤسسة هو صافي الدخل السنوي مقسوم على مجموع موجوداتها،[3] أما مقدار العائد المحقق من الأوراق المالية فهو الذي يحصل عليه المستثمر حين يقوم بعملية شراء الورقة المالية و التي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى بسعر معين ثم يحتفظ بتلك الورقة لفترة زمنية معينة، ثم يبيعها في سوق الأوراق المالية في الوقت الذي يعتقد أنه الزمن الأنسب لذلك، و تتمثل العوائد المتحصل عليها من خلال هذه العملية فيما يلي:

- ✓ العوائد النقدية المتحصل عليها من طرف الجهة المصدرة في شكل فوائد أو توزيعات أرباح.
- ✓ مبلغ التغير الذي طرأ على سعر الورقة المالية خلال فترة الإستثمار، من خلال طرح سعر شراء السهم من سعر بيعه والتي يتوقع أن تكون أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية الأخرى.

[1] – عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 95-97.
[2] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 49-50.
[3] – محمد علي العامري، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 413.

رابعا – معدل العائد على الإستثمار في المحافظ الدولية: [1]

إن قياس معدل العائد على الإستثمار في المحافظ الدولية يتميز بالتعقيد في أساليب حسابه مقارنة مع معدل العائد على الإستثمار المحقق في المحافظ المحلية. و ذلك لأن قياس عوائد المحافظ الدولية يتطلب حساب أسعار صرف العملات الأجنبية و معدلات التضخم في البلدان الأجنبية المستثمر فيها، في حين يمكن إهمال هذان العنصران عند قياس معدل العائد على الإستثمار في المحافظ المحلية.

المطلب الرابع: احتساب العائد Computing Return

يعتبر معدل العائد مقياس واسع النطاق كأساس للإختيار بين البدائل من المشروعات الجديدة أو التوسعات المقترحة للمشاريع و الحكم على كفاءتها، و حتى في تمويل المشروعات من خلال مقارنة العوائد المتوقعة مع تكلفة رأس المال لقبول المشروعات.

تقدم نسب الربحية مؤشرات هامة لإدارة المؤسسة عن مدى قدرتها في توليد الأرباح من المبيعات أو من الأموال المستثمرة، بإعتبار أن الأرباح من أهم عوامل نمو المؤسسة و إستمرارها، كما أنها تهم الملاك و المقرضين أيضا لتأثيرها المباشر على ثروة الملاك، و مدى مقدرة الأرباح على الوفاء بأصل القرض و الفوائد المترتبة عنه.[2]

يتم احتساب العائد من خلال استخدام الميزانيات المحاسبية للمؤسسة و كشوفات الدخل، ويقاس العائد في الأسواق المالية باستخدام عدة مؤشرات وأهمها:

- ✓ العائد المحاسبي.
- ✓ عائد السوق.

[1] – عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة"، مرجع سبق ذكره، ص ص: 104 -105.

[2] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

أولا – العائد المحاسبي: (Accounting Return)

هو ذلك الربح الذي يحققه المشروع و الذي يظهر في القوائم المالية للمؤسسة. و هو في الحقيقة محصلة لعدة مصادر نذكر منها: الربح الدفتري، الربح الإحتكاري، الربح الإبتكاري، ربح عدم التأكد.[1]

و إن العائد المحاسبي أو(متوسط معدل العائد)يعتمد على البيانات المحاسبية في حساب صافي الدخل المحاسبي، و تسمى أيضاً بأسلوب العائد على الاستثمار لأنها تقيس معدل الكفاءة للمشروع الاستثماري المقترح، و كذلك تبين كفاءة وفاعلية الإدارة في سياساتها و قراراتها المالية. و يفضل المشروع الذي يعطي أعلى متوسط لمعدل العائد، و تستخدم بعض المؤسسات متوسط العائد للسنوات السابقة أو تكلفة رأس المال فيها كحد أدنى لقبول أي مشروع مقترح، ولا يقبل أي مشروع يعطي اقل من متوسط العائد المحدد فيها، و يمكن اعتماد نسب الربحية (Profitability Ratios) التي تشير إلى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، كما إن نسب الربحية تثير اهتمام المستثمرين و الإدارة والمقترضين، فالمقترضون يشعرون بالأمان بالنسبة للمؤسسات التي تحقق أرباحا عالية.[2] و تحسب وتقاس بالمؤشرات الآتية:

1– العائد على الإستثمار (ROI) Return on Investments:

و له عدة تسميات العائد على رأس المال أو العائد على إجمالي الأصول حيث يقيس هذا المعيار قدرة الدينار الواحد من مجموع الأصول (جميع المبالغ المستثمرة مطروح منها متراكمات إستهلاكها (صافي أصول المؤسسة)) من تحقيق أرباح بعد خصم الضريبة (صافي الربح) و يقاس العائد على الإستثمار من خلال المعادلة الآتية:[3]

(2 – 3)..... العائد على الإستثمار = صافي الربح بعد الضرائب / صافي الأصول × 100%

تعبر نتيجة المعادلة عن قدرة الدينار الواحد المستثمر في موجودات المؤسسة على تحقيق الربح الصافي (المحاسبي).

و هو أيضا مقياس لمدى كفاءة المؤسسة و العاملين فيها على إدارة و إستغلال الموجودات لتوليد الأرباح.[4]

[1] – وليد ناجي الحيالي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن، 2009، ص: 108.

[2] – دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:303.

[3] – محمد شفيق حسن طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص:107.

4 – علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:142.

2 – العائد على حق الملكية Return on Equity:

يدل هذا المقياس على قدرة الدينار الواحد من حقوق الملكية على توليد الأرباح الصافية بعد الضريبة، حيث أن حقوق الملكية تمثل الأموال المكونة من: الأسهم العادية و الأسهم الممتازة بالإضافة إلى الإحتياطات المختلفة مثل الإحتياطي الإجباري و الإحتياطي الإختياري و أيضا الأرباح المحتجزة قصد إعادة إستثمارها.[1]

أو هو مقياس لكفاءة المؤسسة في إستغلال أموال أصحاب المشروع (حملة الأسهم العادية) في توليد الأرباح الصافية.[2] و يطلق على هذا المقياس أيضا بالعائد إلى أموال أصحاب المشروع أو العائد على القيمة الصافية ويتم حساب هذا العائد من خلال المعادلة :[3]

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد دفع الضرائب الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{حقوق حملة أسهم العادية}} \times 100\% \quad .....(2-4)$$

3 – هامش الربح الصافي Net Profit Margin:

يستعان بهذه النسبة لتوضيح المقدار الذي يمكن أن ينخفض به الربح الصافي قبل أن تصل المؤسسة لحالة الخسائر و يأخذ صافي الربح بعد الضريبة قيمة سالبة.[4]

يحسب صافي الربح المتحقق من خلال طرح (المبيعات + إيرادات النشاط العرضي) من (تكلفة البضاعة المباعة + المصاريف التشغيلية + الفوائد + الخسائر الناجمة عن أنشطة المشروع غير الأساسية + الضرائب) إذن تأخذ نتيجة أعمال المشروع بعد الضرائب كافة عناصر الإيرادات و التكاليف و المصروفات المنفقة حتى الخسائر و الإيرادات المتحققة خارج النشاط الأساسي للمشروع.

و تعتبر هذه النسبة أكثر المقاييس مرجعية و يمكن قياس هذه النسبة من خلال قسمة صافي الربح إلى المبيعات كما يلي في المعادلة:

$$\text{نسبة هامش الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \quad .....(2-5)$$

1 – غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص:74

2 – دريد كامل أل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:38.

3 – علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:14.

4 – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص:107.

تحدد هذه النسبة سعر الوحدة الذي يمكن أن تبيع به المؤسسة، و إلى أي مدى يمكن أن ينخفض في هذا السعر قبل أن تبدأ في تحمل خسائر.

يحكم على مدى كون هذه النسبة جيدة أم لا بالنسبة للمؤسسة من خلال مقارنتها مع نفس النسبة للسنوات السابقة للمؤسسة أو مقارنتها مع نظيراتها من الشركات المماثلة.[1]

ثانيا – عائد السوق:

1 – عوائد السندات:

يطلق على معدل عائد السندات بمعدل القسيمة Coupan Rate، يمثل معدل فائدة تعاقدي يتعهد مصدر السند بدفعه خلال مدة صلاحية السند ، و تختلف عوائد السندات بإختلاف الغرض من دراستها، [2] و هي على الأشكال التالية: العائد الجاري و العائد لفترة الإقتناء و العائد لموعد الإستحقاق، و يمكن تقديم بعض الإستفاضة بشأن الأنواع السابقة كما يلي:

أ– العائد الجاري:

و هو العائد الأساسي و المحفز الذي من خلاله يطلب المستثمر شراء السندات. و يمثل مبلغ الفائدة الذي يتحصل عليه المستثمر سنويا لقاء إقتناءه لعدد من السندات نسبة إلى سعرها في السوق، فكلما إرتفعت نسبة هذا المعدل مقارنة بأسعار الفائدة السوقية ينعكس إيجابا على قيمته.[3]

و يحسب وفق الصيغة الرياضية رقم : [4]

$$\text{العائد الجاري السند} = \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوي}}{\text{معدل السند في السوق}} \times 100\% \quad .....(2-6)$$

ب– العائد لفترة الإقتناء: [5]

و هو عبارة عن العائد المركب من العائد الرأسمالي للسند بالإضافة إلى الفائدة المحصلة عند السند في تاريخ قبل موعد إستحقاقه، نتيجة تنازل مالك السند عنه في تاريخ قبل ميعاد إستحقاقه، و يتحدد قيمة الأصل المالي للسند من

[1] – دريد كامل أل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره. ص:108.

[2] – محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان ، 2005 ، ص:70.

[3] – طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، دار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص:22.

[4] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:53.

[5] - المرجع السابق ، ص:53.

خلال مقارنة معدل العائد (معدل القسيمة) نسبة إلى معدل الفائدة السوقي لأقرب فرصة بديلة. فإذا تساوى معدل قسيمة السند مع معدل الفائدة الفرصي التجاري في السوق فإن السند يباع بالقيمة الإسمية، أما إذا إنخفض معدل القسيمة للسند عن معدل الفائدة الفرصي فهو يباع بخصم لقيمته الإسمية، وفي حالة ما إذا كان معدل القسيمة للسند أكبر من معدل الفائدة الفرصي فإنه يتوقع بيعه بعلاوة على قيمته الإسمية.

و يمكن حساب العائد الذي حصل عليه خلال فترة إقتناءه لهذا السند بالمعادلة:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \frac{\text{الفوائد} + (\text{سعر البيع} - \text{سعرالشراء})}{\text{سعر الشراء}} \times 100\% \quad \ldots\ldots(2-7)$$

ج- العائد لموعد الإستحقاق: [1]

يتحقق هذا العائد في حالة إحتفاظ حامل السند للسند لغاية موعد إستحقاقه، و بالتالي يكون العائد الذي يحصل عليه حامل السند هو معدل الخصم الذي يجعل ثمن شرائه مساويا لسعره العادل. ويحسب وفقا للصيغة الرياضية التالية:

$$\text{العائد لموعد الإستحقاق} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + (\text{القيمة الاسمية للسند} - \text{ثمن الشراء})}{(\text{عدد السنوات الباقية لموعدالإستحقاق} / \text{القيمةالإسمية للسند} + \text{ثمن الشراء})/2} \quad \ldots\ldots(2-8)$$

د- العائد لموعد الإستدعاء:

قد تشترط المؤسسة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق إذا رغبت في استدعاء السندات Call Provision أي إعادة شرائها منصوص عليه في عقد الإصدار. و يحصل في مقابل ذلك الحق على قيمة عند الإستدعاء تفوق القيمة الإسمية للسند، يطلق عليها علاوة الإستدعاء Call Premium.[2]

ويحسب مقدار العائد الذي سيحصل عليه حامل السند من موعد شرائه له إلى أقرب موعد إستدعاء منصوص عليه في عقد إصداره بالمعادلة الرياضية التالية: [3]

$$\text{العائد لموعدالإستدعاء} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{ثمن الشراء} - \text{سعرالإستدعاء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{ثمن الشراء} + \text{سعر الإستدعاء}}{2}} \quad \ldots\ldots(2-9)$$

[1] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره سابق، ص:54.

[2] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص:550.

[3] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:55.

2- عوائد الأسهم العادية:

تتمثل مجموع العوائد التي يجنيها حامل السهم العادي في عائد التوزيعات و الذي يكون في حالة تحقق أرباح بالنسبة للمؤسسة المصدرة للسهم و موافقة الجمعية العمومية على توزيع تلك الأرباح، إضافة إلى الأرباح الرأسمالية للسهم التي تنتج عن الفرق الإيجابي بين القيمة السوقية عند البيع و القيمة السوقية عند الشراء.

يقُدم المستثمر على شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية شريطة أن يكون معدل العائد المرغوب (الذي يطلبه المستثمر) أقل أو مساوي إلى معدل العائد المتوقع من السهم المعروض. و العكس صحيح في حالة بيعه للسهم. علما أن معدل العائد المتوقع يعبر عن التعويض لقاء تأجيل المستثمر إستهلاكه الحالي وكذا المخاطر المرتبطة بهذا النوع من الإستثمار.[1]

و يمكن قياس السهم العادي بأحد المقاييس التالية:

أ – الربح الجاري للسهم:

يعبر هذا المقياس عن قدرة الدينار الذي سيدفعه المستثمر ثمنا للسهم على توليد الربح. ويمكن إستخراجه بالمعادلة التالية :[2]

$$\text{الربح الجاري للسهم} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} \times 100\% \quad \ldots\ldots\ldots(2-10)$$

من خلال المعادلة السابقة نلاحظ أن هناك علاقة عكسية بين الربح الجاري للسهم و القيمة السوقية للسهم، فإذا زادت القيمة السوقية للسهم هبط الربح الجاري له، و العكس صحيح. و من أهم العوامل التي تؤدي إلى عدم إستقرار الأرباح وعدم ثبات قيمة السهم في السوق المالي هو نتيجة التقلبات في المعاملات اليومية (الطلب و العرض) في العناصر التالية:

- ✓ أسعار الفائدة على السندات تؤثر بشكل مباشر في الطلب على الأسهم للعلاقة العكسية التي تتميز بينهما، فإذا زادت فوائد السند قل الطلب على الأسهم و على قيمتها السوقية.[3]
- ✓ قد يكون للإشاعات فرصة لتضخيم التوقعات سواء الإيجابية أو السلبية، مما يؤدي إلى التأثير على إرتفاع أسعار الأسهم أو نقصها بصورة مبالغ فيها.
- ✓ كما تتأثر أسعار الأسهم بالحالة الإقتصادية التي يمر بها السوق رواجا كان أم كساد.[4]

---

[1] – محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، مرجع سبق ذكره، ص:94- 95.

[2] – علي عباس، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص145.

[3] – محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص:111.

[4] – علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:146.

ب – عائد فترة الإحتفاظ Holding Period Yield:

يقيس هذا المعيار العائد المحقق لحامل السهم أو المستثمر الذي لديه محفظة مالية خلال فترة الاحتفاظ بهذه الأوراق المالية.[1]

و يتكون هذا العائد من جزئين رئيسين هما:[2]

- ✓ الأرباح الرأسمالية وتمثل الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع.
- ✓ التدفقات النقدية الجارية وتمثل التوزيعات النقدية للأرباح. ويمكن قياس عائد فترة الإحتفاظ وفق المعادلة التالية:

$$\text{عائد فترة الإحتفاظ} = \frac{\text{التدفقات النقدية الجارية} + (\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء})}{\text{تكلفة الشراء}} \times 100\% \quad \ldots\ldots(11-2)$$

ج – نصيب السهم من الأرباح المحققة: Erning Per Share[3]

يرمز له بالرمز (EPS) و هو مقياس هام جدا للمستثمر بإعتباره مؤشر على عوائد السهم بشكل عام. و تسعى المؤسسات للزيادة من هذا المعدل لأنه من أهم العوامل التي يأخذها في الحسبان المستثمرين المحتملين لشراء أسهم المؤسسة. و يمكن إستخراج نصيب السهم من الأرباح المحققة (قبل توزيعها) من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة} = \frac{\text{صافي الربح الخاص بحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم}} \times 100\% \quad \ldots\ldots(12-2)$$

د– نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة Dividend Per Share:

يقيس هذا المقياس ما سيحصل عليه المساهم من نقود (أرباح) لقاء وجود هذا السهم في محفظته و يرمز له بالرمز (DPS)،[4] أو هو المقياس الذي يبين نصيب ما يحصل عليه المساهم عن كل سهم يملكه، و يمكن حسابه بالمعادلة:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الأرباح المعدة للتوزيع على المساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \quad \ldots\ldots(13-2)$$

و أيضا يمكن إستخدام المعادلة التالية للحصول على نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة :

[1] – فلاح غازي المومني ، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص:75.

[2] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:57.

[3] – علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:143.

[4] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:58.

(2 –14).....نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = القيمة الإسمية للسهم × نسبة التوزيع المعلن عنها

من المعلوم أنه ليس من الضروري أن تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح المحققة لأنه قد يكون هناك إحتياطي إجباري و إحتياطي إختياري، لهذا في الغالب ينخفض نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة عن نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة.[1]

المبحث الثاني: المخاطرة في المؤسسة الإقتصادية

تنشأ المخاطرة في الإستثمار لأن إحتمال تحقق العائد مرهون بعوامل خارج نطاق سيطرة المستثمر، ومدى إنخفاض إحتمال تحقق تلك العوائد عن 100% تظهر المخاطرة، لذا فهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من إنتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.

و تتعرض المؤسسة لنوعين من المخاطر، أحدهما يمكن إجتنابه بالتنويع و هو النوع الذي لا دخل للمؤسسة في إحداثه بل ينتج عن نظام السوق ككل، و الآخر تكون المؤسسة المتسبب الرئيسي فيه لذا يمكن أن تتحكم فيه بتخفيض المخاطر المالية و التشغيلية و تجنب الأخطاء الإدارية. و هناك العديد من المقاييس التي يمكن أن تقيس درجة تقلب عوائد إستثمار واحد أو عدة إستثمارات.

و لهذا تناولنا في هذا المبحث ماهية المخاطرة و أنواعها و كيفية قياس المخاطرة.

المطلب الأول: مفهوم المخاطرة

تنشأ المخاطرة من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار، أو بعبارة أخرى احتمال الحصول على عائد فعلي أقل من العائد المتوقع نتيجة فشل الأرباح الموزعة أو الفوائد، أو سعر الورقة المالية، أو كليهما معاً في الوصول إلى المستوى المتوقع. والعوامل التي تؤدي إلى حدوث هذا التباين بين العوائد المحققة (الفعلية) والعوائد المتوقعة تكّون مصدر هذه المخاطرة.

[1] – محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص:110.

أولا – تعريف المخاطرة:

تعرف مخاطرة الاستثمار (سواء كانت مشروعات أو أوراق مالية) بأنها إحتمال تحقيق مردود أو عائد أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد التوقع، فكلما زاد إحتمال تحقيق مردودات أو عائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما إرتفعت المخاطرة.

المخاطر هي إحتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المتوقع على الإستثمار، وهي الفشل في تحقيق العائد ويمكن قياس المخاطر بمقدار الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية الفعلية عن التدفقات النقدية المتوقعة من خلال معرفة درجة التشتت عن متوسط العوائد. و تصل المخاطرة صفرا في السندات الحكومية بإعتبارها أوراق مالية خالية من المخاطر مقارنة مع الإستثمار في أسهم شركات مساهمة.

ويعرف ويبستر المخاطر بأنها فرصة تتكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة.[1]

يمكن تحديد معنى المخاطر بأنها حالات تظهر في الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها في المستقبل بدرجة معينة من الاحتمالات، و تعني المخاطر في الإستثمارات "إحتمالية عدم تحقيق عائد أو ربما إحتمال توقع خسائر رأسمالية وهي من المبادىء المعروفة في الإستثمار بحيث تكون مرافقة للعائد". و عرفت بأنها حالة عدم إنتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة.

و عرفها السبانخي بأنها وجود فكرة ما عن إحتمال حصول نتائج مختلفة لدى الشخص الذي يقوم بتقييم المشروع و لو أن قليلا من الإستثمارات تحدث في عالم بدون مخاطر، و بالتالي فإن المخاطر المتعلقة بأي إستثمار تعود إلى ظروف عدم التأكد الخاصة بنتائج هذا الإستثمار، و إن لكل إستثمار درجة معينة من المخاطر وأن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول لديه من المخاطر يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره، وخبرته في مجال الإستثمار.[2]

إن فكرة عدم معرفة النتيجة سلفا (أو عدم التأكد) موجودة ضمنا في جميع تعريفات المخاطرة، فالمحصلة يجب أن تكون موضع شك و تساؤل، وعندما يقال إن مخاطرة موجودة يجب أن يكون هناك نتيجتين محتملتين، فإذا كنا نعلم يقينا أن خسارة سوف تحدث، لا يكون هناك مخاطرة، فالاستثمار في أصل رأس مالي مثلا يتضمن عادة إدراك أن الأصل معرض للإهلاك المادي وأن قيمته سوف تتراجع، هنا تكون النتيجة مؤكدة وبالتالي لا توجد مخاطرة.

[1] – دريد كامل أل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص:64.

[2] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

إحدى النتيجتين المحتملتين غير مرغوبة، وقد يكون ذلك خسارة بالمعنى المتعارف عليه والذي يفقد وفقا له شيء يحوزه الفرد، أو قد يكون مكسبا أقل مما كان متوقع، على سبيل المثال المستثمر الذي يخير بين سهمين قد يقال إنه خسر إذا إختار السهم الذي تزداد قيمته بدرجة أقل من السهم البديل.

يمكن تعريف المخاطرة بأنها ظرف أو وضع في العالم الواقعي يوجد فيه تعرض لوضع معاكس، و بشكل أكثر تحديدا يقصد بالمخاطرة حالة يكون فيها إمكانية أن يحدث إنحراف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة. [1]

ثانيا – المخاطرة و عدم التأكد:

في بدء الأمر نشير إلى ما يميز المخاطرة عن الخطر و المجازفة، غالبا ما يستخدم مصطلح الخطر والمجازفة بالتبادل مع بعضهما البعض و مع مصطلح المخاطرة، و مع ذلك لكي نتوخ الدقة من المهم أن نفرق بين هذه المصطلحات، فالخطر هو السبب في الخسارة، فنقول خطر الحريق أو العاصفة أو السرقة، فكل واحد من هؤلاء السبب في الخسارة الحادثة.

أما المجازفة فهي حالة قد تخلق أو تزيد من فرصة نشوء خسارة من خطر ما. ويمكن تصنيفها إلى مجازفة مادية والتي تزيد من إمكانية حدوث خسارة نتيجة الخطر الحريق مثلا، أو مجازفة أخلاقية والتي تكون ناتجة عن نزعات شريرة لدى الشخص كالغش و الإحتيال، وقد تكون معنوية و التي تنتج عن اللامبالاة إتجاه حدوث الخسارة وعدم القصد، أما القانونية فهي الأحكام التي تسنها الهيئات التشريعية وتقضي بها المحاكم، كهدم المباني المتضررة وإزالة الأنقاض عن خسائر الممتلكات، وبالتالي يزداد التعرض للخسارة. [2]

سبق أن أشرنا إلى المخاطر على أنها تعني عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية، كما يمكن أن ينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية الذي سيتم الحصول عليه مستقبلا، و هكذا يبدو وجود خلط بين مفهوم المخاطر ومفهوم عدم التأكد، بل وعادة ما يستخدم الإصطلاحين ليعنيان شيئا واحدا، وهو ما يعد إستخدام غير دقيق.

فالمعنى الأكثر شيوعا لعدم التأكد في حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على إنعدام المعرفة بما سيحدث أو لا يحدث في المستقبل، إذن هو رد فعل سيكولوجي لغياب معرفة المستقبل.

[1]- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

[2]- نفس المرجع السابق ، ص ص: 22-23.

يتمثل الفرق بين المخاطر وعدم التأكد في مدى معرفة متخذ القرار بإحتمالات تحقق التدفق النقدي، فالمخاطر تصف موقف ما يتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية كافية تساعده في وضع إحتمالات متعددة أي توزيع إحتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية على أساس البيانات التاريخية التي يمكن الحصول عليها.

أما عدم التأكد فإنه يصف موقفا لا يتوافر فيها لمتخذ القرار معلومات تاريخية لإعتماد عليها في وضع توزيع إحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم عليه أن يضع توقعات للصورة التي يمكن أن يكون عليها التوزيع الإحتمالي، و يطلق عليها التوزيع الإحتمالي الشخصي.[1]

ثالثا – تفضيل المخاطرة Risk – Prefrence :

يختلف المستثمرون و مدراء الإستثمار بإتجاهاتهم في تفضيل المخاطرة. و المهم في ذلك هو أي مستوى مقبول من المخاطرة، و الإجابة على ذلك يتطلب تحديد ثلاث سلوكيات أساسية لتفضيل المخاطرة و كما يعرض في الشكل رقم (2-05)

1. **المتجنب للمخاطرة Risk – Avers**:

هذا السلوك ينطبق على المستثمر أو المدير المالي الذي يرغب بعائد متوقع أكبر لتعويض المخاطرة المحتملة. لذا فإن قانون تناقص المنفعة الحدية ينطبق على هذا السلوك، أي تحقيق منفعة حدية متناقصة كلما زاد العائد على الإستثمار.

2. **لا يكترث للمخاطرة Risk – Indifferent**:

يتسم سلوك الإستثمار تجاه المخاطرة بالجمود فهو ينظر إلى التغير في العائد المتوقع مع الرغبة في ثبات المخاطرة ومثل هذا السلوك إفتراضي لأنه في الواقع العملي العلاقة طردية بين العائد و المخاطرة تلغي مثل هذا المفهوم.

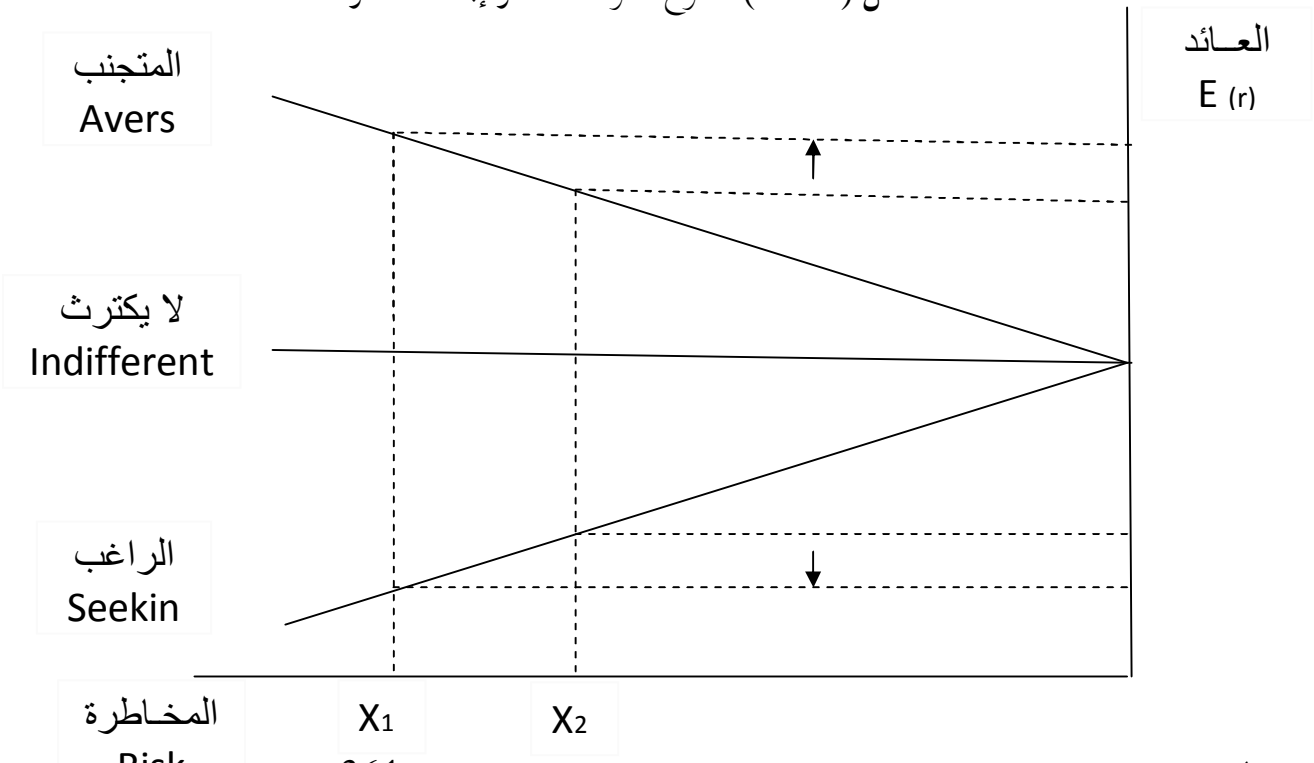
3. **الباحث عن المخاطرة Risk – Seeking**:

سلوك المستثمر هنا يوصف بالمغامر و يبدي إهتماما متناقصا بالمغامرة كلما توقع عائدا أكبر. لذلك ينطبق على هذا السلوك قانون تزايد المنفعة الحدية، أي أن الإشباع المتحقق من الدينار الثاني من العائد يفوق الدينار الأول و يقل عن الدينار الثالث و هكذا، ومع ذلك في ظل إفتراض تطبيق إفتراضات النظرية المالية فإن هذا السلوك يوصف بكونه إستثنائي.[2]

[1] – منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 42-43.

[2] – حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 360-361.

شكل (2–05) أنواع سلوك المستثمر إتجاه المخاطرة



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

المطلب الثاني: أنواع المخاطر

يواجه أي مشروع عند ممارسته لأنشطته بمجموعة من المخاطر التي تؤثر في تدفقاته النقدية. و عند تحديد التقديرات النقدية المتوقعة للمشروع يجب أن يؤخذ في الحسبان عناصر خطر وعدم التأكد التي تشوب هذه التدفقات. و ثمة مجموعتان من المخاطر التي تواجه أي مشروع مقترح و هي:

أولا – المخاطر العامة (النظامية):

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الإستثماري و التي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح مخاطر السوق. وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الإستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل و ليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات و في نفس الوقت. [1]

و يتضح مما سبق أن المخاطر النظامية هي المخاطر التي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون إستثناء و بالتالي فهي مخاطر عامة شاملة جميع الإستثمارات. و تتأثر المخاطر النظامية بالعديد من العوامل نذكر منها:

[1] – حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

1. أسعار الفائدة:

هي التغيرات التي تحدث في العوائد نتيجة تحركات أسعار الفائدة، فإذا ما إرتفعت أسعار الفائدة في السوق بعد تنفيذ الإقتراح الإستثماري، فسوف يرتفع الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الإستثمار عما كان عليه قبل إتخاذ قرار قبول الإقتراح الإستثماري، و هذا يعني أن جزءا من أموال المؤسسة أصبح غارقا في إستثمارات ينتج عنها عائد يقل عن العائد السائد في السوق، و العكس صحيح. [1]

علاوة على ذلك فإن درجة تأثير أسعار الفائدة يختلف بإختلاف الفترة الزمنية، فالأوراق المالية التي يكون موعد إستحقاقها لفترات أطول تتأثر بتغير أسعار الفائدة أكثر من الأوراق المالية التي يكون موعد إستحقاقها لفترات زمنية أقصر.

ويتضح مما سبق أن سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية و الإستثمارات الأخرى، فإرتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى إنخفاض أسعار الأسهم و السندات، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها و وضع ثمنها كوديعة في أحد المصارف مثلا مما سيدر عليه عائدا أعلى مما يحققه الإستثمار في الأوراق المالية.

2. عامل التضخم:

هو عبارة عن هبوط القوة الشرائية للناتج من الإستثمار نتيجة الإرتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الإقتصاد ككل، و يعرف التضخم أحيانا بمخاطر القوة الشرائية للنقود، وذلك لأنه يعمل على تآكل القوة الشرائية للنقود و خفض معدل العائد الحقيقي على الإستثمارات. [2]

و بالتالي فإن التضخم هو التغير في القوة الشرائية للنقود ، فإذا كان معدل التضخم مرتفعا فإن هذا يدل على إنخفاض القوة الشرائية للنقود، و ينتج عن هذا، تغير العوائد المتوقعة نتيجة لإرتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء إستثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين لو إرتفعت معدلات التضخم. وعادة تكون الإستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات مثلا أكثر تأثر بإنخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الإستثمارات، فإذا إرتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الإستثمار في السند تنخفض مما يؤدي إلى إنخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الإستثمار عن المعدل الإسمي لهذا العائد. [3]

---

[1]- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية لمتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 362.

[2]- نفس المرجع السابق، ص: 363.

[3]- محمد مطر و فايز تيم ، إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، 2005 ،ص : 43.

3. عـوامل السـوق:

تؤثر حركة السوق على عوائد الإستثمار ذلك نتيجة للمخاطر التي تصيب الشركات بصفة عامة كالمضاربة في الأوراق المالية و التغيرات السياسية و الحروب و غيرها، و هذه العوامل تؤثر في سلوك المستثمر حيث ينتقل هذا الأسلوب إلى التعامل مع السوق مما يجعل الأسعار تتغير، و هذا التغير في الأسعار يحمل معه مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة لمستوى الأسعار في المستقبل، فقد تتعرض السوق إلى فترات إنخفاض للأسعار تستمر لأسابيع و أشهر أو ربما سنوات و أحيانا يتعرض السوق إلى إرتفاع في الأسعار أيضا قد يكون لفترات قصيرة أو طويلة. [1]

4. تغير المناخ العام:

و يقصد بها إحتمال وقوع بعض الأحداث المهمة محليا أو عالميا. مثال ذلك إجراء تغييرات جوهرية في النظام الإقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى تربطها علاقة وثيقة أو إتفاقيات تجارية، أو وفاة إحدى الشخصيات المحلية أو العالمية ذات الوزن السياسي. فهذه الأحداث قد تؤثر على الحالة الإقتصادية للدولة، و بالتالي تؤثر على التدفقات النقدية للإستثمارات في كافة الشركات العاملة فيها. [2]

ثانيا – المخاطر غير النظامية:

و ينصرف مفهوم المخاطر غير النظامية إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يمكن إرجاعه إلى ظروف المشروع أو الصناعة التي ينتمي إليها. و تؤدي هذه المخاطر شأنها شأن المخاطر العامة إلى تقلب التدفقات النقدية للمشروع، غير أنه نظرا لأن المخاطر غير النظامية ترتبط بظروف المؤسسة و الصناعة يستطيع المستثمر تجنبها بوسائل عديدة أهمها تنويع الإستثمارات. و تعتبر كل من مخاطر النشاط و مخاطر التمويل من أهم أنواع المخاطر غير النظامية.

1. مخاطر النشاط:

تعتبر هذه المخاطر دالة للعديد من الظروف التشغيلية التي قد تواجه المؤسسة، إذ يؤثر أي تغير في هذه الظروف على الدخل التشغيلي للشركة و من ثم على التدفقات النقدية لها. و تنقسم مخاطر النشاط إلى: مخاطر داخلية ترتبط بكفاءة أداء المؤسسة في إطار بيئتها التشغيلية، و مخاطر خارجية ترتبط بالظروف التشغيلية المفروضة على المؤسسة من عوامل خارجية لا يمكن للشركة أن تتحكم فيها كالدورات التجارية (الكساد و الرواج). [3]

---

[1] – سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الإستثمارية ، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر و التوزيع ، عمان ،2009.ص: 31.

[2] – قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص:63-64.

[3] – عاطف وليد أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص ص: 221-222.

أ- مصادر داخلية:

سوء الإدارة: إن القرارات الخاطئة التي تتسبب فيها إدارة المؤسسة تؤدي إلى حدوث آثار سلبية على نتائج أعمال المؤسسة و بالتالي على العائد على الإستثمار، فإتخاذ قرارات خاطئة نتيجة لمعلومات غير دقيقة قد يؤثر على أرباح المؤسسة، و أيضا الإختلاف بين المصالح و الأهداف فيما بين المستثمرين و الإدارة يعد من أحد أسباب التغيرات في العوائد، كما تؤثر المشاكل التي تنتج من موظفي المؤسسة (كإضرابات العمال) على العائد المحقق.

ب- مصادر خارجية:

الظروف الصناعية: و هي تنشأ من ظروف خاصة تقع على نوع معين من الصناعات كظهور إختراعات جديدة، و ظهور منافسين جدد، أو عدم قدرة المؤسسة على منافسة الشركات الأخرى، وكذا صعوبة توفير المواد الخام، وهو ما يترك أثره على التدفقات النقدية للشركة.

الدورات التجارية الخاصة: و يقصد بها إحتمال تقلب الحالة الإقتصادية الخاصة بالمؤسسة من كساد إلى رواج، ثم من رواج إلى كساد. أو صناعة معينة، و تؤثر هذه التقلبات تأثيرا ملحوظا على صافي التدفقات النقدية المتوقعة للإقتراح الإستثماري و على صافي القيمة الحالية للإقتراح الإستثماري بالتبعية.[1]

2. مخاطر التمويل:

و ترتبط هذه المخاطر بأسلوب تمويل المشروع و بمقدرة المشروع على سداد إلتزامه. و يمكن تخفيض هذه المخاطر من خلال تخفيض درجة إعتماد المشروع على الإقتراض، إذ من شأن تخفيض الإقتراض أن تقلل من المخاطر المالية التي يواجهها المشروع، بينما يؤدي تزايد الإعتماد على الإقتراض في تمويل المشروع (إرتفاع الرفع المالي) إلى عدد من المخاطر أهمها:

1- زيادة تقلب عوائد المشروع

2- تغير توقعات المساهمين بشأن عوائد المشروع

3- خطر الإفلاس في حالة عدم قدرة المؤسسة على سداد و خدمة الديون.[2]

و يتضح مما سبق بأن المخاطر غير النظامية هي المخاطر المتبقية غير المفسرة من خلال حركة السوق، لذلك لا توجد مخاطر منتظمة بالنسبة للسوق ككل، كما لا توجد مخاطرة غير منتظمة تقريبا في المحفظة المالية ذات التنوع

[1]- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص:65-66.

[2]- عاطف وليد أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

الكبير، و نتيجة لذلك فإن المخاطر غير النظامية يمكن القضاء عليها عن طريق تنوع الإستثمارات من حيث أدوات الإستثمار كالأسهم و السندات و العقار أو من حيث القطاعات الممكن الإستثمار فيها كالإستثمار في الأسهم أو في قطاع المصارف أو التأمين أو الخدمات أو الصناعة أو من حيث الإستثمار في أدوات محلية أو أجنبية.

المطلب الثالث: قياس الخطر

يواجه أي مشروع عند ممارسته لأنشطته بمجموعة من المخاطر التي تؤثر في تدفقاته النقدية. وعند تقدير هذه التدفقات يجب أن نراعي عناصر الخطر و عدم التأكد التي تشوب هذه التدفقات. ونقيس مخاطر الإستثمار أي تقلبات التدفقات النقدية بطريقتين: الأولى بيانية و الأخرى كمية.

أولا – الأسلوب البياني لقياس المخاطر:

يوضح أسلوب الرسم البياني حجم المخاطر التي ينطوي عليها التدفق النقدي للإقتراح الإستثماري وفق حالات إقتصادية مختلفة يمكن أن تواجه المشروع [1]، و يتمثل هذا الأسلوب في **نموذج تحليل الحساسية** Sensitivity Analysis الذي يستعمل عند تقييم الإقتراحات الإستثمارية من قبل المدراء الماليين و متخذي القرارات المالية. و يلُجأ إلى هذا التحليل بسبب الصعوبة التي تواجه متخذ القرار في تحديد العائد المتوقع من الإقتراح الإستثماري بشكل دقيق نظرا لإستحالة التأكد التام في ظل التغيرات المستمرة لعوامل التأثير المختلفة على المؤسسة، لذلك فهو يضع سلسلة من التقديرات المحتملة لعوائد الإستثمارات المقترحة وفق حالات يمكن أن تواجه هذا المشروع يمكن توقعها مسبقا مثل: حالة الإزدهار الإقتصادي و حالة الكساد و الحالة الطبيعية، ثم يقدر إحتمالات حدوث كل حالة من الحالات المقدرة وعلى ضوء ذلك يتم تقدير العائد المتوقع وطبعا سيكون مجموع الإحتمالات يمثل 100%.

يستطيع متخذ القرار المالي من خلال نموذج الحساسية أن يمثل معدلات العائد المتوقعة للمشروع وفق منحنى حسب إحتمالات وقوعها حسب كل حالة و الذي يسمى **بمنحنى التوزيع الإحتمالي للعائد المتوقع** Probability Distribution، حيث يمثل المحور الرئيسي إحتمالات حدوث الظروف الإقتصادية، بينما يمثل المحور الأفقي التدفقات النقدية في ظل كل إحتمال.[2]

[1] – إبراهيم منير هندي، الادارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 444 .

[2] – حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 361.

و لتوضيح ما سبق نفترض مثال عن مستثمر أمامه فرصة إستثمارية في مشروعين متتاليين (س، ص). و إستطاع المستثمر أن يضع التقديرات و الإحتمالات التالية وفق حالة حدوث كل مقترح و في ظل الحالة الإقتصادية العامة كما يلي:

الجدول 2-01: القيمة المتوقعة النقدية السنوية لإقتراحيين إستثماريين

الحالة الإقتصادية	إحتمال حدوث الحالة ح	العائد المتوقع ق	ح × ق
الإقتراح الأول (س)			
إزدهار	0.25	2500	625
حالة طبيعية	0.50	2000	1000
كساد	0.25	1500	375
	%100	القيمة المتوقعة لـ (س) **ق م 1**	2000
الإقتراح الثاني (ص)			
إزدهار	0.25	4000	1000
حالة طبيعية	0.50	2000	1000
كساد	0.25	صفر	صفر
	%100	القيمة المتوقعة ل (س) **ق م 2**	2000

المصدر: إبراهيم منير هندي، الادارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 443.

عموما تزداد المخاطر كلما زادت درجة تشتت (تقلب) التدفقات النقدية في ظل التغيرات الحاصلة في الظروف الإقتصادية.

و من خلال ملاحظتنا للشكل:2-06 نجد أن الإقتراح الأول ينطوي على مخاطر أقل من المخاطر التي ينطوي عليها الإقتراح الثاني، لأن التدفقات النقدية للإقتراح الأول أقل تشتت من الإقتراح الثاني. و لما كانت القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للإقتراحين متساوية، و بالتالي يكون الإقتراح الأول هو الإختيار الأفضل لإنخفاض حجم المخاطرة التي تتعرض لها تدفقاته النقدية.[1]

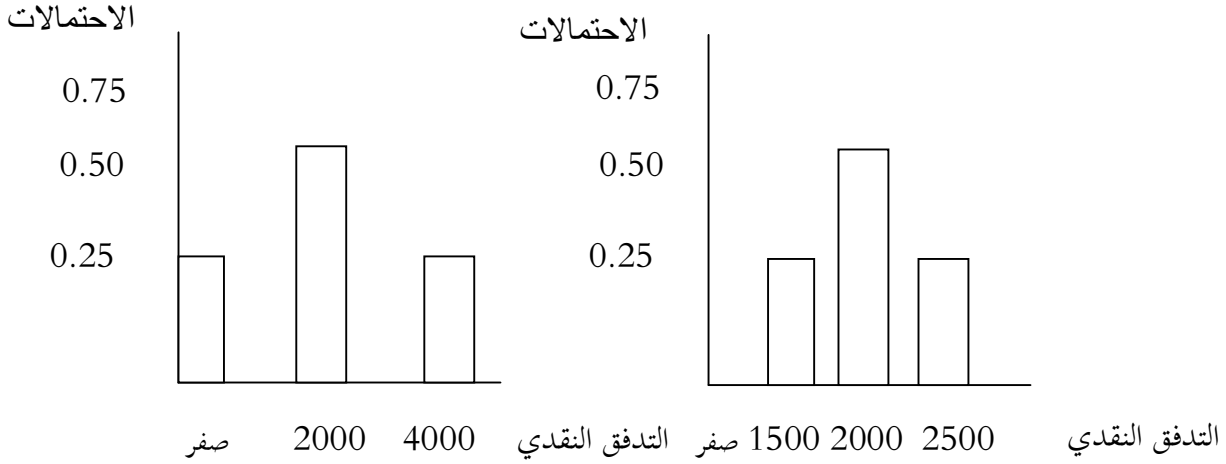
يطلق على التوزيع الإحتمالي للتدفقات النقدية الذي أشير إليه في الشكل 2-07 **بالتوزيع الإحتمالي المنفصل** Discrete Probability Distribution حيث أظهرنا ثلاث إحتمالات و صورناها بيانيا. غير أن الواقع العملي يختلف عن ذلك، حيث أن الظروف الإقتصادية تتراوح من رواج إلى كساد و بينهما عدد غير محدود

[1] – منير إبراهيم هندي، الادارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 443.

من الإحتمالات و عدد مماثل من التدفقات النقدية المتوقعة. وإذا ما وضعنا هذه المعطيات في صورة منحنى بياني فسوف نحصل على **التوزيع الإحتمالي المستمر** Continous Probablity و المشار إليه في الشكل 2-07.

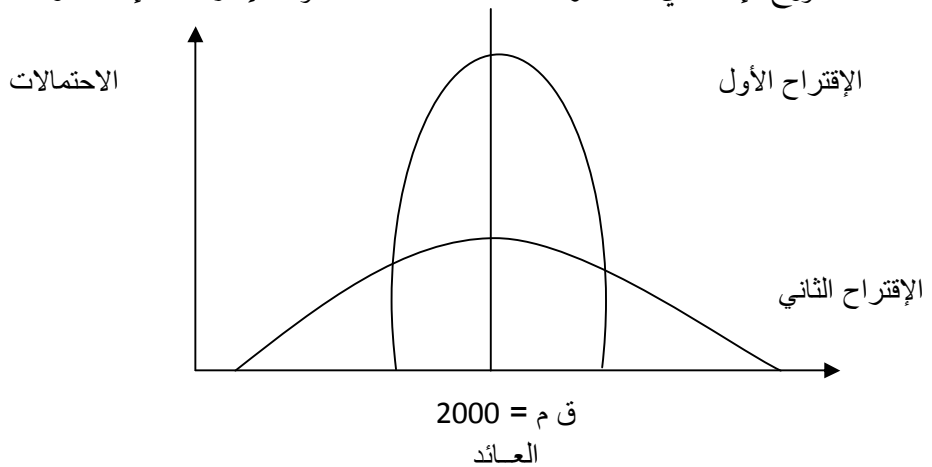
ترتفع مخاطر الإستثمار بإرتفاع تشتت التدفقات النقدية، وفي المنحنى كلما إزداد تشتت النقاط أدى ذلك لإتساع منحنى التوزيع الإحتمالي للتدفقات النقدية. و لما كانت درجة تشتت المنحنى الممثل للتدفقات النقدية للإقتراح الأول أقل تشتت من الإقتراح الثاني، فإننا نستنتج أن الإقتراح الأول يتعرض لمخاطر أقل من الإقتراح الثاني.

شكل 2-06 التوزيع الإحتمالي المنفصل للتدفقات النقدية السنوية للإقتراحين الإستثماريين



المصدر: منير إبراهيم هندي، الادارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 446.

شكل 2-07 التوزيع الإحتمالي المستمر للتدفقات النقدية السنوية للإقتراحين الإستثماريين



المصدر: منير إبراهيم هندي، الادارة المالية مدخل إتخاذ القرار، مرجع سبق ذكره، ص: 446.

ثانيا – الأسلوب الكمي لقياس المخاطر

صحيح أن أسلوب الرسم البياني يقدم فكرة عن مخاطر تقلبات التدفقات النقدية للإقتراح الإستثماري، إلا أنه لا يستطيع تقديم قياس دقيق لحجم هذه المخاطر. لذا يستوجب إستخدام أسلوب كمي حتى تتمكن من إجراء قياس دقيق لحجم المخاطر النظامية و غير النظامية التي يحويها كل إقتراح إستثماري.

1. المدى Range:

يتمثل المدى في الفرق بين القيمة الكبرى و القيمة الصغرى للتدفقات النقدية، و يعتبر أبسط مقاييس التشتت و من ثم درجة الخطر. بحيث كلما إرتفع الفارق بين القيمتين (المدى) أدى ذلك لتشتت أكبر للتدفقات النقدية عن قيمتها المتوسطة، و من ثم زيادة حجم المخاطر التي ينطوي عليها الإقتراح. [1]

و بالعودة إلى الجدول 2-01 نستخلص أن مدى التدفقات النقدية للإقتراح الأول يعادل 1000 دينار (2500 – 1500)دينار، و مدى التدفقات النقدية للإقتراح الثاني يعادل 4000 دينار (4000- صفر) دينار. و لما كان مدى التدفقات النقدية (درجة التشتت) للإقتراح الأول يقل عن مدى التدفقات النقدية للإقتراح الثاني، نستنتج أن الإقتراح الأول يتعرض لمخاطر أقل من الاقتراح الثاني[2].

يعاب على أسلوب المدى بإعتباره مقياس للمخاطر أنه لا يستخدم كافة القيم المتاحة التي تأخذ التدفقات النقدية، حيث يقتصر على إستخدام قيمتين فقط: أعلى قيمة و أقل قيمة.

كما يتجاهل أسلوب المدى إحتمالات تحقق التدفقات النقدية، الأمر الذي يترك مجال كبير للشك حول درجة دقته كمقياس للخطر. [3]

2. الإنحراف المعياري: Standard Deviation

يتجاوز هذا المقياس عيوب المقياس السابق في إحتسابه لكافة المعلومات الخاصة بالتدفقات النقدية و كذا إحتمالات تحققها.

و يقيس الإنحراف المعياري درجة إنحراف القيم عن وسطها الحسابي، إذن يقيس درجة إنحراف و تباين التدفقات النقدية المحتملة عن القيمة المتوسطة لها و التي كان يتوقع الحصول عليها. و كلما كانت كانت درجة الانحراف المعياري صغيرة دل ذلك على إنخفاض درجة الخطورة المصاحبة للمقترح الإستثماري، و العكس عند إرتفاع درجة الإنحراف المعياري.

[1]- عاطف وليم اندراوس، التمويل و الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 226.

[2]- منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 447.

[3]- عاطف وليم إندراوس، التمويل و الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

و تحسب قيمة الإنحراف المعياري δ (SIGMA) بالمعادلة التالية :

$$\delta = \sqrt{\sum_{س=1}^{ن} ح_س \ (ق_س - ق_م)^2} \quad .....(15-2)$$

حيث: **$ق_س$**: قيمة التدفق النقدي المرتبط بالحالة الإقتصادية

$ق_م$: القيمة المتوقعة أو المتوسطة (الوسط الحسابي) للتدفقات

$ح_س$: إحتمال تحقق الظروف الإقتصادية. [1]

و يمكن تعريف الإنحراف المعياري بأنه الجذر التربيعي لمجموع مربعات إنحرافات القيم (مفردات التدفقات النقدية) عن وسطها الحسابي. حيث يتم الحصول على الإنحراف المعياري δ بأخذ قيمة الجذر التربيعي للتباين δ^2 الذي هو حاصل جمع قيمة مربعات الإنحرافات مضروب في الإحتمال المرتبط بالتدفق الخاص به و هو كالتالي: [2]

$$\delta^2 = \sum_{س=1}^{ن} ح_س \ (ق_س - ق_م)^2 \quad .....(16-2)$$

نأخذ المثال السابق حتى نقوم بإحتساب الإنحراف المعياري لكل من الإقتراحين الإستثماريين (س) و (ص). و هذا الذي هو موضح في الجدول (2-02).

الجدول رقم: 2-02 تقدير الإنحراف المعياري للإقتراحين الإستثماريين

الحالة الإقتصادية	$ح_س$	$ق_س$	$(ق_س - ق_م)$	$(ق_س - ق_م)^2$	$ح_س (ق_س - ق_م)^2$
الإقتراح الأول (س)					
رواج	0.25	2500	500	250000	62500
ظروف طبيعية	0.5	2000	صفر	صفر	صفر
كساد	0.25	1500	- 500	250000	62500
	1	ق م = 2000			δ^2= 125000
الإقتراح الثاني (س)					
رواج	0.25	4000	2000	400000	100000
ظروف طبيعية	0.5	2000	صفر	صفر	صفر
كساد	0.25	صفر	- 2000	400000	100000
	1	ق م = 2000			δ^2= 125000

المصدر: منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سابق، ص: 449.

[1]- عاطف وليم إندراوس، التمويل و الادارة المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ص: 227-228.

[2]- منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص:449-450.

ق م تمثل القيمة المتوقعة، و هي تعادل المتوسط الحسابي في حالة التوزيع الطبيعي.

- الإنحراف المعياري للمشروع (س) = $\sqrt{125000}$= 345
- الإنحراف المعياري للمشروع (ص) = $\sqrt{200000}$= 1414.

و تأسيسا على ما سبق و في ظل تساوي تدفقات النقدية المتوقعة لكلا المشروعين، نلاحظ أن الإنحراف المعياري للإقتراح الأول أقل من الإقتراح الثاني، و منه نستنتج أن حجم المخاطر التي تتعرض لها التدفقات للإقتراح الأول أصغر من المخاطر التي تتعرض لها التدفقات النقدية للإقتراح الثاني.

3. معامل الإختلاف Cofficient of Variation:

أثبت الإنحراف المعياري أنه مقياس جيد للمخاطر لكن في حالة تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لمختلف الإقتراحات الإستثمارية، فيتم إختيار المشروعات التي تتميز بإنخفاض الإنحراف المعياري لتدفقاتها النقدية، إلا أنه في حالة إختلاف القيم المتوقعة للتدفقات النقدية بين البدائل الإستثمارية لا يعتبر إختيار البديل الذي يتصف بإنخفاض إنحرافه المعياري هو المقياس، فمثلا لو إخترنا بين إستثمارين بديلين قيمة إنحرافهما المعياري على التوالي 3000 و 3500 فيما تبلغ القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية 2000 و 6000 وحدة نقدية على التوالي أيضا، إذن لا يمكن هنا إختيار البديل الأول بحجة أن إنحرافه المعياري أقل و نتجاهل فرق القيمة النقدية المتوقعة التي هي في صالح البديل الثاني، و من خلال ما سبق وجب علينا الإحتكام لمقياس جديد يسمح لنا بالحكم على درجة الخطر بين البدائل المختلفة، فكان معيار معامل الإختلاف الذي يحتسب بقسمة الإنحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية (ق م) وفق المعادلة. [1]

$$\text{معامل الإختلاف} = \frac{\delta}{\text{ق م}} \quad \ldots\ldots\ldots(2-17)$$

يتفق الحكم على مخاطر الإقتراحات الإستثمارية بين الإنحراف المعياري و معامل الإختلاف عند تساوي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للإقتراحات الإستثمارية. [2]

نحصل على نتائج مختلفة في حالة تباين القيم المتوقعة للتدفقات النقدية في حساب المخاطر بين أسلوب الإنحراف المعياري و معامل الإختلاف، و طبعا يكون إستعمال معيار معامل الإختلاف هو الأصح لإختيار المشاريع الإستثمارية المقترحة.

[1]- عاطف وليم إندراوس، التمويل و الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 229-230.

[2]- منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 452.

و الجدول 2-03 يوضح أن مخاطر الإقتراح **س** أقل من مخاطر الإقتراح **ص** في إستخدامنا الإنحراف المعياري كمقياس، أما إذا إستخدمنا أسلوب معامل الإختلاف فإن مخاطر الإقتراح **س** هي أكبر من مخاطر الإقتراح **ص** (0.75 مقابل 0.5). [1]

جدول 2 – 03 تقدير معامل الإختلاف لإقتراحين إستثماريين

	الإقتراح س	الإقتراح ص
القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية	12000	20000
الإنحراف المعياري	9000	10000
معامل الإختلاف	0.75	0.50

المصدر : منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:451.

4. معامل بيتا Beta Cofficient :

يمثل معامل β مقياس للمخاطرة الغير قابلة للتنويع (مخاطر السوق) و التي تنشأ بسبب عوامل مشتركة تصيب الإقتصاد الوطني ككل.

يوضح هذا المعامل مدى إستجابة تقلب عائد الورقة المالية للمؤسسة للتغيرات الحاصلة في عوائد محفظة السوق،* أي أن هذا المعامل يقيس درجة حساسية تقلب العائد عند أي مستوى للتقلبات في عائد سوق المال. بإعتبار أن هذا السوق يمثل مجمل التغيرات لعوائد المؤسسات داخل الإقتصاد الوطني المنخرطة في السوق. و منه تعتبر محفظة سوق المال ذات الموجودات من الأوراق و ما تتعرض له من مخاطر مؤشر تعكس العوامل الإقتصادية السائدة.

يمثل معامل بيتا طبيعة الموجود الإستثماري للمؤسسة مقارنة بالسوق، فمثلا إذا كان معامل بيتا الأصل الإستثماري يساوي واحد (1) صحيح فهذا يعني بأن تغير عائد المؤسسة يكون مطابق للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق و بالتالي تطابق مخاطر المؤسسة مع مخاطر السوق، أما إذا كان المعامل أكبر من الواحد الصحيح فإن هكذا موجودات توصف بكونها إستثمارات هجومية لأنها تتحرك بمعدل أسرع من معدل التغير في محفظة السوق، و قد يكون بإتجاه السوق عندما يكون المعامل موجب، أو بإتجاه معاكس للسوق عندما يكون المعامل سالب. و لكون

[1] – منير ابراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:451.

* – عائد محفظة السوق: المتوسط الحسابي لعوائد جميع الشركات الموجودة في السوق، وعمليا هذا مستحيل لصعوبة حصر عدد الشركات في الإقتصاد الوطني لذا يؤثر بالإستعاضة بمؤشر السوق.

التغير أكبر من الواحد الصحيح فإن مخاطر المؤسسة أكبر من مخاطر السوق. أما المعامل الأقل من الواحد الصحيح فإنه يؤشر للطبيعة الدفاعية للموجود الإستثماري كونه يتحرك بمعدل أقل سرعة من محفظة السوق، بإتجاه السوق إذا كان المعامل موجب أو بعكسه إذا كان سالبا. و لكون التغير أقل من الواحد الصحيح تكون مخاطر المؤسسة أقل من مخاطر السوق.[1]

و لمعامل بيتا العديد من الإستعمالات نذكر منها:

1- إستعماله في عملية المبادلة بين المخاطر و العوائد عند الإستثمار بالأسهم أو السندات بإستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

2- التحكم في مخاطر المحفظة عن طريق تعديل محتوياتها.

3- يساعد في تحديد الأوراق المالية شديدة التأثر للتغيرات الحاصلة في السوق من غيرها.[2]

يقاس معامل بيتا وفق الصيغة التالية: $$\beta = \frac{cov\ (Rm)}{\delta^2 Rm} \quad \ldots\ldots\ldots(18-2)$$

حيث أن:

- $cov\ (Ri\ Rm)$ تمثل التباين المشترك بين عائد الإستثمار (Ri) وعائد محفظة السوق (Rm)
- في حين $\delta^2 Rm$ يمثل تباين معدل العائد لمحفظة السوق.

يحدد التباين المشترك مدى تحرك متغيران عشوائيان مع بعضهما بنفس الإتجاه. لذا يمكن التعبير عن هذا التباين بمفهوم معامل الإرتباط، و عليه فإن معامل بيتا هو دالة إلى معامل الإرتباط بين المتغيرين و الإنحرافات المعيارية لهما، و تقع درجة الإرتباط بين (-1) و هو إرتباط موجب طردي تام، (-1) و هو إرتباط سالب عكسي تام، لذا يحسب معامل بيتا وفق ما يلي:

$$Cov\ (Ri\ Rm) = Pim\ \delta i\ \delta m \quad \ldots\ldots\ldots(19-2)$$

إذ أن Pim معامل الإرتباط بين عائد الورقة المالية و عائد السوق

$$\beta = \frac{Pim\ \delta i\ \delta m}{\delta^2 m} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots(20-2)$$

و بما أن $\delta^2 m$ هي مربع δm، لذا يمكن إعادة كتابة معادلة معامل بيتا وفق الآتي:[3]

$$\beta = \frac{Pim\ \delta i}{\delta m} \quad \ldots\ldots\ldots(21-2)$$

[1]- عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 107-108.

[2]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 69.

[3]- عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص ص:108-109.

المطلب الرابع: العلاقة بين العائد والمخاطرة

بإعتبار أن الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية لتحقيقه هو تعظيم ثورة الملاك، و التي تتأتى من تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية، طالما لا يتعارض ذلك مع مصالح باقي الأطراف المعنية.

و تعظيم هذه الثروة هو محصلة القرارات المالية سواء كانت قرارات الإستثمار و قرارات التمويل. و تؤثر القرارات المالية على ثروة الملاك أي قيمة المؤسسة من خلال تأثيرها على حجم العائد متوقع الحصول عليه، و أيضا بتأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها من جراء تلك القرارات.

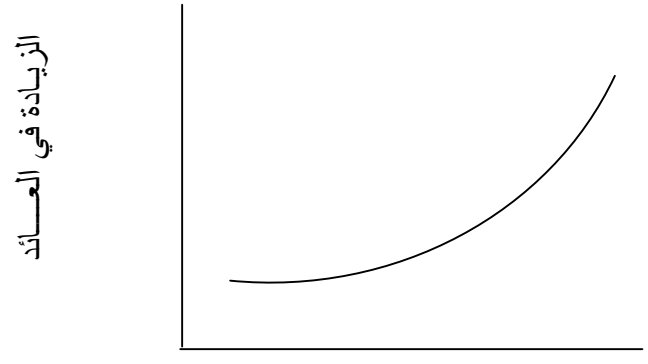
أولا – تفسير نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد و المخاطرة : [1]

يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد للعلاقة بين العائد و المخاطرة في ظل السلوكات المختلفة للمستثمرين و كيفية إختيار الأوراق المالية الأفضل و تحديد المحافظ المثلى، فالمستثمر عندما يحقق عائد فإنه يحقق منفعة و يلبي إشباع من إشباعاته.

كما أن نظرية المحفظة التي تقوم على العلاقة بين العائد و المخاطرة بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار Marginal Utility of Return on Investment و ينص هذا الإفتراض على أنه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة Utility Curve معين يبين ميل وسلوك المستثمر إتجاه عائد الإستثمار والمخاطر المترتبة عليه.

يمكن الإستفادة من هذه المنحنيات في إيجاد العلاقة بين المخاطر و العوائد، و التي تظهر مدى تقبل المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمر على النحو التالي:

الشكل 2–08: منحنى العلاقة بين العائد و المخاطرة



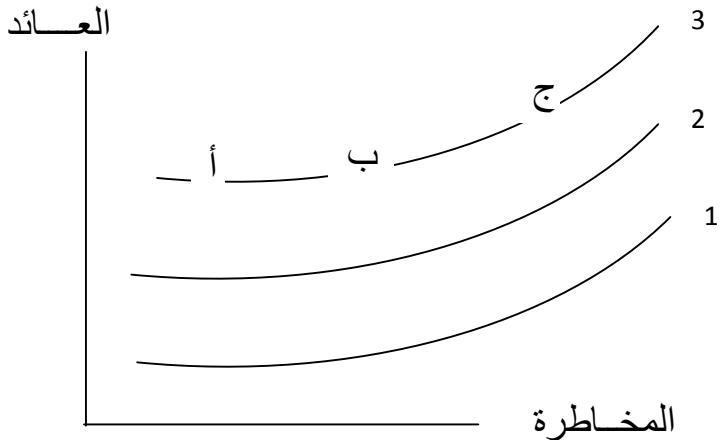
المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص:102.

[1] – غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 99 – 108. بتصرف

يشير المنحنى أعلاه عن العلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة مقبولة في معدل العائد، و تتوقف درجة العوائد و المخاطر على نوعية و طبيعة المستثمر، و مقدار الإشباع الذي يرغب تحقيقه.

و طبعا لرسم خريطة السواء بالنسبة للمستثمر لا بد من وضع جدول المنافع الذي يوضح رغبة المستثمر في تحمل زيادة المخاطرة مقابل زيادة في معدل العائد، و منه يمكن رسم منحى السواء و الذي هو عبارة عن الخط الذي يصل النقاط التي يكون فيها تخوفه من مخاطر المشروع و العوائد المتوقعة متساوية. و إن كل النقاط المتواجدة على نفس المنحنى تعطي نفس المنفعة للمستثمر. و عليه يمكن رسم مجموعة من منحنيات السواء و التي تسمى بخريطة السواء Indeifference Map. بينما كل منحنى في خريطة السواء يعطي إشباعات متباينة، بحيث كلما إبتعد المنحنى عن نقطة الأصل يعطي أكبر إشباع في حين كلما إقترب المنحنى من نقطة الأصل يعطي إشباع أقل كما هو مبين في خريطة السواء أدناه:

الشكل 2– 09: منحنى علاقة العائد مع المنفعة



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص: 109.

نلاحظ من الشكل أن المنحنى الثالث يعتبر من أعلى العوائد و أعلى المخاطر و هو على المستثمر أن يختاره، لأنه يعطي المستثمر أكبر كمية من الرضى و يجلب له أكبر التوقعات من العوائد، و أن النقاط أ، ب، ج في المنحنى الثالث تعطي المستثمر الإشباع نفسه من تحمل المخاطر و توقع العوائد.

ثانيا – المبادلة بين العائد و المخاطرة:Risk Returm trade-OFF

لابد لأي قرار مالي سواء كان قرار الإستثمار أو قرار التمويل أن يتحمل قدر من العوائد و المخاطر، و يختلف حجمها حسب درجة قبول المستثمر للمخاطر. و من أهم العوامل التي تتحكم في هذه القرارات مايلي:

- نوعية المستثمر(متحفظ أو مقامر).

-أهداف المستثمر من العملية.

-حجم الأموال المتاحة.

-حجم المحفظة الإستثمارية.

و لإتخاذ القرار لابد من القيام بعملية المبادلة بين العائد و المخاطرة و إختيار نوع الإستثمار أو أموال التمويل و اللذان يعتمدان على توقعات المستثمرين عن المستقبل، و بالتالي تتقدم عملية التوقع على إتخاذ القرار (إختيار البديل) مما يؤكد صعوبة تحديد القرارات.[1]

يفضل المدير المالي عند إتخاذه للقرارات المالية إختيار العوائد الكبيرة على العوائد القليلة في حال ثبات العوامل الأخرى* من بينها المخاطرة.

و كذلك يفضل المشاريع الإستثمارية و مصادر التمويل ذات المخاطر المتدينة على المخاطر الكبيرة، لذلك فإن القرارات المفضلة للمدير المالي هي القرارات ذات العوائد العالية و المخاطر المنخفضة.[2]

و يوصف عادة المستثمرين بأنهم يتخوفون من المخاطر. و هذا لا يعني أن المستثمرين لا يقبلون بالمشاريع ذات المخاطر العالية إلا إذا كانت عوائدها مرتفعة أو تم تعويضه بعائد مقبول لكي يتحمل مخاطر إضافية مما يعني أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي في الواقع علاقة طردية، معنى ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرون نحو الخطر إلا في حالة رغبتهم في الحصول على عائد مرتفع، أي لا يوجد عائد مرتفع لا تقابله خطورة مرتفعة.[3]

و على المستثمر أن يحدد توليفة الموازنة لديه بين العائد و المخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة من قبله، لذا يعتبر العائد من أهم العوامل التي تدخل في عملية إتخاذ القرارات المالية المختلفة لأنه يظهر معدل الزيادة في الثروة التي يطمح إليها المستثمر و العائد المقبول هو الذي لا يقل على الأقل عن مستوى العوائد التي تتحقق من مختلف المشاريع المماثلة و طبعا تتعرض لنفس درجة الخطر،بإعتبار أن العائد ضروري لمحافظة المؤسسة على قيمتها السوقية و زيادة ثروة الملاك.[4]

---

[1]- قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص:71.

*- يعتبر الخطر أهم عائق يقلل العائد إلا أن هناك عوامل أخرى يمكن أن تؤدي إلى تخفيض العائد مثل الضرائب، تكلفة المعاملات، وبعض القواعد القانونية التي تحدد أنواع كميات الإستثمار المسموح بها أو تصريح لمستثمرين معينين محددين .

[2]- محمد شفيق حسين و آخرون، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

[3]- محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007، ص:63.

[4]- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 153-154.

و بناءا على ماسبق يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد ولكنهم يختلفون فيما بينهم فيما يخص بمستوى الخطر المقبول. [1]

تشير إلى العلاقة بين العائد و المخاطرة هي علاقة **تعويضية** أو **توازنية** Risk-Returm Trade OFF ذلك أنه كلما إرتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لابد من تعويضهم عن ناحيتين من أجل الإقبال على تلك المخاطر:

- تأجيلهم لإستهلاكهم الحالي إلى إستهلاك مستقبلي.
- قبولهم للمخاطرة.[2]

فمن الملاحظ أن العائد المطلوب في مجال الإستثمار في الأصول الثابتة مرتفع لما ينطوي عليه الإقتراح الإستثماري كبير من مخاطر.

أما الإستثمار في الأصول المتداولة كالمخزونات مثلا، نجد أن قرار تخفيض مستوى المخزون يترتب عليه وفورات في الموارد المالية والتي يمكن إستثمارها في مجالات أخرى تدر عائد إضافي، إلا أن هذا التصرف قد يزيد من مخاطر نفاذ المخزون، و الذي ينعكس بالسلب في تلبية طلبات العملاء في الأوقات المحددة.

و في مجال التمويل، يعد زيادة إعتماد المؤسسة على الإقتراض بدل حقوق الملكية في تمويل الإستثمارات، يؤدي لزيادة العائد المتوقع، نتيجة إنخفاض تكاليف الأموال المقترضة مقارنة بتكاليف حقوق الملكية. غير أن ذلك قد يؤدي في نفس الوقت في زيادة مخاطر الإفلاس، إذا ما وجهت المؤسسة ظروف صعبة، قد تؤدي إلى التأثير في قدرتها على الوفاء بقيمة القروض والفوائد المترتبة عليها في تاريخ الإستحقاق.

كما تتجلى العلاقة بين العائد و المخاطرة في القرارات التي تخص المفاضلة بين القروض قصيرة الأجل و القروض طويلة الأجل. فالقروض قصيرة الأجل أقل تكلفة من الطويلة وبالتالي تترك أثر إيجابي على العائد. (غير الزيادة في المخاطر من خلال القروض طويلة الأجل يقابلها زيادة في العائد). و تستحق القروض قصيرة الأجل بعد شهور أو سنة على الأكثر، و هي فترة قد لا تكون كافية لتدبير الأموال اللازمة لسداد القروض و الفوائد عند ميعاد إستحقاقها، بما يعني إرتفاع مخاطر تعرض المؤسسة للعسر المالي و بالتالي الإفلاس.

إن العلاقة التعويضية بين العائد و المخاطرة تلزم متخذ القرار المالي أن يراعي التوازن بين العائد المتوقع بعد تنفيذ القرار و بين المخاطر المترتبة عليه، و إختيار المستوى الملائم من التركيبتين الذي يحقق تعظيم الملاك.

[1] – محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص:65.

[2] – فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص: 127.

و هذه القرارات المالية سواء كانت بشأن الإستثمارات أو مصادر التمويل تكون من إختصاص الإدارة العليا نظرا لتأثير تلك القرارات على القطاعات المختلفة للمؤسسة، بناءا على الإقتراحات التي يعرضها المدير المالي على مجلس الإدارة. [1]

ويشير الشكل(2-10) إلى أنواع الأصول المالية المختلفة التي يمكن أن يفاضل بينهما المستثمر إنطلاقا من المقاضية بين العائد و المخاطرة.

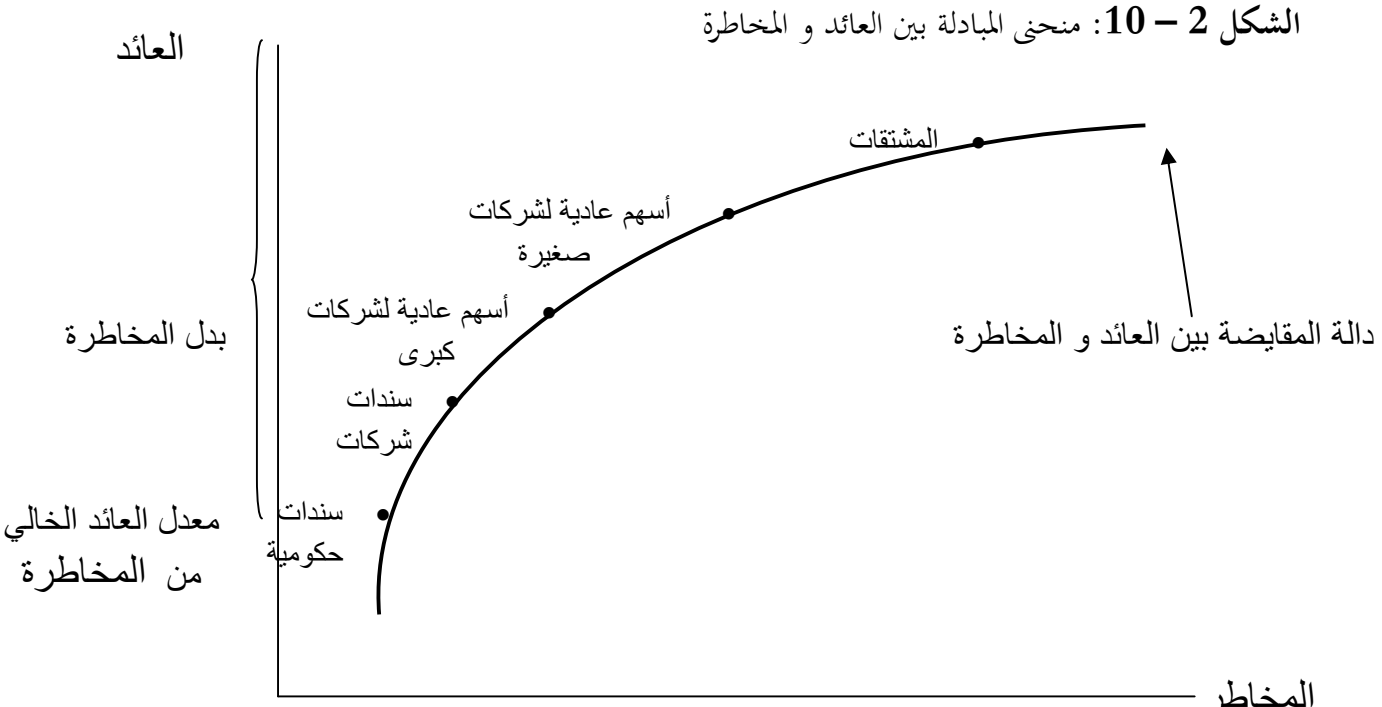
إذا أردنا تصنيف تلك الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة المترتبة عن الإستثمار فيها، نجد أن أدوات الخزينة هي الأقل مخاطرة، بينها السهم الصادر عن شركة المساهمة هو أعلاه من حيث المخاطرة، و يبقى السند في المرتبة الوسطى من المخاطر بين المصدرين السابقين، لهذا نجد أن عوائد أذونات الخزينة قليلة أو متدنية و السبب هو إنخفاض درجة المخاطرة بإعتبار أن الدولة تضمنه و فترة إستحقاقه قصيرة نسبيا. أما السهم فإن عائده مرتفع لأن المخاطرة عالية و ربحه غير مضمون خاصة في المؤسسات الصغرى مقارنة مع المؤسسات الكبرى، و يقابلها إمكانية الحصول على عوائد عالية في المؤسسات الصغرى عن العوائد في المؤسسات الكبرى، لإنخفاض المخاطر في الأخيرة. أما السند فإن عوائد متوسطة لأن مخاطره أيضا متوسطة، كذلك يختلف في درجة مخاطره إذا ما كان صادر عن شركة أو حكومة، لأن المؤسسة قد تستطيع الوفاء بإلتزاماتها و هكذا [2] .

و الشكل التالي يبين العلاقة بين العائد والمخاطرة.

[1]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 30- 31.

[2]- محمد شفيق حسين طنيب و محمد إبراهيم عبيدات ، الإدارة المالية في القطاع الخاص، مرجع سبق ذكره، ص:104.

الشكل 2 – 10: منحنى المبادلة بين العائد و المخاطرة



المرجع: قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

يظهر من الشكل (2-10) أن المنحنى يعبر عن المبادلة بين العائد و المخاطرة بكل نوع من أنواع الأصول المالية، حيث يمكن للمستثمر أن يفاضل بين النقاط المتواجدة على هذا المنحنى ليحدد عندها العائد المتوقع من الإستثمار معين والخطر المقابل له. و المستثمر الرشيد يقبل تحمل مزيد من المخاطر إلا في حالة ما تم تعويضه عن هذه المخاطر بعائد مقبول، لهذا يتجه ميل هذا المنحنى إلى الأعلى بشكل دائم على محوري المعلم، فالمحور الرأسي يعبر عن العائد المتوقع و المحور الأفقي يعبر عن المخاطر.

يستخلص مما ذكر أن العلاقة بين العائد و المخاطرة هي في الواقع علاقة طردية.[1] حيث تشير النقطة أسفل المنحنى إلى الأصول الخالية من المخاطر مثل: أذونات الخزينة (Treasury Bills) و هم ما يعرف بالعائد الخالي من المخاطر (Risk Free Rate of Return)، فلو قبل المستثمر الإستثمار في أذونات الخزينة فمعنى ذلك أنه يقبل بعائد قليل مقابل مخاطر معدومة، أما إذا ما إنتقل المستثمر إلى نقطة أخرى أعلى و لتكن السندات المصدرة من الشركات Corporate Bonds أو الإتجاه إلى الأعلى أكثر إلى الأسهم حتى نصل إلى المشتقات Derivatives و التي تعد من أكثر الأوراق المالية خطورة لإرتباط عوائدها بالمستقبل و بظروف غير مؤكدة، و التي تحقق أعلى عوائد في نفس الوقت. لذا فكلما زاد طلب المستثمر لعائد أكبر تزداد المخاطر المصاحبة لهذا العائد.[2]

[1] – قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، مرجع سبق ذكره، ص :70.

[2] – محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص:63.

المبحث الثالث :إنعكاسات قرار التمويل على العائد و المخاطرة

تكمن أهمية إختيار القرار التمويلي لما يحدثه هذا الأخير من تأثير على عوائد الملاك و أيضا على المخاطرة المالية، لذا على الإدارة المالية في المؤسسة أن توازن بين قرارات التمويل المتاحة للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدنى الحدود و تقل عنده درجة المخاطرة، و بالتالي ينعكس إيجابا على عوائد الملاك و على القيمة السوقية للسهم. ففي حال إتخاذ المؤسسة لقرار تمويلي ما و لنفرض أنها أفرطت في إستعمال مصدر تمويلي و ليكن التمويل بالإستدانة مثلا فإنه يجر التكلفة المتوسطة للهيكل المالي إلى الإرتفاع على المستوى البعيد رغم إنخفاضه في المستوى القريب و تحمل مخاطر مالية أعلى، هذا ما يؤدي إلى دخول المؤسسة في دائرة العجز المالي و صعوبة اللجوء إلى التمويل من مصادر خارجية. كما أن الإفراط في تمويل إستثمارات المؤسسة بأموال الملكية الذي يعتبر ذو تكلفة عالية نسبيا قد يخفض من عوائد الملاك نتيجة كبر عدد المساهمين، و عدم إهتمام الإدارة بإستخدامات هذه المصادر مقارنة بتلك المتحصل عليها من الغير، و ما يؤدي إلى إضعاف العائد.

و سنتناول في هذا المبحث كيف يمكن للأساليب العلمية قياس العائد المتوقع و المخاطر التي تصاحب التدفقات النقدية الناتجة عنه، و كيفية الموازنة بينهما لإختيار القرار التمويلي المناسب، و الذي تنخفض عنده تكلفة التمويل و المخاطر و ترتفع عنده العوائد المتوقعة، و ذلك في ظل أوفر البدائل الممكنة و المتاحة. و أيضا التأثيرات المحتملة على العائد المحقق و المخاطر بعد إتخاذ القرار التمويلي .

المطلب الأول: اختيار قرار التمويل على أساس العائد المتوقع و المخاطرة

عندما تضع المؤسسة هيكل رأس مال مستهدف تحدد فيه مسبقا العناصر التي ينبغي أن يتكون منها و نسبة كل عنصر فيه، و في اختيار المؤسسة لهيكل رأس المال عليها أولا أن توازن بين العائد و المخاطر الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة، متوازنة مع العائد الناجم عنها و المتمثل في زيادة الربحية، و العكس صحيح، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن تترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم للقيمة السوقية للمؤسسة أي تعظيم لثروة الملاك.[1]

يتم إختيار الهياكل المالية للإستثمارات التي تُقدم عليها المؤسسة على أساس العائد المتوقع الحصول عليه سواء كان إيجابي أو سلبي، أي حسب درجة الإنحرافات عن التقديرات المتوقعة للتدفقات النقدية بسبب أشكال المخاطر

[1]- منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ،ص : 596

التي يتعرض لها الإستثمار نفسه ، و طالما أن العوائد تختلف في أوقات تحققها فيتحتم علينا قياسها بمعدل خصم معين Discount Rate أو على الأقل مساوي للعائد المطلوب تحقيقه.[1]

و على هذا الأساس فعملية المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة تقتضي قياس العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه حملة الأسهم العادية في ظل كل هيكل، كما تقتضي قياس المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد و الموازنة بين العائد و المخاطر باعتبارها الخطوة الأساسية التي يتحدد على ضوئها هيكل رأس المال المناسب.

أولا – العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد و الضريبة، و بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المخصصة لهم، و الذي يتوقعه المساهمون بناءا عن المعلومات التي يمتلكونها عن السهم، [2] و لتوضيح كيفية حساب هذا العائد واستخدامه كأساس للمفاضلة بين هياكل رأسمال بديلة سنفرض بأن مؤسسة تمتلك أصولا بقيمة 6 مليون و ن. ممولة بالكامل بالأسهم العادية حيث سعر السهم بـ 100و ن و بالتالي عدد الأسهم 60 ألف سهم،وتريد المؤسسة الاستثمار في أصول جديد تبلغ تكلفتها 4 مليون و ن، ويتوقع أن يبلغ صافي ربح العمليات بعد الاستثمار الجديد مليون و ن، يخضع لضريبة الربح بمقدار 30% و أمام المؤسسة 3 بدائل:
البديل الأول: التمويل عن طريق الأسهم العادية فقط، أي أن هيكل رأس المال سيتكون من أسهم عادية بقيمة 10مليون ون.
البديل الثاني: تمويل الأصول الجديدة بالأسهم الممتازة مع معدل عائد قدره 8.75 %، و في هذه الحالة سيتكون هيكل رأس المال من 60% أسهم عادية و 40 % أسهم ممتازة.
البديل الثالث: تمويل الأصول الجديدة بسندات تحمل معدل فائدة قدره 6%.
للمفاضلة بين البدائل الثلاثة ينبغي الوقوف على نتيجة السهم في ظل كل بديل، و كذا درجة المخاطر التي تتعرض لها هذه الربحية، و يتم حساب ربحية السهم باستخدام المعادلة التالية:

$$BPA = \frac{(EBIT - K_d)(1-t) - p}{N} \quad \text{.....(23– 2)}$$

$EBIT$: صافي ربح العمليات، K_dD : القيمة الكلية للفوائد، t : معدل الضريبة، P :القيمة الكلية للتوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة، BPA : ربحية السهم، N :عدد الأسهم

[1]- دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سابق، ص: 154.
[2]– أسعد حميد العلي ، الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبقية)، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، 2010 ، ص: 214.

باستعمال المعادلة السابقة يمكن إيجاد ربحية السهم في ظل كل بديل، علما بأن معدل الضريبة يساوي 30%

البديل الأول:

$$BpA = \frac{(100\,000 - 0)(1 - 0{,}3) - 0}{100\,000} = 7$$

البديل الثاني

$$BpA = \frac{(100\,000 - 0)(1 - 0{,}3) - 350000}{60000} = 5{,}8$$

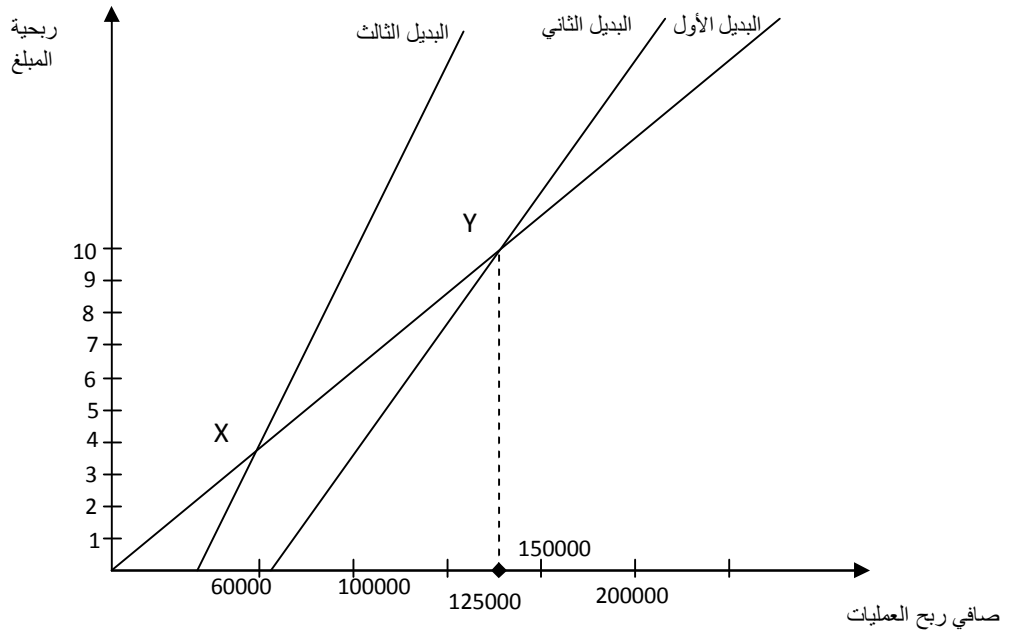
البديل الثالث:

$$BpA = \frac{(100\,000 - 240\,000)(1 - 0{,}3) - 0}{5000} = 8{,}9$$

توضح النتائج بأن البديل الثالث هو المفضل لأنه ذو ربحية أعلى، و عليه يتم اختياره من وجهة نظر ربحية السهم و ذلك عندما يكون صافي ربح العمليات 1000.000 ون، يليه البديل الأول فالبديل الثاني. فإذا افترضنا أن صافي ربح العمليات المتوقع بعد الاستثمارات الجديدة سوف يبلغ 500.000 و ن في هذه الحالة ستكون ربحية السهم في ظل البدائل الثلاثة على التوالي كما يلي: 3,5، 1,75، 2,8، فبإنخفاض صافي ربح العمليات أصبح البديل الأول هو المفضل، أما إذا ارتفع صافي ربح العمليات إلى 2000.000 فسيأتي البديل الثالث في المقدمة بربحية سهم تقدر بـ: 20.5 و ن ثم البديل الثاني ب ربحية سهم 17.5 ون فالأول ب 14 ون.[1]

و يمكن تمثيل هذه المعلومات بيانيا كما يلي:

شكل (2-11): ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات



المصدر: من إنجاز الطالب على معطيات المثال السابق

[1] – منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ص ص : 596-599. بتصرف

يشير الشكل إلى وجود نقطة تقاطع بين البديل الأول والبديل الثالث ونقطة تقاطع بين البديل الأول والبديل الثاني، فعند النقطة x التي يكون فيها صافي ربح العمليات هو 600.000 ون، تكون ربحية السهم العادي 4.2 ون سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو البديل الثالث، أما إذا كان صافي ربح العمليات أكبر من600.000 ون فإن ربحية السهم ستكون أكبر في ظل البديل الثالث عنه في ظل البديل الأول، أما إذا كان صافي ربح العمليات المتوقع يقل عن صافي ربح العمليات عند نقطة التقاطع، فسوف يحدث العكس.

أما بالنسبة لنقطة التقاطع بين البديلين الأول والثاني، أي النقطة y فهي تعني أنه عندما يكون صافي ربح العمليات 1250000 و ن، يكون ربح السهم 8.75، سواء أخذت المؤسسة بالبديل الأول أو البديل الثاني، وهي تمثل نقطة تعادل ثانية، أما إذا زاد صافي ربح العمليات عن 1250000 ون فسوف تفوق ربحية السهم في ظل البديل الثاني مثيلتها في ظل البديل الأول، ويحدث العكس إذا كان صافي ربح العمليات أقل من ذلك.

نلاحظ أنه لا يوجد نقطة تقاطع بين البديلين الثاني و الثالث، و يرجع هذا إلى أن البديل الثالث يعد أفضل في جميع الحالات من البديل الثاني، فهيكل رأس المال الذي يتضمن القروض إلى جانب الأسهم العادية يعد أفضل من وجهة نظر ربحية السهم من هيكل رأس المال الذي يتضمن الأسهم الممتازة جانب الأسهم العادية، و يرجع هذا إلى أن تكلفة الاقتراض عادة ما تكون أقل من تكلفة الأسهم الممتازة، و نلاحظ كذلك بأن الفرق ثابت في ظل البديل الثاني عند أي مستوى لصافي ربح العمليات مما يعني عدم وجود فرصة للتقاطع.

نخلص من هذا التحليل إلى أن المفاضلة ينبغي أن تكون بين البديل الأول و البديل الثالث، و أن يستبعد البديل الثاني، و بالتالي يتوقف القرار النهائي على صافي ربح العمليات المتوقع.

و لكن تقييم البدائل لا يتم على أساس ربحية السهم فقط، و إنما يقتضي ذلك تقدير المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم في ظل كل بديل.

ثانيا - المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم

تعرف المخاطر بأنها درجة تقلب العائد الحقيقي للأصل عن العائد المتوقع،[1] أي تقاس المخاطر بدرجة تقلب العائد، و يمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من المخاطر غير النظامية يترتب عليهما تقلب في العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية و هما: مخاطر النشاط والمخاطر المالية.

[1]- بوراس أحمد،" الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر" ، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 01، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999.

و بما أننا بصدد دراسة قرارات التمويل التي ترتبط أساسا بالمخاطر المالية أي بمدى باختيار المؤسسة للخليط الذي يكون هيكل رأس المال، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل التي تلزمها بأعباء ثابتة أدى تغير معين في صافي ربح العمليات إلى تغير أكبر في ربح السهم العادي، أي تغير أكبر في صافي الربح المتاح للملاك و العكس صحيح، و هذا ما يطلق عليه بظاهرة الرفع المالي Financial leverage، و الذي يعرف بأنه "استخدام المؤسسة للأموال ذات التكاليف الثابتة على أمل زيادة العائد الذي يحصل عليه المساهمون".[1]

تتحمل مخاطرة في حالة عدم قدرة صافي ربح العمليات (النتيجة الاقتصادية) على تغطية الفوائد الناتجة على الاقتراض، و من ثم يكون للاقتراض أثر سلبي على المردودية المالية للمؤسسة.

و يمكن إظهار العلاقة بين المردودية المالية و أثر الرفع المالي وفق المعادلة التالية:

$$\mathbf{R_F = Re + (Re - i) * D/CP} \ldots\ldots\ldots\ldots (24-2)$$

حيث:

$(R_e - i)\frac{D}{CP}$: يمثل أثر الرافعة

R_e : معدل المردودية الاقتصادية

R_F : المردودية المالية

و من خلال المعادلة السابقة يمكن استنتاج أثر الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة (ربحية السهم) كما يلي:

1- إذا كان الاقتراض معدوما نستنتج أن مردودية الأموال الخاصة هي المردودية الاقتصادية أي الربح المتاح للملاك في صافي ربح العمليات.

2- إذا كانت تكلفة الاقتراض أقل من المردودية الاقتصادية يكون للاقتراض أثر إيجابي على مردودية الأموال الخاصة أي على ثروة الملاك وفي هذه الحالة يمكن الاعتماد على القروض.

3- إذا كانت تكلفة الاقتراض مساوية للمردودية الاقتصادية فإنه لا أثر للرفع المالي.[2]

و بالتالي فإن للاقتراض تأثيران مزدوجان.

فهو يؤدي من جهة إلى زيادة في العائد المتاح للملاك نظرا لانخفاض تكلفته، إلى جانب ما يتولد عنه من وفورات ضريبية تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، و من جهة أخرى يؤدي إلى ظهور المخاطر المالية الناتجة عن

[1] - Van Horne , principes de gestion financière 6 edit , economica , paris , 1991, p 550.

[2] - يوسف قريشي ،"سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مرجع سابق ، ص ص : 107 – 108.

الزيادة في تقلب عائد السهم العادي و التي تقاس بما يسمى بدرجة الرفع المالي و التي يتم الحصول عليها بالمعادلة التالية:

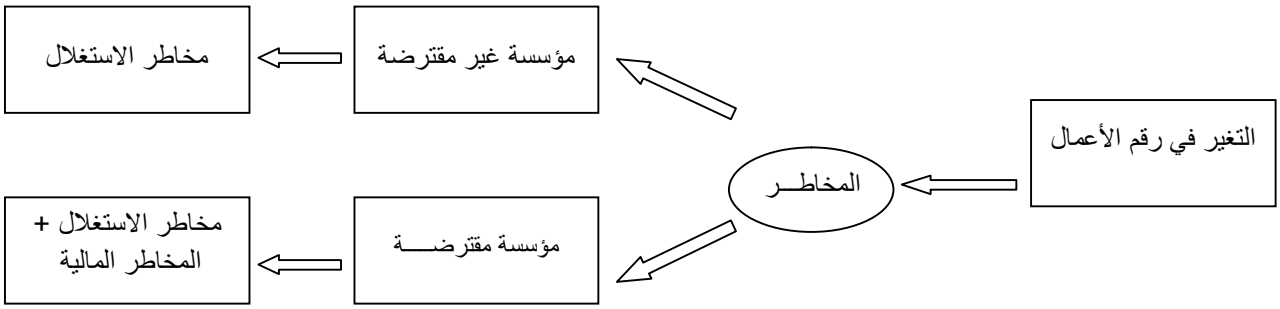
$$DLF = \frac{EBIT}{(EBIT - K_d D)} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (25-2)$$

DLF : درجة الرفع المالي $EBIT$: الربح قبل الفوائد والضرائب (صافي ربح العمليات)

K_d : معدل الفائدة D : مبلغ القرض.

و تقيس درجة الرفع المالي النسبة المئوية للتغير في ربحية السهم نتيجة تغير في صافي ربح العمليات بنسبة1%، و هذا يعني أنه في ظل اعتماد المؤسسة على الاقتراض يترتب على تغير صافي ربح العمليات بنسبة معينة تغير ربحية السهم بمعدل أكبر، أما إذا اعتمدت المؤسسة على حقوق الملكية فقط، فإن ربحية السهم ستتغير بنفس معدل تغير صافي ربح العمليات،لأن درجة الرفع في الهيكل الذي يتكون بالكامل من حقوق ملكية يساوي الواحد الصحيح،[1] و بالتالي فالمؤسسة التي تعتمد على الاقتراض تتعرض لمخاطر الاستغلال (النشاط) و المخاطر المالية في حين تقتصر المؤسسة المعتمدة على حقوق الملكية على مخاطر الاستغلال وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل (2-12): الاقتراض و المخاطر المتعلقة بنشاط المؤسسة



المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 460

و بتطبيق المعادلة (2 –25) على البديلين الثاني و الثالث سيتضح أن درجة الرفع المالي 2، 1.3 على التوالي. تختلف هذه الدرجة بإختلاف مستوى صافي ربح العمليات، فمثلا إذا كان صافي ربح العمليات 500000 ون، تكون درجة الرفع المالي صفر، 1.9 للبديلين الثاني و الثالث على التوالي. أما لو كان صافي ربح العمليات 2 مليون ون، فسوف تصل درجة الرفع إلى 1.3 للبديل الثاني، 1.1 للبديل الثالث.

[1] – شعبان محمد، " نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية،علوم التسيير و العلوم التجارية ،2010 ، ص: 107.

ثالثا – الموازنة بين العائد و المخاطرة:[1]

بعد قياس العائد و المخاطرة للبدائل الثلاثة نقوم بمقارنة تلك البدائل تمهيدا لاختيار أفضل البدائل أي إختيار البديل الذي تشعر معه الادارة بأن العائد المتولد عنه يتوازن مع المخاطر المترتبة عليه.

الجدول 2-04: ربحية السهم و درجة الرفع المالي للبدائل الثلاث.

البديل	ربحية السهم	درجة الرفع المالي
الأول	7	1
الثاني	5.8	2
الثالث	8.9	1.3

تؤكد النتائج التي يظهرها الجدول 2-04 على استبعاد البديل الثاني الذي ينطوي على عائد أقل و مخاطر أكبر. و بهذا يقتصر القرار على المفاضلة بين البديلين الأول و الثالث.

تكون ربحية السهم أقل في ظل البديل الأول و لكن المخاطر أيضا، و ذلك مقارنة بالبديل الثالث. بعبارة أكثر تحديدا على إدارة المؤسسة أن تقرر ما إذا كانت زيادة في ربحية السهم قدرها 1.9 و ن (8.9 و ن مطروحا منها 7 و ن) تكفى لتعويض حملة الأسهم العادية عن زيادة في درجة رفع المالي (المخاطر المالية) قدرها 0,3 (1.3-1). و كما سبق أن ذكرنا في موضع آخر سيتوقف هذا القرار عن الحكم الشخصي لأعضاء الادارة العليا، و سوف يبنى هذا الحكم على مدى ميل الادارة لتحمل المخاطر، فإذا كان أعضاء الادارة من النوع المحافظ فسيفضلون البديل الأول، أما إذا كانوا من النوع الجريء فسيفضلون البديل الثالث.

[1]- منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مرجع سابق ، ص ص: 605 - 606.بتصرف

المطلب الثاني: أثر قرار التمويل على العائد:

تهدف الإدارة المالية الحديثة إلى إتخاذ قرارات مالية تصل من خلالها إلى إعداد هيكل يساهم في تخفيض تكاليف الأموال إلى أدنى مستوى و مستوى مخاطرة مقبولة، من خلال إختيارها للتشكيلة اللازمة بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة، للوصول إلى هيكل يساهم في تعظيم ثروة الملاك.

أولا – تأثير مصادر الأموال المختلفة على العائد:

يمكن أن تساهم مصادر التمويل المختلفة في تحقيق عوائد إيجابية على المؤسسة من خلال مميزاتها التي نعددها حسب المصادر، وفق النقاط التالية:

1. التمويل الذاتي: [1]

– يتميز هذا المصدر أنه متجدد سنويا بإفتراض أن المؤسسة تحقق أرباح مستمرة وتتكون هذه المصادر من الإهتلاك و الأرباح المحتجزة، وتوجد مصادر داخلية أخرى إلا أنها تعتبر عرضية للنقدية كبيع الأصول غير المستخدمة أو تخفيض بعض عناصر الأصول كالمخزون و الذمم ؛

– تعطي حرية الحركة وشبه إستقلال عن الملاك و المدنين؛

– يوفر هذا المصدر أعباء تعاقدية أو المصاريف الإبتدائية عند طلب مصدر التمويل، أي أنها تحصل مجانا دون دفع نفقات الحصول عليه؛

– يوفر قدر من الأمان برصيد نقدي مناسب لمواجهة الإحتياجات المتعددة و التقلبات الطارئة.

كل المزايا سابقة الذكر توفر الاستقلالية وتساهم في زيادة ثروة الملاك، إلا أنه يجب أن يراعي تخصيصه في مجالات عائد لا يقل عن تكلفة الفرصة البديلة.

2. الأسهم: [2]

يساهم هذا المصدر في رفع قيمة المؤسسة و جلب عوائد أكبر للمالكين من خلال المزايا الثلاثة الأساسية التي يمنحها هذا المصدر والتي تتمثل في:

– مصدر تمويل دائم لغاية زوال المؤسسة؛

– المؤسسة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم؛

–إصدار المزيد من الأسهم يخفض نسبة القروض إلى أموال الملكية، يترتب عليه زيادة الطاقة الإقتراضية للمؤسسة.

[1] – عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة ، الدار الجامعية، الإسكندرية، ب ت، ص ص:495- 496.

[2] – منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره ، ص:538.

3. الديون:

تتعدد الدوافع للإستعمال الحذر لهذا المصدر لما يتميز به من مزايا كثيرة تسهم في تحصيل عوائد أكبر، وتوفير الأموال اللازمة لتغطية الإلتزامات سواء الطويلة أو القصيرة، ونذكر من بين هذه المميزات:

– أفضل مصادر التمويل تكلفة لتحمله مخاطر أقل، من شأن ذلك أن يقلل من العائد المطلوب للمقرضين مقارنة بالمساهمين؛

– يحسن من العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الإقتراض و مردود الإستثمار؛[1]

– المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم، و تبقي للملاك القدامى مركزهم داخل الإدارة؛

– المحافظة على سرية المعلومات الخاصة بالمؤسسة ؛

– يتولد هذا المصدر وفر ضريبي من خلال خصم الفوائد من الأرباح الخاضعة للضريبة؛

– عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين؛

– الإقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، و القدرة على طلب المزيد من الإقتراض عند ظهور الحاجة لذلك.[2]

ثانيا – أثر إستخدام الإستدانة على المردودية:

يمكن أن نفرق بين المردودية المالية و المردودية الاقتصادية. فالأولى هي نسبة النتيجة الصافية إلى مجموع الأموال الخاصة المستثمرة (وهي معدل العائد على حق الملكية)، أما الثانية فهي المقارنة نتيجة الإستغلال بمجموع الأموال المستثمرة (وهي معدل العائد على مجموع الأصول)[3]، والعلاقة التي تربطهما ببعض هي:

$$R_f = R_e + (R_e - i) \times D / f_p \quad \ldots\ldots\ldots (22-2)$$

حيث:

R_f :المردودية المالية

R_e:المردودية الإقتصادية

i:سعر الفائدة، D:الديون، f_p :الأموال الخاصة

[1]–بسام محمد الآغا،" أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الإستمار" ،مرجع سابق، ص:88 .

[2]–زغود تبر، " محددات سياسية التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية" ، مرجع سابق، ص:34 .

[3] -Khemici Chiha, Finance d'entreprise- approche stratégique, Houma édition, Alger, 2009, p.99.

و هنا يمكن أن نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة:

ج- حالة المردودية الاقتصادية أقل من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية.

د- حالة المردودية الاقتصادية يساوي سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.

ه- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من سعر الفائدة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، فالمؤسسات تلجأ إلى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل أخرى، نظرا للتأثير الإيجابي للديون على المردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) لأن المردودية الاقتصادية تغطي أعباء الاقتراض.[1]

و لتوضيح أثر الرفع المالي على ربحية المشروع نفترض ثلاث شركات (أ، ب، ج) يفترض فيها التشابه في كافة النواحي ماعدا السياسة المالية.

فالمؤسسة (أ) لا تستخدم القروض و بالتالي فإن معامل الرفع المالي عندها يساوي الصفر، في حين يتساوى الإقتراض و الملكية في الشركات الثانية (**ب**) ، و بالتالي معامل الرفع المالي لديها يساوي 50%. أما المؤسسة الثالثة (**ج**) فالتمويل بالإقتراض يفوق التمويل بالملكية حيث يعادل معامل الرفع المالي 75%.

والجدول التالي يوضح أصول و خصوم هذه الشركات الثلاث بصورة إجمالية بألف وحدة نقدية.

الجدول 2-05: أصول و خصوم هذه الشركات الثلاث.

البيان/المؤسسة	أ	ب	ج
الأصول	500	500	500
مجموع القروض	صفر	250(9%)	375(9%)
حقوق الملكية	500	250	125
	(50 ألف سهم)	(25 ألف سهم)	(12.5 ألف سهم)
معدل العائد على الأصول قبل الضريبية	20%	%20	%20

تبين نتائج الجدول التالي على الجدول أدناه:

[1]- مفيدة يحياوي،"تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات العمومية الجزائرية"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، أكتوبر، 2002.ص:76.

الجدول2-06: كيفية تأثير هذه الاختلافات للسياسة المالية على عوائد حملة الأسهم أو تأثير معامل الرفع المالي على عوائد أسهم الملاك (EPS) للشركات الثلاث. ونفترض أن سعر الضريبة 50%.

البيان/المؤسسة		أ	ب	ج
EBIT	ألف و.ن	100	100	100
- الفوائد	ألف و.ن	صفر	22.5	33.75
EAIBT	ألف و.ن	100	77.5	66.25
- الضرائب 50%	ألف و.ن	50	38.75	33.125
EAIT		50	38.75	33.125
عدد الأسهم	(ألف سهم)	50	25	12.5
	EPS	1.000	1.550	2.250
النسبة المئوية للعائد الصافي حق الملكية		%10	15.5%	26.5%

يتضح من الجدول أثر الرفع المالي على معدلات العائد على مجموع الأصول بالنسبة حملة الأسهم، والذي يتضح منه أن معدل العائد على الأصول يزيد عن معدل التمويل بالإقتراض 9 % ، و بالتالي فإن التمويل بالإقتراض يتمكن من دفع تكلفة الإقتراض (الفائدة) و الجزء المتبقي يذهب إلى حملة الأسهم العادية.

و كلما زاد معدل الرفع المالي ارتفع معدل العائد على حق الملكية و معوضا الإقتطاع الضريبي ال 50%.

ففي حالة المؤسسة (ج) التي تستخدم معامل رفع مالي 75% تمكنت من تعويض النقص الذي طرأ على معدل العائد على الأصول (20%) نتيجة فرض ضريبة 50% ليصبح هذا المعدل في النهاية 26.5%، و بعبارة أخرى فإن العائد الصافي على مجموع الأصول يرتفع من 10% في حلة عدم إستخدام الرفع المالي إلى 15.5% في حالة إستخدام 50 % رفع مالي إلى أن يصل إلى 26.5% في حالة إستخدام رفع مالي قدره 75%.

و معنى ما تقدم أن الرفع المالي يكون في صالح المشروع إذا ما كان معدل العائد على مجموع الأصول أكبر من تكلفة الأموال و من صالح المؤسسة أن تتوسع في إستخدام القروض ما دام أنه يسهم في زيادة زيادة عوائد الملاك.[1]

[1]- سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار التمويل التحليل المالي، مرجع سبق ذكره ، ص ص:147-149.

المطلب الثالث: أثر قرار التمويل على المخاطرة:

تواجه المؤسسة الاقتصادية عدة مخاطر مرتبطة بنشاطها تعمل على تخفيض دخل حملة الأسهم نتيجة تعرضهم للأخطار المالية ومخاطر الأعمال، إلا أن مخاطر الأعمال ترتبط بقرار الاستثمار، الذي يظهر في تقلب عوائد النشاط على الأصول، أما الخطر المالي فيرتبط بالقرارات المالية التي ينتج عنها آثار سلبية اقلها حدة وقوع المؤسسة في الحرج المالي و أقصاها إفلاس المؤسسة و تصفية أصولها. و سنقيد دراستنا في هذا المطلب بدراسة أثر مصادر التمويل المختلفة في الرفع من مخاطر إفلاس المؤسسة و هو ما يخدم صلب الدراسة ، على إعتبار أن المخاطر التشغيلية مرتبطة أصلا بقرارات الإستثمار.

أولا – المخاطر المالية (استخدام القروض):

تتعرض المؤسسة التي تقتصر على استخدام أموال الملكية في تمويل أصولها إلى مخاطر النشاط فقط، و بمجرد لجوئها لاستخدام مصادر التمويل ذات تكاليف ثابتة (أموال الاستدانة، الأسهم الممتازة) فإنها تتعرض لخطر إضافي يضاف إلى خطر النشاط و هو الخطر المالي، و الذي يترتب عن دفع مستحقات سداد أصل القروض مع فوائدها أو التوزيعات الثابتة في تواريخ معينة دون مراعاة ايجابية النتائج المحققة [1]. بالإضافة إلى انه قد يسمح للمقرضين على وضع قيود على المؤسسة، و سلب استقلالية قراراتها، ومن بين هذه القيود: عدم طلب قروض جديدة، حضر بيع الأصول الثابتة أو شرائها، منع توزيع الأرباح أو تخفيض من نسبتها.[2]

و تعرف المخاطر المالية بأنها "التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة أي التذبذب في العائد المتاح للملاك (حملة الاسهم العادية)، بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض و التوزيعات الاسهم الممتازة"[3].

و يعرف الخطر المالي كذلك على انه "اللجوء إلى الاستدانة، أي جلب موارد مالية في شكل ديون من شأنه أن يؤثر على مردودية المؤسسة" [4]. إن الأصل في هذا النوع من المخاطر ليس تكاليف التمويل الثابتة الناتجة عن وجود أموال استدانة أو أسهم ممتازة في الهيكل المالي للمؤسسة، و إنما يكمن الخطر في انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة الواجب دفعه للمقرضين، أو معدل العائد المنتظر من قبل أصحاب الأسهم الممتازة،

[1]– شعبان محمد، " نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، مرجع سبق ذكره ، ص:106 .

[2]– منير إبراهيم هندي، الادارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 557.

[3]– المرجع السابق ، ص:128.

[4] – يوسف قريشي و إلياس بن الساسي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص:459.

وبالتالي كلما تحملت المؤسسة قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة الناتجة عن وجود أموال إستدانة أدى ذلك إلى تغيير ربحية الأسهم بمعدل أكبر نتيجة التغيير بمعدل أقل في نتيجة الإستغلال و هذا ما يشار إليه في أثار الرافعة المالية.[1]

و أهم العاملين يؤثران على درجة المخاطر المالية هما: [2]

- ✓ التكاليف المالية: حيث أن المؤسسة التي يحوي هيكل تمويلها أكبر قدر من التكاليف المالية الثابتة و على وجه الخصوص الناتجة عن الإقتراض تكون عرضة من غيرها للمخاطر المالية.
- ✓ المردودية الإقتصادية: تواجه المؤسسة الإقتصادية التي تحقق مردودية إقتصادية ضعيفة مصاريف مالية عالية يصعب تغطيتها، وحتى في حالة تغطية هذه المصاريف فلن يكون المساهمين راضين عن أداء المؤسسة لأن ما تبقى لهم من عوائد يكون قليل نسبيا.

ثانيا – زيادة الخطر و مصاريف الإفلاس:[3]

إن عدم قدرة المؤسسة على إحترام إلتزاماتها المالية إتجاه دائنيها يؤدي بها إلى الإفلاس الإختياري أو الإجباري، حيث يترتب عن وقوع المؤسسة في حالة عدم الملاءة دفع تكاليف غير مباشرة جد باهظة، حتى و لو لم تصفى المؤسسة من خلال الإتفاق مع موريديها على تمديد أجال التسديد، و كمثال عن ذلك تدهور أسعار أسهمها في السوق المالي، فقدان الزبائن الذين يتخوفون من إمكانية عدم إستمرارية تموينهم أو خدمات ما بعد البيع كانت تقدمها المؤسسة.

كما يؤدي إرتفاع مستوى الإستدانة إلى إحتمالية وقوع المؤسسة في حالة عدم الدفع و الإفلاس، و الزيادة المباشرة للتكاليف المرتبطة بالتمويل، وثم قد يغُلق أمام المؤسسة مصدر التمويل بالإستدانة مستقبلا.

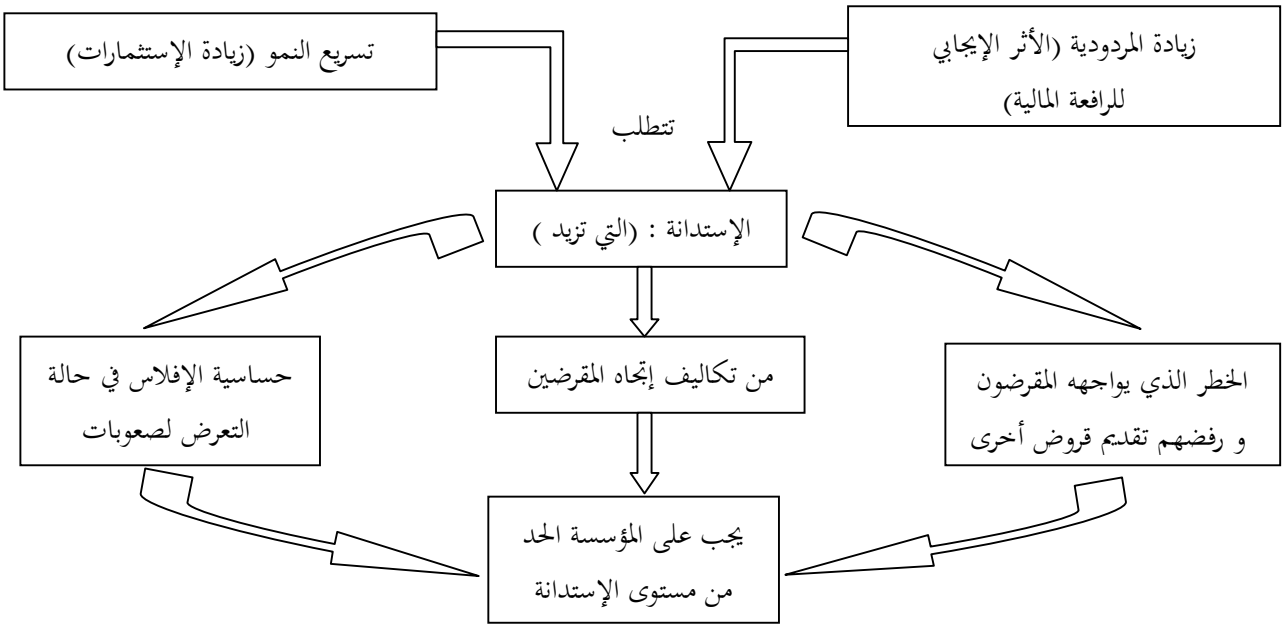
و الشكل أدناه يوضح المخاطر التي يمكن تحدث بعد قرار التمويل بالإستدانة.

[1]– شعبان محمد، " نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية" ، مرجع سابق ، ص:106.

[2]– عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:497.

[3]– رقاع توفيق، "محددات إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة "، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم لاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة الجزائر، 2001، ص: 123.

شكل (2-13): المخاطر المحدثة من الإستدانة على المؤسسة



Source : Berbelet. m, Economie d'entreprise, Ed: Foucher, 1996, P: 74.

ثالثا – مخاطر مصادر التمويل الممتلكة:

يمكن لهذه المصادر أن تسهم في رفع تكلفة التمويل إذ لم يتحكم في حجم وجودها داخل الهيكل المالي للمؤسسة، و بالتالي يجنب الملاك عوائد إضافية كان يمكن تحقيقها. و سنتناول سلبيات الإفراط في إستعمال كل من مصادر التمويل الذاتي و مصادر التمويل بالأسهم العادية:

1-التمويل الذاتي: [1]

– قد لا تهتم الإدارة بإستخدامات هذه المصادر مقارنة بتلك المتحصل عليها من الغير، وما يؤدي إلى إضعاف العائد؛

– لا يقبل أصحاب هذا المصدر إلا بمعدل عائد يساوي على الأقل عوائد مؤسسات أخرى تحمل نفس المخاطر (تكلفة الفرصة البديلة)؛

– يعتبر هذا العائد ذو تكلفة مرتفعة نسبيا لتعرضه لمخاطر أكبر من مخاطر الديون؛

– الإعتماد على هذا المصدر يؤدي إلى التوسع البطيء في نمو المؤسسة، وعدم إستغلال الفرص الإستثمارية المتاحة نتيجة ضعف قيمته و قصوره على توفير مصادر البقاء و النمو الداخلي للمؤسسة.

[1] – عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص:497.

2- الأسهم العادية:

يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض المخاطر التي تؤثر على عوائد الملاك ونوجزها في النقاط التالية:

- يعتبر هذا المصدر من أعلى المصادر تكلفة وذلك من بسبب إرتفاع العائد المطلوب من قبل حملة الأسهم تعويضا لهم عن المخاطر المرتفعة التي يتحملها؛

- أرباح الأسهم على عكس القروض لا تعتبر من تكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية قد تساهم في رفع من قيمة سوقية الأسهم ؛ [1]

- يؤدي توسع في التمويل بالأسهم العادية إلى كبر حجم قاعدة الملكية مما تعزز من تضارب قرارات المجلس و الإدارة، وظهور إتجاهات صراعية بين الملاك تهدد مصالح المؤسسة؛

- إتساع قاعدة المساهمين تؤدي إلى إنخفاض عائد السهم الواحد الذي يتحصل عليه كل شريك ؛

- إرتفاع حجم مساهمين يؤدي إلى إرتفاع مطالبة المساهمين بتوزيعات أكبر على حساب تخفيض نسبة الأرباح المحتجزة لإعادة إستثمارها لتحقيق توسعات أكبر.[2]

و لأغراض التوضيح نفترض أن هناك المؤسستين **س** و **ص**، و أن المؤسسة **س** لا تستخدم الديون في تمويلها أصولها، في حين أن الثانية تستخدم قروض قيمتها مليون دينار وبمعدل فائدة 6%، و أن دخول التشغيل السنوية المتوقعة لخمس سنوات القادمة لكل من المؤسستين ستتعرض لمتغيرات عشوائية، حيث أن قيمة متوقعة للتوزيعات الإحتمالية لكل منها تقدر ب (160000) دينار، في حين أن الإنحراف المعياري (80000) دينار.

و من المنطقي أنه بالنسبة للمؤسسة **س** و التي لا تستخدم الدين ستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسهمها العادية 160000 دينار دون تغيير، أما فيما يتعلق بالمؤسسة **ص** و التي تتحمل فوائد سنوية قدرها (60000) دينار، فستكون القيمة المتوقعة للأرباح المتاحة لحملة أسهمها العادية (100000) دينار فقط، و حيث أن الإنحراف المعياري واحدا في كل من المؤسستين **س، ص** أي (80000) دينار، فإن التشتت النسبي للأرباح المتاحة و المتوقعة لحملة الأسهم العادية سيكون في المؤسسة **ص** أكبر منه في المؤسسة **س** ويتضح ذلك من الحسابات التالية:

[1]- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص:539.

[2]- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص ص:205- 206.

معامل الإختلاف (مقياس التشتت النسبي) = الإنحراف المعياري / القيمة المتوقعة

بالنسبة المؤسسة **س** يكون معامل الإختلاف= 160000/80000 =0.50

أما بالنسبة المؤسسة **ص** يكون معامل الإختلاف =100000/80000 =0.80

و يتأكد هنا أن معامل الإختلاف يعتبر مقياسا للمخاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والتي تظهر في صورة إختلافات بين الأرباح التي تحقق لهم وبين القيمة المتوقعة لهذه الأرباح.

و يلاحظ في المثال السابق أن كل من المؤسستين **س، ص** لها نفس درجة مخاطر الأعمال، نظرا لأن معامل الإختلاف لأرباح التشغيل المتوقعة واحد لدى المؤسستين، حيث أن:

معامل الإختلاف =الانحراف المعياري/القيمة المتوقعة لأرباح التشغيل =160000/80000=0.5 .

و تنحصر نقطة الإختلاف بين المؤسستين فقط في المخاطر المالية والتي تحدث من خلال إستخدام الديون في تمويل الإستثمارات، الأمر الذي يميز المؤسسة ص، وعلى ذلك زاد معامل الإختلاف من 0.50 إلى 0.80 نتيجة لهذا الإستخدام.[1]

و يتضح مما سبق أن المخاطر المالية تنعكس في أثرها على تقلب الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى إحتمال مواجهة المؤسسة العسر المالي، و هذان الأثران لهما إتصال مباشر بتشتت دخل التشغيل أو بالمخاطر الأعمال بالمؤسسة.

[1]- نبيل عبد السلام شاكر، " الفشل المالي للمشروعات"، مرجع سبق ذكره ،ص ص : 126-127-128.

خلاصة الفصل:

لا يستطيع المدير المالي أن أن يتنبأ بنتائج قراراته في عالم الأعمال عموما بدقة كاملة، لأنه لا يعلم ما سيحدث في المستقبل، لكنه ليس في حالة جهل كامل عما يمكن أن يحدث، فهو يستطيع بناءا خلفيته و خبرته و تقديره الشخصي للأمور، مما يعني أن هناك حالة معرفة جزئية بالمستقبل. و من هنا يطلب المستثمر عائد مناسب يعوضه عن تأجيل الإستهلاك الحالي أو المخاطر التي قد يتعرض لها مستقبلا، و يزداد العائد المطلوب عموما بزيادة عمر الإستثمار لإرتفاع التقلبات في التدفقات النقدية.

و تظهر المخاطرة من احتمال عدم تحقق العائد المتوقع على الاستثمار أو تدفق نقدي أقل من المردود أو العائد التوقع، فكلما زاد إحتمال تحقيق مردودات أو عائد أو تدفقات نقدية أقل من المتوقع أو سالبة كلما إرتفعت المخاطرة. حيث تنقسم هذه الأخيرة إلى نظامية، و التي تؤثر على الشركات العاملة في السوق ككل دون إستثناء و بالتالي فهي مخاطر عامة شاملة جميع الإستثمارات لا يمكن تنافيها بتنويع الإستثمارات. و مخاطر غير نظامية التي ترجع لظروف المؤسسة أو الصناعة التي تنتمي إليها يمكن تجنبها بوسائل عديدة أهمها التنويع، و تعتبر كل من مخاطر النشاط و مخاطر التمويل من أهم أنواع المخاطر غير النظامية. و في دراستنا لهذا الفصل ركزنا على كيفية إختيار القرار المالي المناسب على أساس العائد متوقع الحصول عليه من التدفقات النقدية و المخاطر المقابلة له، وكذا الآثار المحتملة لقرارات التمويل على العائد المتحقق و المخاطر المالية فقط دون باقي المخاطر، و التي تنتج عن إستعمال مصادر التمويل الثابتة كالقروض و الأسهم الممتازة، و تأثيرات الرافعة المالية الإيجابية و السلبية منها على المردودية المالية و على عوائد حملة الأسهم.

و على الإدارة المالية في المؤسسة عند و ضعها لهيكل رأس مال مستهدف تحدد فيه العناصر التي ينبغي أن يتكون منها و نسبة كل عنصر فيه، وعلى هذا الأساس فعملية المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة تقتضي قياس العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه حملة الأسهم العادية في ظل كل هيكل، كما تقتضي قياس المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد والموازنة بين العائد و المخاطر باعتبارها الخطوة الأساسية التي يتحدد على ضوئها الهيكل المالي المناسب.

الفصل الثالث:

أثر قرار التمويل في مجمع صيدال على العائد و المخاطرة

تمهيد:

بهدف محاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي بمعرفة إن كان هناك لأثر قرار التمويل سواء بالإستدانة أو بالملكية على العائد و المخاطرة في مجمع صيدال ، و كذا مجموعة الفرضيات المطروحة في بداية هذا البحث و تدعيما لجانبه النظري، نتناول خلال هذا الفصل دراسة تطبيقية تتعلق بدراسة و تحليل تركيبة الهيكل التمويلي لأحد أهم المؤسسات الجزائرية التي تمارس نشاط صناعة و بيع الأدوية ، و المتمثلة في مجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 1999 إلى غاية سنة 2009.

نتناول في هذا الفصل بعد تقيسمة إلى أربع مباحث أساسية، بدءا بتقديم مجمع صيدال و ذلك بالتعريف به و عرض تاريخ نشأته و تطوره و كذلك التطرق إلى هيكله التنظيمي و دخوله إلى البورصة ، أما المبحث الثاني فهو لتقييم نشاط المجمع من حيث الجانب الإستغلالي و تقييم تجربة الشراكة و الصادرات مع المرور على أداء أسهم المجمع في البورصة ، و المبحث الثالث هو مخصص لذكر واقع كل من العائد و المخاطرة في المجمع و كذا نسب مساهمة كل من الإستدانة و التمويل الممتلك في تشكيل الهيكل المالي ، و المبحث الأخير هو دراسة قياسية لأثر قرار التمويل في مجمع صيدال على العائد و المخاطرة في مجمع صيدال ، أي لحساب الأثر الذي يحدثه قرار التمويل على العائد المتحقق لحقوق الملكية و المخاطر المالية بإستعمال البرنامج الإحصائي إفيوز.

المبحث الأول: تقديم عام لمجمع صيدال

يحتل مجمع صيدال مركزا هاما في مجال إنتاج المواد الصيدلانية بمختلف أنواعها، إذ يعتبر الرائد في هذا المجال على مستوى السوق الجزائرية، و بهذا فإنا سنعمد في هذا المبحث إلى إلقاء الضوء على التطور التاريخي للمجمع و تنظيمه بالإضافة إجراءات دخول المجمع للبورصة.

المطلب الأول: نشأة وتطور مجمع صيدال [1]

شهد مجمع صيدال سلسلة من التغيرات ومّر بعدة مراحل حتى وصل إلى ما هو عليه الآن إبتداءا بإنشاء الصيدلية المركزية وصولا إلى مجمع صيدال.

أنشئت الصيدلية المركزية (PCA) سنة 1969 و التي خصتها الدولة باستيراد المنتجات الصيدلانية ذات الاستعمال البشري، و في سنة 1971 تم إنشاء وحدة إنشاء بالحراش ليتم إنشاء وحدتي البيوتيك و فارمال على مرحلتين (1971 ثم 1975) و بعد الإصلاح الهيكلي للصيدلية المركزية ظهرت المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية و ذلك و فقا للمرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أفريل 1982 و التي تمثلت مهمته في ضمان احتكار إنتاج و توزيع الأدوية و المستحضرات الطبية بما يكفي تموين السوق الجزائرية.

و في سنة 1988 تم ضم مركب المدية المتخصص في إنتاج المضادات الحيوية بعد أن كان تابعا للشركة الوطنية للصناعات الكيميائية (SNIC) إلى المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية.

و في إطار تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية تم إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية سنة 1989 و هو تاريخ ميلاد المؤسسة الإنتاجية للأدوية صيدال (SAIDAL) مؤسسة عمومية اقتصادية لها استقلالية التسيير الذاتي، و اعتبرت من المؤسسات الوطنية الأولى شركة ذات أسهم هدفها احتكار إنتاج و توزيع الأدوية والمنتجات المماثلة وتموين السوق الجزائرية بشكل كاف من المنتجات الصيدلانية.

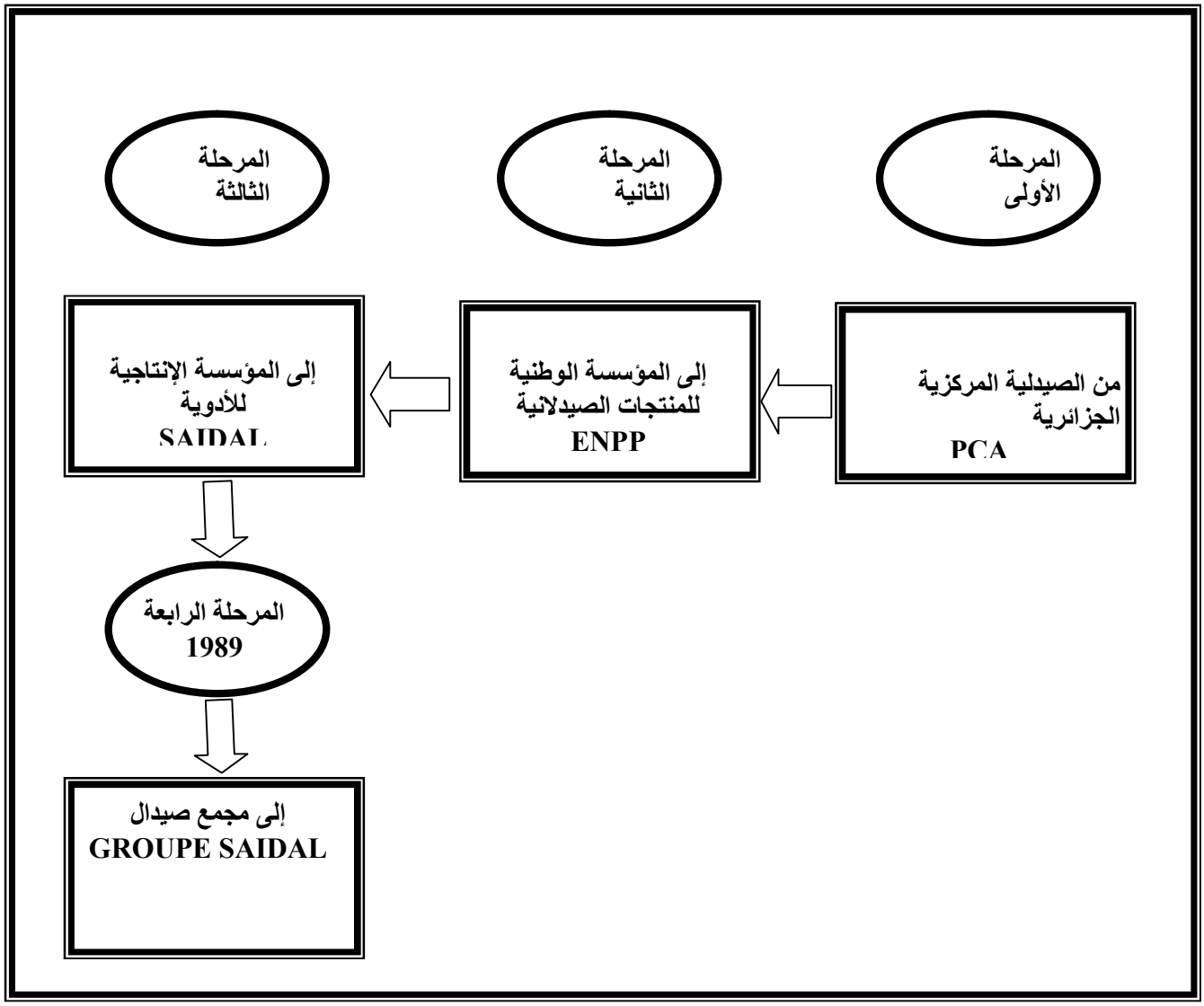
و في سنة 1993 عرف القانون الأساسي للمؤسسة عدة تغيرات مما سمح لها بالمشاركة في جميع العمليات الصناعية والتجارية وذلك خلال إنشاء فروع تابعة لها ، ولقد أصبحت الشركة القابضة كيمياء- صيدلة منذ 1996 تملك نسبة 100% من رأس مال صيدال، و في سنة 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاحي انبثق عنه المجمع الصناعي في 02 فيفري 1998 ، تم تسميتها المؤسسة العمومية الاقتصادية، شركة ذات أسهم المجمع الصناعي صيدال (سجل

[1] - La notice d'information, Groupe SAIDAL, 1999, P : 13 .

التوثيق رقمN° 085/97). مسجلة بالسجل التجاري لولاية المدية تحت رقم 0002 B 82، بينما يقع المقر الاجتماعي لها بالطريق الولائي رقم :11، صندوق بريدي رقم : 141، الدار البيضاء، بولاية الجزائر العاصمة.

و يمكن توضيح المراحل التي تم على إثرها إنشاء مجمع صيدال في الشكل التالي:

الشكل 3-01: مراحل إنشاء مجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطالب

يتمثل الموضوع الاجتماعي لمجمع صيدال، والذي تم توثيقه لدى الموثق السيد : زراق بن علي، موثق بالجزائر العاصمة، بتاريخ 02 فيفري 1998 في ما يلي :

- ✓ القيام بأبحاث في مجال الطب الإنساني و الحيواني على حد سواء من أجل اكتشاف جزئيات جديدة موجهة لعلاج الإنسان و الحيوان.

- ✓ تطبيق الإستراتيجيات و السياسات العامة المتعلقة بالمالية، الصناعة، التسويق، التطوير والنوعية.
- ✓ التحكم في فروع المجمع و مراقبتها.
- ✓ تسيير المحفظة المالية للمجمع في إطار بورصة الجزائر.
- ✓ تحديد الإستراتجيات المتعلقة بإنتاج المواد الصيدلانية و تطويرها إلى جانب الاتصال الطبي و التنسيق بينهما.
- ✓ المشاركة في كل العمليات الصناعية و التجارية التي يمكن أن ترتبط بالموضوع عن طريق إنشاء مؤسسات أو فروع جديدة.

و في سنة 1998 حققت صيدال نسبة قياسية حيث سجل إنتاجها ومبيعاتها زيادة تقدر بـ 16 % ، 23% على التوالي مقارنة بسنة 1997 ومن جهة أخرى ونظرا لجودة منتجاتها فقد حصلت صيدال على عقد مع جمهورية العراق يخص إنتاج 2.250.000 وحدة بقيمة 1.223 مليار دولار خلال السداسي الأول من سنة 1998.

في سنة 1999عرفت صيدال تطورا في فعالياتها في عدة مجالات حيث سجل إنتاجها زيادة بنسبة 18%، كما سجلت مبيعاتها زيادة بنسبة 28%، إضافة إلى ذلك فقد طورت صيدال هدفها الاجتماعي في عمليات البحث الأساسية في مجال الطب الإنساني والحيواني.

و تتمثل أهم التغيرات التي طرأت على رأس مال المجمع حتى سنة 1998 في ما يلي [1]:

- ✓ رفع رأس المال الاجتماعي بـ 80 مليون دج حيث انتقل من 420 مليون دج إلى 500 مليون دج، بعد اجتماع الجمعية العامة غير العادية في 23 ديسمبر 1992.
- ✓ رفع رأس المال الاجتماعي بـ 10 مليون دج من 500 إلى 510 مليون دج وفقا لقرار الجمعية العامة غير العادية سنة 1995.
- ✓ زيادة رأس المال بـ 90 مليون دج من 510 إلى 600 مليون دج وقد تم هذا التغير وفقا لقرار الجمعية العامة غير العادية سنة 1996.
- ✓ زيادة رأس المال الاجتماعي بـ 936 مليون دج من 600 إلى 1.536 مليون دج وفقا لقرار الجمعية العامة غير العادية، المؤرخ في 22 جوان 1998.
- ✓ زيادة رأس المال بـ 964 مليون دج حيث وصل إلى 2500 مليون دج وفقا لقرار الجمعية العامة غير العادية بتاريخ 25 جويلية 1998.

[1] - La notice d'information1999, Groupe SAIDAL,P.11.

يطمح مجمع صيدال الرائد في إنتاج الأدوية، و المنتجات المشابهة في السوق الجزائرية إلى تعزيز وضعيته في السوق المحلي و العمل على ترقيته إلى المستوى الدولي و ذلك من خلال السعي نحو تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ توسيع وتنويع تشكيلة منتجاته.
- ✓ تقديم أدوية منافسة من حيث الجودة و السعر.
- ✓ منافسة السوق الخارجي وخاصة الإفريقي.
- ✓ توسيع إطار الشراكة مع المؤسسات والمخابر الأجنبية.
- ✓ التركيز على الاستفادة من البحث العلمي بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحوث الأجنبية.
- ✓ رفع الإنتاجية والعمل على تحسين النوعية.
- ✓ تكثيف المجهودات في الإعلام الطبي وفي الميدان التجاري بهدف رفع الإنتاجية.
- ✓ الحد من حجم الواردات في مجال المنتجات الصيدلانية وذلك من خلال توسيع حجم الاستثمارات وترقيتها.
- ✓ المحافظة على مناصب الشغل الموجودة والبحث عن فرص أخرى لخلق مناصب شغل جديدة مع أجور مناسبة لذلك و لمصلحة العمال.
- ✓ العمل على تطوير نظام التسويق بما يضمن له تغطية مختلف مناطق التراب الوطني.
- ✓ الارتقاء بالإنتاج إلى مستوى أمثل يتماشى مع الطاقات والإمكانات المتاحة.
- ✓ التحكم في التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتسيير فعال لمختلف المصالح.

و يمكن تلخيص البطاقة التعريفية للمجمع كما يلي:

الجدول 3-01: بطاقة معلومات عن المجمع الصناعي صيدال

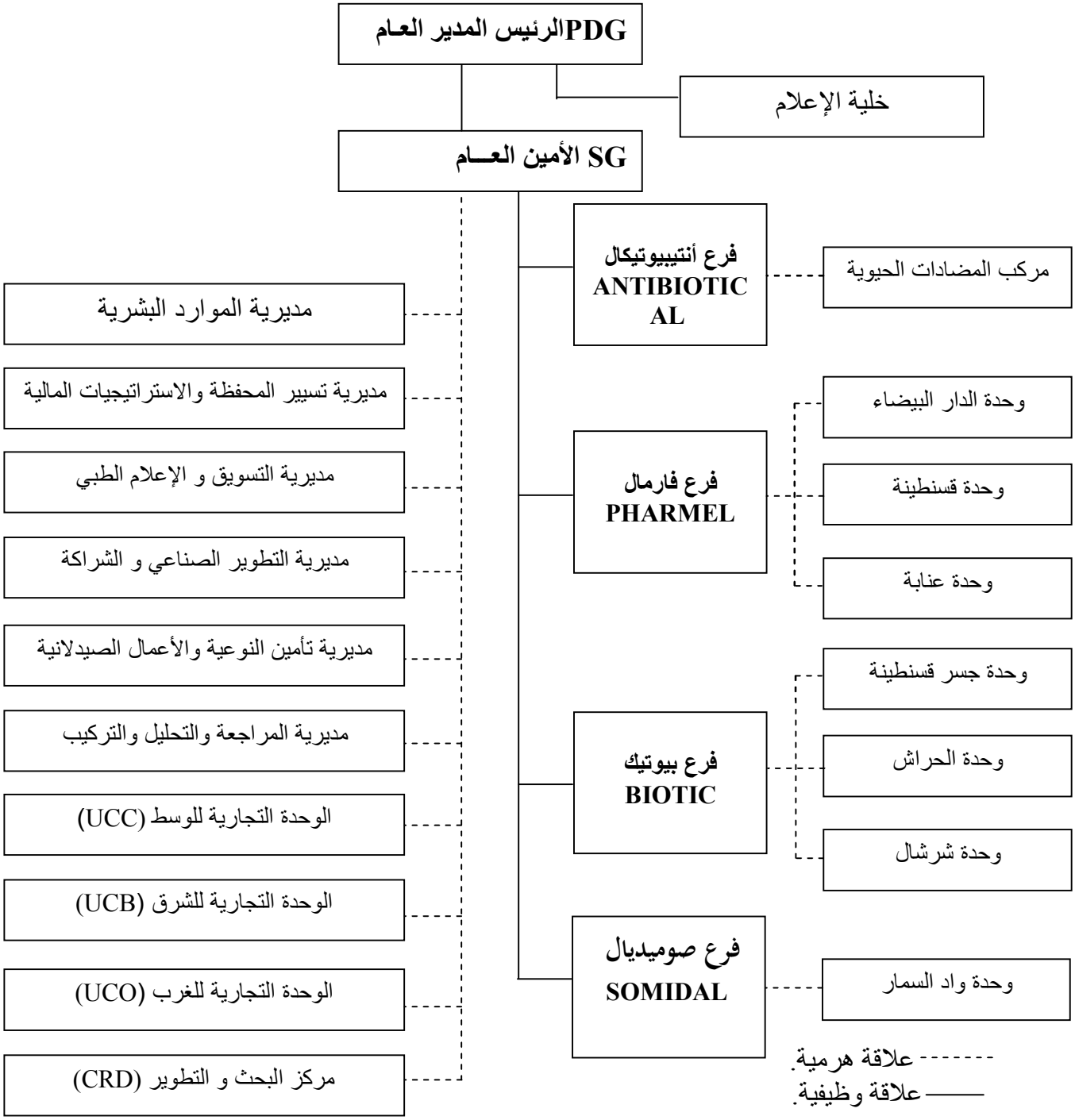
التسمية الاجتماعية	: مجمع صناعي صيدال
المقـر الاجتماعي	: الدار البيضاء الجزائر العاصمة
القطـاع	: الإنتاج الصيدلاني
رأس المـال	: 2.500.000.000 دج
عدد العامليـن	: 4470
الهيكل التنظيمي	: ثلاثة فروع إنتاج وثلاثة وحدات تجارية
رقم الأعمـال	: 9.692.772.000 دج

المصدر: من إعداد الطالب

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي

من أجل تحقيق المجمع الأهداف المسطرة التي أنشئ من أجلها، كان لابد من وجود هيكل تنظيمي للمجمع يتصف بالاتزان و التناسق بين مختلف فروعه، و لهذا فقد جاء الهيكل التنظيمي للمجمع كما يلي:

شكل رقم 3-02: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



Source: La notice d'information1999, Groupe SAIDAL,P.16.

يتضح من الشكل بأن المجمع يضم ثلاثة وحدات مركزية للتسيير و أربعة فروع إنتاجية:

أولا. المديريات:

1. **الإدارة العليا:** تمثل الإدارة العليا المستوى الأعلى في الهيكل التنظيمي و هي مكونة من

الرئيس المدير العام PDG : و هو يوجد بأعلى هرم بالمؤسسة، و بما أنه المسؤول الأول فمن مهامه:

- تحديد الإستراتيجية.
- إصدار اللوائح والقرارات.
- تمثيل مجمع صيدال داخليا وخارجيا.
- الاجتماع بالمديرين و مجلس الإدارة للبحث في التطورات الجارية على مستوى المجمع، و دراسة المشاكل و البحث عن الحلول اللازمة ويتكون مجلس الإدارة من تسعة أعضاء و من مهامها معالجة الأمور التالية:

✓ أنشطة المجمع في نهاية السنة.

✓ مناقشة مخطط السنة المالية الحالية والقادمة.

✓ تنظيم المجمع.

✓ نشأة الشركة.

الأمين العام SG: يمثل الهيئة الاستشارية التي تتولى التنسيق و المساعدة في عملية إتحاد القرارات.

2. **مديرية الموارد البشرية:** هي هيئة تتولى مهمة التنظيم الخاص بالعمل بناءا على القرارات الإستراتيجية المسطرة من قبل الإدارة العليا .

3. **مديرية تسيير المحفظة و الإستراتجية المالية:** تقوم هذه المديرية بعملية تسيير الأموال و توزيعها على مختلف النشاطات التي يقوم بها المجمع بالإضافة إلى متابعة محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوي كما أنها تقوم بوضع خطط مستقبلية و استراتجيات مالية تناسبها.

4. **مديرية التسويق و الإعلام الطبي:** تتمثل مهامها فيما يلي:

- إقامة و تنفيذ إستراتيجية التسويق و الإعلام الطبي.
- تطوير دراسات السوق.
- وضع خطوط مراقبة الجودة والنوعية.
- إعداد مجلة صيدال و النشرة الداخلية، التي تهتم بكل النشاطات.
- إنشاء شبكة المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني، من أطباء صيادلة بياطرة و جراحة أسنان.

5. **مديرية التطوير الصناعي و الشراكة:** تقوم هذه المديرية بوضع خطة تنمية للمجمع، و تتكفل بعملية إدارتها وفق الصلاحيات المخولة لها، و تعمل كذلك على ترقية الشراكة و ذلك من خلال إبرام عقود مشتركة مع الشركاء الوطنيين و الأجانب كما تعمل على تطوير أساليب الإنتاج.

6. **مديرية تأمين النوعية و الأعمال الصيدلانية:** تقوم هذه المديرية بمراجعة ملفات صنع الدواء و مراقبة و مطابقة المواد المنتجة في صيدال مع معايير الجودة.

7. **مديرية المراجعة و التحليل و التركيب:** تتمثل مهامها أساسا في مراجعة حسابات المجمع و القيام بالدراسات المحاسبية و المالية.

ثانيا. الفروع و الوحدات:

1. الفروع: يضم مجمع صيدال ثلاثة فروع للإنتاج تتمثل فيما يلي:

أ- فرع انتيبوتيكال ANTIBIOTICAL: يتواجد بالمدية و يختص بصناعة المضادات الحيوية تم انجازه من طرف مؤسسة إيطالية ctip و تبلغ مساحته 25 هكتار ويعد من أكبر وأهم المشاريع في مجال الصناعة الصيدلانية على المستويين الإفريقي و العالمي، و انطلقت به عملية الإنتاج سنة 1998 و يضم هذا المركب ورشتي لإنتاج المضادات الحيوية في شكل منتجات تامة الصنع، الأولى بينسيلنية و الثانية غير بينسيلنية، و يحتوي كذلك على ورشة لإنتاج المواد الأولية و ورشة خاصة بإنتاج مواد التعبئة و التغليف و يضم كذلك على مخابر مراقبة الجودة، و يشغل حاليا 1283 عامل،[1] و تهدف سياسة الموارد البشرية لهذا الفرع إلى توظيف الكفاءات العليا في جميع المجالات التي تسمح برفع مستوى المخابر الموجودة بالمركب من جهة و من جهة أخرى ضمان مستوى عال و نوعي ،[2] و من منتوجات هذا الفرع مرا هيم، أقراص، الحقن.

و يتميز هذا الفرع بخبرة عالية في إنتاج الأشكال الصيدلانية عامة والحقن والكبسولات بفئة خاصة وذلك من خلال تجربته في هذا المجال.

ب- فرع فارمال FARMAL: يقع المقر الاجتماعي لفرع فارمال بالدار البيضاء بالجزائر العاصمة رأسماله 200 مليون دينار جزائري يشغل 1003 عامل و يتكون من ثلاثة وحدات للإنتاج.

[1] - Rapport de Gestion, groupe saidal ,2008, P.27.

[2] - Bulletin d'information interne du Groupe SAIDAL , SAIDAL News , N ^{0}7 , Mai , Avril 2003 , P.8.

وحدة الدار البيضاء: تعتبر من أقدم الوحدات أنشئت في الستينيات وتم إعادة شرائها من طرف الصيدلية المركزية الجزائرية سنة 1976،[1] و لها طاقة إنتاجية تقدر بـ 40 مليون وحدة بيع (U.V) ، و ينتج أشكال مختلفة من الأدوية (أقراص، محاليل، مزيج للشراب و مراهم)، ويتكون من ورشة للمحاليل و أخرى للأشكال الجافة و ورشة شبه طبية كما أنه مزود بمخبر لمراقبة الجودة والتحليل الكيميائي.

وحدة قسنطينة: انضمت إلى صيدال سنة 1998 لها طاقة إنتاجية تقدر بـ 50 مليون وحدة بيع سنوي وتحتوي على ورشتين للإنتاج إضافة لمخبر مراقبة الجودة.

وحدة عنابة: انضمت إلى صيدال سنة 1998، ولها طاقة إنتاجية تفوق 7 مليون وحدة وتختص في إنتاج الأقراص و المراهم، معجون الأسنان و المحاليل.

و يتمتع فرع فارمال بخبرة كبيرة في ميدان الإنتاج الصيدلاني كما يحتوي على مخبر أنشأ سنة 1998 بولاية قسنطينة كما يتمتع بقدرات عالية في مجالات الإنتاج، المراقبة و التحليل. و هذا بالإضافة إلى الطاقة الإنتاجية الهامة و المعالجة بشكل جديد للأنسولين.[2]

ج – فرع بيوتيك BIOTIC: يقع مقره الاجتماعي بالحراش (الجزائر العاصمة) رأس ماله 250 مليون دينار جزائري و يتكون من ثلاثة وحدات للإنتاج.

وحدة الحراش: أنشئت سنة 1971 ولها طاقة إنتاجية تقدر بـ 20 مليون وحدة بيع و تحتوي على أربع ورشات إنتاجية ، و من أهم منتوجاتها مزيج لشرب الأقراص المحاليل و المراهم.

وحدة جسر قسنطينة: لها طاقة إنتاجية تقدر بـ 18 مليون وحدة بيع وتتكون هده الوحدة من ورشتين الأولى تختص في تصنيع الأقراص والأدوية التي تعبئ في قارورات بينما تختص الثانية في إنتاج المحاليل المكثفة كما أنه مزود بخبر لمراقبة النوعية.

وحدة شرشال: انضمت إلى مجمع صيدال سنة 1998 تضم ثلاثة ورشات إنتاج و تختص بإنتاج محلول تصفية الدم إضافة لاحتوائها على مخبر لمراقبة الجودة.

بالإضافة إلى وحدة جديدة في باتنة متخصصة في إنتاج الأدوية (Des Suppositoires) .

[1] - saidal news , journal d infomatin interne du groupe saidal , N°26 , novembre , décembre 2006 , p.3.

[2] - saidal news , art. cit. ,N° 30 ,September- October , 2007 , p. 3.

يتمتع هذا الفرع بخبرة كبيرة في مجال الإنتاج الصيدلاني، ينتج أشكال و أنواع مختلفة من الأدوية و هي المحاليل المكثفة، المسحوقات، معجون الأسنان، الحقن المضغوطات القنينات الزجاجية، المشروبات و الأقراص المعلبة، و يعتبر المنتج المحلي الوحيد للمحاليل المكثفة، إذ يحتوي وحدتي لإنتاج هذا الشكل من المحاليل المكثفة.

د – فرع صوميديال: هو فرع إنتاجي انشأ نتيجة لعملية الشراكة بين مجمع صيدال والمجمع الصيدلي الأوربي (GPE) وفيناليب، وتتواجد في المنطقة الصناعية لواد السمار ، تمتد على مساحة تقدر بـ:17000 م^2.

تتوفر صوميديال على منشآت وتجهيزات ذات قدرة إنتاجية مقدرة بـ18 مليون وحدة، موزعة حسب ثلاثة دوائر:

- مصلحة مختصة في إنتاج المواد الهرمونية ذات طاقة إنتاجية تقدر بـ 4 ملايين وحدة سنويا؛
- مصلحة إنتاج السوائل (مشروب ومحاليل) ذات طاقة إنتاجية تقدر بـ 6 ملايين وحدة سنويا؛
- مصلحة أخرى مختصة في إنتاج المواد الجافة (كبسولة وأقراص) ذات طاقة إنتاجية مقدرة بـ 8 ملايين وحدة سنوية.

2. الوحدات: يحتوي مجمع صيدال بالإضافة إلى الفروع الثلاثة وحدات تجارية و مركز للبحث و التطوير.

الوحدة التجارية للوسط (UCC): أنشئت هذه الوحدة سنة 1996 مقرها الجزائر العاصمة مهمتها الإشراف على تسويق و توزيع كل منتوجات مجمع صيدال و هي تعمل على توجيه الإنتاج حسب متطلبات السوق أي التنبؤ بالطلب و تحليل المنافسة. و تتمتع هذه الوحدة بقدرة تخزين تصل إلى 412 مليون وحدة بيع، تتعامل مع أكثر من 300 زبون مابين خواص و عموميين.

الوحدة التجارية للشرق(UCB): تأسست عام 1999 مقرها ولاية باتنة و تغطي أكثر من 18 ولاية.

الوحدة التجارية للغرب (UCO): مقرها ولاية وهران تأسست سنة 2000 وهي تضمن تغطية الناحية الغربية بمنتجات المجمع.

أما التوزيع في الجنوب يختص به فرع أنتيبيوتيكال وسيتم إنتاج وحدة في ورقلة قريبا تختص بذلك.

مركز البحث والتطوير(CRD): لقد عرف مركز البحث والتطوير سلسلة من التغيرات حتى وصوله إلى ما هو عليه الآن و ذلك ابتداء من مخبر أنشئ سنة 1975 من طرف الصيدلية المركزية و بعد إعادة هيكلتها و إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية، تم تحويل هذا المخبر إلى وحدة للبحث في الأدوية والتقنيات الصيدلانية وذلك بموجب قرار وزاري صادر في 13سبتمبر 1987، ليتم تحويل هذه الوحدة بقرار من المدير العام للمجمع صدر في 27 جويلية 1999، و تتمثل مهام هذا المركز أساسا فيما يلي:

– تطوير الأدوية و خاصة منها الجنسية حيث يقوم بتطوير من 05 إلى 06 منتجات جنسية في المتوسط السنوي.

– تحقيق مشاريع البحث متبوعة بالبحوث الأساسية في مجال العلوم الصيدلانية.

- التكوين التقني والعلمي لعمال المجمع.

-المتابعة الدائمة للأدوية المنتجة من طرف مجمع صيدال.

- العمل على تطوير الصيدلة الوطنية.

- المساهمة في تكوين إطارات الصيدلة الجزائرية والاستفادة منهم.

- تقدير حاجيات السوق المحلي من الأدوية والمواد الصيدلانية.

- تنمية و تطوير تقنيات الإنتاج و أساليب المراقبة من أجل ضمان نوعية جيدة للمنتج الصيدلاني الوطني.

المطلب الثالث: دخول مجمع صيدال البورصة

يعتبر مجمع صيدال من بين المؤسسات القليلة الأولى التي اختيرت لأهداف الخوصصة و من أجل تحقيق هذا الهدف بالإضافة إلى تطوير و تحسين سمعة المجمع في السوق الوطنية و الدولية فقد كان مجمع صيدال من المؤسسات الأولى التي انضمت إلى البورصة إضافة لما توفره هذه الأخيرة من بدائل تمويل متنوعة و خيارات عديدة تسمح للمؤسسات بتمويل مشاريعها الاستثمارية وتشكيل هيكل رأس مال مرن.

و لقد وضعت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (cosob)[1] مجموعة من الشروط للانضمام في البورصة وذلك حسب المادة 16-46 من نظام لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة رقم 97-03 المؤرخ في 1998/11/18 و أهم هذه الشروط تتمثل فيما يلي:

- رأس المال أكثر من 100 مليون دينار جزائري.

- فتح 20% من رأس المال الاجتماعي.

- تحقيق أرباح خلال ثلاثة سنوات المتتالية السابقة لطلب الدخول.

- تقديم مذكرة إعلامية للجنة تنظيم و مراقبة العمليات البورصة.

- نشر الوضعية المالية المصادق عليها لثلاث سنوات سابقة و السنة الجارية التي قدم خلالها طلب القبول.

- يجب توزيع الأسهم على 300 مساهم على الأقل يملكون فرادى على الأكثر 5% من رأس مال المؤسسة.

أولا. إجراءات دخول مجمع صيدال إلى البورصة

لقد مر دخول المجمع إلى البورصة بعدة مراحل و خطوات نوجزها فيما يلي:

[1]- Commission d' Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse

المرحلة الأولى: تم في هذه المرحلة اتفاق مبدئي بين كل من المجلس الوطني لمساهمات الدولة والشركة العمومية القابضة (كيمياء – صيدلة) قصد الخصخصة الجزئية لمجمع صيدال وذلك عن طريق تحويل 20% من رأسماله إلى أسهم وكان ذلك في شهر جانفي 1998، وفي 11 فيفري 1998 قدم مجمع صيدال طلب الدخول إلى البورصة و قد تم الإمضاء على هذا الطلب من قبل لجنة مراقبة و تنظيم عمليات البورصة.

المرحلة الثانية: تم في هذه المرحلة تعديل القانون الأساسي لمجمع صيدال ورفع رأس المال إلى 2.500مليون دج في جويلية 1998 و ذلك حتى يستوفي المجمع الشروط التي وضعتها لجنة تقييم ومراقبة عمليات البورصة.

المرحلة الثالثة: تم توقيع اتفاقية بين المجمع ومكتب الدراسات الكندي في أفريل 1998 لمدة أربعة أشهر الهدف من الاتفاقية قيام هذا المكتب بتقييم المجمع من خلال تحضير جميع الوثائق اللازمة لعملية الدخول الفعلي ومن بين الوثائق الخبرة الصناعية وتقييم ذمة المؤسسة، التقييم المالي للمؤسسة، المخطط التجاري، المذكرة الإعلامية.

المرحلة الرابعة: قام فيها المجمع بتسليم مشروع المذكرة الإعلامية إلى لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، وبعد العديد من اجتماعات العمل التي تمت في شهر سبتمبر والتي تضمنت دراسة الملف وتكملة المعلومات المطلوبة والقيام بالتصحيحات اللازمة وانتهت هذه المرحلة في أكتوبر 1998.

المرحلة الخامسة: تهدف هذه المرحلة إلى تحديد الإطار التنظيمي لعملية العرض العمومي التي سيقوم بها المجمع إذ تم عقد دورة تنص على سير العملية، حيث تضبط شركة تسيير القيم المنقولة الإجراء المتبع بالنسبة لكل إدراج بالاتفاق مع الشركة المصدرة و الوسطاء في العمليات البورصية المكلفين بإدراج الأوراق المالية و تعلم الجمهور بذلك عن طريق نشر الإعلان في النشرة الرسمية المتعلقة بجدول التسعير مع التأكد على بعض البيانات منها هوية الشركة المصدرة، الوسطاء الذين تم تكليفهم بتتبع إجراءات القبول والدخول إلى البورصة.

المرحلة السادسة: قام المجمع في هذه المرحلة بتفعيل وتكوين الطلب على السهم الذي سيطرح في السوق و ذلك من خلال الخطوات التالية:

- تصميم إشهار تلفزيوني لعملية الدخول إلى البورصة.
- تحضير إعلان لبثه في الفترات الإذاعية.
- التحضير لليوم الإعلامي بتاريخ 26 نوفمبر 1998 من أجل تحسين وتحفيز الجمهور العريض للمساهمة في رأس مال المؤسسة.
- التحضير ليوم افتتاح عملية العرض العمومي للبيع.
- التحضير لقافلة البورصة التي زارت بعض ولايات الوطن للتحسس بالعملية والتعريف بها.

و في تاريخ 24 ديسمبر 1998 منحت لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة تأشيرة الدخول إلى البورصة للمجمع بعد أن قامت بدراسة المذكرة الإعلامية المقدمة من طرف المجمع و وجدت أنها تستوفي كامل الشروط المطلوبة.

ثانيا. العرض العمومي للبيع وإجراءات التمويل بواسطة البورصة

قام مجمع صيدال بإجراء عملية العرض العمومي للبيع (OPV) بسعر ثابت من خلال وضع عدد معلوم من الأسهم يوم الدخول الفعلي للبورصة تحت تصرف الجمهور، وحددت قيمة العرض العمومي للبيع بـ 20% من رأس مال المجمع أي ما يعادل 500 مليون دج موزعة على 2 مليون سهم و بقيمة اسمية تقدر بـ 250 دج للسهم الواحد،[1] أما رأس المال المتبقي(80%) فيبقى ملكا للمجمع.

و سنتعرض لخصائص هذا العرض أعبائه ونتائجه على النحو التالي:

1. خصائص العرض العمومي لأسهم صيدال

إن الأسهم المعروضة خلال فترة العرض العمومي هي أسهما عادية خالية من كل التزام و محررة كليا وحدد السعر الاقتصادي للسهم ب 861,2 دج أما سعر العرض العمومي للبيع فقد تحدد بـ 800 دج و قد تم حساب السعر الاقتصادي لأسهم مجمع صيدال على النحو التالي:

جدول رقم 3-02: كيفية حساب السعر الاقتصادي لسهم مجمع صيدال

البيـان	القيمـة
التدفقات النقدية	9184,4 مليون دج
الديون المالية (-)	325,8مليون دج
التدفقات النقدية للمؤسسات المختلطة (-)	245,4مليون دج
القيمة الاقتصادية لمجموع الأسهم	8613,2
عدد الأسهم المعروضة (÷)	10.000.000
القيمة الاقتصادية للسهم الواحد	861,2

Source: La notice d'information, Groupe SAIDAL,1999 ,P.6.

[1] - La notice d'information, Art. Cit , P:5.

2. أعباء وتكاليف عملية العرض العمومي

قدرت تكاليف العرض العمومي حوالي 78 مليون دج و قد توزعت هذه التكاليف كما يلي:

جدول رقم 3-03: تكاليف العرض العمومي

البيـــــان	القيـــــم (دج)
تكاليف مشروع المذكرة الإعلامية	1.200.000
تكاليف التفاوض مع لجنة القبول	1000.000
تكاليف عقد الوساطة	7.500.000
حقوق التسجيل في البورصة	300.000
تكاليف الاتصال البورصي	20.000.000
تكاليف الطبع	30.000.000
تكاليف التقييم	18.000.000
المجمـــــوع	**78.000.000**

Surce: La notice d'information1999, Art. Cit ,P.6 .7.

3. نتائج العرض العمومي

أقفل العرض العمومي للبيع يوم 06 أفريل 1999 بعد إجمالي للأسهم يقدر بـ 2.000.000 سهم، وقد تم التصريح بالأرقام الرسمية يوم 11 أفريل 1999، في لقاء أجري في مقر الشركة القابضة العمومية (كيمياء – صيدلة) حيث كانت نتائجه على النحو التالي:

فاق عدد الأسهم المطلوبة العدد المطروح للعرض (200.000 سهم) حيث بلغ الطلب الإجمالي 2.833.989 سهم ويمكن تلخيص نتائج عملية العرض العمومي في الجدول (4-3).

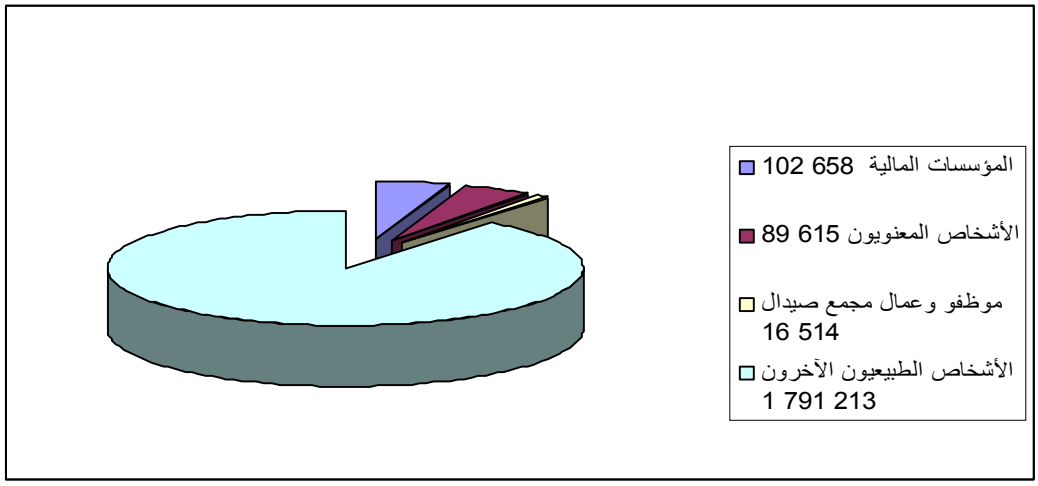
حيث يعكس التقسيم الابتدائي النسب المقدرة للأسهم والتي يتم الحصول عليها من طرف مختلف فئات المجتمع كحد أقصى، ويعكس التقسيم النهائي النسب الفعلية لكل فئة.

الجدول رقم 3-04: نتائج العرض العمومي لأسهم مجمع صيدال

الفئـــات	التقسيم الابتدائي		التقسيم النهائي	
	الأسهم	النسبة	عدد الأسهم	النسبة
المؤسسات المالية	600 000	30	102 658	5,13
الأشخاص المعنويون	600 000	30	89 615	4,48
موظفو وعمال مجمع صيدال	100 000	05	16 514	0,83
الأشخاص الطبيعيون الآخرون	700 000	35	1 791 213	89,56
المجمـــــوع	**2000 000**	**%100**	**2000 000**	**%100**

Source: La notice d'information1999, Art. Cit,P.7.

شكل رقم 3-03: نتائج التقسيم النهائي للعرض العمومي



المصدر: من إعداد الطالب

نلاحظ من خلال الجدول و الشكل أن المستثمرين الصغار (الأشخاص الطبيعيين) يمثلون أكثر من 1.791.000 سهم، بينما بلغ عدد الأسهم التي حازها عمال المجمع 16514 سهم و حدد متوسط عدد الأسهم لكل عامل بـ 40 سهم أما فيما يخص المؤسسات المالية فقد بلغ عدد الأسهم 102658 سهم، حيث حصل بنك القرض الشعبي الجزائري (CPA) على 30000 سهم أما شركة التأمين (CAAR) فقد حصلت على 12000 سهم.

المبحث الثاني: تقييم نشاط المجمع

عبر أكثر من ثلاثين سنة من الخبرة و التواجد الميداني، أصبح المجمع رائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر، حيث عمل على تحسين أدائه في جميع مجالات نشاطاته ، و هو حاليا يستحوذ على 26% من الحصة السوقية.

وسنعرض هذا المبحث الإنجازات التي حققها المجمع من خلال إستعراض و تقييم نشاط المجمع مند دخوله للبورصة أي خلال الفترة (1999-2009) وهذا من جانب الاستغلال ومن جانب الشراكة. كما سيعرض تقييما لأسهم المجمع في البورصة.

المطلب الأول: تقييم أداء المجمع من جانب الاستغلال

سيشمل تقييم المجمع من جانب الاستغلال التطورات الحاصلة في المبيعات الإنتاج واليد العاملة .

أولا. المبيعات : عرفت مبيعات المجمع سنة 2009 إنخفاض مقارنة بـ 2008 بمعدل 2 % حيث بلغت 9,5 مليار دج وهي تقل قليلا عن ما كان مسطر تحقيقه بـ 0.05% كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم(3-5) : مقارنة المبيعات المحققة مع المقدرة لسنة 2009

البيانات	المبيعات المحققة	المبيعات المقدرة	%نسبة التنفيد
الكمية 10^3 وحدة	119498	159281	% 75
القيمة 10^3 دج	9513280	12810037	% 74

Source : Rapport de Gestion ,groupe saidal , 2009, P.14.

نلاحظ من الجدول السابق أن الأهداف البيعية للمجمع خلال سنة 2009 لم تتحقق كليا ، و ذلك لوجود وفر من المخزون المتكدس وجب تصريفه في الوقت المحدد قبل إنتهاء صلاحيته، الأمر الذي جعل المجمع ينتهج سياسة تخفيض المنتجات و الإكتفاء ببيع المنتجات القديمة.

إلا أن المجمع يحقق في نسب معتبرة للمبيعات المحققة لسنة 2009 مقارنة مع السنوات السابقة من الدراسة، ويرجع ذلك إلى الديناميكية الموجودة على مستوى السوق إضافة إلى ما يلي :

- النوعية الجيدة الملاحظة للمنتوجات الجديدة.
- تقديم عدد مهم من المتوجات الجديدة.
- التنظيم المحكم.
- التنسيق والارتباط الجيد بين الإجراءات التجارية للتسويق والإنتاج.
- الوفرة الجيدة للمنتوجات النهائية.
- الموقع الجيد لمنتوجات صيدال.

ويمكن توزيع المبيعات المحققة سنة 2009 على المراكز التجارية وفق الجدول التالي :

جدول رقم (3–6) : توزيع المبيعات حسب المراكز التجارية

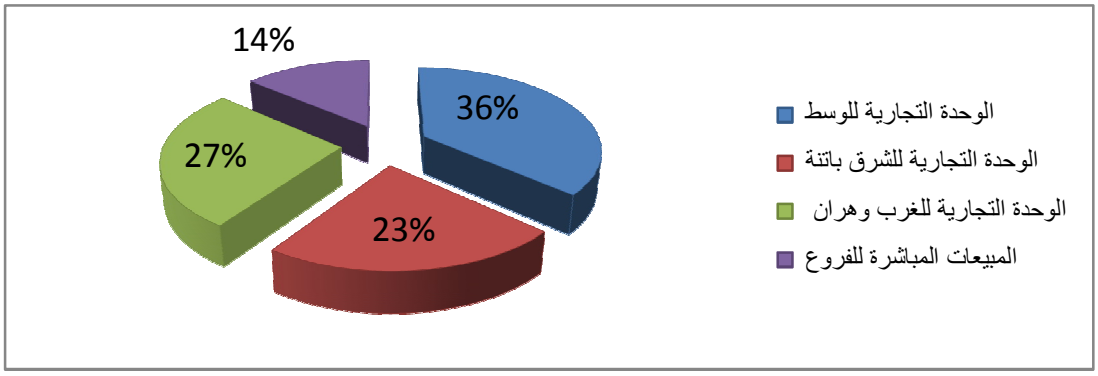
الوحدة (1000 دج)

البيـان	قيمة المبيعات
الوحدة التجارية للوسط	3483589
الوحدة التجارية للشرق باتنة	2175073
الوحدة التجارية للغرب وهران	2555199
مجموع مبيعات الوحدات التجارية	8213861
المبيعات المباشرة للفروع	1299419
إجمالي المبيعات	9513280

Source : Rapport de Gestion 2009 , Art. Cit , P.15.

كما يمكن التعبير عن المعلومات الموضحة في الجدول بالدائرة النسبية.

الشكل رقم (3–4) : توزيع مبيعات المجمع على المراكز التجارية



Source : Rapport de Gestion 2009 , Art. Cit, P.15.

يلاحظ من خلال الشكل والجدول بأن إجمالي المبيعات للمراكز التجارية 9,5 مليار دينار، وتأتي الوحدة التجارية للوسط في مقدمة المراكز التجارية من حيث قيمة المبيعات بقيمة 3,48 مليار دج وهو ما يعادل 36 % وقد انخفضت بـ 7 % مقارنة بسنة 2008 ، في حين بلغت المبيعات على مستوى الوحدة التجارية للغرب 2,5 مليار دينار بمعدل 27 % والتي إنخفضت مبيعاتها مقارنة بسنة2008 بـ 13 % وتأتي في الأخير الوحدة التجارية للشرق بقيمة مبيعات 2,1 مليار دج بنسبة 23 % والتي انخفضت هي الأخرى مقارنة بسنة 2008 ب 12 % .

أما فيما يخص توزيع المبيعات لسنة 2009 حسب الموردين أي الفروع فيمكن توضيحه من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (3–7): توزيع مبيعات المجمع حسب الموردين (الفروع)

الوحدة (1000 دج)

البيان	قيمة المبيعات	النسبة %
فرع بيوتيك	4355794	46
فرع فرمال	2601716	27
فرع أنتيبيوتيكال	2521103	27
المنتوجات المشتركة	34667	
إجمالي المبيعات	9513280	100

Source : Rapport de Gestion 2009 , Art. Cit , P.15.

يتضح من خلال الجدول بأن مبيعات فرع بيوتيك يأتي في المقدمة بنسبة 46 % والتي ارتفعت مقارنة بسنة 2008 ب 17.6%. ويرجع ذلك إلى تقديم هذا الفرع أكبر عدد من المنتوجات الصيدلانية الجديدة بالإضافة إلى أهمية هذه المنتوجات فقد وصل عدد المنتوجات الجديدة إلى 91 منتج جديد ، حيث لبت هذه التوليفة الاحتياجات الصيدلانية في عدة مجالات ، وبلغت مبيعات فرع فارمال إلى 2.6 مليار دج بمعدل 27 % وفي الأخير فرع أنتيبيوتيكال بمبلغ 25.2 ومعدل 27 % .

وبصفة عامة فقد شهدت مبيعات المجمع تطورا معتبرا خلال الفترة (1999–2009) ، بسبب السياسة الرشيدة لمجمع صيدال و محاولتها للتوسع لتصبح في مصافي شركات الأدوية العالمية. و سنستعرض في الجدول تطور مسيرة المبيعات لمجمع صيدال على مر السنوات المدروسة.

الجدول رقم (3-8) : تطور مبيعات مجمع صيدال خلال الفترة (1999- 2009)

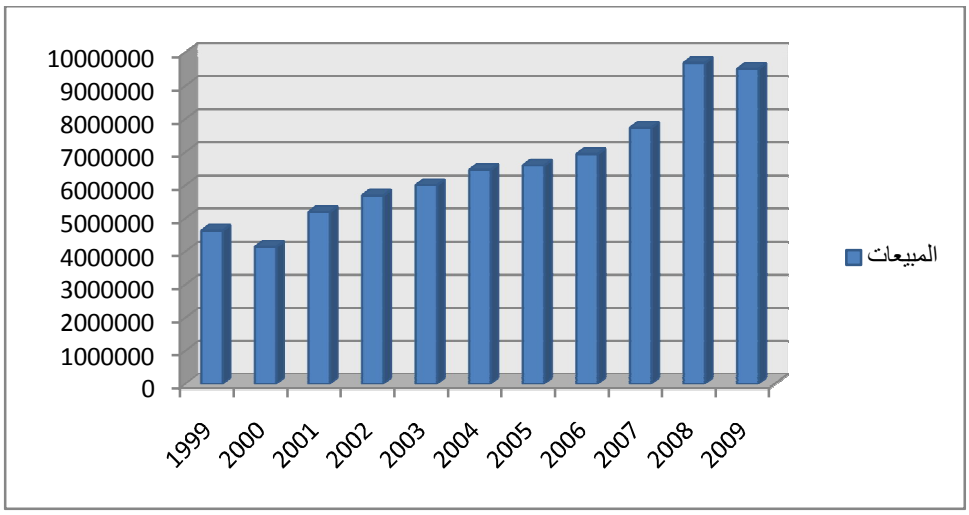
الوحدة (1000 دج)

السنة	المبلغ
1999	4630438
2000	4139512
2001	5190671
2002	5692414
2003	6003661
2004	6466188
2005	6596274
2006	6942750
2007	7735448
2008	9692772
2009	9513280

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

كما يمكن التعبير عن المعلومات الموضحة في الجدول في الشكل البياني التالي:

شكل رقم (3-5): تطور مبيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)



المصدر:من إعداد الطالب بناءا على التقارير المالية لمجمع صيدال

ومن خلال الجدول (3-8) يمكن استنتاج نسب تطور مبيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009) كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول رقم (3-9) : نسب تطور مبيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
نسبة التطور%	-	-10.6	25,4	9,7	5,5	7,7	2	5,3	11.4	25.3	-1.85

المصدر : من إعداد الطالب بناءا على التقارير المالية لمجمع صيدال

يلاحظ أن قيمة مبيعات المجمع قد تميزت عموما بالتطور المستمر خلال الفترة (1999-2009) قدر متوسطه 7.98% . ولكن يلاحظ أن هذا النمو يشهد نسب مختلفة كما يظهره الجدول (3-9) فقد كانت أكبر نسبة لتطور مبيعات المجمع 25,4% سنة 2001 بينما تتذبذب بين 2% إلى 9 % في السنوات 2002 إلى 2006 لترتفع نسبة تطور المبيعات سنتي 2007-2008 بـ 11% ، 20,2 % على التوالي ويرجع ذلك للأسباب السابقة الذكر بالإضافة إلى محاولة المجمع تغطية أكبر حجم من سوق الدواء في الجزائر التي وصلت إلى 27 % في حين تسيطر شركات الأدوية الفرنسية والايطالية والاسبانية والأردنية والسويسرية على أزيد من 70 % من سوق الأدوية الجزائرية من حيث الكمية بإجمالي 3265 دواء مسجل في الفترة بين 1997 و31 ديسمبر 2009 .

ثانيا. الإنتاج: عرفت قيمة الإنتاج ارتفاعا في سنة 2009 يزيد عن 11% مقارنة مع 2008 سنة و هذه الأخيرة تزيد عن سابقتها سنة 2007 بـ 33% .كما إرتفعت كمية الإنتاج لسنة 2008 على سنة 2007 ب 5 % في حين انخفضت الكمية بـ 2 % وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (3-10) : مقارنة الإنتاج المحقق لسنة 2009 بإنتاج سنة2008 و 2007

البيـان	الإنتاج المحقق 2007	الإنتاج المحقق 2008	الإنتاج المحقق 2009
الكمية (1000 وحدة بيع)	135141	133025	139988
القيمة (1000 دج)	6887550	9193809	10167766

Source : Rapport de Gestion 2009 , Art. Cit , P.21.

وترجع هذه الزيادة في الإنتاج إلى استطاعة المجمع في طرح منتوجات ذات قيمة تجارية أعلى مقارنة بالمنتوجات القديمة، و في سنة 2009 عرف الإنتاج المحقق إنخفاض عن ما كان مسطر له أو المستهدف نتيجة سعي المجمع للتخلص من المخزونات المكدسة قبل إقتراب ميعاد نهاية صلاحيتها وهو ما يوضحه الجدول أدناه :

جدول رقم (3–11) : مقارنة الإنتاج المحقق مع المقدر لسنة 2008

البيان	الإنتاج المقدر	الإنتاج المحقق	السنة
الكمية (1000وحدة)	130959	133025	% 102
القيمة (1000 دج)	6863903	9193809	% 134

Source : Rapport de Gestion 2008 , Art. Cit , P.21.

بالنسبة لمساهمة الفروع في الإنتاج فقد تمكن فرع بيوتيك من إنتاج أكبر كمية مقارنة بالفروع الأخرى حيث قدرت بـ 45 مليون وحدة بيع أي مايعادل 32.14 % و هي نسبة منخفظة إذا ما قورنت بسنة 2008 ، حيث قدر الإنتاج في هذا الفرع بـ 45.8 مليون وحدة بيع بمعدل 36 % . في حين ساهم كل من فرع فارمال و أنتيبيوتيكال في إنتاج سنة 2009 بـ 34.5 %، 33.33 % ، على التوالي وإذا ما قورنت هذه النتائج بسنة 2008 ، فقد إرتفع الإنتاج على مستوى أنتيبيوتيكال بقدار بـ 6 مليون وحدة منتجة ، في حين ارتفع الإنتاج على مستوى فرع فارمال بـ 1 مليون وحدة منجة .

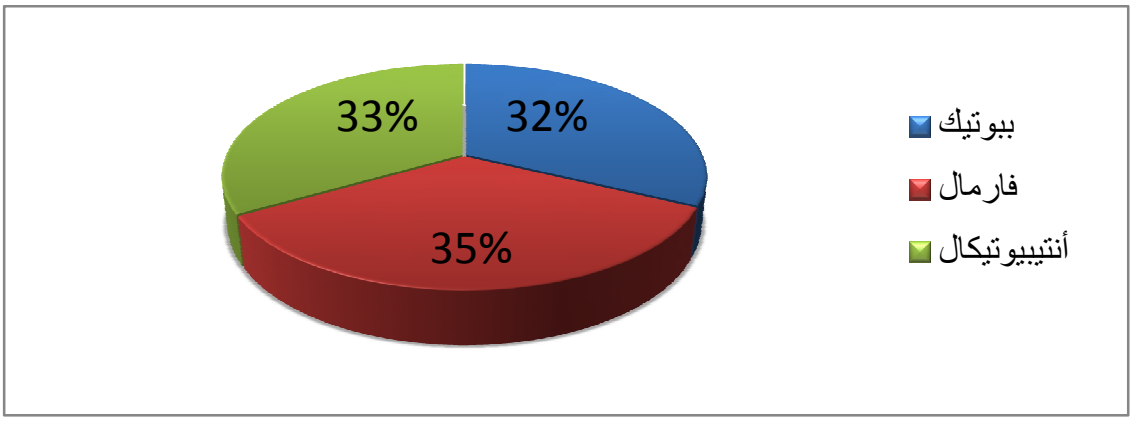
الجدول (3–12) والشكل (3–6) يوضح توزيع الإنتاج لسنة 2009 حسب الفروع .

جدول رقم (3–12) : توزيع الإنتاج حسب الفروع لسنة 2009

الفروع	كمية الإنتاج (1000 وحدة)	قيمة الإنتاج (1000 دج)
ببوتيك	44998	5138539
فارمال	48360	2639866
أنتيبيوتيكال	46630	2389371
إجمالي الإنتاج	139988	10167766

Source : Rapport de Gestion 2009 , Art. Cit , P.17.

شكل رقم (3-6) : توزيع إنتاج المجمع حسب الفروع



المصدر : من إعداد الطالب

كما يمكن توضيح تطور الإنتاج خلال الفترة (1999-2009) في الجدول التالي:

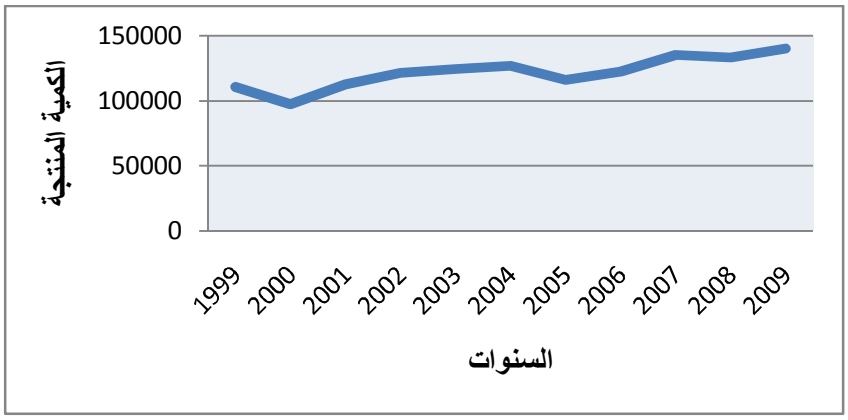
جدول رقم (3-13) : تطور الإنتاج خلال الفترة (1999-2009)

السنوات	الكمية (1000) وحدة	القيمة (1000 دج)
1999	110313	-
2000	97287	3656490
2001	112509	4480913
2002	121111	4827116
2003	124371	5230655
2004	126517	6152464
2005	115897	5596274
2006	122344	6096963
2007	135141	6887550
2008	133025	9193809
2009	139988	10167766

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

ويمكن تمثيل بيانات الجدول في الشكل التالي :

شكل رقم(3-7) : تطور إنتاج المجمع خلال الفترة (1999-2008)



المصدر : من إعداد الطالب بناءا على التقارير المالية لمجمع صيدال

يلاحظ من خلال الجدول بأن الإنتاج في ارتفاع مستمر خلال الفترة (1999-2009) باستثناء سنتي 2000 و 2005، حيث انخفض بشكل كبير من 126 مليون وحدة إلى 115 مليون وحدة سنة 2005 ، و انخفض في سنة 2008 بـ 2 مليون وحدة فقط مقارنة بسنة 2007 نتيجة تصريف المجمع للمخزونات الراكدة قبل إنتهاء صلاحيتها و تكبدها خسائر .

ثالثا. الموارد البشرية : يمثل رأس المال البشري القوة والثروة الرئيسية لمجمع صيدال كونه يؤدي إلى دفع أدائه ويكسبه الموقع القوي في السوق وهو ما يستدعي الاهتمام بهذا المورد وتحسين أدائه .

قدر عدد مستخدمي المجمع في نهاية 2009 بـ4559 عامل، بزيادة تقدر بـ 2 % مقارنة بسنة 2008 أي 89 عامل. وعموما فقد تميز مجمع صيدال بزيادة عدد مستخدميه من سنة لأخرى ، و نلاحظ أن نسبة التوظيف للصنفين أعوان الحكم و الإطارات يستحوذان على الغالبية في عدد الأعوان الموضفين ، و هذا راجع لطبيعة نشاط المجمع الذي يشترط نسبة كفاءة عالية و اليد العاملة المؤهلة. والجدول التالي يبين تطور عمال المجمع خلال الفترة (2006-2008) .

الجدول (3-14) : تطور عدد عمال المجمع خلال الفترة 2006-2009

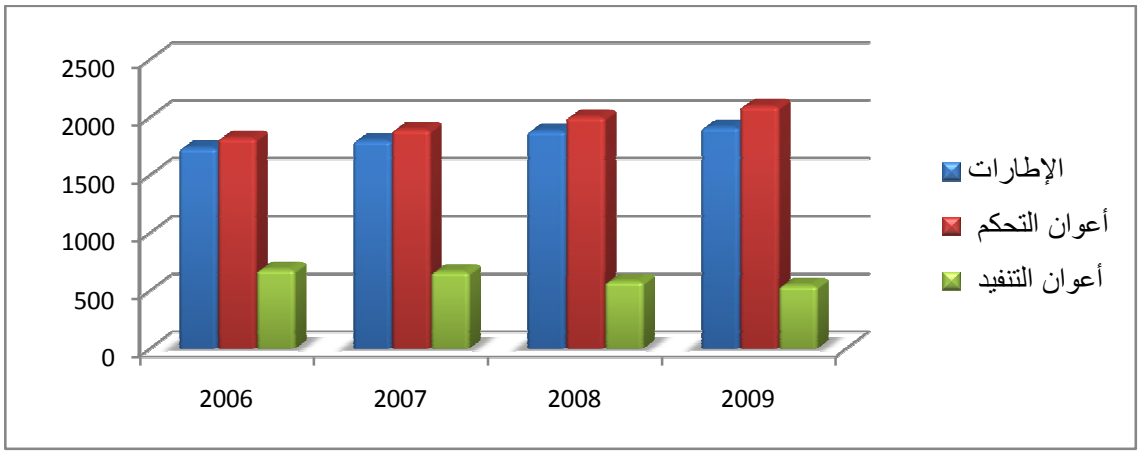
أصناف العمال / السنوات	2006	2007	النسبة المؤوية	2008	النسبة المؤوية	2009	النسبة المؤوية
الإطارات	1737	1801	4	1883	5	1915	1.7
أعوان التحكم	1821	1896	3	2004	6	2097	4.6
أعوان التنفيد	685	666	1	583	- 12	547	-6
المجموع	4243	4363	3	4470	2	4559	2

Source : Rapport de Gestion 2007 , Groupe Saidal , P.17.

Rapport de Gestion 2008 , Art. Cit , P.27. et Rapport de Gestion 2009 , Art, Cit , P.23.

ويمكن تمثيل بيانات الجدول أعلاه في التمثيل البياني التالي :

شكل رقم (3-8) :تطور عدد عمال المجمع لفترة (2006-2009)



المصدر : من إعداد الطالب بناءا على التقارير المالية لمجمع صيدال

وقد بلغت مصاريف العمال لسنة 2009 ما مقداره 2925 مليون دينار جزائري 2008 ، 2630 مليون دج بزيادة تقدر بـ 7 % مقارنة بسنة2007 التي بلغت 2454 مليون والتي تزيد بدورها عن سنة 2006 بـ 16 % وهده الزيادة ترجع للأسباب التالية[1]:

- المكافآت نتيجة إرتفاع رقم الأعمال والإنتاج .
- ارتفاع عدد العمال .
- علاوات تشجيعية للعمال نتيجة النتائج الإيجابية المحققة.

المطلب الثاني: تقييم أداء المجمع من جانب الشراكة والصادرات

أولا. إتفاقيات الشراكة : سمحت اتفاقيات الشراكة التي أبرمها مجمع صيدال مع المخابر الأجنبية ببناء قاعدة للإنتاج المشترك وتبادل الخبرات مع المخابر الأجنبية ودلك من خلال :

- تأهيل وعصرنة وسائل الإنتاج .
- تخفيض تكلفة الأدوية المستوردة بإنتاجها محليا .
- تكوين العمال وتأهيلهم في مجال الإنتاج ومراقبة النوعية .
- توسيع قائمة منتجاته بتخصصات صيدلانية جديدة .
- بلوغ حجم أمثل وبأقل التكاليف الممكنة .

وفي هذا الصدد يبرم مجمع صيدال نوعين من الاتفاقيات :

1. اتفاقيات joint–ventures [2]: وفقا لهده الاتفاقيات تتعاقد صيدال مع المخابر الأجنبية بهدف إنشاء وحدات لإنتاج الأدوية بالجزائر لصالح هده المخابر مع ضمان صيدال الاستفادة من الخبرات والتكنولوجيا الأجنبية وتتمثل أهم الاتفاقيات المبرمة بين مجمع صيدال والشركاء الأجانب فيما يلي :

- صيدال – المجمع الصيدلاني الأوروبي GPE: تم توقيع الإتفاق في سبتمبر 1998 ويهدف إلى تنويع مصادر التموين وتوسيع تشكيلة منتجاتها على مستوى السوق الوطنية ، ونتيجة لهدا الاتفاق تم إنشاء وحدة إنتاج بالجزائر – somedial – بطاقة إنتاجية تقدر بـ19 مليون وحدة بيع وبتكلفة تقدر بـ128 مليون دج وساهمت صيدال بـ 30 % .

1- Rapport de Gestion 2008 , Art. Cit , P.28.

[2] مقابلة مع الدكتورة فطوم أقاسم، مديرة الشراكة والصادرات بمجمع صيدال.

- صيدال بفايزر phizer : تم توقيع الاتفاق في سبتمبر 1998 وقدرت تكلفة الاستثمار 912 مليون دج منها 30 % لمجمع صيدال بهدف إنتاج حوالي مليون وحدة بيع تتمثل خاصة في الحبوب الجافة والتي تختص فايزر بإنتاجها .
- صيدال نوفونورديسك novo.nordisk : تهدف هده الاتفاقية إلى إنشاء وحدة لإنتاج مادة الأنسولين ، حيث قدر رأس مال المستثمر 132 مليون دج وبطاقة إنتاجية تقدر 33,7 مليون وحدة بيع وبقائمة منتجات تصل 75 نوعا صيدلانيا من بينها مضادات السرطان،ومادة الأنسولين التي تم أنتاجها لأول مرة في الجزائر، تقدر مساهمة صيدال ب10%.
- صيدال– أكديما acdima :أكديما هي مؤسسة متخصصة في الإنتاج الصيدلاني تابعة لجامعة الدول العربية، تضم عشرون دولة مساهمة ويرمي الاتفاق إلى إنشاء وحدة إنتاج للحقن بنحو 17 مليون وحدة بيع سنويا وبتكلفة تقدر ب18 مليون دولار وتم توقيع الاتفاق في ماي 1999 .
- صيدال – ميداكتا medacta : أنشأت بموجب هده الاتفاقية مؤسسة الحقوق الجزائرية التي تسمى "samed" في نوفمبر2000 حيث تملك هده المؤسسة رأس مال يقدر ب129 مليون دولار مقسم بين المؤسستين ميداكتا 50% ، صيدال 50 % .
- صيدال – taphco : انبثق عن هدا العقد إنشاء شركة تاسلي للصيدلة (tassli) والتي تختص في إنتاج أدوية العيون ومنتجات الحقون وتمتلك هده الشركة رأس مال يقدر ب656 مليون دج بمساهمة 35 % من طرف مجمع صيدال وتم توقيع هده الاتفاقية في ماي 1999 .
- صيدال – aventis pharma : تم توقيع الاتفاق في سبتمبر 1998 برأسمال قدره 200 مليون دج بطاقة إنتاجية تصل إلى 20 مليون وحدة بيع بمساهمة مجمع صيدال 30 % .
- صيدال – joras : تم توقيع الاتفاق في ماي 1999يقدر رأسمال المستثمر 120 مليون دج وساهمت صيدال ب 30 % .
- صيدال–solupharm:تم توقيع الاتفاق في مارس 2004 برأسمال قدره 150مليون دج وقدرت مساهمة صيدال ب35% .

إضافة إلى إبرام المجمع لثلاثة عقود رئيسية إستراتيجية مؤخرا مع مخابر دولة كوبا لتطوير الصناعة الصيدلانية بالجزائر مع تمكين الأدوية الجزائرية من ولوج السوق الكوبية وهي الخطوة التي جسدها الفريق الجزائري من مجمع صيدال وبقيادة وزير الصناعة وترقية الاستثمارات الذي زار كوبا في الفترة مابين 3 و10 أكتوبر 2009 تنفيذا لخطة

الرئيس بوتفليقة الرامية إلى ضرورة الاستفادة من الخبرة الكوبية في المجال الصحي وصناعة الأدوية واللقاحات لما تمتلكه من خبرة تمتد لسنوات وتعتبر من الدول الرائدة.[1]

2. اتفاقيات Façonnage : وفقا لهذا الاتفاق تتولى صيدال صنع الأدوية في مخابرها الخاصة بتوفير المواد الأولية من المؤسسات المتعاقدة معها ومن أهم المخابر التي أقدمت على عقد مثل هده الاتفاقيات – التي تعتبر مخابر جزائرية باستثناء مخبر Sanofi الفرنسي ودار الدواء الأردنية – نورها كما يلي: [2]

- GENRIC LAB
- SOLUPHARM
- AGD PHRM
- PERMED PHARM
- ABD
- LAM

وفي إطار هذا النوع من الاتفاقيات وصل الإنتاج لسنة 2008 ، 07 مليون وحدة بيع بقيمة 170 مليون دج بمعدل تحقيق 115% كمية ، 112 % قيمة مقارنة بما كان مسطر .

ثانيا – الصادرات : لقد احتل مجمع صيدال مؤخرا مكانة هامة في مجال الإنتاج الصيدلاني على مستوى الوطني والدولي حيث امتد نشاطه ليشمل عمليات التصدير إلى كل: [3]

- الدول الإفريقية : تشاد ، سنغال نيجر ، بوركينافاسو ، نيجر ،زمبابوي.
- الدول العربية: اليمن، العراق، ليبيا.
- الدول الأوروبية : ايطاليا .

وصلت قيمة الصادرات لسنة 2007 ، 22 مليون دج وإلى 17.5 مليون دج سنة 2008 ، و واصل المجمع في الرفع من صادراته سنة 2009 إلى حوالي 31.60 مليون دينار كما يوضحه الجدول التالي :

[1] ب.عجاج ، ابرام ثلاثة عقود استراتيجية لتطوير الصناعة الصيدلانية محليا وتصدير الدواء لكوبا ،مقال بجريدة الشروق ،العدد:2749 ،22 أكتوبر 2009 ، ص: 7 .

[2] مقابلة مع الدكتورة فطوم أقاسم ، مديرة الشراكة والصادرات بمجمع صيدال .

[3] – وثيقة إعلامية صادرة عن مجمع صيدال 2009 لسنة 2009.

جدول رقم(3-15) : صادرات مجمع صيدال للفترة 2007 ، 2008 ، 2009

الدولة	سنة 2007		سنة 2008		سنة 2009	
	قيمة الصادرات (1000 دج)	عدد عمليات التصدير	قيمة الصادرات (1000 دج)	أنواع الأدوية المصدرة	قيمة الصادرات (1000 دج)	أنواع الأدوية المصدرة
سنغال	840	01	4011	04	4399	02
نيجر	7533	06	7082	68	18881	78
بوركينا فاسو	4253	02	2188	01		
يمن	3770	01	4227	04	911	04
ليبيا	4358	03			7408	32
كونغو	103	01				
تشاد	1122	01				
المجموع	21979	15	17508	77	31599	116

Source : Rapport de Gestion 2007, Art. Cit , P.17 .
Rapport de Gestion 2008, Art. Cit , P.18.
Rapport de Gestion 2008, Art. Cit , P.15.

المطلب الثالث: أداء أسهم المجمع في البورصة

نتج عن أول تسعير لأسهم المجمع في البورصة زيادة معتبرة في قيمة السهم من 800 إلى 825 والتي تعتبر أكبر قيمة وصل لها سهم مجمع صيدال حيث انخفض في نهاية سنة 1999 إلى 812 دج ، ليصل في نهاية سنة 2009 إلى 385 دج ، ويمكن تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2009 في الجدول (3-16) و(3-17) و الشكل (3-9).

جدول رقم (3-16) : تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2008

التاريخ	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
السعر	400	410	410	410	401	380	395	380	380	385	380	380

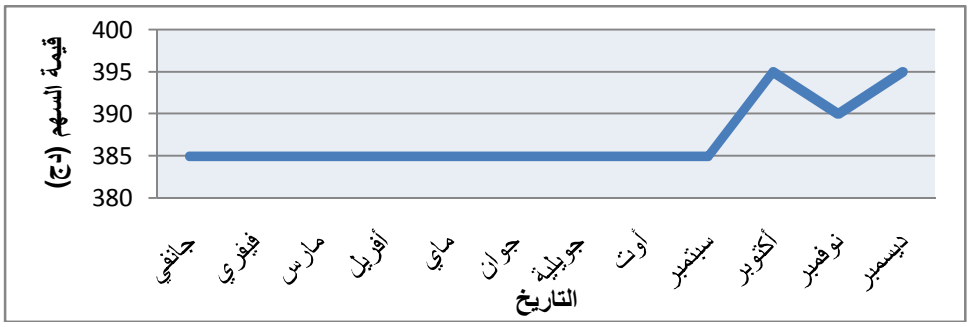
المصدر : http://www.sgbv.dz/historique-ar.php?code=SAI&ann=1999-01-01&ann1=2009-01-01. يوم :2013/02/01

جدول رقم (3-17) : تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2009

التاريخ	جانفي	فيفري	مارس	أفريل	ماي	جوان	جويلية	أوت	سبتمبر	أكتوبر	نوفمبر	ديسمبر
السعر	385	385	385	385	385	385	385	385	385	395	390	395

المصدر : http://www.sgbv.dz/historique-ar.php?code=SAI&ann=1999-01-01&ann1=2009-01-01. يوم :2013/02/01

شكل رقم (3–9) : تطور تسعير أسهم المجمع خلال سنة 2009



المصدر : من إعداد الطالب

ويمكن أن نوضح بشكل مفصل التغيرات التي طرأت على سهم صيدال خلال سنة 2009 وذلك في تواريخ محددة ، حيث حدد سعر السهم في الثالث من جانفي سنة 2009 بـ 385 دج ليصل في 22 ديسمبر 2009 إلى 395 أي بقيمة متوسطة 387 دج ، و شهد معدل نمو 2 % خلال هذه السنة ، إستمر سعر سهم صيدال ثابت لمدة 9 أشهر الأولى بقيمة 385 دج ثم إرتفع في شهر أكتوبر ليصل 395 دج.

عموما تميزت القيمة السوقية لأسهم المجمع منذ سنة 1999 بالانخفاض ولم تشهد أي سنة ارتفاع القيمة السوقية أكثر من 812 دج وهي القيمة السوقية لسهم صيدال في نهاية سنة 1999 التي تعتبر أكبر قيمة وصل لها السهم مقارنة بالسنوات الأخرى حيث وصل سنة 2009 إلى 385 بمعدل انخفاض 54 % مقارنة بسنة 1999 . كما يوضحه الجدول (3–18) والشكل (3–10).

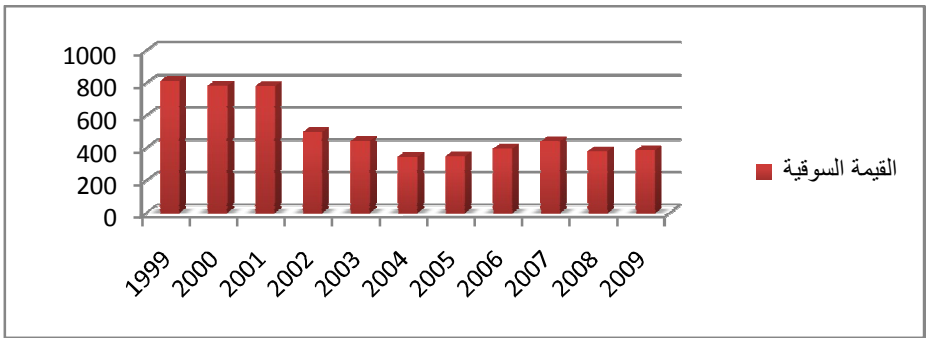
جدول رقم (3–18) :القيمة السوقية لأسهم صيدال خلال الفترة (1999– 2009)

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
القيمة السوقية	812	784	779	498	442	346	349	395	440	380	385

المصدر : .http://www.sgbv.dz/historique-ar.php?code=SAI&ann=1999-09-13&ann1=2009-12-30

يوم :2013/02/01

شكل رقم (3-10) :القيمة السوقية لأسهم المجمع خلال الفترة (1999-2008)



المصدر: من إعداد الطالب بناءا على التقارير المالية لمجمع صيدال

تحسن أداء المجمع في السنوات الأخيرة وذلك من خلال رقم أعمال وحجم الإنتاج المتزايدين بالإضافة إلى تكثيف الجهود المبذولة في إطار تكوين العاملين على مستوى المجمع ، الأمر الذي أدى إلى استحواذ المجمع مكانة هامة في السوق الوطني والخارجي من خلال توسيع صادراته واتفاقيات الشراكة ، لكن هذا كله لم يمنع من تدهور أسهم المجمع في البورصة وهذا بسبب ضعف نشاط السهم من جهة ونقص ثقافة البورصة لدى المجتمع الجزائري. و الأمر نفسه ينطبق على توزيعات الأسهم ، و هذا ما هو موضح في الجدول التالي.

جدول رقم (3-19) : نصيب السهم من توزيعات المجمع خلال الفترة (1999-2009)

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
التوزيع	36	20	40	9	24	20	20	23	11	35	35

المصدر : مقابلة مع السيد سفيان بغدالي ، المسئول المكلف بالبورصة بمجمع صيدال

المبحث الثالث: واقع الهيكل التمويلي و العائد و المخاطر المالية في مجمع صيدال

تسعى الإدارة المالية في المؤسسة إلى تحديد المزيج الملائم لمصادر التمويل و نسبة مساهمته في تمويل إلى أصول المؤسسة من خلال إتخاذ قرارات صائبة بناءا على عدة مؤشرات مالية.

تعتبر قرارات التمويل من القرارات المعقدة و الحساسة التي يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة و متأنية، و ذلك لأن عملية إتخاذ القرار المالي سواء كان تمويل هيكل المؤسسة بالأموال الممتلكة أو بالإستدانة، لأنه يترتب عليها نتائج هامة قد تكون مصيرية أيضا في حياة المؤسسة سواء بالإيجاب إذا كان التوفيق في إختيار المصادر المناسبة التي تسهم في رفع القيمة السوقية للمؤسسة، أو بالسلب إذا كان يترتب عليها إرتفاع تكلفة المصادر التمويلة الأخرى و كذا درجة المخاطر. و نظرا لتعدد المخاطر التي تواجه المؤسسة و تنوع مصادرها و طرق حسابها ، سنكتفي

في هذا المبحث بدراسة المخاطر المالية فقط الناتجة عن إستعمال التكاليف التمويلية الثابتة، و هي الإسقاط المباشر للقرارات التمويلية المتخذة.

المطلب الأول: واقع قرار التمويل بالملكية في مجمع صيدال

تساهم الأموال الممتلكة من طرف المجمع بنسب هامة تدعم من خلالها توفير الإحتياجات المتزايدة لأصول المجمع، و هو ما توضحه أرقام الدراسة من سنة 1999 إلى غاية 2009 في القسم العلوي من جانب الخصوم في الميزانية المحاسبية لمجمع صيدال.

أولا– مساهمة أموال الملكية في تمويل مجموع الأصول:

يقدم هذا المؤشر مدى تمويل المؤسسة أصولها من مصادر داخلية و مساهمة ملاكها، إرتفاع هذا المؤشر يعطي دفع من الأمان و الإستقلالية و التوسع في الإستدانة.

يحتل التمويل عن طريق أموال الملكية حيزا كبيرا ضمن الهيكل التمويلي لمجمع صيدال فيقدر بمعدل متوسط خلال الفترة (**1999 – 2009**) بـ **50%** و يتضح ذلك من خلال محاولة المجمع رفع من حجم الإحتياطات، كانت نسبته أكثر من النصف من مقدار الهيكل المالي في ثلاث سنوات الأولى من الفترة المدروسة (**1999 – 2001**)، و لكن بعد ذلك تراجع بصفة محسوسة عن معدل 50 %، إلى أنه في سنة 2009 تخطى هذا الحاجز بسبب زيادة نسبة الإحتياطات عن السنة السابقة بـ 27%. و أيضا شهدت قيمها نزول بسيط في سنة 2001 و 2002 مقارنة مع السنتين الماضيتين، و هذه الأخيرة أي سنة 2002 وصلت عندها قيمة الأموال الممتلكة للمجمع لأدنى قيمة، لكن ما لبثت إلا أن بدأت في السنة المقبلة مباشرة في الإرتفاع، حيث حافظت على هذا الإرتفاع لغاية السنة الأخيرة من الدراسة، و نستعرض من خلال الجدول رقم 3-20 تطور نسبة مساهمة الأموال الملكية في الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة.

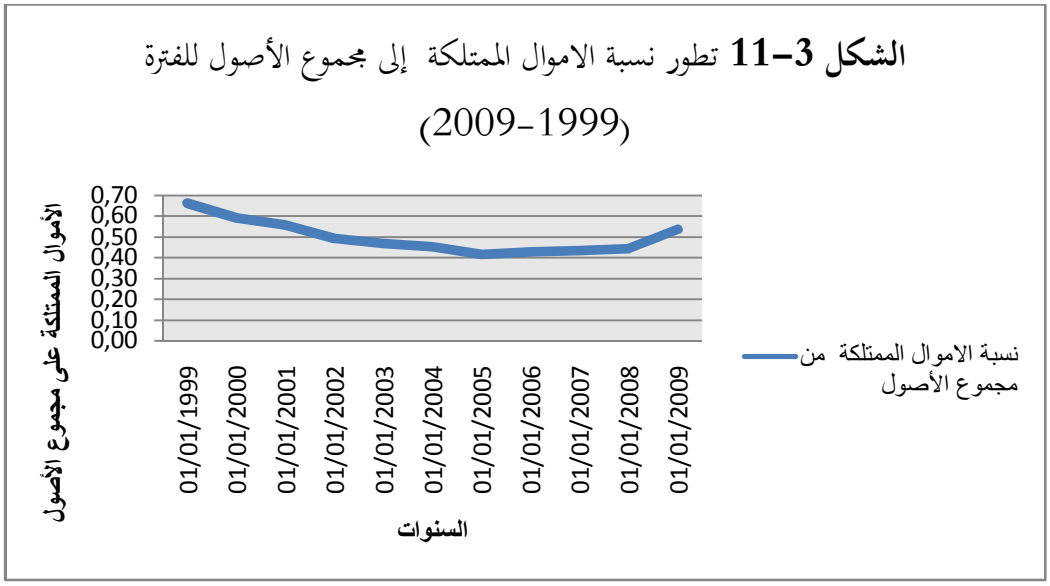
الجدول رقم 3–20 تطور نسبة مساهمة الأموال الملكية في تمويل الأصول لمجمع صيدال خلال الفترة (1999 – 2009)

السنوات	الأموال الممتلكة	نسبة الاموال الممتلكة من مجموع الأصول
31/12/1999	6417686553	0,66
31/12/2000	6248185491	0,59
31/12/2001	5776104950	0,56
31/12/2002	5396898938	0,49
31/12/2003	5455505165	0,47
31/12/2004	5665062698	0,45
31/12/2005	5771991416	0,42
31/12/2006	5906738853	0,43
31/12/2007	6143335024	0,43
31/12/2008	6984405510	0,44
31/12/2009	8753895027	0,53

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

و الشكل التالي يوضح اكثر تطور مساهمة الأموال الملكية في تمويل الأصول لمجمع صيدال.

الشكل 3-11 تطور نسبة الاموال الممتلكة إلى مجموع الأصول للفترة (2009-1999)



المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

ثانيا – تركيبة أموال الملكية لمجمع صيدال خلال الفترة (1999 – 2009):

في البداية يمكن القول أن الأموال الخاصة تتميز بالتنوع من حيث مصادرها، القدر الذي يسهم في الرفع من قيمة الأموال الممتلكة مقارنة بالتمويل الإجمالي لأصول المجمع.

و سنتعرف على تركيبة الأموال المملوكة لمجموعة صيدال الموجودة في الجدول التالي على مر إحدى عشر سنة لنأخذ صورة واضحة عن المصادر المختلفة للأموال الممتلكة و نسبة كل مصدر فيها، و مدى تطورها عبر السنوات المدروسة.

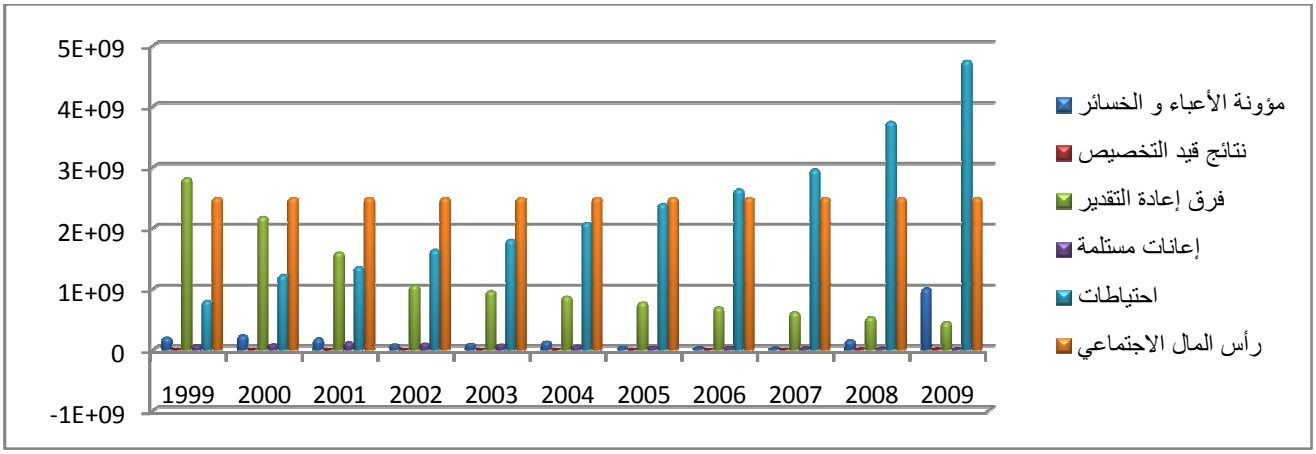
الجدول رقم 3-21: تطور مكونات رأس المال الممتلك لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

البيانات	رأس المال الاجتماعي	احتياطات	إعانات مستلمة	فرق إعادة التقدير	نتائج قيد التخصيص	مؤونة الأعباء و الخسائر	المجموع
1999	2500000000	809646772	73264008	2825612556	4290101	204873116	6417686553
2000	2500000000	1230545701	86814023	2187477824	4365152	238982791	6248185941
2001	2500000000	1363965241	122189118	1604425859	-2309468	187834200	5776104950
2002	2500000000	1643867382	104089178	1060796239	3139746	85006392	5396898938
2003	2500000000	1809090987	83498925	966557107	0	96358146	5455505165
2004	2500000000	2092267299	60801232	874877162	0	137117075	5665062698
2005	2500000000	2399105275	44792164	782200651	0	44893326	5771991416
2006	2500000000	2639810634	33620085	701696904	3019848	28591382	5906738853
2007	2500000000	2965513404	27699329	620193156	5887289	24041846	6143335024
2008	2500000000	3748155983	21647668	538689409	13965064	161947368	6984405510
2009	2500000000	4756724167	15666223	457264505	15288296	1008951836	8753895027

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

كما يمكن تمثيل تطور مساهمة مكونات رأس المال الممتلك في مجموع الأموال المملوكة من طرف المجمع خلال سنوات الدراسة في الشكل البياني التالي:

شكل رقم(3-12): تطور الأموال الممتلكة للمجمع خلال الفترة (1999-2008)



المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

1. رأس المال الإجتماعي:

يتضح من الجدول أن رأس المال الإجتماعي لمجع صيدال خلال الفترة (1999-2009) تتميز بالثبات التام. يتكون رأس المال الإجتماعي من عشرة ملايين سهم عادي، القيمة الإسمية للسهم الواحد تساوي 250 دينار جزائري. علما أن 80 % من رأس المال الإجتماعي للمجمع تعود ملكيتها إلى المؤسسة العمومية القابضة للكمياء و الصيدلة، أما 20 % الباقية تعود ملكيتها إلى مجموعة من المساهمين.

2. الإحتياطات

تمثل إحتياطات الأرباح الموضوعة تحت تصرف المؤسسة و التي لم تدمج ضمن رأس المال الإجتماعي، و يتضح من الجدول أن إدارة مجمع صيدال تولي إهتمام كبير بقيمة الإحتياطات من خلال قيمها العالية جدا في الهيكل المالي للمجمع، حيث نجد معدل نموها في تزايد مطرد في السنوات المدروسة، حيث إرتفعت بحوالي خمسة أضعاف من الفترة (1999-2009). تشكل الإحتياطات نسب هامة مقارنة مع رأس المال الإجتماعي، ففي سنة 1999 تشكل 32.38 % فقط ثم شهدت إرتفاع كبير مقابل ثبات قيمة رأس المال الإجتماعي، حيث قاربت 200% مقدار رأس المال الإجتماعي سنة 2009، و يعزى هذا الإرتفاع إلى إرتفاع النتائج الصافية المحققة للمجمع، و لهذا تعتبر الإحتياطات المسبب الرئيسي في تشكيل أموال الملكية لمجع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

3. القدرة على التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل في المؤسسة الإقتصادية، نظرا للإمتيازات العديدة التي يمنحها هذا المصدر، و مجمع صيدال أولى أهمية كبيرة بتعزيز قدرته على التمويل خلال الفترة (1999-2009)، و هذا ما يمكن ملاحظته في الجدول 3-22 و الذي يوضح تطور قدرة التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة المدروسة.

جدول رقم 3-22: تطور قدرة التمويل الذاتي لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

البيان	النتيجة الصافية	مخصصات الإهتلاك و المؤونات	قدرة التمويل الذاتي	نسبة النمو
1999	721774513	204873116	926647629	-
2000	271109220	238982791	510092011	%45-
2001	379810901	187834200	567645101	%11.3
2002	187339237	85006392	272345629	%52-
2003	482290897	96358146	578649043	%112.5
2004	456231457	137117075	593348532	%2.50
2005	430555201	44893326	475448527	%19.9-
2006	547483833	28591382	576075215	%21.2
2007	872149771	24041846	896191617	%55.6
2008	1346638302	161947368	1508585670	%68.3
2009	2560637476	1008951836	3569589312	%136.6

المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

يظهر من الجدول رقم 3-22 أن قيم قدرة المجمع على التمويل الذاتي عرفت إرتفاع ملحوظ خلال الفترة المدروسة، بمعدل متوسط نمو 29.1% للسنة، و هذا راجع بصفة أساسية إلى إرتفاع النتائج الصافية المحققة من قبل المجمع، إلا أنه شهد في بعض السنوات تراجع في معدلات النمو بسبب التوسعات و إتفاقيات الشراكة الأجنبية لإنشاء إستثمارات ضخمة و بالتالي تزايد الإحتياجات الإستثمارية و التشغيلية على حد سواء.

شهدت قدرة المجمع على التمويل أكبر مستوياتها في السنتين الأخيرتين من الدراسة بسبب تزايد قيمة النتيجة الصافية و مخصصات الإهتلاك، بالرغم أنه من المفروض أن يكون حجم الإهتلاكات ثابت من سنة لأخرى بإعتبار أن المجمع يطبق طريقة الإهتلاك الخطي، إلا أننا نلاحظ تزايد مستمر لحجم هذه الأقساط من سنة لأخرى، حيث بلغ متوسط إرتفاع حجم الإهتلاكات و المؤونات في المجمع خلال فترة المدروسة أكثر من 97.30%، و هذا راجع بالأساس إلى سياسة إدارة المجمع التوسعية التي تعمل على البحث و التطوير من جهة و كذا التوسع في الإنتاج و التوزيع من جهة أخرى، حيث شهد المجمع إنشاء وحدات و إقتناء تجهيزات إنتاجية جديدة، إضافة إلى تحديث مراكز القديمة.

المطلب الثاني: واقع الإستدانة في مجمع صيدال

نظرا لعدم قدرة أموال الملكية وحدها على تلبية مختلف الإحتياجات المالية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (1999- 2009) ما دفع بإدارة المجمع إلى اللجوء لطلب موارد خارجية إضافية تتمثل في أموال الإستدانة، و بالرغم من تنوع أشكال الإستدانة إلا أن المجمع يقتصر في التمويل بالإستدانة على القروض المصرفية متوسطة و طويلة الأجل، و كذلك القروض المصرفية قصيرة الأجل.

أولا – مساهمة أموال الإستدانة في تمويل مجموع الأصول:

يعبر هذا المؤشر عن المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الإعتماد على أموال الغير في تمويل إحتياجاتها، و يهتم الملاك بمدى هذه النسبة لأنها مثلما تحمل عوائد كإنخفاض تكلفتها وتؤدي إلى تحقيق مزيد من الوفورات الضريبية، إلا أن زيادتها يحمل المؤسسة فوائد ضريبية أكثر، وإذا ما فشلت في الوفاء بتلك الإلتزامات فيؤدي بها الأمر حتما إلى الإفلاس.

يعتمد مجمع صيدال بصفة كبيرة على أموال الإستدانة لتلبية إحتياجاته المتزايدة التي كانت نتاج السياسة التوسعية التي إنتهجتها إدارة المجمع، وهو ما توضحه القيم المتزايدة للديون من سنة لأخرى، وشكلت نسبة التمويل بالإستدانة المصدر المهيمن على التمويل خاصة في الفترة (2003 – 2008) بعدما كان التمويل السائد في الهيكل المالي للمجمع هو التمويل بالأموال الممتلكة في السنوات التي كانت قبل سنة 2003. و نستعرض من خلال الجدول رقم 3-23 تطور نسبة مساهمة التمويل بالإستدانة في الهيكل المالي لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة.

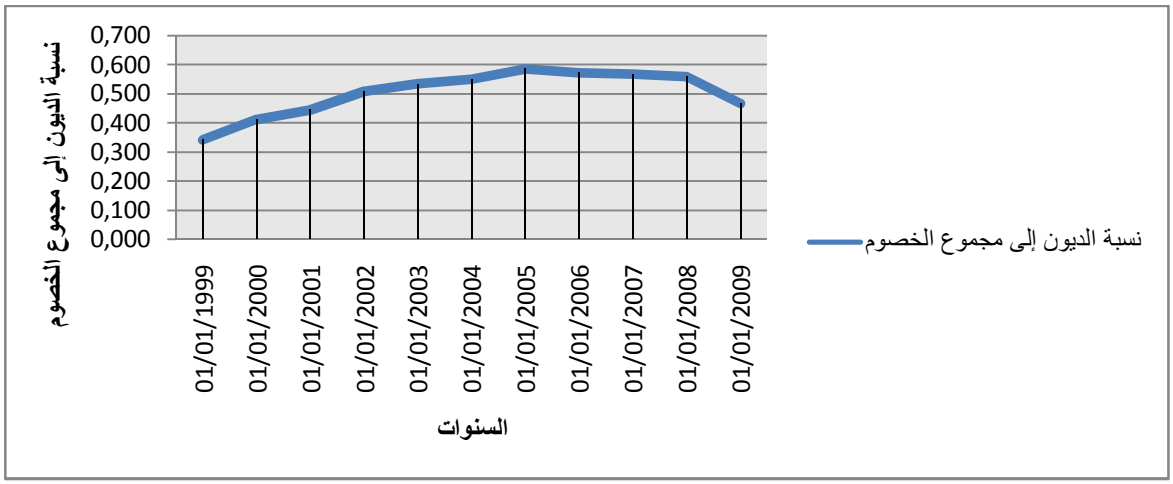
جدول رقم 3-23: تطور نسبة الديون إلى مجموع الخصوم لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

السنوات	إجمالي الديون	نسبة الديون إلى مجموع الخصوم
31/12/1999	3300904391	0,340
31/12/2000	4347842779	0,410
31/12/2001	4597780926	0,443
31/12/2002	5562701926	0,508
31/12/2003	6225742197	0,533
31/12/2004	6882486919	0,549
31/12/2005	8102905174	0,584
31/12/2006	7888778385	0,572
31/12/2007	7999112009	0,566
31/12/2008	8799940912	0,558
31/12/2009	7627745797	0,466

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

و الشكل التالي بدوره يدعم ما سبق ذكره، و يوضح اكثر تطور مساهمة التمويل بالإستدانة في تمويل إجمالي الأصول لمجمع صيدال.

الشكل 3-13: تطور نسبة مساهمة الديون في تمويل إجمالي الأصول



المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

ثانيا – قروض طويلة الأجل و متوسطة الأجل

لا توجد لدى الطالب معلومات أكثر تفصيل بشأن تركية الديون طويلة الأجل. لذا تقتصر دراستنا لتطور الديون طويلة و متوسطة الأجل في الهيكل المالي لمجمع صيدال في الفترة المدروسة على ديون الإستثمار، و بما أن المجمع يسعى لتكثيف إستثماراته على المدى البعيد من خلال التوسع في الإستثمارات بهدف الرفع من الطاقة الإنتاجية، فإن ذلك يبرز أهمية و مكانة الديون طويلة الأجل في تركيبة الهيكل التمويلي للمجمع، حيث نجدها تشكل 17% من مجموع الخصوم على طول الفترة المدروسة و أيضا ما نسبته 36% من إجمالي الديون، لإعتماد المجمع سياسة يحاول من خلالها تخفيض نسبة الديون طويلة الأجل من خلال تسديده لأجزاء معتبرة منه، و هو ما يفسر الثبات النسبي لقيمتها عبر السنوات المدروسة.

أما فيما يخص تطورها عبر السنوات المدروسة، فمن خلال الجدول المبين أدناه، نلاحظ عموما أن نسبتها إلى إجمالي الديون لم تتجاوز النصف في أحسن الأحوال، رغم أن قيمتها لم تشهد تذبذبات كبيرة، إلا أنه قدر متوسط نموها خلال السنوات المدروسة 13%. كان أكبر إرتفاع لقيمة الديون طويلة المدى في سنة 2005 لأن الشركة في هذه السنة دخلت في عدة مشاريع و شركات أجنبية.

جدول رقم 3–24: تطور نسبة نمو الديون طويلة الأجل و نسبتها إلى إجمالي الديون لمجمع صيدال خلال الفترة (1999–2009).

السنوات	ديون طويلة الأجل	نسبة النمو %	نسبة ديون طويلة الأجل من إجمالي الديون
31/12/1999	1233823709	0,57	0,37
31/12/2000	2149215492	0,74	0,49
31/12/2001	2143375182	0,00	0,47
31/12/2002	1847590318	-0,14	0,33
31/12/2003	2170232409	0,17	0,35
31/12/2004	2595149395	0,20	0,38
31/12/2005	3086963140	0,19	0,38

31/12/2006	2712313428	-0,12	0,34
31/12/2007	2612086364	-0,04	0,33
31/12/2008	2434280973	-0,07	0,28
31/12/2009	2152080821	-0,12	0,28

المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

ثالثا – قروض قصيرة الأجل:

تمثل ديون قصيرة المدى حصة جد معتبرة في الهيكل المالي لمجمع صيدال، حيث يزيد ما تمثله من مجموع الأصول خلال الفترة المدروسة عن 35%. و أيضا تمثل ما نسبته 64% من مجموع الديون، و هذا ما يدل أهمية دورة الإستغلال للمجمع و كبر إحتياجاته التشغيلية مقارنة مع الإحتياجات الإستثمارية. و الملاحظ من الجدول أدناه أن قيمة إجمالي ديون قصيرة الأجل في تزايد مستمر من سنة (1999- 2009)، حيث بلغ متوسط نسبة نمو 10% خلال مدة السنوات المدروسة، يرجع السبب في ذلك الزيادة المهمة لديون الإستغلال و الديون المالية خاصة من (2005- 2009)، و بلغت أكبر قيمة لمحل الديون القصيرة في سنة 2008، إلا أنه بعد هذه السنة شهدت إنخفاض ملموس يقدر ب 14%.

جدول رقم 3–25: تطور نسبة نمو الديون قصيرة الأجل و نسبتها إلى إجمالي الديون لمجمع صيدال خلال الفترة (1999–2009).

السنوات	ديون قصيرة الأجل	نسبة النمو %	نسبة ديون قصيرة الأجل من إجمالي الديون
31/12/1999	2067080682	- 3 %	0,63
31/12/2000	2198627287	6 %	0,51
31/12/2001	2454405744	12 %	0,53
31/12/2002	3715111608	51 %	0,67

0,65	% 9	4055509788	**31/12/2003**
0,62	% 6	4287337524	**31/12/2004**
0,62	% 17	5015942034	**31/12/2005**
0,66	% 3	5176464957	**31/12/2006**
0,67	% 4	5387025645	**31/12/2007**
0,72	% 18	6365659939	**31/12/2008**
0,72	% 14 -	5475664976	**31/12/2009**

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

يمثل الجدول أدناه 3-26 تطور عناصر الديون قصيرة الأجل ببعض من التفصيل، و الذي يوضح الزيادة البسيطة نتيجة زيادة الإحتياجات التشغيلية للمجمع لمجمل العناصر على العموم من السنة 1999 – 2008، و التي شهدت أكبر نسبة للزيادة في سنة 2005 و سنة 2008. يتضح أن إدارة الشركة عازمة على الحد من هذا النمو بتداركها للوضع و تسديد جزء من تلك القروض في سنة 2009.

جدول رقم 3-26 تطور الديون قصيرة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

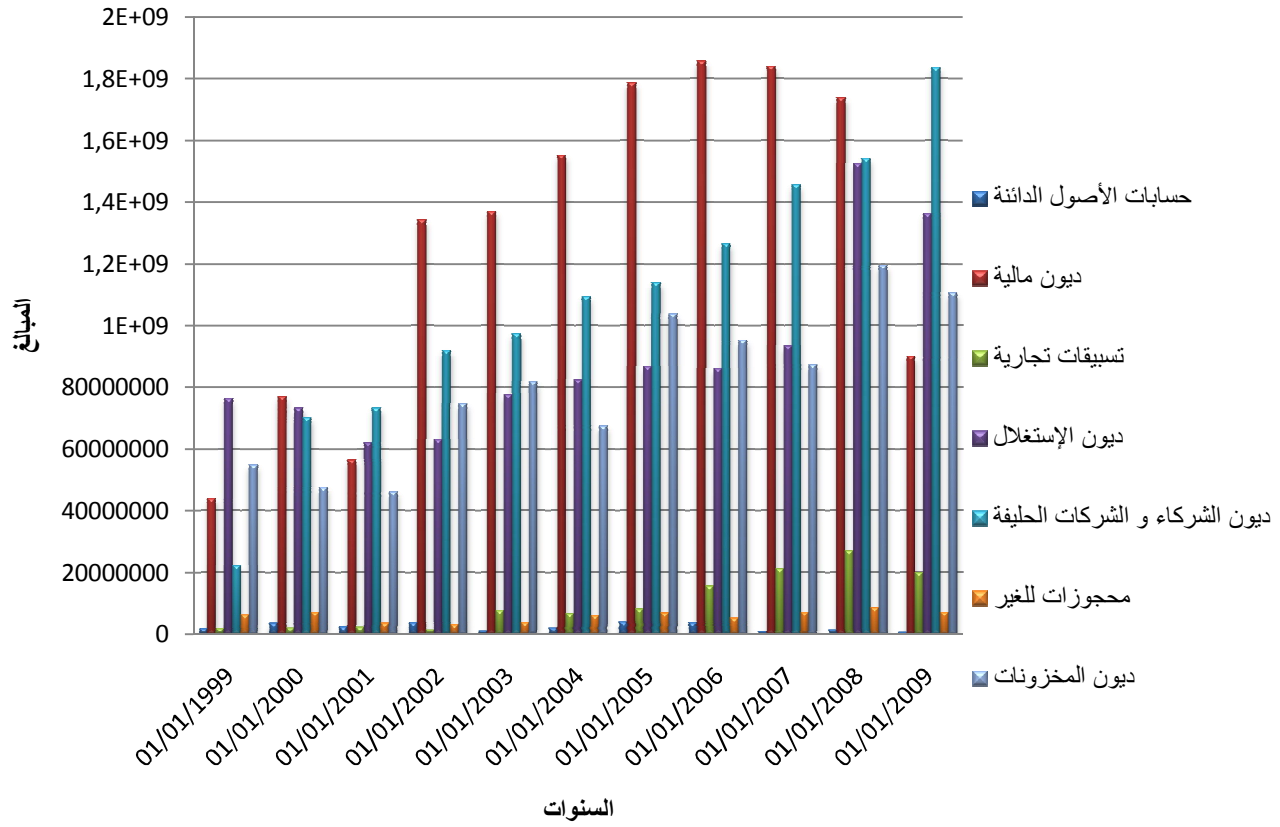
السنوات	ديون المخزونات	محجوزات للغير	ديون الشركاء و الشركات الحليفة	ديون الإستغلال	تسبيقات تجارية	ديون مالية	حسابات الأصول الدائنة
31/12/1999	546065450	61750450	220507281	762873488	18526510	439374061	17982460
31/12/2000	474185837	69332564	700095350	731443520	19410588	769537140	34616288
31/12/2001	459958267	34010771	732238498	618872284	22034736	563796580	23494608
31/12/2002	745298434	30684143	919358470	630222434	13059124	1340696823	35792179
31/12/2003	817175964	36605330	973213421	775222935	75529155	1367787397	9975586
31/12/2004	674038941	60286935	1093545050	822413051	66499202	1550801291	19753054

38955661	1785923773	81093904	866451597	1138563537	68207067	1036746496	**31/12/2005**
35806112	1856013559	155517078	861194256	1265637780	50662563	951633609	**31/12/2006**
6442276	1839046474	211345164	932243711	1456404135	69780545	871763341	**31/12/2007**
13254114	1738106232	268315621	1525154245	1540912351	84770149	1195147227	**31/12/2008**
5460142	900217207	197670723	1361563789	1835591702	69346410	1105815004	**31/12/2009**

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

و الشكل التالي يبرز بوضوح نسبة الزيادة في مختلف عناصر الديون قصيرة المدى للسنوات المدروسة.

الشكل 3- 14: تطور عناصر ديون قصيرة الأجل



المصدر: من إعداد الطالب بناء عن التقارير المالية لمجمع صيدال 1999، 2002، 2005، 2008،2009.

المطلب الثالث: واقع العائد في مجمع صيدال

يسعى مجمع صيدال لتحقيق أكبر قدر ممكن من الأرباح لتغطية حاجياته المتزايدة من جهة و التقليل قدر الإمكان من القروض، لما تحمله هذه الأخيرة من أهمية كبيرة في هيكلها التمويلي و بالتالي تنجر عنها مزيد من الخاطرة التي تهدد وجود المجمع في حال فشله في الوفاء بإلتزاماته.

أولا – جدول حسابات النتائج:

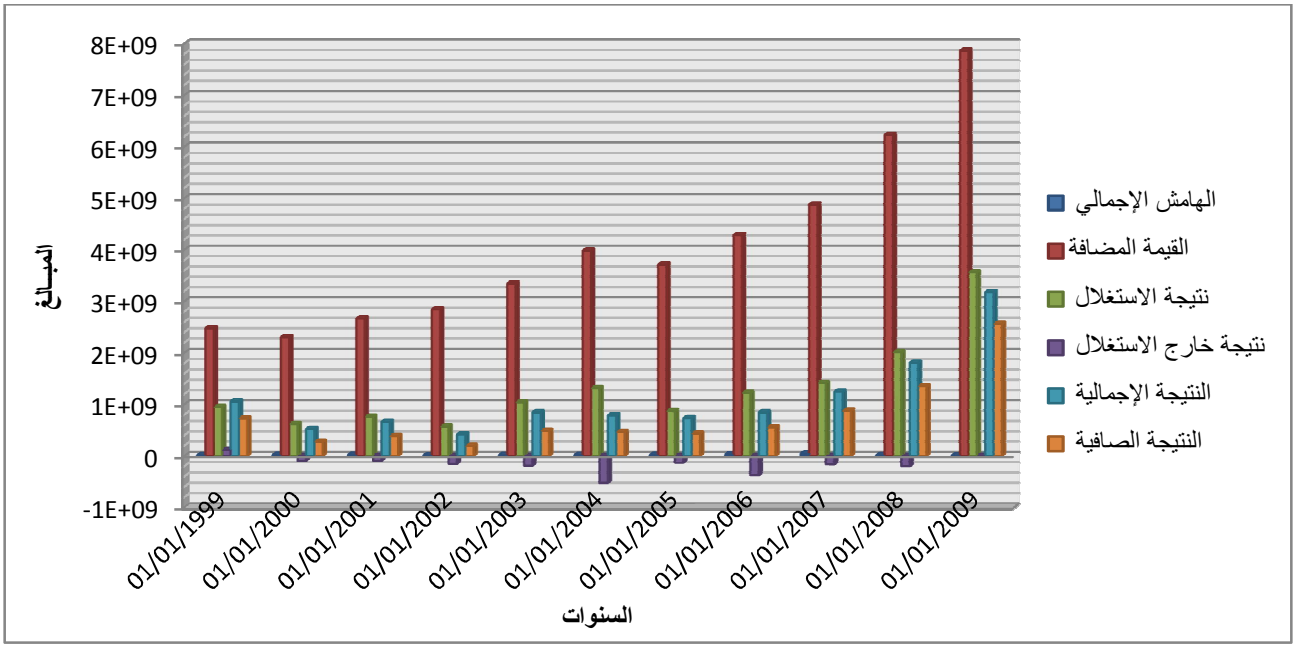
يعتبر جدول حسابات النتائج الوسيلة التي يتم بموجبها تحديد إيرادات و نتائج و تكاليف الدورة المالية. فمن خلاله يمكن معرفة سير نشاط أي مؤسسة في دورة مالية ما. و يمكن تقديم أهم عناصر جدول حسابات النتائج للمجمع في الجدول3-27، الشكل 3-15 على التوالي:

جدول رقم 3-27: تطور أهم عناصر جدول حسابات نتائج المجمع في الفترة (1999-2009).

العناصر / السنوات	الهامش الإجمالي	القيمة المضافة	نتيجة الاستغلال	نتيجة خارج الاستغلال	النتيجة الإجمالية	النتيجة الصافية
1999/12/31	7398941	2471852233	942991921	110105357	1053097278	721774513
2000/12/31	13167153	2300818867	615559987	-98257166	517302822	271109220
2001/12/31	15023529	2662059605	755465767	-98655513	656810254	379810901
2002/12/31	6269864	2837225055	566394100	-156891494	409502606	187339238
2003/12/31	10699184	3339164435	1032401845	-191058194	841343752	482290897
2004/12/31	10868487	3979032398	1311453991	-528989085	782464903	456231457
2005/12/31	13035490	3707637469	864953730	-137353267	727600463	430555200
2006/12/31	23215100	4279436814	1219665503	-379988108	839677395	547483833
2007/12/31	41912099	4871616363	1411993594	-169391214	1242602380	872149771
2008/12/31	7211534	6220523630	2006878681	-204536538	1802342143	1346638302
2009/12/31	3979092	7855445923	3559136076	-385768618	3173367457	2560637476

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المجمع لسنوات الدراسة

شكل رقم 3-15: تطور أهم عناصر جدول حسابات النتائج للمجمع للفترة (1999-2009)



المصدر: من إعداد الطالب

لقد تحسنت مردودية المجمع في السنوات الأخيرة خاصة في سنة 2008 و 2009 حيث حققت قفزة عالية في النتائج الصافية المحصلة، و نرى في كل مرة من السنوات المدروسة أن القيمة المضافة تلعب دور كبير في هذه الزيادة نتيجة الجهود الجادة التي توليها إدارة المجمع بخصوص الشراكة و البحث و التطوير، وهذا ما تجسد في النتائج الإيجابية المحققة.

يلاحظ من الجدول (3-12)، الشكل (3-08) بأن القيمة المضافة تمثل أعلى نسبة مقارنة بعناصر جدول حسابات النتائج بالإضافة إلى الارتفاع المستمر في قيمتها وهذا خلال كل سنوات الدراسة ويعود ذلك أساسا للزيادة المستمرة في قيمة الإنتاج المباع حيث قدرت قيمته سنة 2008 بـ 9.536.901.446 دج بمعدل زيادة 33 % مقارنة بسنة 2007 و بـ 108 % مقارنة بسنة 1999، بإستثناء سنة 2005 التي شهدت إنخفاض في النتيجة الصافية بمقدار أكبر من 5.65% مقارنة مع السنوات السابقة، و هذا مرده أساسا إلى إنخفاض القيمة المضافة لهذه السنة بحوالي 7% مقارنة مع سنة 2004 بسبب التخفيض من الإنتاج المخزون و ذلك تجسيدا لسياسة المجمع لسنة 2005 و التي تقضي بتخفيض المخزونات تامة الصنع من 38 مليون وحدة مخزنة في سنة 2004 إلى 35 مليون وحدة مخزنة في سنة

2005، من أجل تصريف المخزون من المنتجات تامة الصنع بدل الوقوع في الخسارة إذا ما إنتهت فترة صلاحية هذه المنتجات [1].

كما يلاحظ كذلك أن النتيجة خارج الاستغلال تأخذ قيما سالبة خلال كل سنوات الدراسة باستثناء سنة 1999 و هي تعتبر السنة الوحيدة التي كانت فيها النتيجة الاجمالية أكبر من نتيجة الاستغلال هذه الأخيرة التي عرفت تذبذبا في قيمتها خلال كل سنوات الدراسة بسبب التذبذب الحاصل على مستوى عناصرها، أما الهامش الإجمالي فيمثل أقل نسبة وهذا خلال كل سنوات الدراسة لانخفاض قيمة مبيعات البضائع لهذه الفترة، خاصة في سنة 2009 التي شهدت أدنى قيمة لها على مستوى السنوات المدروسة، حيث شهدت نسبة إنخفاض تقدر بأزيد من 90 % مقارنة مع سنة 2008، فبلغت قيمتها10936054 دج في سنة 2009 بعد أن كانت155870584 دج و 40830291 دج سنة 1999.

ثانيا – النتيجة الصافية:

يلاحظ من الجدول و الشكل أدناه أن النتيجة الصافية تشهد تذبذب في قيمها عبر السنوات المدروسة، إلا أن النسبة العامة لتطور النتيجة الصافية حقق نتيجة إيجابية عبر كامل السنوات المدروسة بمقدار 30%، و كانت نسبة النمو في النصف الأول من السنوات المدروسة (1999–2005) متباطئ يقدر بـ 15% بسبب إرتفاع إحتياجاته التشغيلية و المصاريف الأخرى، في المرحلة الثانية كانت نسبة نمو الأرباح الصافية تناهز 58%، و هذا بسبب توسعات كبرى التي شهدها المجمع و إقتنائه لمعدات حديثة و دخوله في شَركات مع شركات كبرى للأدوية، و هو ما تجلى في نمو رقم أعماله المرتفع بنسبة تفوق 20% عبر سنوات الدراسة.

[1] - Rapport de gestion, groupe saidal,année 2005,p :16.

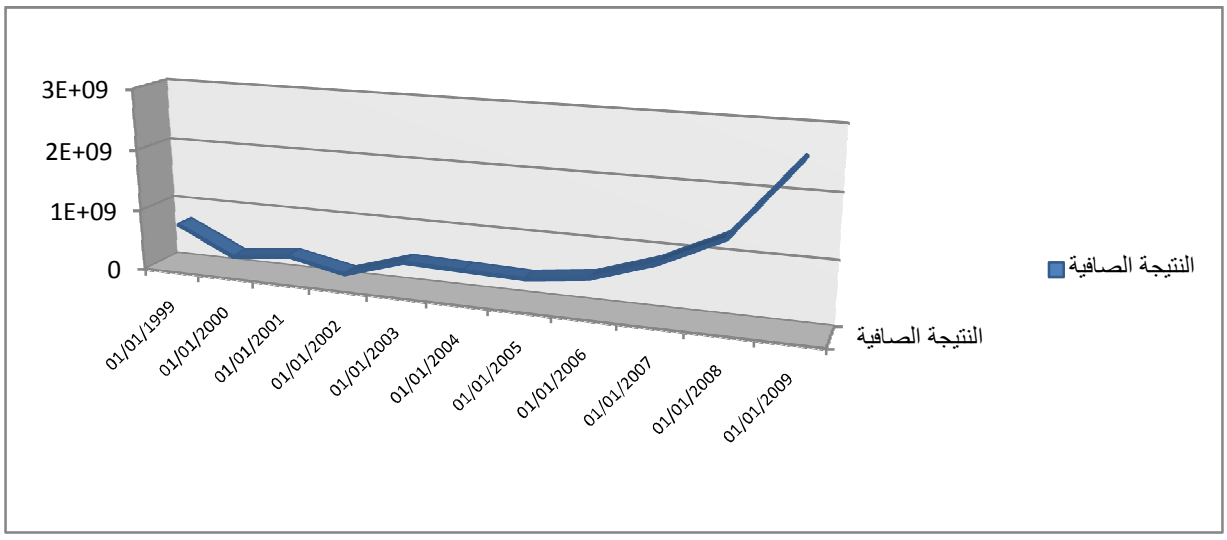
جدول رقم 3-28: تطور النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة (1999-2009).

السنوات	النتيجة الصافية	نسبة النتيجة الصافية من مجموع الخصوم	تطور النتيجة الصافية %
31/12/1999	721774513	%7,43	%26,85
31/12/2000	271109220	%2,56	%62,44 -
31/12/2001	379810901	%3,66	%40,10
31/12/2002	187339237	%1,71	%50,68 -
31/12/2003	482290897	%4,13	%157,44
31/12/2004	456231457	%3,64	%5,40 -
31/12/2005	430555201	%3,10	%5,63 -
31/12/2006	547483833	%3,97	%27,16
31/12/2007	872149771	%6,17	%59,30
31/12/2008	1346638302	%8,53	%54,40
31/12/2009	2560637476	%15,63	%90,15

Source: Rapport financier, groupe saidal ,1999 ,2002 ,2005 ,2008,2009.

و لتوضيح أكثر لتطور النتيجة الصافية عبر السنوات المدروسة نأخذ الشكل التالي:

شكل رقم 3-16: تطور النتيجة الصافية للمجمع للفترة (1999-2009)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المجمع لسنوات الدراسة

المطلب الرابع: واقع المخاطرة في مجمع صيدال

سنكتفي في هذا المطلب بدراسة المخاطر المالية فقط و التي تنتج عن إستعمال التكاليف التمويلية الثابتة ، ودراسة نموذج كيدا لقياس مدى إستمرارية مجمع صيدال و درجة مخاطر الافلاس التي يواجهها.

أولا – أثر الرافعة المالية في المجمع:

إن الهدف من دراسة أثر الرافعة المالية هو دراسة أثر الإستدانة على مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)، و كما قد تترك الإستدانة أثر إيجابي على المردودية المالية في حالة الإفراط في الديون، كما قد تكون ذات أثر سلبي على المردودية المالية إذا تجاوزت تكلفة الأموال معدل المردودية الإقتصادية. و عموما كلما إرتفعت الرافعة المالية زادت المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة.

و بما أن مجمع صيدال يعتمد على أموال الإستدانة بنسب معتبرة في الهيكل المالي، فحتما سيكون هناك مخاطر مالية يتعرض لها المجمع إضافة للمخاطر التشغيلية. لذا سندرس نوعية الأثر الذي يتركه التمويل بالإستدانة في المجمع على المردودية المالية من خلال حساب كل من المردودية الإقتصادية و المالية و كذلك أثر الرفع للفترة (1999 – 2009)، لكن قبل ذلك وجب إستعراض سعر الفائدة و معدل الضريبة على الربح في الجزائر للسنوات المدروسة من خلال الجدول التالي:

الجدول 3–29: سعر الفائدة و معدل الضريبة خلال الفترة (1999 – 2009)

البيان	معدلات الضريبة على الأرباح	تكلفة أموال الإستدانة قبل إستبعاد الوفرات الضريبية	تكلفة أموال الإستدانة بعد إستبعاد الوفرات الضريبية
العلاقة	قانون المالية	قيمة إفتراضية	k'd=kd(1-t)
1999	% 38	%7,00	0,0434
2000	% 30	%7,00	0,0490
2001	% 30	%7,00	0,0490
2002	% 30	%7,00	0,0490
2003	% 30	%7,00	0,0490
2004	% 30	%7,00	0,0490

2005	% 30	%7,00	0,0490
2006	% 25	%7,00	0,0525
2007	% 25	%7,00	0,0525
2008	% 25	%7,00	0,0525
2009	% 25	%7,00	0,0525

المصدر: من إعداد الطالب

الجدول 3–30: أثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة الممتدة من سنة 1999 – 2009.

البيان	تكلفة الإستدانة بعد إستبعاد الوفورات الضريبية Kd	نسبة الاستدانة	مردودية اقتصادية	مردودية مالية	اثر الرفع المالي
العلاقة	k'd=kd(1 – t)	D/Cp	$\frac{(t-1)\times(\text{نتيجة الإستغلال} + \text{المصاريف المالية})}{\text{مجموع الأصول}}$	Rf=[Re+D/CP×(Re–i')]	(Re – i')
1999	0,0434	0,51	0,08	0,10	0,02
2000	0,0490	0,70	0,09	0,12	0,03
2001	0,0490	0,80	0,09	0,12	0,03
2002	0,0490	1,03	0,12	0,19	0,07
2003	0,0490	1,14	0,14	0,24	0,10
2004	0,0490	1,21	0,15	0,28	0,13
2005	0,0490	1,40	0,13	0,24	0,11
2006	0,0525	1,34	0.16	0.31	0.14
2007	0,0525	1,30	0,16	0,31	0,14
2008	0,0525	1,26	0,16	0,30	0,14
2009	0,0525	0,87	0,18	0,28	0,11

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المجمع لسنوات الدراسة

حيث:

Re : المردودية الإقتصادية بعد إستبعاد الضرائب على أرباح الشركات.

CP: أموال الملكية.

D : أموال الإستدانة.

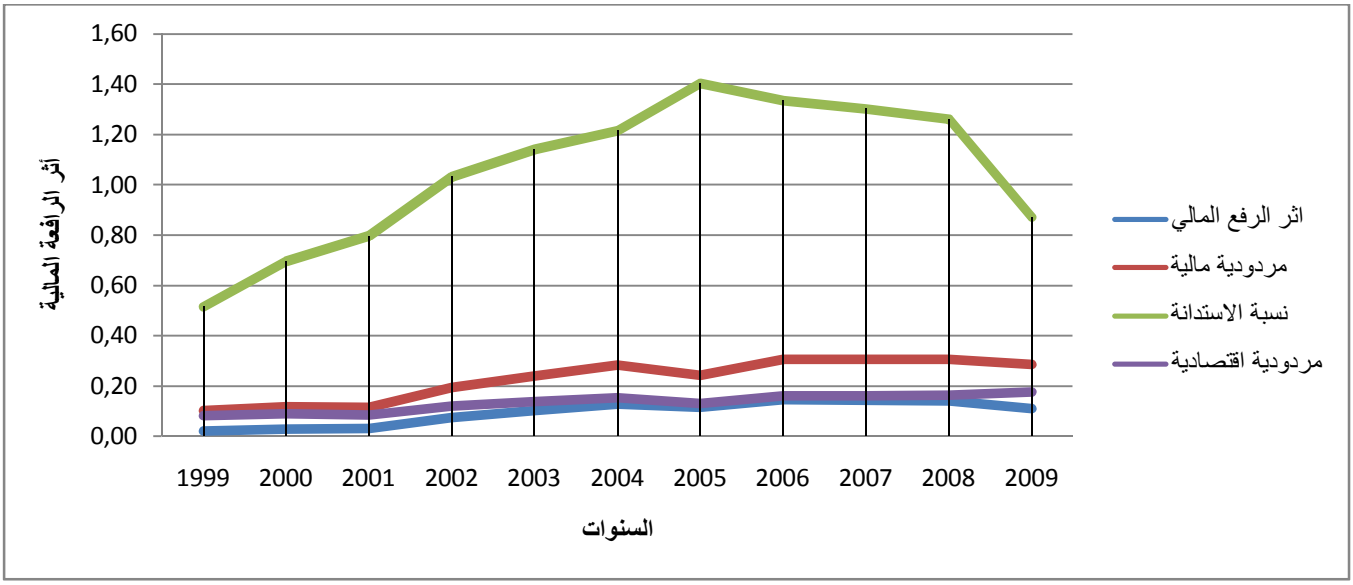
i' : تكلفة الإستدانة بعد إستبعاد الوفورات الضريبية (التكلفة الفعلية للإستدانة).

تميزت المردودية الإقتصادية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة بتغيرات عديدة، و السبب في ذلك إلى التغير في نتائج الإستغلال المحققة في كل سنة، و كذلك زيادة و نمو مجموع الأصول نتيجة للسياسة التوسعية المنتهجة من قبل المجمع، بشكل عام يلاحظ من الجدول أن تطورها يأخذ في الإزدياد إلا في سنة 2005، فحققت إنخفاض عن السنة السابقة بمقدار 15 % عن السنة السابقة لها بسبب الإرتفاع الملحوظ في مجموع الأصول و الذي فاق 10%، بالإضافة إلى إنخفاض نتيجة الإستغلال لهذه السنة بمقدار أكبر من 6%. و بعدها إرتفعت في 2006 و حافظت على نفس المردودية لمدة ثلاث سنوات لاحقة، حتى بلغت أعلى مستوى في سنة 2009 مقارنة مع باقي السنوات المدروسة.

أما المردودية المالية في المجمع فهي الأخرى تشهد تذبذب في قيمها خلال المدة المدروسة إستجابة للتغيرات في المردودية الإقتصادية، و نجدها تفوق المردودية الإقتصادية المحققة خلال كامل السنوات المدروسة، و لتوضيح أكثر للمردودية المالية نقوم بدراسة أثر الرافعة المالية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة، و التي نجدها تتميز بإيجابية قيمها فقد بلغت متوسط النمو عبر طول الفترة المدروسة ما يقارب 25%، و هذا يدل على أن المردودية الإقتصادية تفوق التكلفة الفعلية لأموال الإستدانة (بعد إستبعاد الوفورات الضريبية)، و الرفع المالي هو الآخر عرف تغيرات فشهد إنخفاض سنة 2005 عن السنة السابقة بمقدار 11.24 % نتيجة الإنخفاض المحسوس لنتيجة الإستغلال. أما سنتي 2006 و 2007 فقد تميزتا بإرتفاع في أثر الرافعة رغم إنخفاض معدلات الضريبة على أرباح الشركات من 30% إلى 25%، الشيء الذي يسهم في التخفيض من الوفورات الضريبية المحققة جراء اللجوء إلى الإستدانة ما يرفع من الفعلي للفائدة على أموال الإستدانة.

رغم كل ما سبق يبقى مجمع صيدال يحضى بأثر رفع مالي إيجابي نتيجة اللجوء إلى الإستدانة، و هذا ما يشجع إدارة المجمع على التوسع في القروض، و المقرضين في منح القروض.

شكل رقم 3-17: تطور أثر الرافعة المالية للمجمع للفترة (1999-2009)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المجمع لسنوات الدراسة

ثانيا . الإنحراف المعياري للنتيجة الصافية :

من خلال الجدول 3-31 نحاول قياس مخاطر النشاط للمجمع عن طريق إيجاد الإنحراف المعياري للنتيجة الصافية خلال الفترة (1999 – 2009) لمعرفة درجة إنحراف و تباين التدفقات المحتملة لقيم التيجة الصافية عن وسطها الحسابي و التي يتوقع الحصول عليها. و نظرا لتعذر الحصول على تقديرات التيجة الصافية لذات الفترة من طرف إدارة المجمع ، و ذلك راجع لسرية هذه المعلومة حسب المكلف بمصلحة الميزانية، سنعتمد على المعطيات التاريخية للفترة المدروسة.

جدول رقم 3 – 31 : تقدير الإنحراف المعياري للنتيجة الصافية مجمع صيدال خلال الفترة (1999 – 2009)

الوحدة : واحد مليون دج

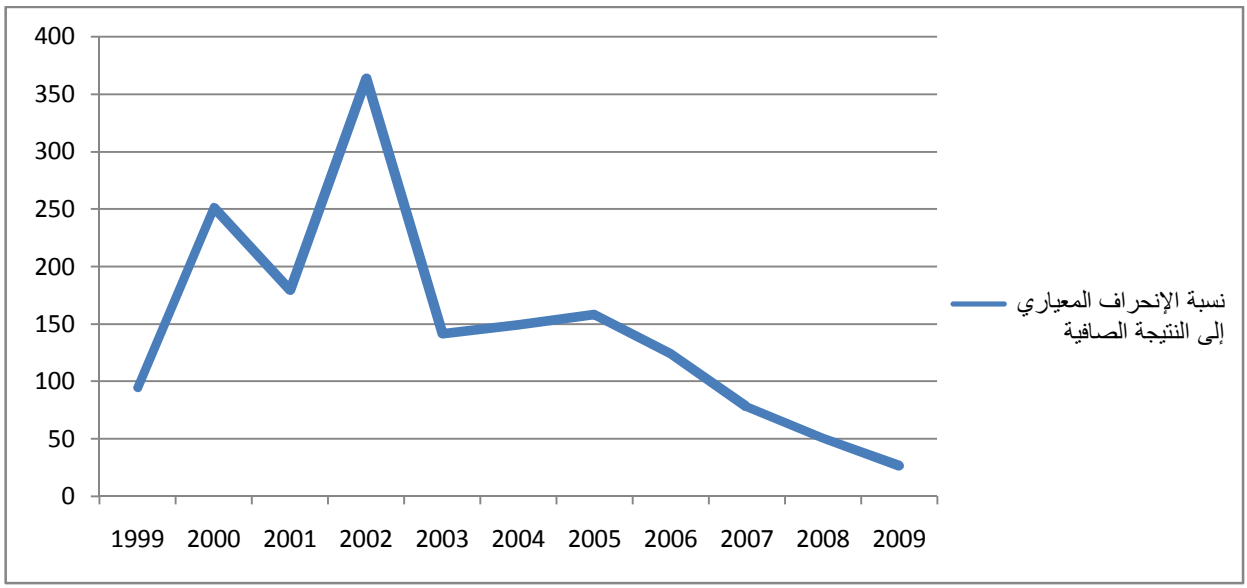
النسب المالية	النتيجة الصافية	المتوسط الحسابي	فروق القيم	مربعات الفروق	مجموع مربعات الفروق	التباين V(x)	الإنحراف المعياري SD	معامل الإختلاف CV
المعاملات	r_i	$r' = \frac{\sum_{i=1}^{n} ri}{n}$	$(ri - r')$	$(ri - r')^2$	$\sum_{i=1}^{n}(ri - r')^2$	$\frac{\sum_{i=1}^{n}(ri - r')^2}{n-1}$	$\sqrt{V(x)}$	SD/ri
1999	721	750	-29	841	4632961	463296,1	680	94
2000	271	750	-479	229441	4632961	463296,1	680	251
2001	379	750	-371	137641	4632961	463296,1	680	179
2002	187	750	-563	316969	4632961	463296,1	680	364
2003	482	750	-268	71824	4632961	463296,1	680	141
2004	456	750	-294	86436	4632961	463296,1	680	149
2005	430	750	-320	102400	4632961	463296,1	680	158
2006	547	750	-203	41209	4632961	463296,1	680	124
2007	872	750	122	14884	4632961	463296,1	680	78
2008	1346	750	596	355216	4632961	463296,1	680	51
2009	2560	750	1810	3276100	4632961	463296,1	680	27

المصدر: من إعداد الطالب

من خلال المعلومات المستقاة من الجدول المبين أعلاه و التي تشير إلى أن الإنحراف المعياري لأرباح ملاك مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 1999 إلى سنة 2009 تساوي 680 مليون دينار جزائري، و التي تعبر عن متوسط الفروق الموجودة بين مختلف النتائج الصافية، و التي تعكس لنا درجة خطر تقلب أرباح المجمع خلال الفترة المدروسة. و بمقارنة قيمة الإنحراف المعياري بالنتائج الصافية لكل سنة على حدى نجدها تنحصر ما بين 27 % و 364 %، و هي نسبة جد معتبرة تعبر عن مخاطر مالية كبيرة ، إلا أن المجمع في السنوات الثلاثة الأخيرة من الدراسة إستطاع أن يتحكم بها بفضل الإرتفاع الكبير في مقدار الأرباح الصافية و إرتفاع نسبة الأرباح الصافية إلى مجموع

الأصول ، و هو ما يوضحه أيضا الشكل أدناه. و يعتبر خفض المجمع نسبة الإنحراف المعياري إلى النتيجة الصافية أمر إيجابي لكسب ثقة المقرضين ، و ضمان الحصول على أموال الإستدانة بشروط ميسرة في السنوات القادمة.

الشكل رقم 3– 18 : نسبة الإنحراف المعياري من النتيجة الصافية لكل سنة على حدى



المصدر: من إعداد الطالب

ثالثا – مخاطر الإفلاس في المجمع:

نموذج kida:

يعتبر هذا النموذج من أحدث النماذج المستخدمة في عملية التنبؤ بالفشل المالي في سنة 1981، و قد بني على خمسة متغيرات مستقلة من النسب المالية وفق معادلة الإرتباط لتحديد قيمة المتغير التابع (Z) بموجب المعادلة التالية:

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

فإذا كانت نتيجة إختبار المشروع وفق هذا النموذج إيجابية يكون المشروع في حالة أمان. أما إذا كانت النتيجة سالبة فإن المشروع مهدد بالفشل المالي. و قد أثبت هذا النموذج قدرة عالية للتنبؤ بالفشل المالي وصلت 95 % و المؤشرات التي إستخدمت في صياغة مكونات المعادلة موضحة في الجدول أدناه.[1]

[1] - شعبان محمد ، "نحو إختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الإقتصادية" ، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

جدول رقم 3– 32: تقدير خطر إفلاس مجمع صيدال وفق نموذج Kida

النسب المالية	صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول	حقوق المساهمين / مجموع الخصوم	الأصول النقدية / الخصوم المتداولة	المبيعات / مجموع الأصول	الأصول النقدية / مجموع الأصول	دليل الإستمرارية (Z)
المعاملات	1,042	0,42	–0,461	–0,463	0,271	
النسب المالية × المعاملات (1999)	0,072036659	0,277347649	–0,188857339	–0,205346528	0,021980824	–0,022838735
النسب المالية × المعاملات (2000)	0,02599542	0,247662411	–0,185532338	–1,763660447	0,220660417	–1,454874536
النسب المالية × المعاملات (2001)	0,036802503	0,233852975	–0,133080152	–0,22348414	0,017855426	–0,068053386
النسب المالية × المعاملات (2002)	0,017512204	0,206823002	–0,0581978	–0,23644046	0,011402264	–0,05890079
النسب المالية × المعاملات (2003)	0,041315866	0,196153039	–0,117851768	–0,228526847	0,023098831	–0,085810879
النسب المالية × المعاملات (2004)	0,036558073	0,18962478	–0,057520646	–0,23022881	0,011148339	–0,050418265
النسب المالية × المعاملات (2005)	0,034500621	0,174721042	–0,093802901	–0,234860526	0,02127	–0,098171764
النسب المالية × المعاملات (2006)	0,039773974	0,179828728	–0,06609219	–0,22411581	0,014022058	–0,05658324
النسب المالية × المعاملات (2007)	0,060526438	0,182443724	–0,068297057	–0,238535371	0,01440475	–0,049457516
النسب المالية × المعاملات (2008)	0,081909892	0,185845536	–0,092595157	–0,261967044	0,020226361	–0,066580413
النسب المالية × المعاملات (2009)	0,140858676	0,224436365	–0,012640557	–0,23253003	0,002148025	0,122272478

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على تقارير المجمع لسنوات الدراسة

أشار الجدول أعلاه و الذي يهتم بقياس دليل إستمرارية مجمع صيدال وفقا لنموذج Kida بأن نموذج إستمرارية المجمع كانت سالبا على طول السنوات المدروسة السابقة عدا سنة 2009، فقد كان المجمع مهدد بشدة بالفشل المالي، و إمكانية حدوث إفلاسه واردة جدا، بسبب إنخفاض مقدار الأرباح الصافية و إزدياد حجم ديون المجمع.

أما بعد سنة 2009 فقد أشار نموذج الإستمرارية لقيمة موجبة لمجمع صيدال و هذا يأكد بأن المجمع بمأمن من الفشل المالي. و هذا بسبب سياسة إدارة المجمع في التوسع و كبر حجم المبيعات من جهة، مما إنعكس إيجابا على الأرباح الصافية للمجمع، و إيضا إنخفاض نسبة الديون داخل الهيكل المالي مما يخفض كثيرا من المخاطر المالية.

المبحث الرابع: تصميم الدراسة القياسية و إختبار الفرضيات

قبل القيام بإختبار فرضيات الدراسة سنعتمد في هذا المبحث على مجموعة من الإختبارات القبلية كمايلي:

المطلب الأول: اختبار سكون السلاسل الزمنية

أثبتت العديد من الدراسات القياسية (Watson Stock)[1]، and (Plosser & Nelson)[2]، أن السلاسل الزمنية المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية تتسم بعدم الاستقرار ناتجا عنها مشكلة الانحدار الزائف (Spurious Régression) ويظهر ذلك من خلال النتائج المضللة التي يتحصل عليها أين تكون قيم R^2 مرتفعة حتى في ظل عدم وجود علاقة حقيقية بين المتغيرات، وعليه لابد من التأكد من استقرار متغيرات الدراسة بالاعتماد على اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) عن طريق استخدام اختبار(ADF) لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية أو عدم احتوائها على جذر الوحدة بحيث تكون الفرضية الصفرية هي احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة أي أنه غير مستقر ويتم الحكم على هذه الفرضية بالقبول أو بالرفض بملاحظة قيمة الاحتمالية Probability، فإذا كانت أقل من (0.05) فهذا يعني أن القيمة المحسوبة لإحصائية (ADF) أكبر من القيمة الجدولية لها، مما يعني رفض فرض الأساس بوجود جذر الوحدة والحكم باستقرار السلسلة الزمنية للمتغير محل الدراسة.

[1]- Stock, J. H. and Watson, M. W., «Testing for Common Trends«, Journal of American Statistical Association, Vol. 83, 1988.

[2] - Yule, G.U., «Why Do We Some Times Get Nonsense-Correlations Between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time-Series«, Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 89, 1926.

واستنادا لدراسة (Mamta)[1] الذي يرى أن اختبار (ADF) غير قادر على التمييز الجيد لسكون السلاسل الزمنية، لذا سيتم اجراء اختبار (PP) والذي يتميز بقدرته على إعطاء تقديرات قوية في حالة السلاسل التي لها ارتباط متسلسل وتباين غير ثابت، بالإضافة إلى اختبار(KPSS) والتي تتعاكس فرضيته مع الاختبارين السابقين.

الجدول رقم (3– 33) : نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية

المتغيرات	Lag	None				Intercept	
		ADF		PP		KPSS	
		الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى	الفرق الأول	المستوى
التمويل بالملكية	4	** 0.0000	0.9115	** 0.0000	0.9854	0.351095	0.547941
التمويل بالإستدانة	4	*** 0.0019	0.9310	*** 0.0019	0.9180	0.110090	0.497846
العائد	4	*** 0.0000	0.3341	*** 0.0000	0.6545	0.175391	0.149577
المخاطرة	4	***0.0003	0.1273	***0.0000	0.1273	0.185058	0.495988

***، **، *، تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية 1%، 5% و10% على التوالي

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول(**3– 33**) تبين أن كل المتغيرات الاقتصادية لا تتسم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و(PP) فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تقل عن تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب قبول الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة، وبعد أخذ الفرق الأول أصبحت كل المتغيرات تتسم بالاستقرار عند مستوى معنوية 5%، أما فيما يخص اختبار (KPSS) فقد كانت المتغيرات غير مستقرة عند المستوى حيث كانت القيم للإحصائية المقدرة تفوق تلك الحرجة (0.463000) عند 5%، ولكن بعد أخذ الفرق الأول أصبحت المتغيرات تتسم بالسكون أين أصبحت القيم المقدرة تقل عن تلك الحرجة، وعليه فإن النتيجة لا تنفي إمكانية أن تكون السلاسل الزمنية لكل المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى I(1) عند مستوى معنوية 5%.

وللتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قام الطالب باختبار درجة تكامل البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

[1] - Mamta Chowdhury, «Currency Crisis and Stock Prices in East Asian Countries:an Applicatin of Cointegratin Granger Causality«, School of Economics and Finance, Working paper series, N°2004/01, 2004.

الجدول رقم (3– 34) : نتائج اختبار سكون البواقي

المتغيرات	المستوى		
	التباطؤ	ADF	PP
Z=resid	4	***0.0373	***0.0277

***، **، *، **تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية 1%، 5% و10% على التوالي.**

من خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول (**3– 34**) تبين أن البواقي تتسم بالسكون عند إجراء اختبار (ADF) و(PP) عند المستوى، فقد كانت القيم المطلقة للإحصائية المقدرة تفوق تلك الحرجة لكل مستويات المعنوية الإحصائية مما يستوجب رفض الفرضية الصفرية والدالة على وجود جذور الوحدة، وعليه فإن البواقي متكاملة من الدرجة الصفرية I(0) عند مستوى معنوية 5%.

ونظرا للنتائج المتحصل عليها وباعتبار أن البواقي تتسم بالسكون عند الدرجة الصفرية I(0)، لا يمكن رفض الفرضية الصفرية القائلة أن المتغيرات ليست متكاملة وعليه سيتم استخدام اختبار التكامل المشترك

المطلب الثاني: اختبار التكامل المشترك Cointegration Test

يستلزم إجراء اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات أن تكون السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات جميعها متكاملة من نفس الرتبة، وبعد معرفة هذه الرتبة تتمثل الخطوة التالية في التأكد من وجود علاقة توازنيه طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة بواسطة اختبار التكامل المشترك متعدد المتغيرات.

من أهم اختبارات التكامل المشترك متعدد المتغيرات اختبار Johnsen and Juselius الذي يستخدم طريقة الإمكان الأعظم ذات المعلومات الكاملة Full Information Maximum Likelihood (FIML) التي تعالج كل المتغيرات في النموذج كمتغيرات داخلية.

الجدول رقم (3– 35) : نتائج اختبار التكامل المشترك

Hypothesize	Eigenvalue	Trace Statistic	Critical Value 0.05	Max-Eigen Statistic	Critical Value 0.05
None *	0.991569	134.9030	47.85613	85.96593	27.58434
At most 1 *	0.850558	48.93704	29.79707	34.21526	21.13162
At most 2	0.441422	14.72179	15.49471	10.48249	14.26460
At most 3*	0.209837	4.239295	3.841466	4.239295	3.841466

Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level
denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level *
MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

من الجدول أعلاه يتضح أن λ_{trace} أكبر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5% وبالتالي نرفض الفرضية العدمية H_0 ونقبل الفرضية البديلة H_1 والدالة على وجود تكامل مشترك حيث أن عدد متجهات التكامل المتزامن هو $r=2$ عند مستوى معنوية5% ، مما يدل على وجود علاقات توازنيه طويلة الأجل بين بعض المتغيرات، أي أنها تظهر سلوكا متشابها في المدى الطويل.

المطلب الثالث: تحديد فترات الإبطاء المثلى و إختبار العلاقة السببية بين المتغيرات

من خلال هذا الاختبار تم تحديد فترات الإبطاء المناسبة والتي تعطي أقل قيمة للمؤشرينAIC، SC لمتغيرات الدراسة، وقد كانت نتائج الاختبار كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (3– 36) : نتائج اختبار تحديد فترات التباطؤ

Lag	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	42908.23	22.01794	22.21677	22.05159
1	55.44029	4634.771	19.74213	20.73627	19.91038
2	29.52624*	1721.946*	18.47371*	20.26318*	18.77656*

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

لقد تم اختبار عدد فترات التباطؤ الضرورية لإلغاء الارتباط الذاتي لحد الخطأ، وقد أظهرت النتائج أن عدد فترات التباطؤ المثلى هي 2.

تم إجراء اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات (Granger Causality) والتي تتضح نتائجه في الجدول رقم (**3– 37**) .

الجدول رقم(3– 37) : نتائج اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات

:Null Hypothesis	F-Statistic	.Prob	Result
ownership does not Granger Cause risk	**2.81814**	**0.0936**	**Cause**
return does not Granger Cause ownership	**5.00560**	**0.0944**	**Cause**
debt does not Granger Cause risk	**5.44215**	**0.0178**	**Cause**
Debt does not Granger Cause return	**5.07885**	**0.0207**	**Cause**

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

بالاعتماد على النتائج الموضحة في الجدول أعلاه، وانطلاقا من قيمة الاحتمالية التي كانت أصغر من مستوى معنوية 10%، يتم رفض الفرضية الصفرية والقائلة بعدم وجود علاقة سببية بين المتغيرات وقبول الفرضية البديلة والدالة على وجود علاقة سببية متبادلة بين قرارات التمويل وبين كل من العائد والمخاطرة.

المطلب الرابع: تحليل متغيرات الدراسة و إختبار الفرضيات

سنقوم في هذا المطلب بتحليل متغيرات الدراسة واختبار الفرضيات بالاعتماد على طريقة المربعات

أولا – تحليل متغيرات الدراسة

1. تحليل قرار التمويل (الإستدانة و الملكية)

الجدول رقم (3– 38) : تحليل قرار التمويل

السنـوات	الديـون	نسبتها من مجموع الخصوم	الأموال الممتلكة	نسبتها من مجموع الخصوم
31/12/1999	3300904391	0,34	6417686553	0,66
31/12/2000	4347842779	0,41	6248185491	0,59
31/12/2001	4597780926	0,44	5776104950	0,56
31/12/2002	5562701926	0,51	5396898938	0,49
31/12/2003	6225742197	0,53	5455505165	0,47
31/12/2004	6882486919	0,55	5665062698	0,45
31/12/2005	8102905174	0,58	5771991416	0,42
31/12/2006	7888778385	0,57	5906738853	0,43
31/12/2007	7999112009	0,57	6143335024	0,43
31/12/2008	8799940912	0,56	6984405510	0,44
31/12/2009	7627745797	0,47	8753895027	0,53
#	6485085583,18	0.50	6229073602,27	0,50

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال

يلاحظ من الجدول رقم (**3– 38**) أن قيمة الديون في مجمع صيدال عرفت ارتفاع مستمر من سنة 1999 إلى سنة 2007، وهذا ما يتضح من خلال نسبة الديون من مجموع الخصوم والتي ارتفعت من 34% إلى 58%، وهذا ما يعني توجه المجمع الى الاعتماد على القروض في التمويل على حساب التمويل بأموال الملكية التي شهدت إنخفاض مستمر خلال نفس الفترة. ويتبين كذلك من الجدول أن المجمع أصبح يولي إهتمام خاص لمصادر التمويل بالملكية و بالتحديد التمويل الذاتي في تمويله بعد سنة 2007 ، عكس التمويل بالإستدانة التي أصبحت نسبها في تراجع ملحوض مقارنة بالسنوات التي تسبق سنة 2007.

2. تحليل العائد والمخاطرة

الجدول رقم (3– 39) : تحليل العائد والمخاطرة

السنـــوات	العـــائد	المخاطرة
31/12/1999	0,11	94
31/12/2000	0,04	251
31/12/2001	0,07	179
31/12/2002	0,03	364
31/12/2003	0,09	141
31/12/2004	0,08	149
31/12/2005	0,07	158
31/12/2006	0,09	124
31/12/2007	0,14	78
31/12/2008	0,19	51
31/12/2009	0,29	27
#	0,11	146,9

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال

يتضح من الجدول إن هناك تباينا كبيرا بين معدلات العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال من سنة 2001 إلى سنة 2009 إذ بلغ أقل معدل العائد 0.03 سنة 2002، بينما بلغ أعلى عائد 0.29 سنة 2009، أما المخاطرة و المتمثلة في نسبة الإنحراف المعياري للنتيجة الصافية إلى النتيجة الصافية فقد كانت مرتفعة و تبرز أكثر من سنة 2000 إلى غاية 2006 نتيجة إرتفاع المخاطر المالية في المجمع، وقد عرف معدل العائد على حقوق الملكية مستويات ضعيفة جدا مع نسب مخاطرة مرتفعة في تلك السنوات، وهذا راجع إلى زيادة الاعتماد على القروض والتي تؤدي إلى انخفاض معدل العائد و إرتفاع نسبة المخاطرة، أي وجود علاقة عكسية بين معدل العائد، المخاطرة ، ولعل ما يفسر هذا هو اعتبار تكلفة التمويل بالقروض ثابتة يتحملها المجمع بغض النظر عن العائد المحقق، وان ارتفاع هذه التكلفة يكون بمثابة تكاليف تطرح من الإيرادات، و بالتالى انخفاض نسبة الإيرادات المحققة. أما من سنة 2007 الى غاية 2009 فقد عرفت معدلات العائد ارتفاعا ملحوظا من 0.14 إلى 0.29 مع إنخفاض نسبة المخاطرة من 78 الى 27، وهذا نتيجة لاعتماد المجمع على التمويل بالتمليك.

ثانيا - إختبار فرضيات الدراسة

الفرضية الفرعية الأولى: لا يوجد أثر لقرار التمويل بالملكية على العائد في شركة صيدال.

تم تقدير المعادلة رقم (1) المتعلقة بالعائد حسب منهجية المربعات الصغرى و تم الحصول على النتائج التالية :

Return =12.30 + 7.85 OWN

t=(5.013)

prob= (0. 035)

تشير النتائج الإحصائية الواردة في المعادلة رقم (1) أنه يوجد أثر لقرار التمويل بالملكية على العائد في مجمع صيدال، استنادا إلى قيمة T المحسوبة التي بلغت (5.013) وهي أكبر من قيمتها الجدولية، على مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.1$)، كما أن مستوى المعنوية (prob=0.035) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.1) مما يقتضي رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد لقرار التمويل بالملكية على العائد في مجمع صيدال، وقبول الفرضية البديلة.

حيث أثر قرار التمويل بالتملك على العائد من خلال إنخفاض نسبة تكلفة أموال الإستدانة التي تحصل عليها المجمع.

الفرضية الفرعية الثانية: لا يوجد أثر لقرار التمويل بالملكية على المخاطرة في شركة صيدال.

تم تقدير المعادلة رقم (2) المتعلقة بالمخاطرة حسب منهجية المربعات الصغرى و تم الحصول على النتائج التالية:

Risk =10.54 + 9.13 OWN

t=(8.64)

prob= (0. 044)

تشير النتائج الإحصائية الواردة في المعادلة رقم (2) أنه يوجد أثر لقرار التمويل بالملكية على المخاطرة في شركة صيدال، استنادا إلى قيمة T المحسوبة التي بلغت (8.64) وهي أكبر من قيمتها الجدولية، على مستوى دلالة ($\alpha \geq 0.1$)، كما أن مستوى المعنوية (prob=0.044) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.1) مما يقتضي رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر لقرار التمويل بالملكية على المخاطرة في شركة صيدال، وقبول الفرضية البديلة.

الفرضية الفرعية الثالثة: لا يوجد أثر لقرار التمويل بالإستدانة على العائد في شركة صيدال.

تم تقدير المعادلة رقم (3) المتعلقة بالعائد حسب منهجية المربعات الصغرى و تم الحصول على النتائج التالية :

Return =09.05 + 3.45 DFD

t=(1.254)

prob= (0. 015)

تشير النتائج الإحصائية الواردة في المعادلة رقم (3) أنه يوجد أثر لتبني الأساليب العلمية في إتخاذ قرار التمويل بالإستدانة على العائد في مجمع صيدال، استنادا إلى قيمة T المحسوبة التي بلغت (1.254) وهي أكبر من قيمتها الجدولية، على مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.1$)، كما أن مستوى المعنوية (prob=0.015) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.1) مما يقتضي رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر لقرار التمويل بالإستدانة على العائد في شركة صيدال، وقبول الفرضية البديلة.

و تعتبر النتيجة جد منطقية من خلال الأثر الإيجابي للرافعة المالية ، و الذي تجلى في إرتفاع نسبة المردودية الإقتصادية في كل حالات السنوات المدروسة على التكلفة الحقيقة لأموال الإستدانة ، الأمر الذي أثر إيجابا على مردودية الأموال الخاصة التي كانت بدورها تفوق المردودية الإقتصادية. إلا أنه لا يجب دوما الإنسياق وراء مبدأ أثر الرافعة المالية فقد تنعكس سلبا على على الملاك في حال إنخفاض نسبة المردودية الإقتصادية على تكلفة التمويل.

و أثرت الإستدانة إيجابا على حملة السهم بإعتبار أن القروض تعتبر أصلا ذات تكلفة مالية منخفظة ، و سيكون من نصيب كل واحد منهم توزيعات أكبر إذا كان عدد المساهمين قليل.

الفرضية الفرعية الرابعة: لا يوجد أثر لقرار التمويل بالإستدانة على المخاطرة في شركة صيدال.

تم تقدير المعادلة رقم (4) المتعلقة بالعائد حسب منهجية المربعات الصغرى و تم الحصول على النتائج التالية :

$$\textbf{Risk} = 06.45 + 1.33\ DFD$$

$$t=(1.032)$$

$$prob=(0.09)$$

تشير النتائج الإحصائية الواردة في المعادلة رقم (4) أنه يوجد أثر لتبني الأساليب العلمية في إتخاذ قرار التمويل بالإستدانة على المخاطرة في مجمع صيدال، استنادا إلى قيمة T المحسوبة التي بلغت (1.032) وهي أكبر من قيمتها الجدولية، على مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.1$)، كما أن مستوى المعنوية (prob=0.09) أقل من مستوى الدلالة المعتمد (0.1) مما يقتضي رفض الفرضية العدمية التي تنص على أنه لا يوجد أثر لقرار التمويل بالإستدانة على المخاطرة في شركة صيدال، وقبول الفرضية البديلة.

تؤكد هذه النتيجة النسبة المرتفعة لمعامل الإرتباط بين نسبة الديون إلى إجمالي الخصوم و درجة الرفع المالي الذي إلى 0.9 ، و هو ما يؤكد على وجود علاقة إيجابية قوية ، مما يؤكد أن قرار التمويل بالإستدانة يؤثر بشكل كبير على درجة المخاطرة.

خلاصة الفصل:

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع ، من خلال دراسة تأثير القرارات التمويلية لمجمع صيدال أو تحديد تركيبة الهيكل التمويلي على درجة العوائد التي يتحصل عليها الملاك و أيضا تأثيرها على درجة المخاطرة في المجمع ، و ركزت دراستنا على المخاطر المالية فقط و ذلك لإنعكاس القرارات التمويلية بصفة مباشرة على المخاطرة المالية في المؤسسة.

و تبين من خلال الدراسة أن المجمع له طموحات بأن يكون في مصافي الشركات الرائدة في صناعة الأدوية بالعالم و إستحواذ حصة سوقية كبرى في السوق الوطنية و التطلع لنيل حصة سوقية في السوق العالمية ، و تجلى ذلك في النمو المطرد لحجم الإنتاج و المبيعات و الأرباح و حجم الصفقات و الشركات مع شركات الأدوية بالعالم.
كل ما سبق ذكره مرهون بتحكم إدارة المجمع في مختلف الموارد و توفير الموارد المالية اللازمة لتغطية إحتياجات النمو و التوسع للمجمع ، غير أنه تبين أن الهيكل التمويلي لمجمع صيدال يتكون من تشكيلة متنوعة من أموال الملكية و أموال الإستدانة و أن الديون قصيرة الأجل تشكل نسبة هامة من إجمالي، الأمر الذي يأكد إن الإحتياجات التشغيلية للمجمع كبيرة يفوق مثيلتها الإستثمارية في المجال الصيدلاني.

و عموما النسبة المرتفعة للديون داخل الهيكل المالي للفترة المدروسة كان لها تأثير إيجابي من خلال إرتفاع نسبة المردودية الإقتصادية على التكلفة الحقيقية للإستدانة ، الأمر الذي ساهم إيجابا في الرفع مردودية الأموال الخاصة.
لكن على المؤسسة أن لا تتمادى في سياسة الإقتراض لأنها أصلا مهددة بالإفلاس حسب موشر الإستمرارية ل Kida ، و عليها أن تتجه أكثر للتمويل بالملكية و يفضل التمويل الداخلي عن الخارجي في أموال الملكية ، من خلال سعيها لإعادة إستثمار أرباحها و الزيادة من قدرتها على التمويل الذاتي .

توصلت نتائج الدراسة القياسية لوجود أثر لإتخاذ قرار التمويل بالإستدانة على المخاطرة و العائد، و أيضا هناك أثر لإتخاذ قرار التمويل بأموال الملكية على المخاطرة و العائد.

خـــــاتمة

إن بقاء المؤسسة و إستمرارها يرجع بشكل أساسي إلى الإستخدام الأمثل للموارد المتاحة لديها، و من خلال هذا البحث تم التأكيد على أهمية إتباع منهجية علمية لصنع قرار التمويل في المؤسسة الإقتصادية، و هذا من خلال تبني سياسات واضحة و رشيدة تسهم في وضع القرارات المالية مستقبلا.

فهذا البحث كان محاولة لدراسة أهمية إتخاذ القرار التمويلي السليم في الحد من التأثيرات السلبية لمختلف مصادر التمويل المتاحة على درجة العائد و المخاطرة المالية المتوقعين في المؤسسة، و إختيار هيكل مالي سليم تنخفض فيه تكلفة الأموال و المخاطرة لأدنى الحدود.

و ضمن هذه الخاتمة نحاول التطرق إلى مايلي :

أولا : أهم النتائج المتوصل إليها سواء كانت في الجانب النظري أو في مجمع صيدال، كمحصلة لدراسة التأثيرات المخلفة لمصادر التمويل على العوائد و المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، و التأكد من مدى صحة الفرضيات المقترحة في المقدمة.

ثانيا : محاولة تقديم بعض التوصيات التي يمكن العمل بها و الإستفادة منها، سواء على مستوى الدراسات العلمية أو محاولة تجسيدها على مستوى المؤسسة الإقتصادية .

ثالثا : إقتراح بعض الآفاق المحتملة لمواصلة البحث ضمن حقل تمويل المؤسسة الإقتصادية، و بالتحديد تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الإقتصادية.

أولا : النتائج

بعد معالجتنا لهذا البحث على ضوء الفرضيات السابقة، تم التوصل إلى النتائج التالية:

نتائج الجانب النظري

- تطورت الوظيفة المالية في المؤسسة من البحث عن مصادر التمويل المختلفة إلى البحث عنها بأفضل الشروط و إستثمارها في مجالات متلائمة مع طبيعة التمويل المتاح.
- يعتبر التمويل الداخلي من أفضل مصادر التمويل لمنحة الاستقلالية المالية و تحقيق أكبر مردودية للمؤسسة في المستقبل البعيد، وهو مورد متاح عكس الموارد الأخرى تتطلب دراسة ووقت وتكلفة للحصول عليها.

- إن القرار التمويلي الصحيح هو الذي ينجر عنه أكبر عائد لحملة الأسهم العادية وتنخفض في درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.
- هناك عوامل كثير يمكن أن تتحكم في المؤسسة عند اتخاذها القرارات التمويلية.
- توجد العديد من الأساليب العليمة التي يمكن من خلالها حساب عوائد ومخاطر القرارات التمويلية.
- يمكن أن ترجح الاعتبارات الشخصية أو العقائدية كفة اختيار قرار تمويلي ما، بالرغم من أن هذا القرار بالذات قد تم رفضه بناء على الموازنة بين العائد والمخاطرة.
- تختلف السياسات المالية التي تنتهجها المؤسسة باختلاف درجة سلوك متخذ القرار المالي اتجاه المخاطرة.
- تزداد الاحتياجات التشغيلية والاستثمارية بزيادة نمو المؤسسة .
- هناك تأثير متبادل بين القرارات التمويلية و القرارات الإستثمارية، لذا لابد من مراعاة التأثيرات الناتجة عن إتخاذ قرار من أحد الجوانب على الآخر.
- تواجه المؤسسات الصغيرة صعوبات في الحصول على مصادر التمويل الخارجية مقارنة بالمؤسسات الكبرى ، لإرتفاع مخاطرها و إحتوائها على ضمانات قليلة .
- تعبر تكلفة التمويل عن الحد الأدنى من العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مقابل استخدام أمواله في نشاط المؤسسة.
- تعتبر الديون أقل مصادر التمويل تكلفة لانخفاض المخاطر التي يتعرض لها أصحابها، و أما حملة الأسهم العادية فهم أكثر من يتعرض للمخاطر.
- يتكون الهيكل المالي للمؤسسة من مختلف مصادر التمويل بنسب مرجحة لكل عنصر من الهيكل الكلي للأموال.
- أقرت النظريات المالية الحديثة بأن هناك تأثير لمصادر التمويل على قيمة للمؤسسة وبالتالي هناك هيكل مالي امثل يمكن الوصول إليه، يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الاموال إلى حدودها الدنيا.

- يتحصل المستثمر على عوائد إضافية عن رأس المال الأصلي لقاء مشاركته في الاستثمار وتحمله درجة معينة من المخاطر.
- تتنوع أشكال العوائد حسب نوع الاستثمار الذي يقدم عليه المستثمر مما يقابله مقياس محدد لكل نوع .
- هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق لديه الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة لديه.
- يؤثر قرار التمويل الممتلك على العائد المحقق من خلال الحصول على قدر أكبر من الاستقلالية والقدرة على تحصيل الأموال من المصادر الخارجية.
- يؤثر قرار التمويل بالاستدانة على العائد المحقق، بانخفاض عوائد أصحاب الديون مما يحسن من العائد على حقوق المساهمين، بالإضافة إلى انه يحمل وفر ضريبي من خلال خصم الفوائد من الأرباح الخاضعة للضريبة.
- يعزز قرار التمويل بأموال الملكية من حجم الصراعات وتضارب المصالح بين المالكين، بالإضافة إلى انخفاض نصيب ارباح الملاك.
- ينجر عن التمويل بالاستدانة مخاطر عدة في حال التزام المؤسسة بتسديد أقساط الدين والفوائد عند ميعاد استحقاقها أدناها العسر المالي وأقصاها الإفلاس والتصفية.

نتائج الجانب الميداني:

- يعتبر مجمع صيدال رائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر، نتيجة سعيه المتواصل لتوسيع حصتة السوقية وتحسين نوعية منتجاته ودخوله في شراكة مع شركات ادوية عالمية.
- يشهد مجمع صيدال نمو متواصل للنتائج الايجابية بمعدل 30 % خلال كامل الفترة المدروسة، وكانت نسبة النمو أبطأ حالا في النصف الأول من السنوات المدروسة عكس السنوات الأخيرة أي حققت قفزات عالية في معدل نمو الأرباح، نتيجة لجني ثمار الشركات والتوسعات المشار إليها سابقا.

- يتكون الهيكل المالي لمجمع صيدال من مصادر مختلفة، تشكل الديون منها خاصة قصيرة الأجل نسب هامة عبر كامل السنوات.

- تشكل المصاريف التشغيلية الجزء الأكبر من المصاريف مقارنة بالمصاريف الاستثمارية ويرجع السبب في بطء دوران عناصر قيم الاستغلال (المخزونات)، مما انعكس في ارتفاع قيم ديون قصيرة الأجل مقابل ديون طويلة الأجل.

- تمثل الاحتياطات نسب هامة من الأموال الخاصة، مما يعني أن إدارة المجمع حريصة على إعادة استثمار أرباحها، والتخفيض من حجم الديون في هيكلها المالي.

- يمتلك المجمع هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم مما يجعل المؤسسة أكثر عرضة للإفلاس.

- لم تنعكس إنجازات مجمع صيدال على أسعار أسهمه في البورصة لضعف أداء الأخيرة ونقص التعامل داخلها.

- غياب أساليب التمويل الحديثة لدى المجمع مثل الأسهم الممتازة، القرض الايجاري... الخ.

- كشفت نتائج الدراسة عن وجود أثر لقرار التمويل بالإستدانة على العائد في مجمع صيدال، ويعزو الطالب هذه النتيجة إلى تحقيق المجمع لوفرات ضريبية كبيرة، ومحافظته على الإستقرار في التسيير بالإعتماد على نفس الملاك خلال فترة الدراسة.

- تبين من نتائج الدراسة وجود أثر لقرار التمويل بالإستدانة على المخاطر في شركة صيدال، ويعزو الطالب هذه النتيجة إلى مخاطر الإفلاس والعسر المالي التي تنجر عن إتساع فجوة المديونية الناتجة عن قرار التمويل بالإستدانة بالمجمع.

- تبين من نتائج الدراسة وجود أثر لقرار التمويل بالتمليك على العائد في شركة صيدال، ويعزو الطالب هذه النتيجة إلى إنخفاض تكلفة أموال الإستدانة و القدر الكاف من الرقابة و الأمان.

- تبين من نتائج الدراسة وجود أثر لقرار التمويل بالتمليك على المخاطرة في شركة صيدال، ويعزو الطالب هذه النتيجة إلى الإرتفاع الكبير لعدد المالكين ، و حصول تضارب في الأهداف و المصالح مما يؤدي إلى ظهور التقسيم الفئوي للملاك ، بالإضافة لنقص نصيب الملاك من الأرباح نتيجة وجود عدد عريض من الملاك.

ثانيا : التوصيات

على ضوء النتائج المستوحات من الدراسة و الفرضيات، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات والتي قد تساهم إلى حد ما في تجاوز العقبات في إشكالية تمويل المؤسسة بالاقتصادية بشكل عام ومجموعة صيدال بشكل خاص، نذكر منها:

- مراعاة المؤسسة عند اختيارها لهيكل رأس المال أن تكون العوائد المتوقعة كافية لتعويض حملة الأسهم عن المخاطر التي تتعرض لها العوائد التي يحصلون عليها.
- الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول، لسهولة الحصول عليها وعدم تحمل تكاليف تحصيلها ثم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لتغطية العجز المتبقي في الاحتياجات.
- على القرارات التمويلية أن تكون متوافقة مع القرارات الاستثمارية إنطلاقا من مبدأ التغطية لتحقيق التوازن، و لتعظيم أرباح الملاك.
- عدم تحييد القرارات المتخذة عن قرار التمويل المتوازن من خلال الحفاظ على مبدأ التغطية والاستقلالية.
- على إدارة المؤسسة الاقتصادية أن تراعي لدى اتخاذها القرارات التمويلية تدنية التكلفة المرجحة للأموال لأدنى الحدود مع الحفاظ على مستوى مقبول من المخاطر.
- الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال من جهة وعنصر مخاطرة الرفع المالي من جهة أخرى.
- أهمية استفادة الملاك وإدارة المؤسسة من استخدام المزيد من الديون لتعظيم ربحيتهم، شرط أن لا تتجاوز هذه الديون مستوى عالي من المخاطر.
- على الدولة أن تتولي اهتمام خاص بتمويل المشاريع الصغيرة وتوفير الدعم المجاني على الأقل في فترة نشأتها ، وذلك لصعوبة المؤسسات الصغيرة في الحصول على التمويل الكاف لنموها.
- ضرورة إعداد كوادر بشرية مؤهلة في مجال الإدارة المالية و تعميق أصحاب القرار في الشركة بالمداخل العلمية والكمية الجديدة في إتخاذ القرار مع توفير التدريب اللازم لهم بما يكفل عوائد أكبر والوصول إلى الربحية العالية.

- إجراء مزيد من الدراسات لوضع نموذج محدد للهياكل المالية لمختلف المؤسسات كل على حدى، على أن تراعي مختلف العوامل المؤثرة في إختيار الهيكل المالي.

- عدم اكتفاء مجمع صيدال بمصادر التمويل التقليدية بل على الإدارة المالية للمجمع البحث عن مختلف البدائل التمويلية المتاحة أمامها، فقد تكون هناك فرص من مصادر تمويل حديثة يجب أن لا يضيعها المجمع.

- ضرورة تعميق إهتمام مجمع صيدال بالأساليب العلمية في إتخاذ القرار لما لها من أهمية قصوى في ترشيد القرارات المالية وغير المالية على حد سواء.

- ضرورة تركيز المجمع على القرارات التمويلية بالتمليك والتي تعمل تحقيق الربحية المتفوقة على المدى البعيد.

- ضرورة تقليل إهتمام الشركة بالقرارات التمويلية عن طريق الإستدانة، خصوصا وأن الدراسة قد بينت المخاطرة الكبيرة التي تحدثها.

ثالثا : أفــاق البحث

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعا إذ يمكن الخوض في مواضيع كثيرة يصلح ان تزيح الكثير من الغموض في هذا المجال الواسع والتي نذكر منها:

- دور مصادر التمويل الاسلامي في تخفيض مخاطر الإفلاس.

- الهياكل المالية في ظل المراحل المختلفة في حياة المؤسسة .

- أثر القرارات المالية الاستراتيجية على القيمة السوقية للمؤسسة .

- دور العائد و المخاطرة في إختيار القرارات المالية الإستراتيجية.

قائمة المراجع

قائمــة المراجـــــع

1- الكتب

1-1 الكتب باللغة العربية

1	أحمد بوراس، تمويل المنشآت الإقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، الجزائر، 2008.
2	دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2006 .
3	دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة، عمان، 2009.
4	دريد كامل آل شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية ،الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع ، عمان ، 2010.
6	أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلامة، الإستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى،المسيرة للنشر والتوزيع،عمان ، 2004.
7	محمد صالح الحناوي و آخرون ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر ، 2004.
8	محمد صالح الحناوي، و رسمية زكي قرياقس، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، 2007 .
9	محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007.
10	وليد ناجي الحيالي، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي، الطبعة الأولى، إثراء للنشر و التوزيع الأردن، 2009.
11	حمزة محمود الزبيدي، الادارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن ، 2008 .
12	هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة و النشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000.
13	إسماعيل السيد، الأساليب الكمية في مجال الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
14	فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، 2008.
15	محمد علي العامري، الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2007 .
16	أسعد حميد العلي ، الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبيقية)، الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، 2010 .
17	غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2007.
18	الميداني، محمد أيمن، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة الكبيعات، الرياض، 1999 .
19	عبد العزيز النجار ، أساسيات الإدارة المالية ،المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2007.
20	عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى،المسيرة للنشر والتوزيع،عمان، 2007.
21	عدنان تايه النعيمي و آخرون، الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)، الطبعة الثانية، دار المسيرة، الأردن، 2008 .
22	تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان، 2009.

23	عاطف وليد أندراوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية،2007.
24	إلياس بن ساسي، الخيارات الإستراتيجية لنمو المؤسسة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
25	فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
26	طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورة، دار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
27	عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية ، د. ت.
28	عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000 .
29	عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقس، مدخل معاصر في الادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
30	عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار جامعية ،الاسكندرية، 2007 .
31	محمود محمد داغر،الأسواق المالية(مؤسسات، أوراق، بورصات)، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان،2005 .
32	زياد رمضان، مبادئ الإستثمار المالي و الحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، 2007 .
33	محمد شفيق حسين طنيب ومحمد إبراهيم عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص،الطبعة الأولى، دار المستقبل ،عمان، 2009.
34	علي عباس ، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، عمان ، 2008 .
35	عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية الإسكندرية،2008 .
36	سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح الهياكل المالية ، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية ، الإسكندرية ،1997.
37	سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار و التمويل و التحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب،الإسكندرية ، 2006 .
38	يخلف عثمان، ملخص التسيير المالي و التحليل المالي، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002 .
39	سيد سالم عرفة ، إدارة المخاطر الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار الراية للنشر و التوزيع ، عان ، 2009.
40	مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع،عمان، 2009 .
41	قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار، طبعة الأولى، دار الثقافة للنشر و التوزيع،، عمان، 2009.
42	يوسف قريشي و إلياس بن ساسي ، التسيير المالي، الطبعة الأولى، وائل للنشر،الأردن، 2006 .
43	كنجو عبود كنجو و إبراهيم وهبي فهد ، الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة ، عمان، 1997.
44	فريد كورتل و إلهام بوغليطة، الإتصال و إتخاذ القرارات، الطبعة الأولى ،دار كنوز المعرفة للنشر و التوزيع، عمان، 2011.
45	برايان كويل، هيكلة رأس مال الشركات، قسم الترجمة بدار الفاروق، الطبعة الأولى، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة

	.2006،
46	محمد مطر ، فايز تيم ،إدارة المحافظ الإستثمارية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر و التوزيع ،عمان ، 2005.
47	منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
48	منير إبراهيم هندي،الإدارة المالية مدخل تحليلي، الطبعة الرابعة، دار المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.
49	منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الإستثمار، الطبعة الثالثة، دار المعرفة الجامعية ،الإسكندرية، 2010.

1-2 الكتب باللغة الأجنبية

50	Khemici CHIHA, Finance d'entreprise- approche stratégique, Houma édition, Alger, 2009.
51	Berbelet. m, Economie d'entreprise, Ed: Foucher, 1996.
52	Bertrand Jack , Bruno Solnik , marchés financier , Dunod , paris , 2002.
53	A.Boudinot et J.C Frabot , Technique et pratique bancaires , 4eme édition , édition Sirey , Paris,1987 .
54	Richard brealey et al, Principes de gestion financière,édition française dirigée par Christophe Thibierge ,8 eme édition, Pearson éducation, Paris, 2007.
55	Josette Pilverdier, latreyet, Finance d'entreprise, 6 eme édition, édition eonomica, Paris, 1993.

2-المجلات و المقلات العلمية

1-2 المجلات و المقلات العلمية بالعربية

56	سليمان شلاش و آخرون، "العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال"، مجلة المنارة، مجلد 14، عدد 1، 2008، الأردن.
57	ددان عبد الغاني ، قراءة في الآداء المالي و القيمة في المؤسسة الإقتصادية، مجلة الباحث ،العدد 4، 2006، جامعة ورقلة ،الجزائر.
58	مفيدة يحياوي، "تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسات العمومية الجزائرية"، مجلة العلوم الإنسانية، أكتوبر، 2002، جامعة قسنطينة، الجزائر.
59	بوراس أحمد، "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر"،مجلة العلوم الإنسانية، العدد 01، 1999، جامعة قسنطينة، الجزائر.
60	ب . عجاج ، إبرام ثلاث عقود إستراتيجية مع كوبا لتطوير الصناعة الصيدلانية ، جريدة الشروق اليومي ،العدد 2749 ، 22 أكتوبر 2009 .

2-2 المجلات و المقالات العلمية باللغة الأجنبية

61	saidal news , journal d infomatin interne du groupe saidal
– N ^{0}7 , Mai , Avril 2003.	
– N°26 , novembre , décembre 2006.	
– N° 30 ,September- October , 2007.	
62	Mamta Chowdhury, «Currency Crisis and Stock Prices in East Asian Countries:an Applicatin of Cointegratin Granger Causality«, School of Economics and Finance, Working paper series, N°2004/01, 2004.
63	Stock, J. H. and Watson, M. W., «Testing for Common Trends«, Journal of American Statistical Association, Vol. 83, 1988.
64	Yule, G.U., «Why Do We Some Times Get Nonsense-Correlations Between Time-Series? A Study in Sampling and the Nature of Time-Series«, Journal of the Royal Statistical Society, Vol. 89, 1926.

3- الملتقيـــات و المحاضرات

3-1 الملتقيـات و المحاضرات بالعربية

65	مليكة زغيب وإلياس بوجعادة،"دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الإقتصادية"،ملتقى علمي دولي،جامعة المسيلة، 2009.

3-2 الملتقيـات و المحاضرات باللغة الأجنبية

66	Cheng F. Lee, Determinants of Capital Structure Choice A Structural Equation Modeling Approach, The 15th Annual Conference on PBFEAM at Ho Chi Minh City, Vietnam,(2007),P 09.

4- الرسائل و المذكرات

67	بسام محمد الأغا،" أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية ، غزة،2005.
68	زغود تبر ،" محددات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة ماجستير غير منشورة ، تخصص مالية مؤسسة،كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير ، جامعة ورقلة ،2009 .
69	عبد المجيد تيماوي، "معايير إختيار مصادر التمويل في مؤسسة"، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، جامعة الأغواط، 2004 .
70	عبد القادر حوة، " بناء المحافظ الإستثمارية و إدارة الإستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطرة" ، رسالة ماجستير غير منشورة، ،كلية العلوم لاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة الجزائر 3، 2010.

71	يوسف خروبي،"تقدير العائد و المخاطرة بإستخدام نموذج توازن الأصول المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية علوم التسيير و العلوم الإقتصادية جامعة ورقلة،، 2011 .
72	رقاع توفيق ، محددات إختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة ، رسالة ماجستير غير منشورة، ، كلية العلوم لاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة الجزائر ، 2001.
73	شعبان محمد، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة بومرداس ، 2010 .
74	يوسف قريشي، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"،أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر ،2005 .

5- القوانين و التشريعات

75	المادة الأولى من الأمر 96-09 المتعلق بالإعتماد الإيجاري المؤرخ في 10 جانفي 1996

6- التقارير

76	Rapport de Rapport de gestion Groupe SAIDAL, 1999.
77	Rapport de gestion Groupe SAIDAL, 2002.
78	Rapport de gestion Groupe SAIDAL, 2005.
79	Rapport de gestion Groupe SAIDAL, 2008.
80	Rapport de gestion Groupe SAIDAL, 2009
81	Notice d'information Groupe SAIDAL, 1999
82	Notice finnancier, Groupe SAIDAL, 1999 ,2002,2005,2009.

7-المقابلات

83	مقابلة مع الدكتورة فطوم أقاسم ، مديرة الشراكة و الصادرات بمجمع صيدال ، 17 /10/ 2012 ، مقابلة شخصية.
84	بغدادي سفيان ، رئيس مصلحة العلاقات البورصية بمجمع صيدال ، مقابلة حول السعر السوقي لمجمع صيدال ، 16 /10/ 2012 ، مقابلة شخصية.

8- المواقع الإلكترونية

85	نبيل عبد السلام شاكر، " الفشل المالي للمشروعات"، حقوق النشر و التوزيع الإلكتروني محفوظة للموقع الإلكتروني كتب عربية، www.kotobarabia.com، ب.ت.
86	http://www.sgbv.dz/historique-ar.php?code=SAI&ann=1999-09-13&ann1=2009-12-30